

业绩靓丽，定制家具龙头延续高增长

2016年08月08日

强烈推荐/维持

索菲亚

财报点评

——索菲亚（002572）2016年半年报报点评

| | | | |
|-----|-----|-----------------------|--------------|
| 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2016H1实现营业收入16.7亿元，较去年同期增长44.1%；归属于上市公司股东的净利润为2亿元，同比增长48%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.98亿元，同比增长47.93%；基本每股收益为0.45元/股。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2014Q4 | 2015Q1 | 2015Q2 | 2015Q3 | 2015Q4 | 2016Q1 | 2016Q2 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 828.58 | 439.88 | 718.59 | 912.57 | 1124.7 | 643.15 | 1026.25 |
| 增长率（%） | 30.41% | 41.13% | 34.28% | 33.09% | 35.74% | 46.21% | 42.81% |
| 毛利率（%） | 37.89% | 35.64% | 36.01% | 39.52% | 38.39% | 34.25% | 36.54% |
| 期间费用率（%） | 18.92% | 23.67% | 16.74% | 17.40% | 16.64% | 23.02% | 16.89% |
| 营业利润率（%） | 17.95% | 11.29% | 18.15% | 21.20% | 20.13% | 10.30% | 18.77% |
| 净利润（百万元） | 129.45 | 34.88 | 101.20 | 138.85 | 176.96 | 41.70 | 136.64 |
| 增长率（%） | 27.49% | 32.14% | 33.43% | 40.57% | 36.70% | 19.54% | 35.01% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.29 | 0.08 | 0.22 | 0.32 | 0.42 | 0.12 | 0.33 |
| 资产负债率（%） | 17.84% | 14.39% | 25.25% | 23.51% | 23.18% | 23.18% | - |
| 净资产收益率（%） | 6.22% | 1.65% | 4.88% | 6.26% | 7.30% | 1.86% | - |
| 总资产收益率（%） | 5.11% | 1.41% | 3.65% | 4.79% | 5.61% | 1.43% | - |

观点：

公司上半年保持高增长态势。索菲亚2016上半年实现营业收入16.7亿元，归属于上市公司股东的净利润2亿元，分别较去年同期增长44.1%和48%。分季度来看，公司Q2实现营业收入10.3亿元，归属于上市公司股东的净利润为1.5亿元，分别较去年同期增长42.8%和48.5%，公司业绩高增长的趋势不减。盈利能力方面，2016H1公司综合毛利率为35.66%，净利率为11.98%，分别较去年同期下降0.21个百分点和增长0.32个百分点。其中2016Q2公司毛利率为36.54%，较去年同期增加0.5个百分点，较2016Q1增加2.29个百分点；二季度公司净利率为13.31%，较去年同期减少0.77个百分点，较一季度增加6.83个百分点，公司的盈利能力保持稳健。报告期内公司的销售费用为1.63亿元，较去年同期增加了37.6%，主要是公司增加了广告的投入、持续推动O2O的进展、加大对司米橱柜的推广力度；管理费用为1.6亿元，较

去年同期增加了37.7%，主要是由于发展规模增加导致的管理成本、工资薪酬等费用的增加。费用率总体表现稳定，Q2销售费用率为8.48%，较去年同期减少0.05个百分点，管理费用率8.28%，较去年同期减少0.67个百分点。

产能布局完成，进入全面投产阶段。索菲亚衣柜及配套定制家具柔性化生产线的全国生产布局已经基本完成，公司在河北廊坊、浙江嘉善、四川成都、湖北黄冈以及总部增城的工厂均已正常生产，完成对公司全国销售网络的生产支撑。2016H1公司定制衣柜及配套定制家具的月平均产能达到12万单左右，产能利用率为80%，产品的生产周期为13~20天。司米橱柜增城工厂于去年6月左右开始进行调试，4季度开始试生产，目前橱柜工厂已经全面投入生产，目前日均产能160单左右，下半年产能会有所提升。在板材的选用方面，公司对部分产品的板材进行了升级，采用更加健康环保的无甲醛添加板材，进一步提升用户体验。

销售渠道稳步拓展，电子化店面升级继续推进。2015年末，公司拥有衣柜门店1600家左右，橱柜门店261家。2016H1公司拥有衣柜门店1700余家，橱柜门店391家，2016年末公司计划衣柜门店数量达到1800家，橱柜门店数量达到500家，保持衣柜新开店200家、橱柜新开店250家的新开门店速度。销售工作方面，公司将市场占有率和渗透率作为首要目标，继续推进799/899特价套餐，实现订单引流，帮助公司有效提高市占率。公司以线下门店为基础，持续推进门店的电子化升级项目，通过使用Oculus Rift和HTC vive的虚拟现实设备帮助展示索菲亚的家具产品，通过VR技术实现产品、样板房的3D立体的展示，提升消费者的购物体验，以较低成本提升门店的客流量以及成交率，帮助店面做高客单价。

结论：

公司业绩持续保持高增长，全国范围的生产布局基本完成，销售渠道稳步拓展，板材利用率、一次安装成功率继续提升，全屋定制战略、店面电子化升级帮助提高店面客单价，我们预计公司2016年、2017年EPS分别为1.46元/股和2.00元/股，对应P/E分别为38x和28x，维持“强烈推荐”的投资评级。

图 1:索菲亚营业收入及其增速 (季度)



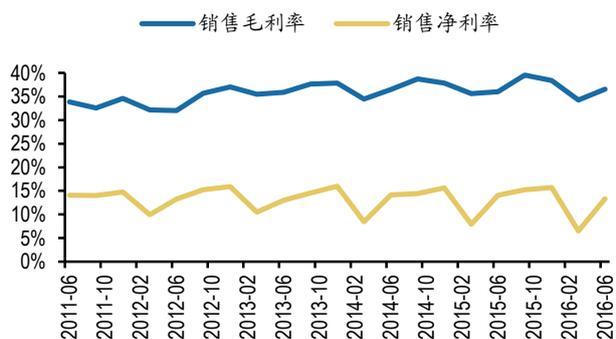
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2:索菲亚净利润及其增速 (季度)



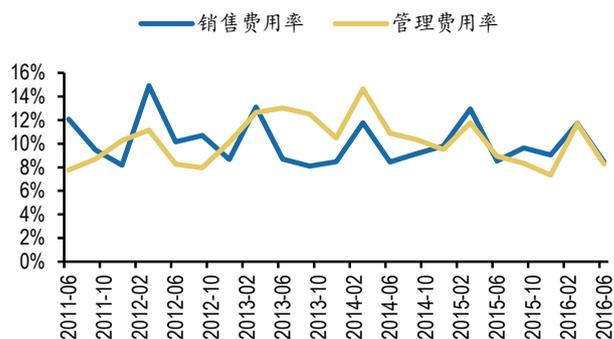
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

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 | 2618 | 3869 | 5767 | 营业收入 | 2361 | 3196 | 4609 | 6687 | 9839 |
| 货币资金 | 1184 | 997 | 1890 | 2742 | 4034 | 营业成本 | 1479 | 1988 | 2817 | 4081 | 6113 |
| 应收账款 | 62 | 71 | 112 | 155 | 233 | 营业税金及附加 | 19 | 29 | 15 | 16 | 23 |
| 其他应收款 | 12 | 14 | 21 | 30 | 45 | 营业费用 | 226 | 308 | 442 | 642 | 946 |
| 预付款项 | 22 | 24 | -1 | -16 | -54 | 管理费用 | 254 | 275 | 446 | 647 | 917 |
| 存货 | 142 | 197 | 275 | 402 | 600 | 财务费用 | -15 | -12 | 3 | 19 | 38 |
| 其他流动资产 | 50 | 162 | 299 | 538 | 873 | 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 | 883 | 1279 | 1798 |
| 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 | 4206 | 5383 | 7207 | 利润总额 | 401 | 606 | 889 | 1285 | 1803 |
| 流动负债合计 | 411 | 667 | 1247 | 1830 | 2808 | 所得税 | 70 | 154 | 215 | 321 | 450 |
| 短期借款 | 0 | 18 | 512 | 859 | 1514 | 净利润 | 330 | 452 | 674 | 964 | 1353 |
| 应付账款 | 139 | 227 | 289 | 440 | 643 | 少数股东损益 | 4 | -7 | 0 | 40 | 40 |
| 预收款项 | 74 | 119 | 172 | 257 | 376 | 归属母公司净利润 | 327 | 459 | 674 | 924 | 1313 |
| 一年内到期的非流 | 20 | 50 | 50 | 50 | 50 | EBITDA | 612 | 848 | 959 | 1372 | 1910 |
| 非流动负债合计 | 41 | 65 | 62 | 29 | 3 | BPS (元) | 0.74 | 1.04 | 1.46 | 2.00 | 2.84 |
| 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 | 1309 | 1859 | 2810 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 140 | 119 | 119 | 159 | 199 | 营业收入增长 | 32.39% | 35.35% | 44.23% | 45.08% | 47.13% |
| 实收资本(或股本) | 441 | 441 | 462 | 462 | 462 | 营业利润增长 | 32.32% | 51.51% | 47.21% | 44.84% | 40.55% |
| 资本公积 | 809 | 847 | 847 | 847 | 847 | 归属于母公司净利润 | 46.85% | 37.13% | 46.85% | 37.13% | 42.10% |
| 未分配利润 | 645 | 922 | 1167 | 1502 | 1984 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1941 | 2304 | 2778 | 3365 | 4198 | 毛利率(%) | 37.36% | 37.80% | 38.88% | 38.98% | 37.87% |
| 负债和所有者权 | 2533 | 3154 | 4206 | 5383 | 7207 | 净利率(%) | 14.00% | 14.14% | 14.62% | 14.42% | 13.76% |
| 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 | 580 | 898 | 1185 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 330 | 452 | 674 | 964 | 1353 | 资产负债率(%) | 18% | 23% | 31% | 35% | |
| 折旧摊销 | 231.24 | 260.90 | 0.00 | 73.35 | 73.55 | 流动比率 | 3.64 | 2.21 | 2.10 | 2.11 | 2.05 |
| 财务费用 | -15 | -12 | 3 | 19 | 38 | 速动比率 | 3.30 | 1.91 | 1.88 | 1.89 | 1.84 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -41 | -44 | -78 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 52 | 86 | 119 | 总资产周转率 | 1.02 | 1.12 | 1.25 | 1.39 | 1.56 |
| 投资活动现金流 | -443 | -790 | 24 | -3 | -3 | 应收账款周转率 | 43 | 48 | 50 | 50 | 51 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 20.33 | 17.46 | 17.85 | 18.35 | 18.18 |
| 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 | 1.46 | 2.00 | 2.84 |
| 筹资活动现金流 | -20 | -78 | 289 | -43 | 110 | 每股净现金流(最新) | -0.25 | -0.09 | 1.93 | 1.84 | 2.80 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 4.40 | 5.23 | 6.02 | 7.29 | 9.09 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 21 | 0 | 0 | P/E | 75.74 | 53.89 | 38.39 | 28.00 | 19.70 |
| 资本公积增加 | 26 | 39 | 0 | 0 | 0 | P/B | 12.73 | 10.73 | 9.31 | 7.69 | 6.16 |
| 现金净增加额 | -111 | -38 | 892 | 852 | 1292 | EV/EBITDA | 38.47 | 28.09 | 25.66 | 17.57 | 12.28 |

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, 9 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。