

2016年08月01日

索菲亚 (002572.SZ)

好公司就是不一样

■**索菲亚业绩快报:**2016年上半年营业收入16.7亿元,同比增长44.3%,归属上市公司股东净利润2亿元,同比增长47.9%。

■**坚守终有回报:**4月初,当市场对索菲亚的成长及未来空间仍有分歧之时,我们发了深度报告《是时候再来推荐索菲亚了》,详细阐述我们对行业及公司的思考:一、我们认为索菲亚今年会有50%增长(高于市场一致预期);二、提出了定制化+渠道零售新逻辑。之后我们连续发了四篇家居牛股研究系列报告《宜家是怎样炼成的?》《宜得利,日本的宜家》《韩国汉森,六年三十倍的超级牛股》《威廉索纳玛,互联网家居标杆》,介绍海外家居牛股成长经验。公司上半年的业绩增长证实了我们的判断,股价也不负众望,早早创出历史新高;考虑地产销售回暖对家具行业的拉动,加上渠道扩张、品类延伸、橱柜放量等,下半年业绩有望保持高速增长。

■**竞争优势明显,增长动力强劲:**定制家具正从以前的细分小众市场变成家居产业的风口,越来越多的企业切入定制化市场。据我们测算,目前国内定制家具市场渗透率约30%+,我们预计未来可达到60%-70%,行业规模有望进一步扩大。索菲亚作为行业龙头,过去多年一直保持高于行业增长;而且过去几年公司在智能化工厂、信息化方面投入效果正在显现,成本竞争力得到进一步强化,2015年公司推出799/899等低价套餐持续抢占中小企业份额,且未影响公司毛利率/净利率,这也是公司在16年加速成长的主要原因。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,361.1	3,195.7	4,601.9	6,212.5	8,076.3
净利润	326.9	459.0	685.5	942.6	1,239.6
每股收益(元)	0.74	1.04	1.45	2.00	2.62
每股净资产(元)	4.40	5.23	9.15	10.20	11.58

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	76.6	54.6	39.1	28.5	21.6
市净率(倍)	12.9	10.9	6.2	5.6	4.9
净利润率	13.8%	14.4%	14.9%	15.2%	15.3%
净资产收益率	16.8%	19.9%	15.9%	19.6%	22.7%
股息收益率	0.6%	0.9%	1.2%	1.7%	2.2%
ROIC	53.1%	51.5%	47.6%	48.6%	66.8%

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: **68.2元**
股价(2016-07-29) **56.67元**

交易数据

总市值(百万元)	26,165.28
流通市值(百万元)	16,380.76
总股本(百万股)	461.71
流通股本(百万股)	289.06
12个月价格区间	32.95/57.80元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.41	12.66	81.83
绝对收益	0.14	14.46	66.34

周文波

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515080001

zhouwb@essence.com.cn

021-35082778

相关报告

索菲亚: 升级不止, 成长不歇	2016-04-15
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

目前公司客单价约 1.8+万元，高于 15 年 1.6+万元，随着公司持续拓品类，增加实木家具、沙发、软装等产品；此外，公司下半年将在全国推广无醛添加板（价格比普通板材高约 30%），满足更高端消费群体的需求；加上公司可能择时进军木门市场，我们预计客单价将稳步上升，长远看仍可翻倍或以上。

司米橱柜上半年销售额约 1 亿元左右，全年 3 亿元目标仍大概率可以完成，但受折旧、市场开发等影响，预计今年仍将亏损。上半年公司调整了橱柜价格，单价有所降低，以尽快实现量的突破。目前司米橱柜客单价约 2 万元，略高于衣柜业务；门店方面，16 年预计将新增 200-300 家。我们预计明年起橱柜将扭亏为盈，其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。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”**：我们在报告《是时候再来推荐索菲亚了》，提出“定制化+渠道品牌零售”将是定制企业未来的发展方向。从近几年的消费趋势看：众多可以提供一站式家具采购的品牌/企业中，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、搜寻成本高等问题，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。**我们的设想**：定制家具企业开设 1000-2000 平方米旗舰店（未来也可能像宜家一样开设更大的独立店），定制品类依然自己生产与销售；但其它品类——成品家具、软装、饰品等通过供应链整合，依靠品牌背书、价格优势、多品类、以及一站化采购优势给消费者提供更高性价比的选择。90 年代后日韩分别崛起的两家家具企业：宜得利、汉森都是此模式的代表，两家公司的市值分别为 650 亿元、250 亿元，给投资者带来 10、30 倍回报，而日韩家居消费市场仅是中国十分之一左右，所以我们认为国内很可能产生千亿市值的家居零售公司，我们非常看好定制家具企业的机会。目前索菲亚已开始进行供应链整合，布局床、餐桌等成品家具、沙发、床垫等软装以及饰品，我们将持续跟踪公司在这方面的进展。

■ **规模效应+信息化，利润率持续提升**：上半年公司净利率 12%，同比提升 0.3 个百分点，规模效应进一步体现，同时也得益于公司过去两年在信息化、智能化方面的大规模投入。公司公告，计划再投资 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；公司公告，2016 年 1 月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，随着公司信息化、自动化水平的持续提升，板材利用率、一次安装成功率、生产效率等将稳步提升，加上橱柜销售放量，公司综合毛利率/净利率仍有提升空间。

■ **盈利预测及投资建议**：我们预计公司 16-18 年归属上市公司股东净利润分别为 6.86 亿元、9.43 亿元、12.4 亿元；分别增长 49.3%、37.5%、31.5%；EPS 1.45 元、2 元、2.62 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 68.2 元。

■ **风险提示**：橱柜业务市场开拓不及预期；地产销售下滑

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,361.1	3,195.7	4,601.9	6,212.5	8,076.3	成长性					
减:营业成本	1,478.9	1,987.8	2,848.6	3,836.2	4,970.9	营业收入增长率	32.4%	35.4%	44.0%	35.0%	30.0%
营业税费	18.7	28.7	36.8	49.7	64.6	营业利润增长率	32.3%	51.5%	51.4%	37.8%	31.6%
销售费用	226.2	308.0	432.6	584.0	759.2	净利润增长率	33.5%	40.4%	49.3%	37.5%	31.5%
管理费用	253.9	274.9	395.8	528.1	678.4	EBITDA 增长率	37.7%	53.8%	48.2%	37.3%	31.7%
财务费用	-15.0	-12.4	-20.1	-36.8	-44.0	EBIT 增长率	39.7%	54.2%	51.2%	36.7%	32.0%
资产减值损失	4.4	12.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	39.1%	39.6%	52.0%	36.7%	32.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.7%	64.4%	34.0%	-3.9%	25.7%
投资和汇兑收益	1.9	3.9	-	-	-	净资产增长率	16.1%	16.4%	83.1%	11.2%	13.2%
营业利润	396.0	600.0	908.3	1,251.3	1,647.1	利润率					
加:营业外净收支	4.9	5.8	5.7	5.4	5.6	毛利率	37.4%	37.8%	38.1%	38.3%	38.5%
利润总额	400.9	605.8	914.0	1,256.8	1,652.7	营业利润率	16.8%	18.8%	19.7%	20.1%	20.4%
减:所得税	70.4	153.9	228.5	314.2	413.2	净利润率	13.8%	14.4%	14.9%	15.2%	15.3%
净利润	326.9	459.0	685.5	942.6	1,239.6	EBITDA/营业收入	18.2%	20.7%	21.3%	21.7%	22.0%
						EBIT/营业收入	16.1%	18.4%	19.3%	19.6%	19.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	71	83	89	83	75
						流动资产周转天数	-6	-11	-1	-3	-3
						流动资本周转天数	223	167	192	209	184
						应收账款周转天数	10	9	10	10	9
						存货周转天数	21	19	21	20	20
						总资产周转天数	352	320	329	322	281
						投资资本周转天数	110	127	128	106	91
						投资回报率					
						ROE	16.8%	19.9%	15.9%	19.6%	22.7%
						ROA	13.0%	14.3%	13.0%	16.1%	18.4%
						ROIC	53.1%	51.5%	47.6%	48.6%	66.8%
						费用率					
						销售费用率	9.6%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%
						管理费用率	10.8%	8.6%	8.6%	8.5%	8.4%
						财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.5%
						三费/营业收入	19.7%	17.9%	17.6%	17.3%	17.3%
						偿债能力					
						资产负债率	17.8%	23.2%	15.7%	15.6%	17.2%
						负债权益比	21.7%	30.2%	18.6%	18.5%	20.8%
						流动比率	3.64	2.21	4.82	4.26	3.93
						速动比率	3.30	1.91	4.36	3.85	3.48
						利息保障倍数	-25.36	-47.35	-44.08	-33.03	-36.47
						分红指标					
						DPS(元)	0.35	0.50	0.68	0.94	1.24
						分红比率	47.2%	48.0%	46.8%	47.3%	47.4%
						股息收益率	0.6%	0.9%	1.2%	1.7%	2.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	330.5	451.9	685.5	942.6	1,239.6	EPS(元)	0.74	1.04	1.45	2.00	2.62
加:折旧和摊销	70.6	111.5	93.4	133.3	172.0	BVPS(元)	4.40	5.23	9.15	10.20	11.58
资产减值准备	4.4	12.7	-	-	-	PE(X)	76.6	54.6	39.1	28.5	21.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.9	10.9	6.2	5.6	4.9
财务费用	-	2.1	-20.1	-36.8	-44.0	P/FCF	284.7	2,828.0	128.6	28.8	34.4
投资损失	-1.9	-3.9	-	-	-	P/S	10.6	7.8	5.8	4.3	3.3
少数股东损益	3.6	-7.1	-	-	-	EV/EBITDA	19.4	27.3	24.8	17.7	13.3
营运资金的变动	117.8	3.5	-162.4	306.3	-268.4	CAGR(%)	41.8%	40.0%	39.4%	41.8%	40.0%
经营活动产生现金流量	352.3	829.7	596.3	1,345.4	1,099.2	PEG	1.8	1.4	1.0	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-442.9	-790.3	-301.9	-363.3	-368.3	ROIC/WACC	5.1	4.9	4.5	4.6	6.4
融资活动产生现金流量	-20.5	-77.8	1,348.0	-494.6	-539.6	REP	1.9	2.6	2.9	2.8	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034