

索菲亚 (002572.SZ) 家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

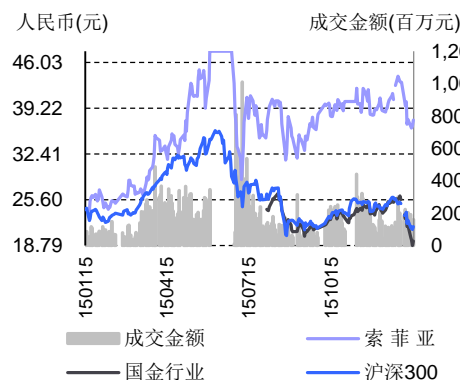
业绩点评

市场价格 (人民币): 37.49 元
目标价格 (人民币): 48.00-52.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	266.82
总市值(百万元)	16,532.27
年内股价最高最低(元)	47.69/24.07
沪深 300 指数	3221.57
深证成指	10344.94



相关报告

1. 《半年业绩靓丽, 中长期高成长可期-索菲亚 2015 年半年报点评》, 2015.8.10
2. 《业绩保持高增长, 建议买入-索菲亚业绩点评》, 2015.1.19

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

业绩符合预期、高速发展可期

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.56	0.74	1.04	1.36	1.75
每股净资产(元)	3.95	4.40	5.08	5.96	7.10
每股经营性现金流(元)	0.80	0.80	1.32	1.63	2.04
市盈率(倍)	39	29	36	28	21
行业优化市盈率(倍)	34	41	135	135	135
净利润增长率(%)	41.37%	33.51%	40.29%	30.83%	28.56%
净资产收益率(%)	14.04%	16.84%	20.48%	22.82%	24.64%
总股本(百万股)	440.99	440.99	440.99	440.99	440.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 31.95 亿元、6.03 亿元和 4.60 亿元, 同比分别增长 35.35%、52.35% 和 40.77%。实现全面摊薄 EPS1.04 元/股, 符合预期。

经营分析

- 定制家具行业, 尤其是定制衣柜行业继续增长: 2015 年 1-10 月, 家具国内限上零售额为 1,935 亿元, 同比增长 16.21% (同比+2.11pct.), 快于同期整体社消零售额的 10.58% 和家具出口的 3.0%。家具全行业实现营业收入 6,298.8 亿元, 同比增长 9.66% (-1.89pct.); 实现总额 369 亿元, 同比增长 17.54% (+2.78pct.)。作为家具行业主要发展趋势的定制化家具, 预计将保持优于全行业的发展势头。
- “大家居”战略逐见成效, 订单数/客单价同步提高: 1) 定制衣柜行业进入门槛低, 集中度高度分散。公司从 2015 年初开始率先降价, 推出“799 元/m²”和“899 元/m²”定制衣柜促销套餐, 带动公司订单快速增长, 促进提高市占率和品牌渗透率。2) “大家居”战略得到逐步落实, 做大客单价。为满足客户“全屋定制”需求, 公司自 2012 年底开始逐步在全国生产基地投入柔性化生产线, 通过大数据系统把复杂的个性化定制需求进行快速、精准和规模化生产。此外, 公司从 2015 年 5 月份开始推出床和桌等实木类 OEM 产品, 并与知名床垫品牌“梦百合”协同销售床垫和枕头等家品。“大家居”战略的实施, 有效地促进了不同品类产品的交叉销售, 从而保证公司在部分产品降价促销的同时整体客单价仍然稳步提高, 行业龙头地位得到进一步巩固。
- 加速渠道变革, 发力 OTO: 1) 线下部分, 公司坚持“经销商专卖店”渠道。除了继续加密一二线城市销售网点以外, 公司实施县级经销商招募计划, 下沉销售网络至四、五线城市。截至上半年, 公司衣柜共拥有经销商约 900 位 (+100 位), 经销商专卖店 1500 余间 (+100 间)。2015 年开始正式运行的司米橱柜也已拥有 150 家专卖店。我们预计, 至 2015 年底, 衣柜经销商专卖店/橱柜专卖店将分别达到 1600 间/300 间。2) 线上方面, 公司积极推进 O2O 业务, 已经组建超过 100 人的电子商务团队, 重新构建官方自建商城, 分别入驻天猫商城和京东商城。不仅如此, 公司还已和各大电商网站、家具电商平台、装修电商平台以及互联网家装公司等建立了战略合作关

系（例如与齐家网和土巴兔在全国范围开展合作、与亚厦股份的蘑菇+在部分城市合作试点、增资室内环境系统集成商及电商平台舒适易佰等），持续推进“互联网+”工作。

- **加速实现企业互联网转型。**公司在 2015 年成立信息与数字化中心，旨在提升企业的整体数字化、信息化与自动化水平，从而快速实现企业互联网转型。报告期内，信息与数字化中心在营销与供应链自动化提升，板材利用率提升，产品与服务质量提升和企业大数据平台建设等方面取得显著成果，导致毛利率与同期比较有所上升，另外管理费用的增速也得到有效的控制，归属母公司股东权益的净利润增长率高于营业收入增长率。
- **“员工+经销商”持股计划彰显对公司中长期发展的信心：**公司于 2015 年 6 月推出“员工+经销商”持股计划。其中，员工参与人数约 679 人（含董监高 7 人），拟自筹 1.62 亿元（0/1/3 三种杠杆），协议价 28.6 元/股，定向受让控股股东柯建生所持公司股份 1222.34 万股；经销商拟自筹 1.21 亿元（2 倍杠杆），协议价 29.6 元/股，受让柯建生所持公司股份 1230.51 万股。锁定期均为一年。持股计划将使得员工和经销商的利益与公司的长远发展保持一致，有助于调动其积极性，并且提高公司对渠道的掌控力，有利于保障公司业绩的稳健增长。
- **风险因素：**房地产景气下滑导致家居需求疲软；橱柜新业务拓展低于预期；“互联网+”战略推进不力。

盈利预测与投资建议

- 家居行业稳健成长，互联网泛家装方兴未艾。公司的“定制大家居”战略、渠道扩张和下沉以及探索 OTO 模式等战略方向清晰，且已经初步在公司的业绩快速提升以及行业龙头地位进一步强化中得到检验。此外，“员工+经销商”持股计划亦将绑定各方利益，促进公司业绩与股价的良性互动。我们维持公司 2015-2017 年 EPS 预测 1.04/1.36/1.75 元（三年 CAGR33%），对应 PE 分为 36/28/21 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,222	1,783	2,361	3,263	4,498	5,903
增长率		46.0%	32.4%	38.2%	37.9%	31.2%
主营业务成本	-795	-1,123	-1,479	-2,072	-2,924	-3,895
%销售收入	65.1%	62.9%	62.6%	63.5%	65.0%	66.0%
毛利	426	661	882	1,191	1,574	2,008
%销售收入	34.9%	37.1%	37.4%	36.5%	35.0%	34.0%
营业税金及附加	-8	-13	-19	-26	-35	-46
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-126	-161	-226	-313	-422	-543
%销售收入	10.3%	9.0%	9.6%	9.6%	9.4%	9.2%
管理费用	-112	-213	-254	-344	-450	-561
%销售收入	9.2%	11.9%	10.8%	10.5%	10.0%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	180	275	383	509	666	857
%销售收入	14.7%	15.4%	16.2%	15.6%	14.8%	14.5%
财务费用	32	27	15	28	36	46
%销售收入	-2.6%	-1.5%	-0.6%	-0.9%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-2	-2	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	210	299	396	538	703	903
营业利润率	17.2%	16.8%	16.8%	16.5%	15.6%	15.3%
营业外收支	1	6	5	3	3	4
税前利润	210	306	401	541	707	907
利润率	17.2%	17.1%	17.0%	16.6%	15.7%	15.4%
所得税	-34	-52	-70	-83	-107	-136
所得税率	16.3%	17.2%	17.6%	15.3%	15.1%	15.0%
净利润	176	253	330	459	600	771
少数股东损益	3	8	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	173	245	327	459	600	771
净利率	14.2%	13.7%	13.8%	14.1%	13.3%	13.1%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,047	1,153	1,184	1,571	1,964	2,480
应收款项	55	64	96	118	162	213
存货	80	137	142	190	267	356
其他流动资产	115	77	76	94	132	176
流动资产	1,298	1,430	1,497	1,972	2,525	3,224
%总资产	73.8%	68.6%	59.1%	65.1%	68.9%	72.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	352	487	768	871	973	1,074
%总资产	20.0%	23.3%	30.3%	28.7%	26.5%	24.1%
无形资产	103	151	239	185	166	149
非流动资产	461	656	1,036	1,060	1,141	1,226
%总资产	26.2%	31.4%	40.9%	34.9%	31.1%	27.5%
资产总计	1,759	2,086	2,533	3,032	3,666	4,450
短期借款	0	0	20	0	0	0
应付款项	192	199	263	373	522	690
其他流动负债	41	84	128	279	376	489
流动负债	234	284	411	653	897	1,179
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	7	10	41	0	0	0
负债	240	294	452	653	897	1,180
普通股股东权益	1,478	1,744	1,941	2,239	2,629	3,130
少数股东权益	40	48	140	140	140	140
负债股东权益合计	1,759	2,086	2,533	3,032	3,666	4,450

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.81	0.56	0.74	1.04	1.36	1.75
每股净资产	6.91	3.95	4.40	5.08	5.96	7.10
每股经营现金净流	0.95	0.80	0.80	1.32	1.63	2.04
每股股利	0.35	0.25	0.35	0.36	0.48	0.61
回报率						
净资产收益率	11.72%	14.04%	16.84%	20.48%	22.82%	24.64%
总资产收益率	9.85%	11.74%	12.90%	15.13%	16.36%	17.33%
投入资本收益率	9.91%	12.69%	15.04%	18.12%	20.43%	22.29%
增长率						
主营业务收入增长率	21.73%	45.98%	32.39%	38.21%	37.85%	31.22%
EBIT增长率	25.53%	52.66%	39.61%	32.71%	30.95%	28.65%
净利润增长率	28.55%	41.37%	33.51%	40.29%	30.83%	28.56%
总资产增长率	14.18%	18.61%	21.45%	19.68%	20.93%	21.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13	10	9	10	10	10
存货周转天数	31	35	34	33	33	33
应付账款周转天数	40	32	29	34	34	34
固定资产周转天数	105	89	76	59	45	36
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.99%	-64.33%	-55.91%	-66.02%	-70.91%	-75.80%
EBIT利息保障倍数	-5.6	-10.3	-25.5	-18.0	-18.4	-18.8
资产负债率	13.67%	14.08%	17.84%	21.52%	24.47%	26.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-30	买入	15.70	N/A
2	2014-04-16	买入	17.99	N/A
3	2014-08-12	买入	18.11	N/A
4	2014-10-08	买入	19.56	27.00~30.00
5	2014-10-29	买入	22.00	30.00~30.00
6	2015-01-08	买入	24.10	N/A
7	2015-01-19	买入	24.40	N/A
8	2015-08-10	买入	38.40	48.00~52.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD