

索菲亚 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

周文波

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

收购舒适易佰，布局大家居

事件

索菲亚公告：以自有资金 3000 万元认购武汉舒适易佰 30% 的股权。

评论

舒适易佰国内领先的室内环境系统集成商：舒适易佰是国内领先的室内舒适环境系统集成服务商，依托舒适 100 电商平台，为家庭用户提供包括在线咨询、方案设计、产品预订、施工、监理及相关服务在内的一条龙服务。舒适 100 网站 2009 年上线，目前已汇集行业品牌 158 个，与三菱重工、LG、松下等国际知名品牌达成合作，展示产品型号达 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；同时拥有线下体验店 108 家，作为强大的线下工程实体，可为 140 个城市提供产品展示、设计、安装、售后等服务。在施工方面，公司设立全国技术培训中心，提供营销、工程、技术等方面培训，为专业的服务提供保障。此外，公司与武汉大学合作建立地源热泵实验室，在相关领域进行研发，为房产及公装用户提供绿色建筑节能系统配套工程服务。本次交易索菲亚以 3000 万元增资认购 30% 股份，增资后与另外两名股东韩英春、张云持股比例相同，收购对应公司估值 1 亿元。

空间巨大的蓝海市场：舒适易佰提供的产品包含中央空调、中央供暖、中央新风、中央除尘、中央水处理、中央热水、太阳能及智能家居等八大系统。舒适家居系统是健康住宅的重要组成部分，可全面提升家居舒适度，其在欧美等发达国家已经非常成熟，但在我国仍处于初期阶段。随着我国居民生活水平的提高，未来家居消费趋势将更注重健康与智能，舒适家居系统对消费者居住环境的改善作用逐渐受到重视。而且目前智能家居已步入爆发前期，据预测 2018 年其市场规模有望从当前的 205.3 亿增长至 1396 亿，舒适易佰已站上风口，未来有望高速增长。

强强联手，协同效应明显：舒适易佰与索菲亚同属家装/家具产业链，在业务上具有一定协同性。索菲亚在丰富产品线及客户群体的同时，可学习舒适易佰在家居 O2O 领域的经验及资源，引入互联网思维，完善其家具 O2O 布局。而舒适易佰可借助索菲亚在家具领域的实体渠道推广舒适家居理念及产品，在促进销售的同时为客户带来更完善的一站式服务体验。

大家居布局有望加快，量价齐升护航 15 年高增长：索菲亚 13 年开始启动定制家战略，逐步向橱柜、客厅类定制产品等大家居方向发展。此次入股舒适易佰则是索菲亚“大家居”战略进一步落地，从单纯的家具产品扩展至其它家装产业链。公司在手资金充裕，拥有非常好的现金流，我们判断后续公司仍有通过这一方式，继续布局大家居领域。在公司主业方面，衣柜类业务量价齐升+橱柜业务贡献增量可保证公司 15 年业绩的高增长：公司定制家战略已见成效，依靠品类延伸，客单价得以快速提升，13-14 年提升幅度约 15%，目前客单价约 1.5 万元，仍有较大提升空间（近期公司衣柜店刚新增了实木类产品餐桌、茶几、床等）。衣柜类门店方面以 200 家/年速度扩张，仍可维持 3-4 年。橱柜业务方面，公司 14 年开店数约 80 家，15 年可达 400 家，目前销售情况较好，考虑橱柜更高的客单价（约 2.5 万，高于衣柜类 1.5 万）及更大的市场空间，橱柜业务可拉动公司进入新一轮高增长。国内家居行业市场空间近万亿，未来公司将定制化模式向新品类，如门、卫浴等复制，公司长期成长逻辑非常清晰，且确定性高。

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: 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	-866	-795	-1,123	-1,543	-2,284	-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	0	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
净利润率	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	-64	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

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	3,326
%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	1,383	1,478	1,744	2,089	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

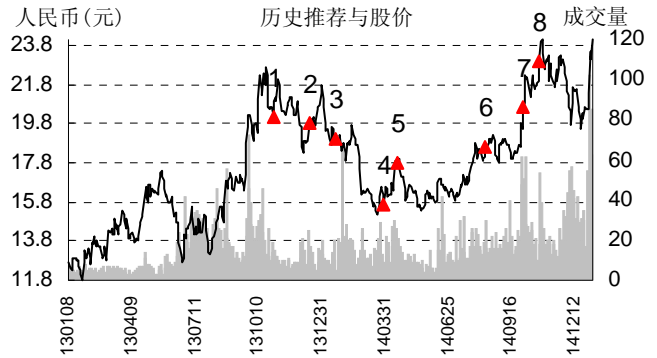
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	1.259	0.809	0.555	0.737	1.045	1.441
每股净资产	12.743	6.908	3.954	4.691	5.591	7.032
每股经营现金净流	1.296	0.954	0.799	1.143	1.396	1.903
每股股利	0.000	1.300	0.350	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.88%	11.72%	14.04%	15.71%	18.69%	20.49%
总资产收益率	8.75%	9.85%	11.74%	12.87%	14.63%	15.57%
投入资本收益率	8.66%	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%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-10-29	买入	20.10	N/A
2	2013-12-15	买入	19.85	N/A
3	2014-01-17	买入	19.01	N/A
4	2014-03-30	买入	15.71	N/A
5	2014-04-16	买入	17.77	N/A
6	2014-08-12	买入	18.58	N/A
7	2014-10-08	买入	20.67	27.00 ~ 30.00
8	2014-10-29	买入	22.96	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所



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作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	北京	深圳
电话: (8621)-61620767	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD