

索菲亚 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 24.40元

业绩保持高增长, 建议买入

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	251.39
总市值(百万元)	10,760.16
年内股价最高最低(元)	25.10/15.11
沪深300指数	3604.12
中小板综指	8010.93



相关报告

1. 《收购舒适易佰, 布局大家居》, 2015.1.8
2. 《优质高增长标的, 坚定买入》, 2014.10.29
3. 《定制家见成效, 翱翔新蓝海》, 2014.10.8

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)60230237
zhouwb@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.809	0.555	0.737	1.045	1.441
每股净资产(元)	6.91	3.95	4.69	5.59	7.03
每股经营性现金流(元)	0.95	0.80	1.14	1.40	1.90
市盈率(倍)	30.89	39.48	26.60	18.76	13.60
行业优化市盈率(倍)	33.31	34.49	35.70	35.70	35.70
净利润增长率(%)	28.55%	41.37%	32.69%	41.81%	37.90%
净资产收益率(%)	11.72%	14.04%	15.71%	18.69%	20.49%
总股本(百万股)	214.00	440.99	440.99	440.99	440.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 索菲亚 14 年业绩快报: 营业收入 23.6 亿元, 同比增 32.4%; 归属上市公司股东净利润 3.26 亿, 同比增 33.03%, EPS 0.74 元。

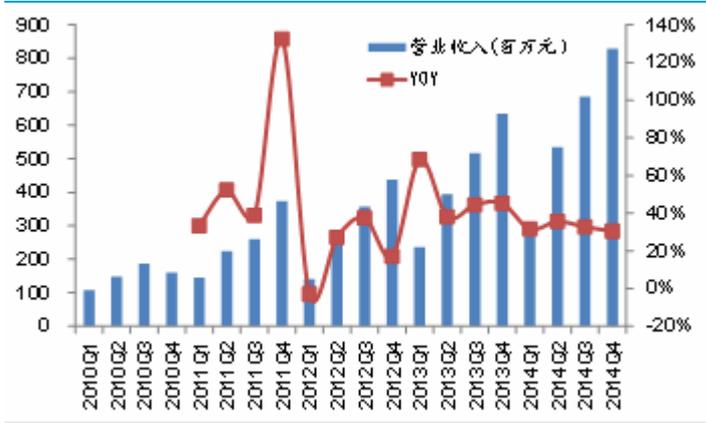
经营分析

- **量价齐升驱动成长, 产能制约增速:** 公司业绩符合我们预期, 自公司实施定制家战略以来, 客单价提升已成为公司业绩增长重要驱动力之一, 加上渠道网络的扩张, 公司增长动力强。第四季度收入增长 30.4%; 净利润增长 31.8%, 四季度收入增速环比、同比分别下滑 2、15 个百分点, 这主要受产能制约。公司嘉善、廊坊新工厂仍处于磨合期, 生产不是很顺利, 导致订单生产不出来, 积压延后。单纯从订单情况看, 四季度是向好的, 增速要好于前三季度。目前公司客单价仅 1.5 万元左右, 近期又新增了实木类产品(餐桌、椅子、茶几、床等), 单价较高, 我们判断公司客单价仍有翻倍潜力。通过品类的延伸, 加上渠道网络的扩张, 公司仍处于量价齐升期, 随着产能问题的解决, 我们预计公司衣柜类业务仍将保持 30% 以上增长。
- **橱柜业务进展顺利, 今年将贡献较大增量:** 公司 14 年下半年正式进入橱柜领域, 品牌司米, 定位中高端。目前正处于大规模开店期, 15 年门店预计 400 家左右, 中长期可达 2000 家。公司在衣柜行业拥有良好的品牌口碑及庞大的经销渠道资源, 与橱柜业务协同性高, 橱柜业务成功概率高。橱柜市场规模近千亿, 消费者对定制橱柜概念接受度高, 市场空间大于衣柜业务。公司已开橱柜门店销售较好, 接单情况好于衣柜门店, 平均橱柜客单价 2.5 万元, 也高于衣柜产品(客单价 1.5 万元), 随着橱柜业务的贡献逐步加大, 我们判断公司 15-16 年业绩有望加速。
- **布局大家居:** 近期公司收购室内舒适环境系统集成服务商舒适易佰, 布局“大家居”市场。舒适 100 通过电商平台, 提供在线咨询、方案设计、产品预订、施工、监理及相关服务等舒适家居相关一条龙服务, 目前已与三菱重工、LG、松下等 158 个品牌达成合作, 展示产品 5000 余个, 拥有手机实名注册用户 20 万, 线上解决方案访问量达 122.7 万次, 拥有线下体验店 108 家, 可为 140 个城市提供产品展示、设计、安装、售后等服务。目前我国智能家居已步入爆发前期, 据预测 2018 年市场规模有望达到 1400 亿, 空间巨大。在业务上, 公司引入舒适易佰在家居 O2O 领域的经验及资源, 可完善家具 O2O 布局, 二者在业务上具有一定协同性。而且公司在手资金充裕, 现金流非常好, 后续仍有可能通过这一方式继续布局大家居领域。

投资建议

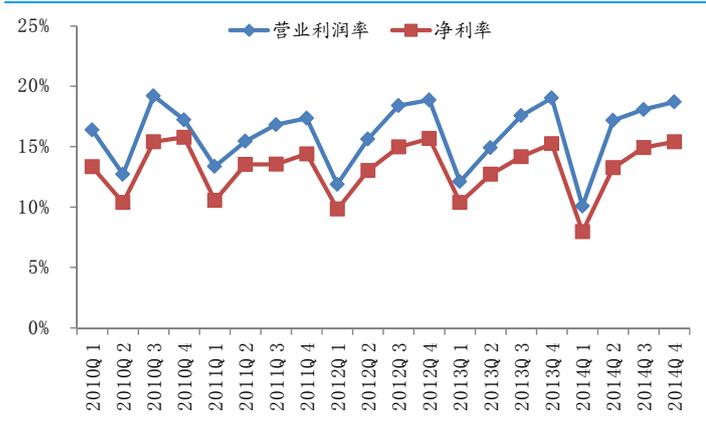
■ 我们维持公司盈利预测：14-16 年营业收入分别为 24.55 亿元、36.09 亿元、50.1 亿元，分别增长 37.7%、47%、38.8%；归属上市公司股东净利润 3.25 亿元、4.61 亿元、6.35 亿元，分别增长 32.7%、41.8%、37.9%；EPS 分别为 0.74 元、1.05 元、1.44 元，维持“买入”评级。

图表1: 索菲亚营业收入



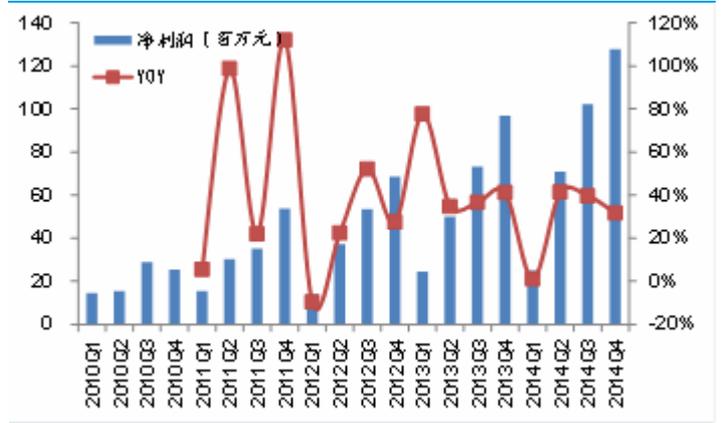
来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 索菲亚利润率

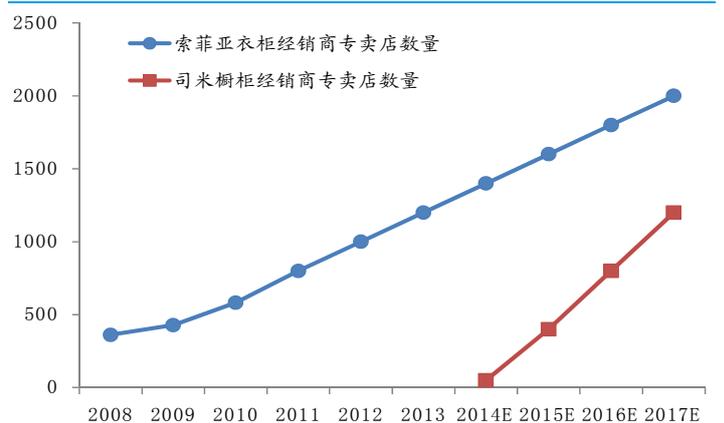


来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: 索菲亚净利润



图表4: 索菲亚店面总数



图表5: 三张报表摘要

损益表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,004	1,222	1,783	2,455	3,609	5,010
增长率		21.7%	46.0%	37.7%	47.0%	38.8%
主营业务成本	-666	-795	-1,123	-1,543	-2,264	-3,140
%销售收入	66.4%	65.1%	62.9%	62.9%	62.7%	62.7%
毛利	337	426	661	912	1,345	1,869
%销售收入	33.6%	34.9%	37.1%	37.1%	37.3%	37.3%
营业税金及附加	-7	-8	-13	-17	-25	-35
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-95	-126	-161	-221	-325	-451
%销售收入	9.5%	10.3%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	-92	-112	-213	-292	-422	-576
%销售收入	9.2%	9.2%	11.9%	11.9%	11.7%	11.5%
息税前利润(EBIT)	143	180	275	381	573	807
%销售收入	14.3%	14.7%	15.4%	15.5%	15.9%	16.1%
财务费用	21	32	27	28	37	49
%销售收入	-2.1%	-2.6%	-1.5%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	163	210	299	410	609	856
营业利润率	16.2%	17.2%	16.8%	16.7%	16.9%	17.1%
营业外收支	4	1	6	0	0	0
税前利润	166	210	306	410	609	856
利润率	16.6%	17.2%	17.1%	16.7%	16.9%	17.1%
所得税	-27	-34	-52	-70	-104	-145
所得税率	16.4%	16.3%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	139	176	253	340	506	710
少数股东损益	4	3	8	15	45	75
归属于母公司的净利润	135	173	245	325	461	635
净利率	13.4%	14.2%	13.7%	13.2%	12.8%	12.7%

现金流量表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	139	176	253	340	506	710
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	36	55	55	64	73
非经营收益	0	0	-11	16	0	0
营运资金变动	-20	-8	56	93	46	56
经营活动现金净流	139	204	353	504	616	839
资本开支	-85	-285	-240	-78	-129	-100
投资	-28	0	0	-1	0	0
其他	0	3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-113	-282	-240	-79	-129	-100
股权筹资	1,161	25	62	0	-84	0
债权筹资	-13	-19	0	-9	0	0
其他	-118	-54	-75	-2	0	0
筹资活动现金净流	1,030	-47	-13	-11	-64	0
现金净流量	1,056	-125	100	414	423	739

来源: 国金证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,195	1,047	1,153	1,566	1,989	2,728
应收账款	43	55	64	86	127	176
存货	54	80	137	129	189	262
其他流动资产	32	115	77	79	115	159
流动资产	1,324	1,298	1,430	1,861	2,421	3,328
%总资产	86.0%	73.8%	68.6%	73.7%	76.9%	81.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	181	352	487	555	612	651
%总资产	11.8%	20.0%	23.3%	22.0%	19.4%	15.9%
无形资产	30	103	151	105	114	102
非流动资产	216	461	656	683	728	755
%总资产	14.0%	26.2%	31.4%	26.3%	23.1%	18.5%
资产总计	1,540	1,759	2,086	2,524	3,149	4,081
短期借款	19	0	0	0	0	0
应付账款	108	192	199	304	446	618
其他流动负债	33	41	84	88	129	179
流动负债	160	234	284	392	575	797
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	7	10	0	0	0
负债	160	240	294	392	575	797
普通股股东权益	1,363	1,478	1,744	2,069	2,466	3,101
少数股东权益	16	40	48	63	108	183
负债股东权益合计	1,540	1,759	2,086	2,524	3,149	4,081

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	1.259	0.809	0.555	0.737	1.045	1.441
每股净资产	12.743	6.906	3.954	4.691	5.591	7.032
每股经营现金净流	1.296	0.954	0.799	1.143	1.396	1.903
每股股利	0.000	1.300	0.350	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.88%	11.72%	14.04%	15.71%	18.69%	20.49%
总资产收益率	8.75%	9.85%	11.74%	12.87%	14.63%	15.57%
投入资本收益率	8.56%	9.91%	12.69%	14.85%	18.46%	20.39%
增长率						
主营业务收入增长率	66.03%	21.73%	45.98%	37.65%	46.99%	38.82%
EBIT增长率	43.76%	25.53%	52.66%	38.87%	50.12%	40.96%
净利润增长率	63.57%	28.55%	41.37%	32.69%	41.81%	37.90%
总资产增长率	394.73%	14.18%	18.61%	20.99%	24.76%	29.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	12.7	9.6	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	26.4	30.8	35.3	30.5	30.5	30.5
应付账款周转天数	30.4	40.1	32.0	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	63.7	46.9	78.7	72.8	54.3	41.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-85.24%	-68.99%	-64.33%	-73.47%	-77.29%	-83.07%
EBIT利息保障倍数	-8.9	-5.6	-10.3	-13.5	-15.6	-16.5
资产负债率	10.40%	13.67%	14.08%	15.52%	18.25%	19.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	9	18
增持	0	0	0	2	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.18	1.23

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-12-15	买入	19.85	N/A
2 2014-01-17	买入	19.01	N/A
3 2014-03-30	买入	15.71	N/A
4 2014-04-16	买入	17.77	N/A
5 2014-08-12	买入	18.58	N/A
6 2014-10-08	买入	20.67	27.00 ~ 30.00
7 2014-10-29	买入	22.96	30.00 ~ 30.00
8 2015-01-08	买入	24.45	N/A

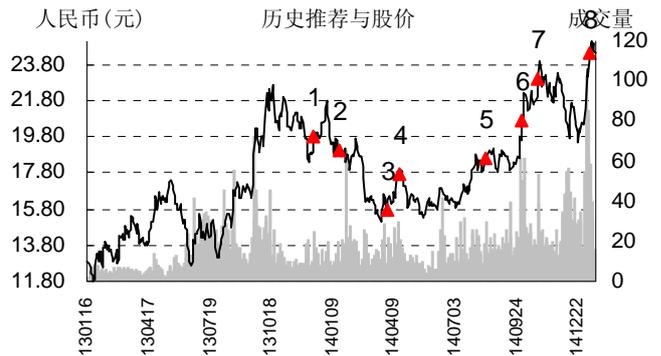
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61620767

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD