

2016年04月15日

索菲亚 (002572.SZ)

升级不止，成长不歇

索菲亚 2016 一季报：营业收入 6.4 亿元，同比增长 46.2%；净利润 5262 万元，同比增长 46.6%，扣非后增长 42.8%。

■**收入增长靓丽**：收入端增长主要来自于衣柜订单量的增长。16 年公司继续加大 799/899 等套餐的推广力度，目前套餐订单占比约达 60%，同时促销套餐也拉动了其他产品的销售，约 50% 的套餐用户搭配购买其他产品；客单价方面，公司已经成功应对低价套餐对客单价的冲击，恢复到去年初水平，一季度定制衣柜/其它柜体收入增长约 40%。一季度橱柜销售收入约 3700 万元，同比增长超过 300%。利润端，15 年四季度公司橱柜工厂投产，折旧增加，一季度橱柜亏损约 2000 万元；此外，橱柜业务递延所得税延迟调整，有效税率提高。剔除橱柜业务亏损影响，粗略测算公司衣柜/其它柜体业务净利润增长近 80%。

■**规模效应+信息化，利润率持续提升**：一季度公司综合毛利率 35.25%，同比下滑 1.4pct，主要因为橱柜业务拉低，定制衣柜及其他柜体等产品受益规模效应，毛利率均有不同程度的提升。我们认为，随着衣柜业务规模优势的不断增强，板材利用率、一次安装成功率、生产效率稳步提升，加上橱柜销售放量，毛利率提升，未来公司综合毛利率仍有提升空间。报告期内公司期间费用率 23%，下降 0.65pct，其中销售、管理费用率分别下降 1.23pct、0.06pct，财务费用率上升 0.64pct。公司公告投资 11 亿元用于信息系统升级改造、生产基地智能化改造升级、华中生产基地打造全智能化的“未来工厂”三个项目，进行信息系统及智能制造系统的全面升级，目标是 5 年内人均产出提升 60%、人力成本降低 60%、一次安装成功率达到 90% 以上；并与明匠智能成立合资公司，打造世界一流的大家居行业高端智能制造技术的龙头企业。公司在智能制造升级方面的步伐和进展大幅领先同行，

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,361.1	3,195.7	4,537.9	6,171.6	8,084.8
净利润	326.9	459.0	685.2	942.4	1,239.4
每股收益(元)	0.74	1.04	1.55	2.14	2.81
每股净资产(元)	4.40	5.23	6.00	7.13	8.61

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	65.5	46.7	31.3	22.7	17.3
市净率(倍)	11.0	9.3	8.1	6.8	5.6
净利润率	13.8%	14.4%	15.1%	15.3%	15.3%
净资产收益率	16.8%	19.9%	25.9%	30.0%	32.7%
股息收益率	0.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.7%
ROIC	53.1%	51.5%	48.4%	56.3%	76.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他轻工

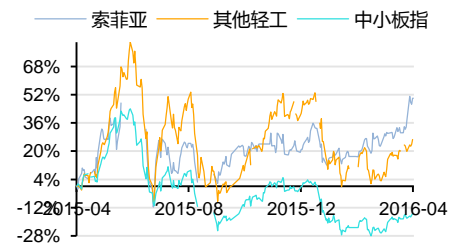
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**60 元**
股价 (2016-04-15) **48.58 元**

交易数据

总市值(百万元)	21,422.71
流通市值(百万元)	13,220.90
总股本(百万股)	440.98
流通股本(百万股)	272.15
12 个月价格区间	28.62/48.95 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.27	28.24	59.51
绝对收益	15.39	31.14	45.84

周文波

分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

张妮

分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

索菲亚：索菲亚新逻辑： 定制化+渠道品牌零售	2016-04-13
索菲亚：冬日阳光，暖暖的幸福	2016-02-01
索菲亚：15 年完美收官，16 年有望延续辉煌	2016-01-15
索菲亚：牵手名匠，开拓大家居高端智能制造	2015-11-19
索菲亚：强化竞争优势，优质白马延续高增长	2015-10-23

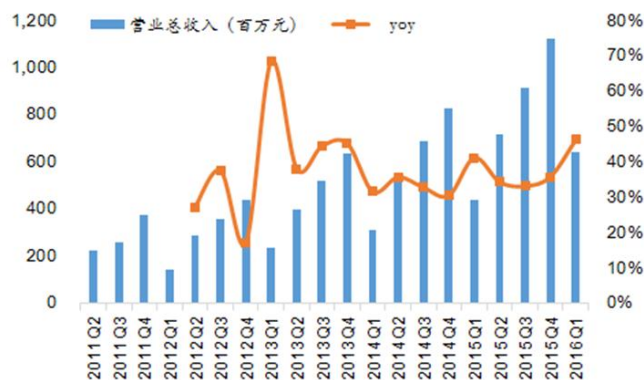
随着公司信息化、自动化水平的持续提升，加上公司橱柜业务上量摊薄费用盈利提升，利润率将有进一步提升空间。

品类延伸再发力，高增长有望延续：司米橱柜业务目前亏损主要受销售规模仍未上量，而市场开发及生产基地投产等费用较高影响。16年公司将继续大力发展橱柜门店，预计将新增200-300家；此外，公司调整橱柜价格，单价有所降低，尽快实现量的突破。目前司米橱柜客单价约2万元，高于衣柜业务，市场规模也更大。随着门店的成熟，门店平效的提升，规模扩张摊薄固定成本，橱柜业务对公司业绩贡献将逐渐加大，奠定公司未来三年业绩的高增长。品类延伸方面，公司也将继续发力，未来还可能推出木门、软装等产品，提升消费便利性的同时促进交叉销售，目前客单价约1.8万元，未来仍有翻倍潜力；此外，公司还将持续进行供应链整合，加快OEM产品开发，探索与其他品牌商的合作，实现强大的渠道价值变现。公司前期出资3亿元设立投资公司，外延布局商业模式新颖的家装/家居类企业，未来有望逐渐打造包括家具、家居、家饰、家装等在内的大家居品牌群，实现多店联动，发挥协同效应。

品牌+供应链整合+终端零售，打造中国“宜家”：我们在近期报告中指出，家具渠道零售商以品牌、供应链整合、终端零售为核心，是宜家、宜得利、汉森等国际家居巨头成功的商业模式。目前国内可以提供一站式采购的家居品牌零售企业包括三类：中低档以宜家为代表；高档以美克家居为代表；而中高档市场则主要是以红星美凯龙为代表的家具卖场业态存在。从近几年的消费趋势看：宜家的产品力已满足不了国内中产阶级的需求；美克美克等高档品牌又偏贵，而红星美凯龙模式对大多数消费者而言，存在鱼龙混杂、价格虚高、搜寻成本高，容易被坑等问题，所以我们认为国内中高档家具—渠道零售市场可能存在着巨大的市场机会。目前索菲亚在开始进行供应链整合，布局床、餐桌等成品家具、沙发凳软装，以及饰品，后续我们预计公司将逐步开设大店，

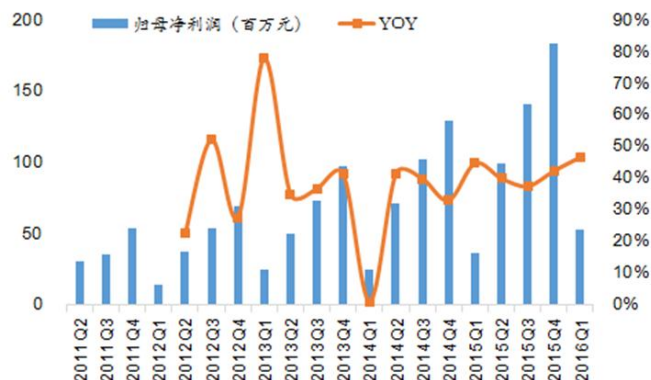
盈利预测：我们预计公司16-18年归属上市公司股东净利润分别为6.85亿元、9.4亿元、12.4亿元；分别增长49.3%、37.2%、33%；EPS 1.55元、2.14元、2.81元。维持“买入-A”评级。6个月目标价为60元，对应2016年EPS的38.7xPE。

图1：索菲亚营业收入



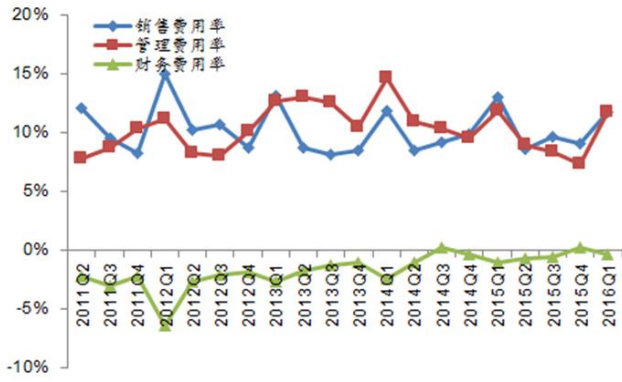
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图2：索菲亚净利润



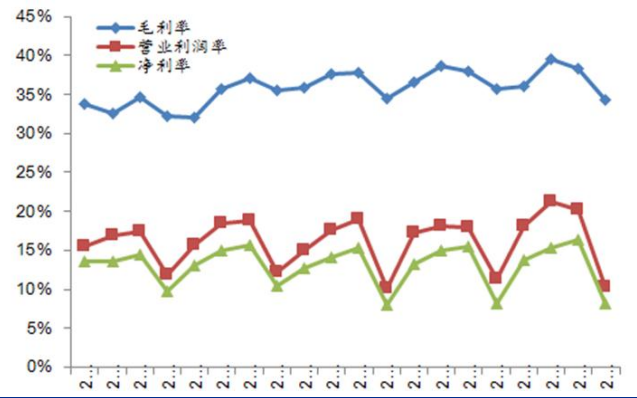
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 3：索菲亚费用率



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 4：索菲亚利润率



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,361.1	3,195.7	4,537.9	6,171.6	8,084.8
减:营业成本	1,478.9	1,987.8	2,795.4	3,789.4	4,956.0
营业税费	18.7	28.7	36.3	49.4	64.7
销售费用	226.2	308.0	426.6	580.1	760.0
管理费用	253.9	274.9	376.6	509.2	663.0
财务费用	-15.0	-12.4	-6.6	-8.9	-7.4
资产减值损失	4.4	12.7	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.9	3.9	-	-	-
营业利润	396.0	600.0	909.6	1,252.5	1,648.6
加:营业外净收支	4.9	5.8	4.0	4.0	4.0
利润总额	400.9	605.8	913.6	1,256.5	1,652.6
减:所得税	70.4	153.9	228.4	314.1	413.1
净利润	326.9	459.0	685.2	942.4	1,239.4

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,183.6	997.4	1,361.4	1,851.5	2,425.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	73.5	85.5	162.8	164.9	259.7
应收票据	22.3	1.1	39.9	19.9	50.4
预付帐款	21.6	24.3	167.4	9.3	219.2
存货	142.4	197.0	318.2	368.9	517.3
其他流动资产	53.9	164.5	81.8	100.1	115.4
可供出售金融资产	-	49.9	1.8	1.8	1.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	28.3	28.3	28.3	28.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	493.3	980.0	1,083.0	1,376.7	1,620.9
在建工程	275.0	310.5	245.4	203.3	177.3
无形资产	196.3	216.6	219.4	221.9	224.1
其他非流动资产	71.3	99.2	42.8	39.3	41.4
资产总额	2,533.3	3,154.3	3,752.1	4,385.8	5,681.0
短期债务	-	18.4	270.4	206.0	610.7
应付帐款	189.2	277.1	405.8	485.0	694.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	221.8	371.1	288.4	407.0	440.7
长期借款	-	49.0	-	-	-
其他非流动负债	40.9	15.7	22.2	26.3	21.4
负债总额	452.0	731.3	986.8	1,124.2	1,767.2
少数股东权益	140.1	118.6	118.6	118.6	118.6
股本	441.0	441.0	441.0	441.0	441.0
留存收益	1,545.6	1,889.0	2,205.7	2,702.0	3,354.2
股东权益	2,081.3	2,423.0	2,765.3	3,261.5	3,913.8

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	330.5	451.9	685.2	942.4	1,239.4
加:折旧和摊销	70.6	111.5	69.4	109.3	148.0
资产减值准备	4.4	12.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	2.1	-6.6	-8.9	-7.4
投资损失	-1.9	-3.9	-	-	-
少数股东损益	3.6	-7.1	-	-	-
营运资金的变动	117.8	3.5	-161.4	304.2	-266.4
经营活动产生现金流量	352.3	829.7	586.7	1,346.9	1,113.7
投资活动产生现金流量	-442.9	-790.3	-61.9	-363.3	-368.3
融资活动产生现金流量	-20.5	-77.8	-160.8	-493.4	-171.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入增长率	32.4%	35.4%	42.0%	36.0%	31.0%
营业利润增长率	32.3%	51.5%	51.6%	37.7%	31.6%
净利润增长率	33.5%	40.4%	49.3%	37.5%	31.5%
EBITDA 增长率	37.7%	53.8%	46.8%	39.1%	32.3%
EBIT 增长率	39.7%	54.2%	53.7%	37.7%	32.0%
NOPLAT 增长率	39.1%	39.6%	54.5%	37.7%	32.0%
投资资本增长率	43.7%	64.4%	18.5%	-2.8%	30.1%
净资产增长率	16.1%	16.4%	14.1%	17.9%	20.0%
毛利率	37.4%	37.8%	38.4%	38.6%	38.7%
营业利润率	16.8%	18.8%	20.0%	20.3%	20.4%
净利润率	13.8%	14.4%	15.1%	15.3%	15.3%
EBITDA/营业收入	18.2%	20.7%	21.4%	21.9%	22.1%
EBIT/营业收入	16.1%	18.4%	19.9%	20.2%	20.3%
固定资产周转天数	71	83	82	72	67
流动营业资本周转天数	-6	-11	-1	-3	-3
流动资产周转天数	223	167	143	136	136
应收帐款周转天数	10	9	10	10	9
存货周转天数	21	19	20	20	20
总资产周转天数	352	320	274	237	224
投资资本周转天数	110	127	121	95	82
ROE	16.8%	19.9%	25.9%	30.0%	32.7%
ROA	13.0%	14.3%	18.3%	21.5%	21.8%
ROIC	53.1%	51.5%	48.4%	56.3%	76.4%
销售费用率	9.6%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%
管理费用率	10.8%	8.6%	8.3%	8.3%	8.2%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
三费/营业收入	19.7%	17.9%	17.6%	17.5%	17.5%
资产负债率	17.8%	23.2%	26.3%	25.6%	31.1%
负债权益比	21.7%	30.2%	35.7%	34.5%	45.2%
流动比率	3.64	2.21	2.21	2.29	2.05
速动比率	3.30	1.91	1.88	1.95	1.76
利息保障倍数	-25.36	-47.35	-137.23	-139.75	-222.35
DPS(元)	0.35	0.50	0.73	1.01	1.33
分红比率	47.2%	48.0%	46.8%	47.3%	47.4%
股息收益率	0.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.7%

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.74	1.04	1.55	2.14	2.81
BVPS(元)	4.40	5.23	6.00	7.13	8.61
PE(X)	65.5	46.7	31.3	22.7	17.3
PB(X)	11.0	9.3	8.1	6.8	5.6
P/FCF	243.5	2,418.7	35.6	23.0	18.4
P/S	9.1	6.7	4.7	3.5	2.6
EV/EBITDA	19.4	27.3	21.0	14.7	11.0
CAGR(%)	41.8%	40.0%	39.4%	41.8%	40.0%
PEG	1.6	1.2	0.8	0.5	0.4
ROIC/WACC	5.1	4.9	4.7	5.4	7.3
REP	1.9	2.6	2.7	2.3	1.3

■ 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

周文波、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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034