

# 产能扩张助力业绩释放

——索菲亚（002572）三季度财报点评

2015年10月22日

强烈推荐/维持

索菲亚

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
孙金琦	联系人	
	sun_jq@dxzq.net.cn	010-66554026

## 事件:

公司2015年前三季度实现营业收入20.71亿元,同比增长35.14%;归属于上市公司股东的净利润为2.76亿元,同比增长39.20%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为2.73亿元,同比增长40.80%;基本每股收益为0.63元/股,稀释每股收益为0.63元/股。

其中,公司第三季度实现营业收入9.13亿元,同比增长33.09%;归属于上市公司股东的净利润为1.41亿元,同比增长37.41%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.39亿元,同比增长37.21%;基本每股收益为0.32元/股,稀释每股收益为0.32元/股。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
营业收入(百万元)	311.68	535.16	685.66	828.58	439.88	718.59	912.57
增长率(%)	31.56%	35.65%	32.71%	30.41%	41.13%	34.28%	33.09%
毛利率(%)	34.44%	36.51%	38.71%	37.89%	35.64%	36.01%	39.52%
期间费用率(%)	23.97%	18.27%	19.80%	18.92%	23.67%	16.74%	17.40%
营业利润率(%)	10.08%	17.18%	18.08%	17.95%	11.29%	18.15%	21.20%
净利润(百万元)	26.40	75.85	98.77	129.45	34.88	101.20	138.85
增长率(%)	05.87%	47.82%	30.99%	27.49%	32.14%	33.43%	40.57%
每股盈利(季度,元)	0.06	0.16	0.23	0.29	0.08	0.22	0.32
资产负债率(%)	10.93%	14.01%	16.40%	17.84%	14.39%	25.25%	23.51%
净资产收益率(%)	1.45%	4.02%	4.96%	6.22%	1.65%	4.88%	6.26%
总资产收益率(%)	1.29%	3.46%	4.15%	5.11%	1.41%	3.65%	4.79%

## 观点:

- ▶ **业绩持续保持高增长。**公司第三季度营业收入同比增长33%,扣非后归属于上市公司股东的净利润同比增长37%,公司高增长趋势未变。第三季度公司销售毛利率为39.52%,同比增加0.81个百分点,环比增加3.51个百分点,公司盈利水平有所提升。第三季度公司期间费用率为17%,同比减少2个百分点,环比持平;其中销售费用率为10%,同比增加1个百分点,环比增加1个百分点。我们认为销售费用率的提高

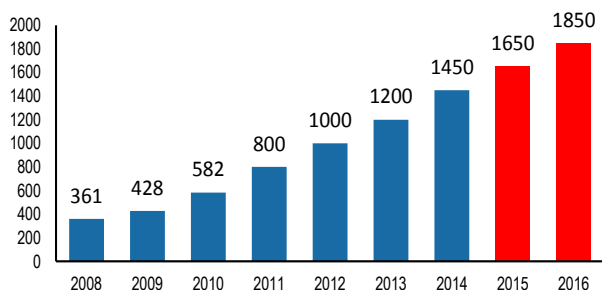
主要是因为公司为了扩大品牌影响力，增加了广告投放，相关广告费用支出上升。

- **产能扩张助力业绩释放。** 衣柜方面，公司在河北廊坊、浙江嘉善、四川成都、湖北黄冈以及广州增城分别建设了生产基地，其中河北廊坊、浙江嘉善、四川成都以及广州增城本部工厂均已正常生产，黄冈工厂预计下半年投产。公司上半年衣柜生产基地月平均产能达到7万余单，产能利用率平均为70%，下半年公司产能有望继续提升，以满足下半年的装修旺季。厨柜方面，2014年年底公司拥有司米橱柜专卖店70家，截止2015年年中，公司拥有司米橱柜专卖店150家，位于增城的厨柜新工厂已经在6月开始调试，4季度将全面投入生产，以满足厨柜业务迅速扩张的需求。
- **“大家居”战略逐见成效。** 公司完成由“定制衣柜就是索菲亚”向“定制家，索菲亚”的转型，将自身定位于集定制衣柜、定制厨柜、酒柜、书柜等其他柜以及床、餐桌为一体的“大家居”平台。产品线的不断丰富，利于提升用户的粘性。定制衣柜行业09~14年年复合增长 (CAGR) 达到22%，公司作为定制家具行业龙头，受益于定制家具行业持续增长的大环境。公司坚持“经销商专卖店”为主的形式，目前公司已经拥有经销商专卖店1500余家。得益于“大家居”战略的逐见成效，公司原有一、二线城市销售网点订单持续增长、店面客单价稳步上升。公司未来还将开拓三、四线城市市场，同时将销售网络向四、五线城市下沉。
- **智能制造稳步推进。** 公司2014年成立了信息与数字化中心，帮助提升公司数字化、自动化生产能力，利于提高板材的利用率，同时改善公司在柔性制造方面的生产能力，进一步提高公司“个性化+标准化”的生产服务。同时公司积极推进线上O2O业务，不但拥有自身官网的电商平台，与各大家具电商平台、互联网家装公司均保持紧密合作，如天猫商城、齐家网、土巴兔、舒适易佰等。

## 结论：

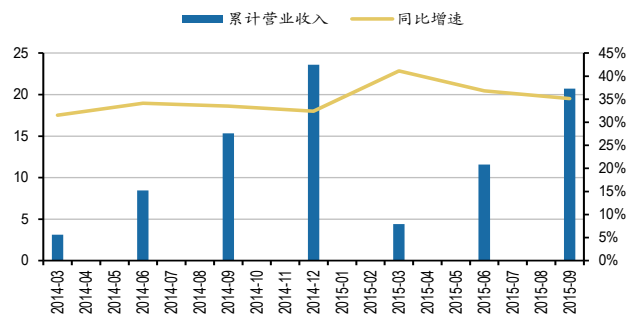
公司内生增长动力强劲，业绩持续保持高速增长，“大家居”战略提升客户粘性，提高店面客单价，公司全国范围内生产布局基本完成，司米橱柜业绩即将爆发。我们预计公司2015年、2016年、2017年将分别实现营业收入31.8亿元、43.2亿元、57.8亿元，每股收益分别为1.01元/股、1.36元/股、1.59元/股，对应P/E分别为39x、29x、25x，维持“强烈推荐”投资评级。

图 1:索菲亚经销商专卖店数量



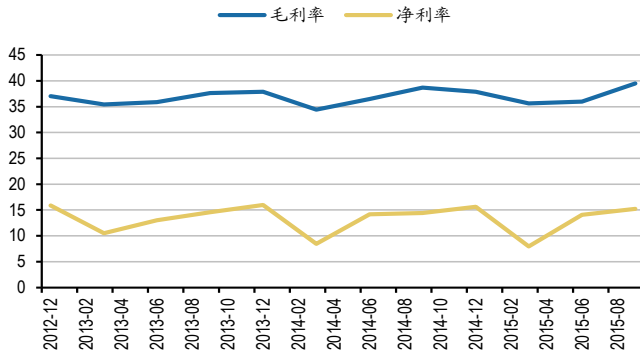
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2:索菲亚累计营业收入及其增速



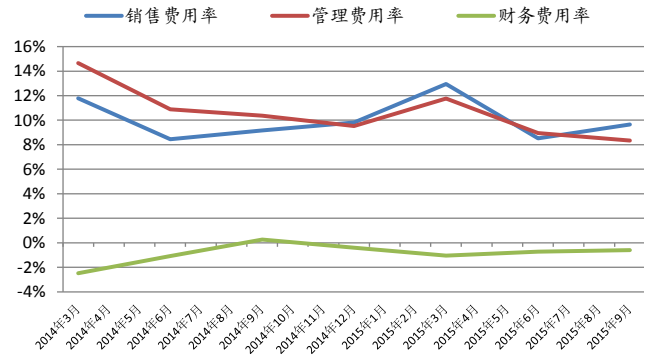
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3:索菲亚销售毛利率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4:索菲亚期间费用率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	1430	1497	2872	3504	4236	<b>营业收入</b>	1783	2361	3180	4332	5779
货币资金	1153	1184	2490	3023	3626	<b>营业成本</b>	1123	1479	1990	2709	3711
应收账款	49	62	85	115	154	营业税金及附加	13	19	13	15	20
其他应收款	7	12	16	21	28	营业费用	161	226	308	410	574
预付款项	50	22	-43	-112	-220	管理费用	213	254	339	482	644
存货	137	142	217	278	393	财务费用	-27	-15	-18	-28	-33
其他流动资产	15	50	85	144	211	资产减值损失	1.98	4.37	2.91	3.08	3.45
<b>非流动资产合计</b>	656	1036	952	870	788	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	1.95	0.00	0.00	0.00
固定资产	433.01	493.33	434.65	375.58	316.29	<b>营业利润</b>	299	396	547	741	861
无形资产	117	194	175	155	136	营业外收入	7.79	6.69	5.46	6.65	6.27
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.45	1.83	1.50	1.59	1.64
<b>资产总计</b>	2086	2533	3824	4374	5024	<b>利润总额</b>	306	401	551	746	866
<b>流动负债合计</b>	284	411	460	570	711	所得税	52	70	97	131	152
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	253	330	454	615	714
应付账款	94	139	174	244	329	少数股东损益	8	4	10	14	13
预收款项	54	74	106	146	201	归属母公司净利润	245	327	444	601	700
一年内到期的非流	0	20	20	20	20	EBITDA	426	620	610	795	910
<b>非流动负债合计</b>	10	41	39	65	94	<b>BPS (元)</b>	0.56	0.74	1.01	1.36	1.59
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	294	452	499	635	805	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	48	140	150	163	177	营业收入增长	45.98%	32.39%	34.70%	36.21%	33.40%
实收资本(或股本)	441	441	441	441	441	营业利润增长	42.69%	32.32%	38.05%	35.47%	16.28%
资本公积	783	809	1687	1687	1687	归属于母公司净利润	35.93%	35.30%	35.93%	35.30%	16.49%
未分配利润	456	645	820	1057	1331	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1744	1941	3160	3561	4027	毛利率(%)	37.05%	37.36%	37.44%	37.46%	35.79%
<b>负债和所有者权</b>	2086	2533	3809	4359	5009	净利率(%)	14.20%	14.00%	14.27%	14.19%	12.35%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	11.74%	12.90%	11.62%	13.75%	13.94%	
<b>经营活动现金流</b>	353	352	497	682	779	<b>偿债能力</b>					
净利润	253	330	454	615	714	资产负债率(%)	14%	18%	13%	15%	
折旧摊销	153.78	239.42	0.00	82.02	82.19	流动比率	5.04	3.64	6.24	6.15	5.96
财务费用	-27	-15	-18	-28	-33	速动比率	4.56	3.30	5.77	5.66	5.41
应收账款减少	0	0	-23	-30	-39	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	32	40	56	总资产周转率	0.93	1.02	1.00	1.06	1.23
<b>投资活动现金流</b>	-240	-443	3	-3	-3	应收账款周转率	38	43	43	43	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.11	20.33	20.36	20.76	20.19
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.74	1.01	1.36	1.59
<b>筹资活动现金流</b>	-13	-20	807	-147	-172	每股净现金流(最新)	0.23	-0.25	2.96	1.21	1.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.95	4.40	7.17	8.07	9.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	227	0	0	0	0	P/E	70.39	53.27	39.12	28.91	24.82
资本公积增加	-129	26	878	0	0	P/B	9.97	8.96	5.50	4.88	4.32
<b>现金净增加额</b>	100	-111	1307	532	603	EV/EBITDA	38.06	26.14	24.45	18.09	15.14

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

---

### 孙金琦

轻工造纸行业研究员，美国康涅狄格大学金融硕士，2015年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。