

**营收净利维持高成长，品类扩张打开成长空间**

索菲亚 (002572.SZ)

**核心观点**

- **营收与净利润维持高增长，成本节约为根基，促销战略见成效：**公司发布 2015 年中报，营业收入 11.6 亿元，同比增长 36.8%，比去年同期增速高出 2.7 个百分点，其中二季度 7.2 亿元，同比增长 34.3%，归母净利润 1.35 亿元，同比增长 44.8%，比去年同期增速高出 13 个百分点，其中二季度 1.0 亿元，同比增长 39.9%，毛利率 35.9%，比去年同期提高 0.1 个百分点；收入端维持高增长主要原因是门店数量增加(年初 1450，目前 1500 余间)、年初推行 799/899 促销活动订单放量显著、出厂价格较为平稳，净利润维持高增长原因是收入高增长与毛利率稳健，价格中枢下降与成本节约影响基本抵消，公司通过生产信息化能力提升与板块利用率提升压缩成本。
- **存货周转天数减少管理能力进一步提升，现金流大幅增长经营稳健：**公司上半年存货周转天数为 38 天，比去年同比降低了 7 天，预计可能是以销定产的定制化柔性供应链成效显著，管理能力进一步提升；上半年经营活动产生的现金流量净额为 2.89 亿元，同比增长 65.3%，远超同期收入增速，存货周转加快效果明显，公司经营稳健。
- **持股计划绑定多方利益，空中加油开启加速模式：**公司员工持股计划与经销商持股计划落地，董事长转让约 5.6% 股份，转给经销商股票价格为 29.6 元，转让 1230 万股，转给员工股票价格为 28.6 元，转让 1222.3 万股。持股计划锁定期为 1 年。我们认为本次持股计划绑定多方利益，转让价格具备安全边际，显示管理层团结各方利益加速发展的决心，公司有望在业绩维持高增速时空中加油，向更广阔市场空间加速推进。
- **品类扩张有望带动客单价提升，橱柜发展迈出落地第一步：**索菲亚目前超过 1000 家门店有超过 3 年丰富运营经验，品类扩张带动客单价的提升是未来业绩重要驱动力，2014 年单店收入 159 万元提升空间较大，公司剑指 5000 亿家具市场，空间远超衣柜 1500 亿市场容量，鞋柜、酒柜同店销售将纷至沓来。橱柜迈出第一步，门店增长进入快车道，单店收入因品类完善迅速增长，毛利率随生产工艺完善逐步提升，业绩有望在 2016 年快速兑现，成为索菲亚第二增长极，并夯实经销商跟随公司扩张品类的决心。
- **产能设计紧凑严密，满足高速扩张需要：**公司未来产能投产时点与预期销售增长搭配合理，能够维持高产能利用率同时不影响销量提升，公司 2015 年年底预计华北、华南总部产能投产，保障 2016-2017 年产品供应；2015 年四季度华南橱柜产能大规模投产，配合橱柜业务销售放量增长。
- **投资建议：**我们看好公司从定制衣柜龙头向定制家具品牌商的扩张转变，衣柜门店数量 2015 年预计增加 200 家，促销引流与扩张品牌带动客单价提升效果显现；橱柜门店 2015 年预计 300 家，单店收入与毛利有望再上台阶，2016 年门店有望翻倍；公司产能准备充裕，布

**推荐 维持评级**

**分析师**

马莉

(8610) 6656 8489

mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130514050004

杨岚: (8610) 8357 4539

特此鸣谢:

赵中平

(0755) 82837691

zhaozhongping@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	2015/8/6
收盘价(元)	32.77
一年内最高价(元)	41.69
一年内最低价(元)	10.50
深证成指	14707
市净率	8.7
总股本(亿股)	4.41
实际流通 A 股(亿股)	2.56
限售 A 股(亿股)	1.85
流通 A 股市值(亿元)	98.1

局合理，管理沉淀形成的成本节约助力产品迈向更高性价比。预计2015-2016年营业收入33.1、44.9亿元，同比增长40.31%、35.39%，归属于母公司净利润4.5、6.2亿元，同比增长37.9%、37%。维持推荐评级

**表 1: 主要财务指标预测**

财务摘要	2013	2014	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,783	2,361	3,313	4485
收入同比增长率%	45.98	32.39	40.31	35.39
净利润(百万元)	244	327	454	621
净利润同比增长率%	41.37	33.51	37.94	37.00
市盈率	67	51	37	27
EPS(元)	0.56	0.74	1.01	1.39

资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究所

表 2: 营业收入细分项预测

	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31
<b>定制衣柜及其配件定制家具收入</b>									
收入	200.3	353.0	600.2	912.3	1160.6	1723.8	2306.2	3135.0	3977.5
YOY		58.3%	70.0%	52.0%	27.2%	48.5%	33.8%	35.9%	26.9%
占比		100.0%	100.0%	92.0%	95.7%	97.3%	98.3%	94.6%	88.7%
门店数量	361	428	582	800	1000	1200	1450	1650	1850
YOY		58.3%	36.0%	37.5%	25.0%	20.0%	20.8%	13.8%	12.1%
单店收入(万元/家)	55.49	82.47	103.12	114.04	116.06	143.65	159.05	190.0	215.0
YOY		58.3%	25.0%	10.6%	1.8%	23.8%	10.7%	19.5%	13.2%
销售量(万平方米)	136.54	229.30	338.60	533.64	675.73	1059.71	1472.17	2100.00	2300.00
YOY		58.3%	47.7%	57.6%	26.6%	56.8%	38.9%	42.6%	9.5%
每平方米价格	146.7	153.9	177.2	171.0	171.8	162.7	156.7	149.3	172.9
YOY		58.3%	15.1%	-3.5%	0.5%	-5.3%	-3.7%	-4.7%	15.8%
单店销量(万平方米/家)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	1.3	1.2
YOY		58.3%	8.6%	14.7%	1.3%	30.7%	15.0%	25.4%	-2.3%
成本	143.3	246.9	382.4	595.6	745.1	1076.0	1440.5	1958.2	2484.5
YOY		48.6%	54.9%	55.7%	25.1%	44.4%	33.9%	35.9%	26.9%
毛利率	28.5%	30.0%	36.3%	34.7%	35.8%	37.6%	37.5%	37.5%	37.5%
YOY		1.6%	6.2%	-1.6%	1.1%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>地板</b>									
收入				79.8	52.0	48.3	27.7	27.7	27.7
YOY					-34.8%	-7.2%	-42.6%	0.0%	0.0%
占比		0.0%	0.0%	8.0%	4.3%	2.7%	1.2%	0.8%	0.6%
成本				61.6	44.5	41.7	24.4	24.4	24.4
YOY					-27.8%	-6.3%	-41.5%	0.0%	0.0%
毛利率				22.8%	14.4%	13.6%	11.9%	11.9%	11.9%
YOY					-36.7%	-5.9%	-12.2%	0.0%	0.0%
<b>定制橱柜机器配件</b>									
收入							12.3	150.0	480.0
YOY								1118.5%	220.0%
占比							0.5%	4.5%	10.7%
门店							70	300	600
单店收入(万元/家)							17.6	50.0	80.0
成本							9.5	105.0	307.2
YOY								1001.8%	192.6%
毛利率							22.6%	30.0%	36.0%
YOY								32.8%	20.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 索菲亚产能规划

时间	位置	投资额	投产后的产能	投产时间
2012.3	(成都) 西南生产基地	8904 万	年产 20 万扇趟门	2012/3/1
2012.11	(廊坊) 华北生产基地	一期: 1 亿元	年产 8 万件柜身 年产 16 万件抽芯	2013/5/1
2012.9	(嘉善) 华东生产基地	一期: 2 亿元	年产 8 万件柜身 (折合 400 万件小板件, 每天 13000)	2013/5/1

			件小件 )	
			年产 20 万扇趟门 ( 每天 660 扇门 )	
			年产 16 万个抽芯 ( 每天 550 个抽屉 )	
			年产 15 万套柜身	
2013.12	( 嘉善 ) 华东生产基地	二期 : 1.6 亿元	年产 150 万张贴面板	预计 2015 年底
			年产 120 万支百叶、40 万支线条	正式投产
			年产 10 万平方米吸塑产品	
		4.5 亿元 ( 土建和		
		厂房 )、设备由子		2015 年 8 月前
2013.12	华南总部生产基地		年产 60 万套定制衣柜及配套家具产品	投产
		公司投资 , 共投资		
		10 亿		
			年产 55 万扇趟门加工生产线及其配套设施	预计 2015 年底
2013.12	( 廊坊 ) 华北生产基地	二期 : 3.4 亿元	年产 27 套万柜身加工生产线及其配套设施 ;	正式投产
			年产 100 万件抽芯生产线及其配套设施。	
				预计 2016 年投
2014.10	( 武汉 ) 华中生产基地	3 亿元	年产 50 万套定制衣柜及配套家具	产
				2015 年 6 月调
2014.07	华南总部生产基地	3 亿元	年产 20 万套定制厨柜及配套家具	试 , 4 季度全面
				投产

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 索菲亚 QoQ 部分利润表

	2013/03/31	2013/06/30	2013/09/30	2013/12/31	2014/03/31	2014/06/30	2014/09/30	2014/12/31	2015/03/31	2015/06/30
	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>一般企业-利润表(单季度)</b>										
<b>一、营业总收入</b>	236.92	394.51	516.68	635.37	311.68	535.16	685.66	828.58	439.88	718.59
营业收入	236.92	394.51	516.68	635.37	311.68	535.16	685.66	828.58	439.88	718.59
<i>同比</i>	68.4%	38.1%	44.4%	45.2%	31.6%	35.7%	32.7%	30.4%	41.1%	34.3%
<b>二、营业总成本</b>	208.22	335.63	425.92	514.42	280.25	443.24	561.70	681.83	390.22	588.15
营业成本	152.90	252.86	322.19	394.67	204.33	339.77	420.21	514.59	283.12	459.84
<i>毛利率</i>	35.5%	35.9%	37.6%	37.9%	34.4%	36.5%	38.7%	37.9%	35.6%	36.0%
营业税金及附加	0.79	3.56	3.87	4.34	1.21	4.61	5.72	7.19	2.97	6.69
<i>/总收入</i>	0.3%	0.9%	0.7%	0.7%	0.4%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.9%
销售费用	31.06	34.32	41.83	53.89	36.75	45.25	62.87	81.28	56.96	61.26
<i>/总收入</i>	13.1%	8.7%	8.1%	8.5%	11.8%	8.5%	9.2%	9.8%	12.9%	8.5%
<i>同比</i>	47.9%	18.1%	9.2%	42.3%	18.3%	31.8%	50.3%	50.8%	55.0%	35.4%
管理费用	29.95	51.39	64.71	66.53	45.70	58.32	71.03	78.86	51.79	64.30
<i>/总收入</i>	12.6%	13.0%	12.5%	10.5%	14.7%	10.9%	10.4%	9.5%	11.8%	8.9%
<i>同比</i>	90.8%	117.7%	127.5%	50.0%	52.6%	13.5%	9.8%	18.5%	13.3%	10.3%
<b>销售费用+管理费用</b>	25.7%	21.7%	20.6%	19.0%	26.5%	19.4%	19.5%	19.3%	24.7%	17.5%
财务费用	-6.46	-6.69	-6.69	-6.80	-7.74	-5.81	1.86	-3.34	-4.61	-5.24
资产减值损失	0.00	0.19	0.00	1.79	0.00	1.10	0.00	3.26	0.00	1.30
<b>四、营业利润</b>	28.69	58.89	90.76	120.95	31.43	91.92	123.97	148.69	49.66	130.44
<i>营业利润率</i>	12.1%	14.9%	17.6%	19.0%	10.1%	17.2%	18.1%	17.9%	11.3%	18.2%
<i>同比</i>	71.5%	31.8%	37.9%	46.5%	9.5%	56.1%	36.6%	22.9%	58.0%	41.9%
<b>五、利润总额</b>	30.48	60.75	92.21	122.18	32.79	94.64	125.50	147.95	49.70	132.28
减：所得税	5.55	9.44	16.80	20.65	6.39	18.79	26.72	18.50	14.82	31.07
<i>所得税率</i>	18.19%	15.54%	18.22%	16.90%	19.48%	19.85%	21.29%	12.50%	29.81%	23.49%
<b>六、净利润</b>	24.93	51.31	75.41	101.53	26.40	75.85	98.77	129.45	34.88	101.20
减：少数股东损益	0.36	1.16	2.18	4.63	1.58	4.92	-3.56	0.63	-1.02	2.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	24.58	50.15	73.23	96.90	24.82	70.92	102.34	128.82	35.90	99.20
<i>同比</i>	77.7%	34.8%	36.7%	41.3%	1.0%	41.4%	39.7%	32.9%	44.6%	39.9%
<i>净利润率</i>	10.4%	12.7%	14.2%	15.3%	8.0%	13.3%	14.9%	15.5%	8.2%	13.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 5: 索菲亚财务报表预测**

资产负债表	2012A 2013A 2014A 2015E 2016E					利润表 (百万元)					2012A 2013A 2014A 2015E 2016E											
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用	财务费用	资产减值损失	投资收益	营业利润	营业外收支净额	税前利润	减: 所得税	净利润	归属于母公司净利润	基本每股收益	稀释每股收益	
货币资金	1047	1153	1184	963	1257	1222	1783	2361	3313	4485												
应收票据	5	8	8	8	8	795	1123	1479	2088	2816												
应收账款	45	49	62	107	132	8	13	19	26	36												
预付款项	101	50	22	79	57	126	161	226	317	430												
其他应收款	5	7	12	15	21	112	213	254	356	482												
存货	80	137	142	252	280	-32	-27	-15	-25	-31												
其他流动资产	2	15	50	50	50	2	2	4	4	4												
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2												
固定资产	352	433	493	509	509	210	299	396	548	750												
在建工程	0	54	275	320	256	1	6	5	5	5												
无形资产	79	117	194	244	294	210	306	401	551	754												
长期待摊费用	19	30	38	38	38	34	52	70	97	132												
资产总计	1759	2086	2533	2613	2930	176	253	330	454	621												
预收款项	33	54	74	105	137	173	245	327	451	618												
应付职工薪酬	17	29	49	69	93	0.81	0.56	0.74	1.01	1.39												
应交税费	18	45	57	81	109	0.39	0.56	0.74	1.01	1.39												
其他应付款	56	52	51	71	96	<b>财务指标</b>					<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>							
其他流动负债	6	8	18	26	35	营收增长率	21.73%	45.98%	32.39%	40.31%	35.39%											
长期借款	0	0	0	0	0	营业利润增长率	28.89%	42.69%	32.32%	38.35%	36.94%											
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	28.55%	41.37%	33.51%	37.94%	37.00%											
负债合计	240	294	452	572	766	销售毛利率	34.90%	37.05%	37.36%	36.98%	37.21%											
股东权益合计	1518	1792	2081	2041	2164	销售净利率	14.18%	13.73%	13.85%	13.61%	13.77%											

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉、杨岚，轻工制造行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn