

索菲亚 (002572)

## 大家居战略效果显著，橱柜收入爆发在即

——2015 年半年报点评

穆方舟 (分析师)  
 0755-23976527  
 mufangzhou@gtjas.com

证书编号 S0880512040003

## 本报告导读:

大家居战略下公司 2015 年 H1 净利润取得快速增长，爆款引流起到了很好的效果，同时司米厨具的门店正稳步扩张、预计下半年在收入方面能获得高速增长，维持增持投资要点:

上调目标价至 45 元，维持增持评级。公司上半年业绩维持高速增长，主要得益于大家居战略下客单价的提升，爆款引流起到了很好的营销效果。同时公司的橱柜门店正稳步扩张，预计下半年在收入方面能获得高速增长。维持公司 2015/16/17 年 EPS 为 1.01/1.32/1.72 元，考虑到公司线上客流的不断提升以及橱柜业务潜在的爆发性，给予公司一定的估值溢价，上调目标价至 45.00 元，维持增持评级。

大家居战略下客单价稳步提升，爆款引流策略效果显著。2015 年上半年，公司实现营收 11.58 亿元，同增 36.80%，归母净利润 1.35 亿元，同增 41.11%，对应 EPS 为 0.31 元。在加盟商门店谨慎扩张的情况下，公司收入的增长主要来自于大家居品类扩展带来的客单价提升，其中爆款产品不仅自身收入高速增长还大幅带动了其他品类的销售，引流效果显著，预计未来门店的客单价还将继续提升。在生产端公司加大生产信息化投入、逐步推进自动化生产，公司毛利维持在较高水平。

橱柜门店稳步扩张，预计下半年收入能获得高速增长。自公司与法国 SALM 成立合资公司以来，公司橱柜业务稳步增长，协同效果显著。截至 2015 年上半年，司米橱柜的专卖店数量达到了 150 家。下半年随着门店的继续扩张以及单店坪效的不断提升，公司橱柜收入有望迎来爆发式增长。同时随着新产能的达产和销量的快速增长，橱柜业务的规模效应将凸显出现，有望扭亏为盈成为公司新的业绩增长点。

风险提示：地产行业恶化、橱柜等新业务拓展不达预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783	2,361	3,219	4,202	5,224
(+/-)%	46%	32%	36%	31%	24%
经营利润 (EBIT)	275	383	513	680	887
(+/-)%	53%	40%	34%	33%	30%
净利润	245	327	443	583	757
(+/-)%	41%	34%	36%	31%	30%
每股净收益 (元)	0.56	0.74	1.01	1.32	1.72
每股股利 (元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	15.40%	16.20%	15.90%	16.20%	17.00%
净资产收益率 (%)	14.00%	16.50%	18.90%	20.50%	21.60%
投入资本回报率 (%)	35.50%	32.80%	35.80%	40.30%	43.10%
EV/EBITDA	35.0	25.3	20.1	15.0	11.3
市盈率	68.6	51.9	38.0	29.1	22.3
股息率 (%)	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 45.00

上次预测: 36.66

当前价格: 38.40

2015.08.07

## 交易数据

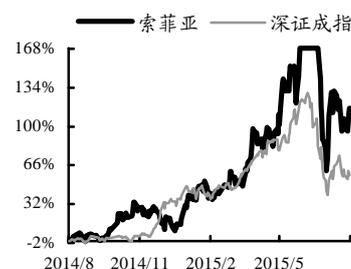
52 周内股价区间 (元)	17.69-47.69
总市值 (百万元)	16,934
总股本/流通 A 股 (百万股)	441/256
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	58%
日均成交量 (百万股)	522.06
日均成交值 (百万元)	193.53

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,948
每股净资产	4.42
市净率	8.7
净负债率	-39.97%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.06	0.08
Q2	0.16	0.23
Q3	0.23	0.33
Q4	0.29	0.37
全年	0.74	1.01

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21%	3%	117%
相对指数	18%	15%	59%

## 相关报告

《定制家战略稳步推进，经销商持股显信心》  
2015.04.28

《精耕渠道促业绩，定制家打开成长空间》  
2015.03.24

《业绩高成长，未来橱柜接力》2014.10.28

《业绩持续增长，高端厨柜市场前景可期》  
2014.08.12

《2013 年业绩出彩，向“定制家”战略转变》

模型更新时间: 2015.08.07

**股票研究**

原材料  
林纸产品

**索菲亚 (002572)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 45.00**

上次预测: 36.66

当前价格: 38.40

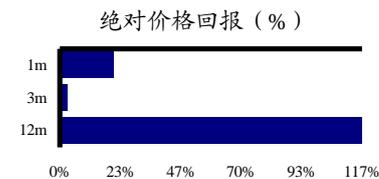
公司网址

www.sogal.com.cn

公司简介

公司是国内最早获得十环认证的定制衣柜专业生产企业之一。

公司的主营业务为:定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售。

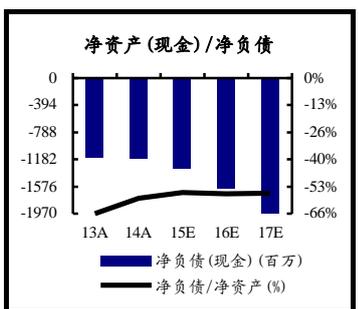
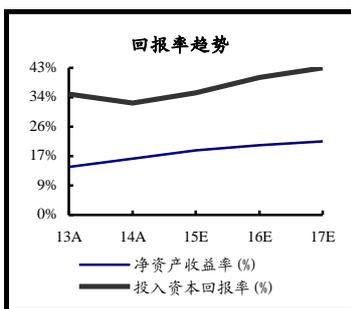
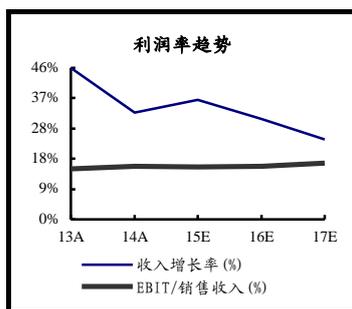
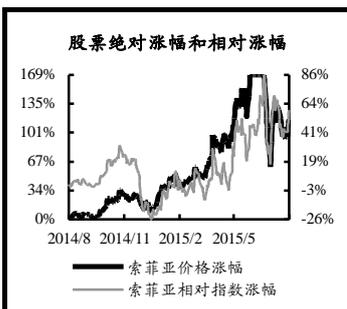


52 周价格范围 17.69-47.69

市值 (百万) 16,934

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
营业总收入	1,783	2,361	3,219	4,202	5,224
营业成本	1,123	1,479	2,026	2,643	3,279
税金及附加	13	19	26	33	41
销售费用	161	226	308	402	486
管理费用	213	254	346	443	530
EBIT	275	383	513	680	887
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	0	0	0
财务费用	-27	-15	-26	-30	-37
营业利润	299	396	539	710	924
所得税	52	70	95	126	163
少数股东损益	8	4	5	6	8
净利润	245	327	443	583	757
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,153	1,184	1,307	1,599	1,975
其他流动资产	27	54	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	487	768	998	1,223	1,441
无形及其他资产	151	239	316	393	470
资产合计	2,086	2,533	3,025	3,680	4,503
流动负债	284	411	583	734	877
非流动负债	10	41	1	3	6
股东权益	1,744	1,987	2,342	2,836	3,505
投入资本(IC)	640	964	1,181	1,392	1,696
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	227	316	423	560	731
折旧与摊销	53	71	51	57	63
流动资金增量	33	86	-18	90	-9
资本支出	-240	-415	-354	-354	-354
自由现金流	74	58	102	354	431
经营现金流	353	352	540	732	815
投资现金流	-240	-443	-354	-354	-354
融资现金流	-13	-20	-63	-86	-86
现金流净增加额	100	-111	124	292	376
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	46.0%	32.4%	36.3%	30.5%	24.3%
EBIT 增长率	52.7%	39.6%	33.8%	32.5%	30.5%
净利润增长率	41.4%	33.5%	35.6%	31.4%	29.9%
利润率					
毛利率	37.1%	37.4%	37.1%	37.1%	37.2%
EBIT 率	15.4%	16.2%	15.9%	16.2%	17.0%
净利润率	13.7%	13.8%	13.8%	13.9%	14.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.0%	16.5%	18.9%	20.5%	21.6%
总资产收益率(ROA)	11.7%	12.9%	14.7%	15.8%	16.8%
投入资本回报率(ROIC)	35.5%	32.8%	35.8%	40.3%	43.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	35	34	34	34	34
应收账款周转天数	10	9	9	9	9
总资产周转天数	393	357	315	291	286
净利润现金含量	1.44	1.08	1.22	1.26	1.08
资本支出/收入	13%	18%	11%	8%	7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.1%	17.8%	19.3%	20.0%	19.6%
净负债率	-66.1%	-58.6%	-55.8%	-56.3%	-56.2%
<b>估值比率</b>					
PE	68.6	51.9	38.0	29.1	22.3
PB	8.7	7.6	6.5	5.3	4.3
EV/EBITDA	42.5	30.7	24.4	18.2	13.7
P/S	8.5	6.4	4.7	3.6	2.9
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		