

**延续靓丽增长,数字化引领大家居战略逐步落地**

索菲亚 (002572.SZ)

**核心观点**

- **公司披露 2015 年报, 营收净利维持高增长:** (1) 公司 2015 年收入 31.9 亿元, 同比增长 35.35%, 归属于母公司净利润 4.50 亿元, 同比增长 39.2%, 毛利率 37.80%, 同比上升 0.44pct, 净利率 14.14%, 同比提升 0.14pct; (2) 四季度营业收入 11.2 亿元, 同比增长 35.7%, 归属于母公司净利润 1.83 亿元, 同比增长 42.3%;
- **开店下沉+品类扩张+以价换量共筑营收高成长:** 公司收入端高增长源于渠道数量进一步下沉, 品类扩张与以价换量战略的成功落地。专卖店销售网络扩张效果显著, 渠道一、二线市场加密, 继续向三、四线城市下沉, 预计全年门店数 1650 家, 同比去年 1450 家提升约 13%; 品类扩张通过作用于客单价使单店收入提升, 一种方式是以主产品降价提升性价比带动周边现有产品, 如去年 799/899 降价策略带动非定制类地板、床品等周边产品销售, 一种方式是将衣柜品牌成功经验复制至其他定制品类例如橱柜, 司米橱柜在度过 2015 年纯投入期后将在 2016 年贡献正利润。以价换量策略成功获得超越同行效应, 年初 799/899 爆款的客流引导与客单价提升作用显著, 预计成熟门店同店收入约有 20% 增长, 客单价维持也有不错的增长;
- **数字化提效初见成效, 实际所得税率未来将回归均值:** 公司毛利率 37.80% 与去年基本持平, 销售费用率 9.64% 同比提升 0.06pct, 反映出公司为培育司米等新品牌, 加强电子商务交易平台进行营销投入, 管理费用率 8.6% 同比降低 2.14pct, 其中技术开发费降低约 41% (下降 2600 万), 劳务派遣费降低约 99% (下降 630 万), 股权激励费用下降约 57% (下降 1450 万), 印证公司 2012 年为期 2 年的技术投入开始从技术开发和人员数量节约中步入收获期。实际税率 25.4% 同比提升 7.8pct, 主要原因是公司今年适用所得税率为 25%, 公司 2013 年 4 月通过高新技术企业认定, 2012-2014 年企业所得税按 15% 税率计缴, 剔除该因素影响实际净利润增速将更高。
- **追求高周转实现高 ROE, 盈利质量更加优异:** 公司存货周转天数、应收账款周转天数与应付账款周转天数分别为 31、8、36 天, 同比降低 3、降低 2、提升 5 天, 反映出公司在行业中议价能力不断提高下资金周转效率提升, 整体盈利质量更为优异, 2015 年 ROE 为 21.9%, 同比提升 3.65pct, 这在消费类制造业的提升是非常巨大的。
- **数字化引领前端销售与后端供应链再升级, 践行大家居战略再续高成长:** 公司在 2015 年更多触网, 运用数字化手段去提升前端销售展示效果 (3D 展示仪器, 建设数字化系统) 与后端供应链 (与智匠合作, 参股极点三维电子), 建立高壁垒开放式生态系统后逐步践行大家居多品类战略, 具体包括运营高毛利自有品牌“司米橱柜”充实家居品类, 添加其他多品类家具进一步提升客单价, 利用舒适 100 资源

**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

特此鸣谢:

赵中平

(0755) 82837691

zhaozhongping@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

从家装前端截留获取更前端流量，一方面通过股权投资方式实现产业链拓展，补充各项发展短板站稳龙头地位。

- **投资建议：维持推荐评级**，看好公司通过数字化最终实现大家居战略再续高成长，看好公司衣柜稳定增长，橱柜业务开始贡献利润，非定制类家具逐步上量，数字化进一步提升公司效率；**开店下沉+品类扩张+以价换量+数字化提效率四大驱动因素继续发力**，预计 2016 年营业收入 42 亿元，同比增长 38%，归母净利润 6.3 亿元，同比增长 38.9%，当前市值对应 2016 年 25 倍，维持推荐评级。

**表 1：主要财务指标预测**

财务摘要	2014	2015	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2,361	3196	4203	5456
收入同比增长率%	32.39	35.35	38.39	29.8
净利润（百万元）	327	452	628	802
净利润同比增长率%	33.51	40.42	38.94	27.71
市盈率	52.5	35.6	25.4	20.2
EPS（元）	0.74	1.04	1.46	1.83

资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究所

## 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 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