

2015年07月15日

索菲亚 (002572.SZ)

业绩持续高增长，中长线布局良机显现

■ **事件：**索菲亚公布业绩快报：2015上半年营业收入11.6亿元，同比增长36.8%；归属上市公司股东净利润1.34亿元，同比增长40.8%，EPS 0.31元。

■ **799活动效果显著，全年业绩高增长基本确定：**公司上半年业绩符合我们预期，无论是收入，还是净利润都保持快速增长，质量较好。今年以来公司推出799元/平米优惠套餐促销活动，通过低价策略，以价换量，效果非常显著，799活动订单已占公司销售额3成左右。此外，受益品类延伸带来的交叉销售，客单价仍保持上升趋势，量价驱动增长动力强劲。虽然公司今年所得税率变更为25%（去年同期15%），公司净利润仍增长40.77%，略高于收入端，主要因公司业务及生产流程自动化、信息化水平有所提升，板材利用率及生产效率进一步提高，从而带动毛利率提升。考虑公司5月份新增了实木、软装等品类，加上橱柜业务贡献进一步增大，我们预计下半年增速有望进一步加速。

■ **品类延伸持续发力，未来三年内生复合增速预计40%左右：**公司13年以来实施大家居战略，增加了客厅类柜体产品，不仅提升消费便利性，更促进交叉销售，客单价年增速10%-15%。今年以来公司又陆续新增实木类家具以及软装类产品，通过OEM+单品爆款方式，为用户提供多种产品选择，满足不同消费能力的用户需求，加快公司产品在不同目标用户群中的渗透，可进一步提高公司客单价。目前公司客单价仅1.8万元左右，我们预计有翻倍潜力。此外，司米橱柜已逐渐步入正轨，借助索菲亚优质渠道资源，门店渠道正快速铺开，预计15年新增门店300家（年底将达到近400家门店，中长期目标2000家左右）。我们草根调研显示消费者对司米橱柜的高度认可，加上索菲亚门店的引流（衣柜带单率超过20%），橱柜业务有望复制衣柜业务的成功。橱柜客单价约2-3万元，较衣柜要高，市场规模也更大。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783.5	2,361.1	3,500.1	5,001.7	6,926.1
净利润	244.9	326.9	484.5	668.3	904.1
每股收益(元)	0.56	0.74	1.10	1.52	2.05
每股净资产(元)	3.95	4.40	5.11	5.93	7.03

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	60.8	45.6	30.7	22.3	16.5
市净率(倍)	8.5	7.7	6.6	5.7	4.8
净利润率	13.7%	13.8%	13.8%	13.4%	13.1%
净资产收益率	14.0%	16.8%	21.5%	25.6%	29.2%
股息收益率	0.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%
ROIC	50.6%	53.1%	56.9%	63.7%	91.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

其他轻工 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

70.00元

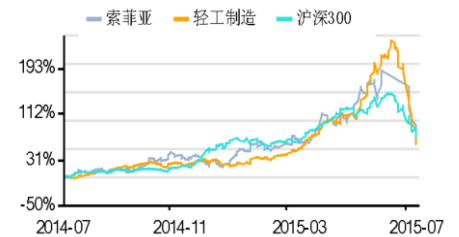
股价(2015-07-15)

37.70元

交易数据

总市值(百万元)	14,892.23
流通市值(百万元)	8,629.42
总股本(百万股)	440.99
流通股本(百万股)	255.54
12个月价格区间	16.18/47.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.49	9.66	27.32
绝对收益	-29.19	1.11	108.71

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-66581574

相关报告

推员工&经销商持股，优质白马再获助力	2015-06-29
业绩高增长，探索经销商持股	2015-04-30
员工持股显信心，上调目标价至45元	2015-04-21

我们预计橱柜业务对公司业绩贡献将逐渐加大，公司未来三年业绩增长具有较高确定性。

■ **大家居及 O2O 布局，催化剂有望陆续兑现：**公司年初公告收购舒适易佰，切入室内舒适环境系统领域，布局大家居市场。公司可利用自身管理、资金及渠道优势，帮助舒适 100 发展壮大，并可借助舒适 100 的线上流量、隐蔽工程等前端业务导流及在家居 O2O 领域的经验和资源，完善自身 O2O 布局。未来公司可能通过自建平台及与家装平台合作方式完成 O2O 体系建设，对于商业模式新颖的家装/家居类企业，也可能以外延方式并购，值得重点关注。

■ **员工/经销商持股，提供较好安全边际：**公司近期推出员工及经销商持股计划，覆盖员工 679 人及 100 多个城市的优质经销商，并对大部分持股计划引入 1:1-1:3 杠杆，实现大范围利益绑定。经销商与公司形成利益共同体，可为公司 O2O 模式落地及大家居布局保驾护航，也提供较好安全边际。

■ **盈利预测及投资建议：**我们维持公司盈利预测，预计 15-17 年净利润 4.85 亿元、6.68 亿元、9.04 亿元，分别增长 48.2%、37.9%、35.3%；EPS 1.10 元、1.52 元、2.05 元，维持“买入-A”评级，六个月目标价 70 元。

■ **风险提示：**橱柜市场竞争激烈、品类扩张不及预期、地产景气下滑。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月10日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783.5	2,361.1	3,500.1	5,001.7	6,926.1	成长性					
减:营业成本	1,122.6	1,478.9	2,185.2	3,127.2	4,334.8	营业收入增长率	46.0%	32.4%	48.2%	42.9%	38.5%
营业税费	12.6	18.7	28.0	40.0	55.4	营业利润增长率	42.7%	32.3%	49.4%	38.4%	34.9%
销售费用	161.1	226.2	332.5	475.2	658.0	净利润增长率	41.4%	33.5%	48.2%	37.9%	35.3%
管理费用	212.6	253.9	371.0	530.2	734.2	EBITDA 增长率	55.7%	37.7%	50.3%	40.2%	36.2%
财务费用	-26.6	-15.0	-8.3	10.4	39.3	EBIT 增长率	53.6%	39.7%	53.1%	42.1%	38.0%
资产减值损失	2.0	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	52.0%	39.1%	54.2%	42.1%	38.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.6%	43.7%	26.9%	-4.1%	12.1%
投资和汇兑收益	-	1.9	-	-	-	净资产增长率	18.1%	16.1%	15.4%	15.6%	18.1%
营业利润	299.3	396.0	591.7	818.7	1,104.5	利润率					
加:营业外净收支	6.3	4.9	4.0	4.0	4.0	毛利率	37.1%	37.4%	37.6%	37.5%	37.4%
利润总额	305.6	400.9	595.7	822.7	1,108.5	营业利润率	16.8%	16.8%	16.9%	16.4%	15.9%
减:所得税	52.4	70.4	101.3	139.9	188.4	净利润率	13.7%	13.8%	13.8%	13.4%	13.1%
净利润	244.9	326.9	484.5	668.3	904.1	EBITDA/营业收入	17.5%	18.2%	18.5%	18.1%	17.8%
						EBIT/营业收入	15.3%	16.1%	16.7%	16.6%	16.5%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	79	71	56	45	36
货币资金	1,152.8	1,183.6	1,295.4	1,728.1	2,106.2	流动营业资本周转天数	1	-6	0	2	2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	275	223	177	156	145
应收账款	56.0	73.5	148.5	147.9	261.9	应收账款周转天数	11	10	11	11	11
应收票据	7.6	22.3	5.6	40.7	28.4	存货周转天数	22	21	21	21	21
预付帐款	49.7	21.6	211.1	90.3	272.6	总资产周转天数	388	352	285	233	202
存货	136.9	142.4	259.0	330.9	480.0	投资资本周转天数	105	110	99	76	57
其他流动资产	26.9	53.9	31.6	37.5	41.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	1.8	1.8	1.8	ROE	14.0%	16.8%	21.5%	25.6%	29.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.1%	13.0%	16.4%	19.7%	21.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.6%	53.1%	56.9%	63.7%	91.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	433.0	493.3	592.7	663.6	711.1	销售费用率	9.0%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
在建工程	54.0	275.0	227.5	194.2	171.0	管理费用率	11.9%	10.8%	10.6%	10.6%	10.6%
无形资产	117.0	196.3	200.4	204.3	207.9	财务费用率	-1.5%	-0.6%	-0.2%	0.2%	0.6%
其他非流动资产	51.9	71.3	36.4	25.5	26.7	三费/营业收入	19.5%	19.7%	19.9%	20.3%	20.7%
资产总额	2,085.8	2,533.3	3,010.1	3,464.8	4,308.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	14.1%	17.8%	20.2%	19.8%	23.9%
应付帐款	145.6	189.2	396.5	402.3	681.2	负债权益比	16.4%	21.7%	25.3%	24.7%	31.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.04	3.64	3.32	3.58	3.19
其他流动负债	138.1	221.8	192.1	261.0	319.5	速动比率	4.56	3.30	2.88	3.08	2.71
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-10.23	-25.36	-69.99	79.87	29.13
其他非流动负债	9.9	40.9	19.2	23.3	27.8	分红指标					
负债总额	293.6	452.0	607.8	686.7	1,028.5	DPS(元)	0.25	0.35	0.50	0.70	0.95
少数股东权益	48.4	140.1	150.0	164.5	180.5	分红比率	45.0%	47.2%	45.6%	45.9%	46.2%
股本	441.0	441.0	441.0	441.0	441.0	股息收益率	0.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%
留存收益	1,302.8	1,545.6	1,811.2	2,172.6	2,658.7						
股东权益	1,792.2	2,081.3	2,402.2	2,778.1	3,280.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.56	0.74	1.10	1.52	2.05
净利润	253.2	330.5	484.5	668.3	904.1	BVPS(元)	3.95	4.40	5.11	5.93	7.03
加:折旧和摊销	53.0	70.6	63.9	78.5	92.1	PE(X)	60.8	45.6	30.7	22.3	16.5
资产减值准备	2.0	4.4	-	-	-	PB(X)	8.5	7.7	6.6	5.7	4.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	149.9	169.3	61.5	20.8	19.1
财务费用	-	-	-8.3	10.4	39.3	P/S	8.4	6.3	4.3	3.0	2.2
投资损失	-	-1.9	-	-	-	EV/EBITDA	27.2	19.4	21.2	14.7	10.5
少数股东损益	8.3	3.6	9.9	14.5	16.0	CAGR(%)	39.2%	40.7%	41.1%	39.2%	40.7%
营运资金的变动	39.7	117.8	-136.3	95.5	-99.2	PEG	1.6	1.1	0.7	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	352.6	352.3	413.8	867.3	952.3	ROIC/WACC	4.8	5.1	5.4	6.1	8.7
投资活动产生现金流量	-239.7	-442.9	-121.8	-120.0	-120.0	REP	3.0	1.9	2.3	2.1	1.3
融资活动产生现金流量	-12.7	-20.5	-180.2	-314.5	-454.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

