

索菲亚(002572)

2018年04月17日

索菲亚一季报：收入增长符合预期，战略成效持续验证

证券分析师 史凡可

买入(维持)

021-60199793

执业证书编号 S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

010-66573557

执业证书编号 S0600517050002

mal@dwzq.com.cn

投资要点：

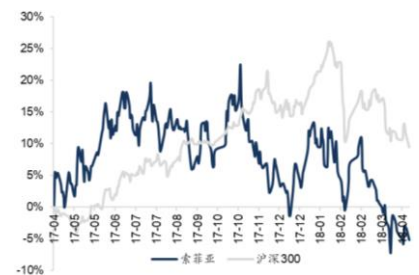
■ **公司披露 2018 年一季报：**报告期内实现收入 12.43 亿元，同比增长 30.32%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 33.48%；扣非净利润 0.97 亿元，同比增长 36.46%。此外，公司预期 18 年上半年实现归母净利润 3.68 - 4.27 亿元，变动幅度 25.00% - 45.00%，业绩增长符合预期。

■ **定制家具贡献主要收入，橱柜增长受配套厨电所累：**报告期内，(1) 索菲亚的定制家具(含 OEM 家具家品)实现收入 11.20 亿元，在去年高基数(16Q1 增速 40.32%)的基础上同比持续增长 32.45%，超过市场预期。从衣柜增长的驱动拆分来看，期内公司推出“索菲亚”全屋套餐，带动客单价同比提升 14.8%至 10566 元/单；新增 75 家衣柜门店对渠道进行加密。(2) 司米橱柜新开 50 家门店，实现收入 9590.16 万元，较去年同期下滑 5.98%，预计主要是由于 18Q1 配套厨电产品收入下滑(17Q1 厨电产品压货较重)，橱柜退单率相对较高所致。剔除厨电产品收入的影响，公司橱柜业务的收入增速约为 5%。由于前期投入较重，目前公司的司米厨柜仍处亏损，预计 Q1 亏损约 2600 万，较去年同期亏损 3190 万实现减亏。(3) 公司的木门业务新开门店 30 家，实现收入 2085.43 万元。

■ **渠道持续下沉，期待经销商调整成效：**截至报告期末，公司已经拥有经销商 1200 多位，索菲亚专卖店数量 2275 家(另有 405 家超市店)、司米橱柜门店 730 家、米兰纳木门 187 家、大家居店 20 家(规划大家居店 100 家将于 Q2 投入运营)。从不同城市的门店数量、收入比例来看，公司省会城市门店数占比 19%、收入占比 36%；地级城市门店数占比 29%、收入占比 32%；四五线城市门店数占比 52%、收入占比 31%。通过对经销商的持续优化，预期公司四五线城市收入增长持续提速。

■ **规模化红利持续凸显，三费率管控良好：**报告期内，公司综合实现销售毛利率 34.75%(橱柜毛利率预期 18%)，较去年同期提升 2.39pct，规模化红利持续凸显。期内，公司三费率合计 24.4%(+2.5pct)，其中销售费用率 11.15%(同-0.04pct)、管理费用率 12.93%(同+1.67pct，主要因研发支出、人员增加及折旧增加所致)。综合来看，公司 Q1 实现净利率 6.9%(预期衣柜净利率因大宗业务略有下滑)，较去年同期持平。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.81
一年最低/最高价	31.00/42.50
市净率(倍)	6.63
流通 A 股市值(亿元)	203.34

基础数据

每股净资产	4.95
资产负债率(%)	26.09
总股本(百万股)	923.43
流通 A 股(百万股)	619.76

相关研究

1. 索菲亚：战略调整到位，静待 18 年再起航-20180327

2. 索菲亚：Q4 单季增速持续回落，关注战略调整成效-20180228

3. 索菲亚：员工持股购买完成，彰显未来发展信心-20171220

■ **经营较为稳定，现金流略有下滑：**报告期内，公司期末应收账款较期初的 2.24 亿元增长 29.76%至 2.90 亿元，主要系期内与恒大深度合作导致大宗业务占比提升所致；期末预付款项由 0.93 亿元增加 32.58%至 1.23 亿元；期末预收账款由 4.86 亿下降 23.94%至 3.70 亿元。经营活动现金流净额为-2.50 亿（去年同期为-1.7 亿），主要是因为大宗业务带动应收账款增加以及支付 17 年末交税金（应交税费一季度期末较期初减少 1.48 亿）所致。

■ **丰富产品系列，调整战略思路：**公司从 17 年下半年开始进行高端产品研发，产品系列持续扩充至实木、康纯板系列；积极调整战略思路，推出高性价比的套餐以及固有的低价大单品进行客流吸引；进行经销商优化，持续推进大家居战略，加强终端管控。我们认为，公司作为定制家具的优秀白马标的，发展长期具有潜力。目前经过前期调整，股价已经低于员工持股（33.38 元）及经销商持股（33.12 元）成本价，价值凸显。

■ **盈利预测与投资建议：**预计公司 18-20 年收入 82.44、111.82、142.89 亿元，同比增速 33.80%、35.64%、27.79%；归母净利润 12.37、16.45、21.07 亿元，同比增速 36.46%、32.94%、28.10%；对应 EPS 分别为 1.34、1.78、2.28 元，对应 PE 分别为 24X、18X、14X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**地产调控超预期；公司橱柜及木门业务发展进度低于预期。

图表 1：索菲亚季度营业收入拆分

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
衣柜及其配件（索菲亚）					
收入（百万元）	818.26	1262.50	1490.34	1564.39	1120.00
占比	85.79%	82.32%	84.51%	81.88%	90.10%
门店数量	2000	2150	2170	2200	2275
单店收入（万元/家）	40.91	58.72	68.68	71.11	49.23
YOY		11.59%	5.02%	5.00%	20.33%
客单数（万）	9.20	23.45	37.86	53.50	10.61
客单价（元/单）	8894	9400	9800	9960	10556
厨柜及其配件（司米）					
收入（百万元）	101.96	165.48	170.71	178.76	95.90
占比	10.69%	10.79%	9.68%	9.36%	7.71%
门店数量	637	660	700	720	730
单店收入（万元/家）	16.01	25.07	24.39	24.83	13.14
YOY	10.69%	10.79%	8.17%	9.36%	7.71%
木门业务					
收入（百万元）			83.06	37.07	20.85
占比			4.71%	1.94%	1.68%
门店数量			322	255	187
单店收入（万元/家）			25.80	14.54	11.15

数据来源：东吴证券研究所

索菲亚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,602.06	3,748.76	4,349.42	4,929.14	营业收入	6,161.44	8,243.70	11,181.97	14,289.25
货币资金	1,812.62	1,901.58	2,102.43	2,481.95	营业成本	3,809.80	5,130.42	6,978.86	8,941.48
应收款项	223.74	243.03	390.11	418.97	营业税金及附加	68.21	91.27	123.80	158.20
存货	286.91	354.39	466.65	651.03	销售费用	518.69	667.43	901.26	1,136.22
其他	1,278.79	1,249.76	1,390.22	1,377.19	管理费用	605.53	713.08	956.06	1,221.73
非流动资产	3,457.89	4,016.14	4,759.77	5,667.06	财务费用	10.00	-6.70	-0.62	2.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	33.93	14.64	18.22	22.26
固定资产	2,184.66	2,603.48	2,987.85	3,338.51	其他	0.00	15.89	15.89	16.89
无形资产	489.98	644.74	794.66	944.96	营业利润	1,181.87	1,650.50	2,218.11	2,823.16
其他	783.24	767.92	977.26	1,383.59	营业外净收支	(0.48)	(0.48)	(0.48)	(0.48)
资产总计	7,059.95	7,764.90	9,109.18	10,596.20	利润总额	1181.39	1650.01	2217.63	2822.68
流动负债	1,815.03	1,793.12	2,121.74	2,333.41	所得税费用	276.83	386.64	519.65	661.43
短期借款	311.07	300.00	400.00	500.00	少数股东损益	(2.21)	26.00	53.00	54.00
应付账款	552.06	588.03	680.85	809.40	归属母公司净利润	906.77	1237.37	1644.98	2107.25
其他	951.90	905.08	1,040.89	1,024.01	EBIT	1,227.43	1,732.78	2,345.79	2,989.82
非流动负债	330.15	403.89	540.93	680.09	EBITDA	1,356.63	1,888.46	2,527.20	3,196.45
长期借款	252.50	300.00	400.00	500.00					
其他	77.65	103.89	140.93	180.09	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	2,145.18	2,197.01	2,662.67	3,013.49	每股收益(元)	0.98	1.34	1.78	2.28
少数股东权益	443.38	443.38	443.38	443.38	每股净资产(元)	4.84	5.55	6.50	7.73
归属母公司股东权益	4,471.38	5,124.51	6,003.14	7,139.33	发行在外股份(百万股)	923.43	923.43	923.43	923.43
负债和股东权益总计	7,059.95	7,764.90	9,109.18	10,596.20	ROIC(%)	17.15	21.51	24.79	26.67
					ROE(%)	22.44	24.10	28.27	30.81
					毛利率(%)	37.57	37.77	37.59	37.43
					EBIT Margin(%)	22.02	22.91	22.60	22.37
					销售净利率(%)	15.07	15.33	15.18	15.13
					资产负债率(%)	26.22	28.29	29.23	28.44
					收入增长率(%)	36.02	33.80	35.64	27.79
					净利润增长率(%)	36.56	36.46	32.94	28.10
					P/E	33.41	24.49	18.42	14.38
					P/B	6.78	5.91	5.05	4.24
					EV/EBITDA	22.78	16.47	12.38	9.48

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1242.68	1413.47	1776.63	2369.36
投资活动现金流	(919.80)	(974.34)	(974.41)	(1180.69)
筹资活动现金流	128.36	(350.16)	(601.37)	(809.15)
现金净增加额	451.65	88.96	200.85	379.52
折旧与摊销	181.66	208.13	249.84	292.06
资本开支	1139.32	988.98	992.63	1202.96
营运资本变动	(96.00)	168.61	272.03	368.06
企业自由现金流	103.36	424.48	784.00	1166.41

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

