

高增长延续，业绩略超预期

——索菲亚（002572）2016年1季报点评

2016年04月15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2016Q1营业收入为6.43亿元，同比增长46.21%；归属于上市公司股东的净利润为0.53亿元，同比增长46.57%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为0.51亿元，同比增长42.8%；基本每股收益为0.12元/股。

公司分季度财务指标

指标	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
营业收入（百万元）	685.66	828.58	439.88	718.59	912.57	1124.7	643.15
增长率（%）	32.71%	30.41%	41.13%	34.28%	33.09%	35.74%	46.21%
毛利率（%）	38.71%	37.89%	35.64%	36.01%	39.52%	38.39%	34.25%
期间费用率（%）	19.80%	18.92%	23.67%	16.74%	17.40%	16.64%	23.02%
营业利润率（%）	18.08%	17.95%	11.29%	18.15%	21.20%	20.13%	10.30%
净利润（百万元）	98.77	129.45	34.88	101.20	138.85	176.96	41.70
增长率（%）	30.99%	27.49%	32.14%	33.43%	40.57%	36.70%	19.54%
每股盈利（季度，元）	0.23	0.29	0.08	0.22	0.32	0.42	0.12
资产负债率（%）	16.40%	17.84%	14.39%	25.25%	23.51%	23.18%	23.18%
净资产收益率（%）	4.96%	6.22%	1.65%	4.88%	6.26%	7.30%	1.86%
总资产收益率（%）	4.15%	5.11%	1.41%	3.65%	4.79%	5.61%	1.43%

观点：

公司业绩增长强劲。公司2016Q1营业收入、净利润分别同比增长46.21%和46.57%，略高于我们的预期。我们认为公司业绩持续保持高增长，一方面是由于原有经销商专卖店业务的增长，公司在报告期内继续推行799/899的优惠政策，起到了良好的引流作用，使一季度订单数显著增长。同时索菲亚自2015年5月推出沙发、床垫、枕头、学习桌之类的OEM产品，实施“全屋定制”的战略，我们认为“全屋定制”战略帮助丰富了索菲亚的产品种类，使得消费者在购买衣柜、橱柜产品的同时可以辅助购买相应的配套产品，提高在店内的消费，稳步提升客单价。目前公司衣柜的客单价区间约为17000~18000。另一方面是由于专卖店销售网络继续向四、五线下沉、扩张，公司2016内预计新开衣柜门店200家，其中原有地区加密100家，四、五线地区新开拓100家。

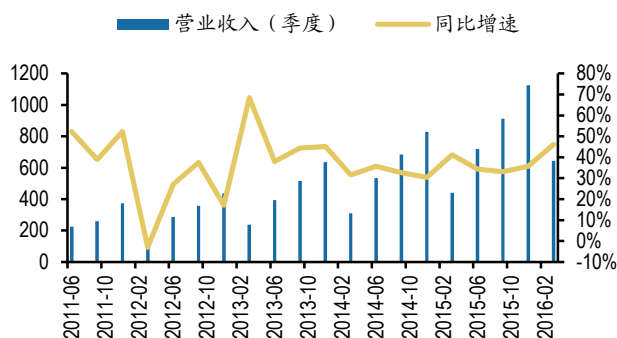
盈利能力稳健, 费用控制有效。公司2016Q1销售毛利率、净利率分别为34.25%和6.48%, 同比分别下降1.4个百分点和1.45个百分点。我们认为公司毛利率微降主要是因为橱柜产品报告期内未实现盈利, 一季度司米橱柜净利润约为-2000万。我们预计2016年橱柜净利润为-6千万至-7千万元, 橱柜业务将2017年实现盈利。期间费用方面, 2016Q1公司销售费用率、管理费用率分别为11.72%和11.71%, 同比分别下降1.2个百分点和0.06个百分点。我们认为销售费用率下降的原因是公司广告投入比较稳定, 在考虑到为司米橱柜多做广告的情况下, 广告投入的增速也要低于营业收入的增速。管理费用率下降幅度较小, 我们认为这是由于人员工资的快速增加, 一方面是原有人员的工资、奖金等继续提高, 另一方面是公司新设立的子公司导致的人员数量的增加。

电子化店面升级稳步推进。截止2015年末, 公司拥有衣柜门店1600家左右, 橱柜门店261家。衣柜方面: 2016年公司将继续加密一、二线的门店布局, 同时向四、五线城市下沉销售渠道, 维持每年200家左右的新开店数量。2015年是衣柜带单橱柜, 但是2016年橱柜的开店数量增加以及线上宣传增强之后, 由于橱柜的购买要先于衣柜, 橱柜会发挥带单衣柜的功能, 真正实现“衣橱联动, 互相带单”。以线下门店为基础, 索菲亚快速推进门店的电子化升级项目, 通过使用oculus的VR设备帮助展示索菲亚的家具产品, 使消费者可以跨越时空的观看家居产品的每一处细节, 从而提升门店的客流量以及成交率, 帮助店面做高客单价。

结论:

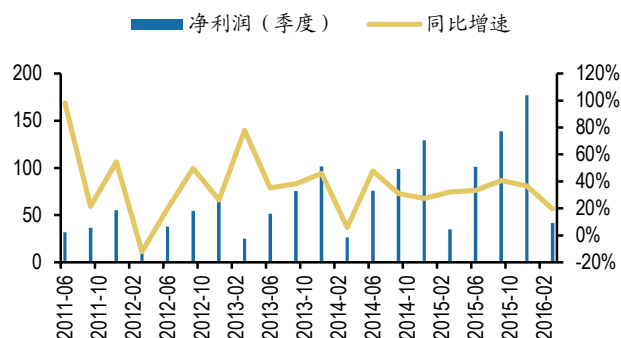
公司增长动力强劲, 业绩持续保持高增长, 板材利用率、一次安装成功率均保持在高位, 全屋定制战略、店面电子化升级帮助提高店面客单价, 公司全国范围内生产布局基本完成。我们预计公司2016年、2017年EPS分别为1.41元/股和1.86元/股, 对应P/E分别为27x和20x, 维持“强烈推荐”投资评级。

图 1: 索菲亚营业收入及其增速 (季度)



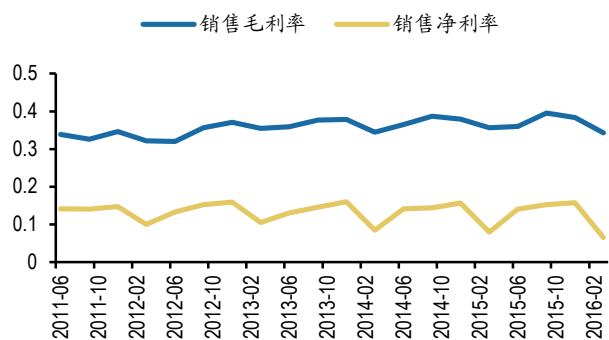
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 索菲亚净利润及其增速 (季度)



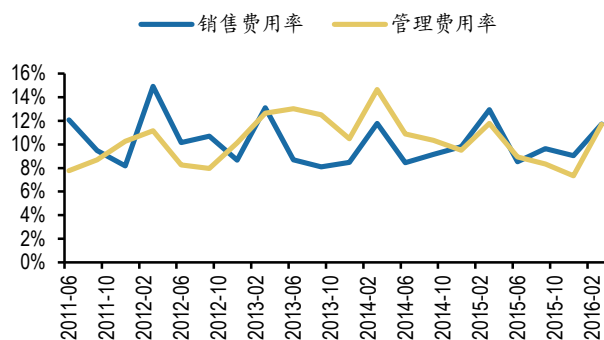
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3:索菲亚销售毛利率、净利率 (季度)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4:索菲亚销售费用率、管理费用率 (季度)



资料来源: Wind, 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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1497	1470	2417	3200	4255	营业收入	2361	3196	4281	5596	7360
货币资金	1184	997	1755	2294	3017	营业成本	1479	1988	2547	3335	4439
应收账款	62	71	104	130	175	营业税金及附加	19	29	15	16	20
其他应收款	12	14	19	25	33	营业费用	226	308	428	560	754
预付款项	22	24	2	-11	-39	管理费用	254	275	471	590	769
存货	142	197	249	328	435	财务费用	-15	-12	0	6	5
其他流动资产	50	162	267	418	606	资产减值损失	4.37	12.71	2.91	3.08	3.45
非流动资产合计	1036	1685	1588	1514	1441	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	28	28	28	28	投资净收益	1.95	3.92	0.00	0.00	0.00
固定资产	493.33	980.05	955.89	908.13	860.12	营业利润	396	600	817	1087	1368
无形资产	194	216	194	172	151	营业外收入	6.69	6.78	7.31	7.27	7.09
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.83	0.98	1.50	1.59	1.64
资产总计	2533	3154	4004	4714	5696	利润总额	401	606	823	1092	1373
流动负债合计	411	667	1096	1307	1651	所得税	70	154	199	273	343
短期借款	0	18	393	435	581	净利润	330	452	624	820	1031
应付账款	139	227	261	359	467	少数股东损益	4	-7	2	-1	-2
预收款项	74	119	168	240	329	归属母公司净利润	327	459	623	820	1033
一年内到期的非流	20	50	50	50	50	EBITDA	612	848	890	1165	1447
非流动负债合计	41	65	63	42	27	BPS (元)	0.74	1.04	1.41	1.86	2.34
长期借款	0	49	49	49	49	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	452	731	1159	1349	1678	成长能力					
少数股东权益	140	119	120	120	117	营业收入增长	32.39%	35.35%	33.94%	30.72%	31.53%
实收资本(或股本)	441	441	441	441	441	营业利润增长	32.32%	51.51%	36.24%	32.92%	25.91%
资本公积	809	847	847	847	847	归属于母公司净利润	35.63%	31.77%	35.63%	31.77%	25.90%
未分配利润	645	922	1148	1446	1824	获利能力					
归属母公司股东权	1941	2304	2725	3245	3901	毛利率(%)	37.36%	37.80%	40.50%	40.40%	39.68%
负债和所有者权	2533	3154	4004	4714	5696	净利率(%)	14.00%	14.14%	14.58%	14.65%	14.01%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	352	830	562	827	977	偿债能力					
净利润	330	452	624	820	1031	资产负债率(%)	18%	23%	29%	29%	
折旧摊销	231.24	260.90	0.00	73.35	73.55	流动比率	3.64	2.21	2.20	2.45	2.58
财务费用	-15	-12	0	6	5	速动比率	3.30	1.91	1.98	2.20	2.31
应收账款减少	0	0	-33	-26	-45	营运能力					
预收帐款增加	0	0	49	72	89	总资产周转率	1.02	1.12	1.20	1.28	1.41
投资活动现金流	-443	-790	24	-3	-3	应收账款周转率	43	48	49	48	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.33	17.46	17.52	18.03	17.82
长期股权投资减少	0	0	50	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.74	1.04	1.41	1.86	2.34
筹资活动现金流	-20	-78	171	-285	-251	每股净现金流(最新)	-0.25	-0.09	1.72	1.22	1.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.40	5.23	6.18	7.36	8.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	49.43	35.17	25.91	19.66	15.62
资本公积增加	26	39	0	0	0	P/B	8.31	7.00	5.92	4.97	4.14
现金净增加额	-111	-38	758	539	723	EV/EBITDA	24.45	17.97	16.71	12.33	9.54

资料来源: Wind, 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, 硕士研究生, 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。