

2018年04月17日

索菲亚 (002572.SZ)

调整初见效，期待更好的自己

索菲亚一季报：一季度公司实现收入 12.43 亿元，同比增长 30.3%；归属上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比增长 33.5%，扣非后增长 36%。

衣柜增长依旧靓丽，橱柜略低于预期：18Q1 公司收入、利润分布增长 30.3%、33.5%，在 17Q1 高基数的基础上仍实现快速增长，增速较 17Q4（收入增速 22.6%、利润增速 29.4%）恢复显著，公司经营调整及经销商改革初见成效。分业务看：1) 衣柜业务 Q1 实现收入 11.2 亿元，同比增长 32.5%。从增长驱动看，一季度客单价 10566 元，增长约 14.8%，订单量增长贡献约 17%。分产品看，衣柜衣柜产品销售 10.6 亿元，增长 29%，家具家品销售 0.69 亿元，增长 120%。2) 橱柜业务收入 9590 万元，同比下滑 5.9%，部分受 17Q1 厨电压货影响（17Q1 厨电销售达到 3600 余万元，18Q1 仅约 1 千万元），剔除该影响，橱柜业务增长约 37%。由于前期投入过大，目前橱柜业务仍然亏损，一季度亏损约 2500 万元，同比减亏约 500 万元。受益橱柜提价（18Q1 均价较去年提升约 7pct），公司橱柜毛利率同比有较为显著的提升。3) 木门业务：18Q1 实现收入 2085 万元。

经营调整稳步推进，改革效果初见成效：18 年公司对 17 年下半年业绩增长出现下滑的情况作出一系列调整及应对措施。渠道方面，渠道扩张适度加速，一季度公司新增门店 75 家，橱柜新开门店 40 余家，木门新开店 90 余家，并加强经销商优胜劣汰，据公司公开交流，经销商淘汰率增至 10% 左右。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	4,530.0	6,161.4	8,533.6	11,307.0	14,776.0
净利润	664.0	906.8	1,230.0	1,640.0	2,160.4
每股收益(元)	0.72	0.98	1.33	1.78	2.34
每股净资产(元)	4.21	4.84	5.74	7.04	8.92

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	45.8	33.5	24.7	18.5	14.1
市净率(倍)	7.8	6.8	5.7	4.7	3.7
净利润率	14.7%	14.7%	14.4%	14.5%	14.6%
净资产收益率	17.1%	20.3%	23.2%	25.2%	26.2%
股息收益率	1.1%	0.0%	1.3%	1.5%	1.4%
ROIC	44.8%	35.8%	36.7%	47.7%	64.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 **买入-A**

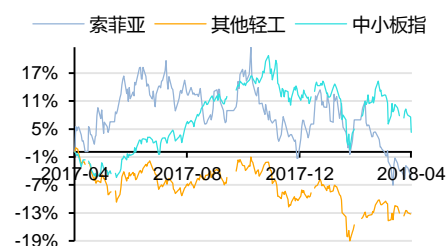
维持评级

6 个月目标价：**42.2 元**
股价 (2018-04-17) **32.81 元**

交易数据

总市值(百万元)	30,297.62
流通市值(百万元)	20,334.43
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	619.76
12 个月价格区间	32.23/73.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.12	-8.11	-6.23
绝对收益	-5.78	-15.59	-2.29

周文波

分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

索菲亚：等待时间的验证/周文波	2018-02-28
索菲亚：Q3 增速有所波动，关注调整效果/周文波	2017-10-26
索菲亚：多业务齐发力，员工持股显信心/周文波	2017-08-14
索菲亚：索菲亚业绩快报：增长近 50%，彰显龙头地位/周文波	2017-07-18
索菲亚：季报超预期，优质成长典范/周文波	2017-05-03

营销方面，节后公司加码市场推广，推出 1111 元/平米全屋套餐及 1599 元/平米康纯板套餐等高性价比套餐，我们跟踪市场对索菲亚新的促销活动反响良好，3、4 月份衣柜/橱柜订单增长恢复明显。在产品上，公司 18 年补充吸塑、烤漆等中高端产品，新品上样稳步推进中；提升康纯板占比，一季度推出多个康纯板新花色，销售占比达到 15%，满足消费者对不同档次产品的需求；同时进一步丰富床垫、实木家具、沙发、儿童学习椅等成品家具品类，与定制产品联动销售。随着公司经营调整的推进，公司增长已呈现恢复趋势，我们认为公司最坏的时间已经过去，我们应该给与更多的耐心与信心等待公司再创辉煌。

毛利有所提升，盈利能力稳健：一季度公司综合毛利率 34.7%，提升 2.4pct。其中衣柜业务受益生产效率提升及小幅提价，毛利率提升 1.1pct；橱柜业务受益提价，18Q1 价格同比提升约 7pct，毛利率提升约 16pct，达到约 18%。报告期内公司管理费用率提升 1.7pct，主要因 DIY Home 等研发支出加大；财务费用率提升 0.9pct；期间费用率供给 24.4%，同比提升 2.5pct。我们测算公司衣柜业务净利率 10.3%，同比微幅下降 0.6pct，部分受大宗业务占比提升（18Q1 大宗业务收入约 1 亿元，占比提升约 4.5pct）影响。一季度公司应收账款 2.9 亿元，同比增加 1.7 亿元，主要为大宗业务应收款；预付款项 1.2 亿元，同比增加 0.4 亿元，主要因为大宗业务预付材料款增加。

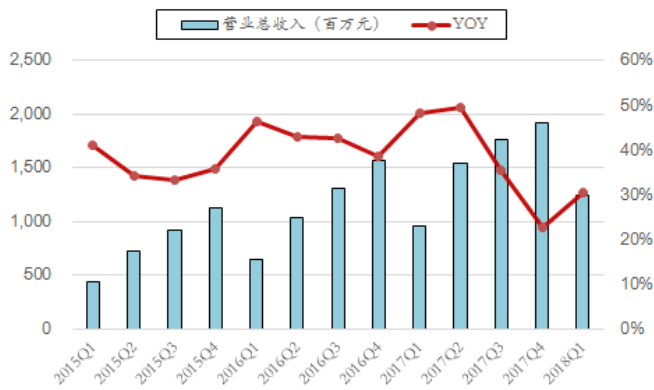
竞争优势仍在，助力公司穿越竞争红海：公司过去几年在信息化、智能制造方面大规模投入，积极打造世界一流的家具智能制造技术，无论是自动化水平，还是板材利用率、一次安装成功率，均领先竞争对手，公司已具有较强的竞争优势。随着定制家具行业新进入者越来越多，竞争不可避免将越来越激烈，而信息化/智能制造等所带来的成本优势是公司穿越周期的重要砝码。此外，公司所拥有的优质经销商、品牌美誉度高、优质的产品等构筑了公司竞争的护城河，我们相信公司可穿越竞争红海。

推员工/经销商持股，显长期发展信心：公司去年推出新一期员工/经销商持股，参与者包括公司高管、核心技术人员，核心经销商等。在目前价格水平推行员工/经销商持股，充分说明公司非常看好自身发展前景，此次持股计划激励范围广，也有利于激发团队及经销商积极性，从而保证业绩快速增长。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 18-20 年归属上市公司股东净利润分别为 12.3 亿元、16.4 亿元、21.6 亿元；分别增长 35.6%、33.3%、31.7%；公司股价动态 PE25 倍，维持"买入-A"评级。6 个月目标价为 42.2 元。

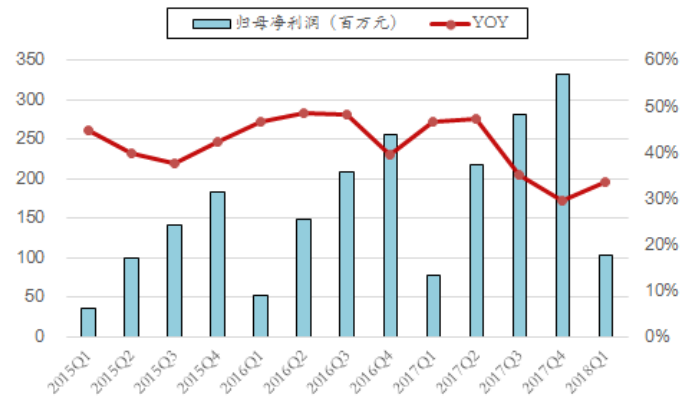
风险提示：市场竞争持续恶化，橱柜销售进展低于预期

图 1：索菲亚营业收入及增长



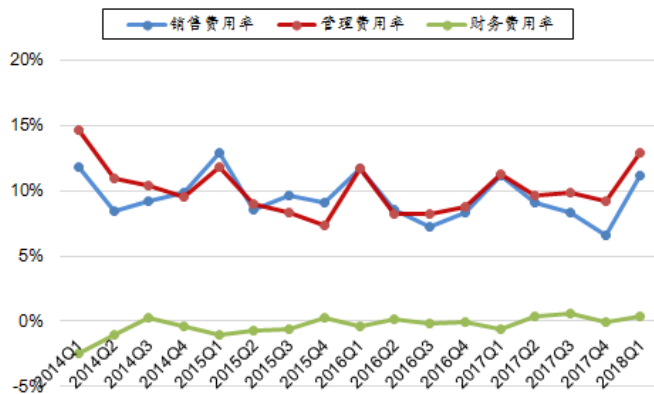
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：索菲亚净利润及增长



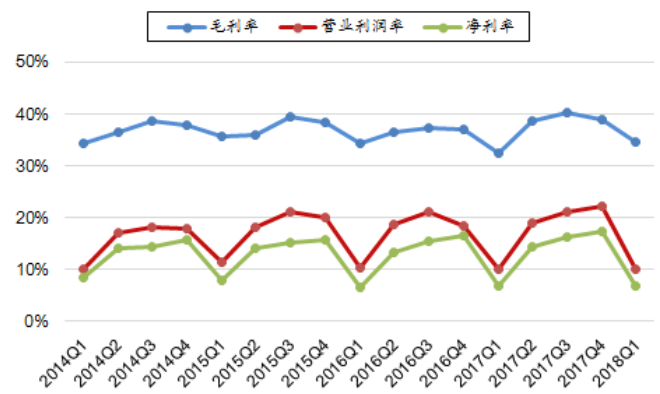
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：索菲亚费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：索菲亚利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,530.0	6,161.4	8,533.6	11,307.0	14,776.0	成长性					
减:营业成本	2,873.6	3,809.8	5,248.2	6,942.5	9,065.1	营业收入增长率	41.8%	36.0%	38.5%	32.5%	30.7%
营业税费	47.3	68.2	94.5	125.2	163.6	营业利润增长率	36.8%	44.0%	33.3%	37.4%	30.8%
销售费用	387.6	518.7	763.2	995.0	1,315.1	净利润增长率	44.7%	36.6%	35.6%	33.3%	31.7%
管理费用	404.2	605.5	836.3	1,085.5	1,433.3	EBITDA 增长率	41.2%	46.1%	30.5%	34.3%	28.5%
财务费用	-4.6	10.0	18.6	-3.9	-31.0	EBIT 增长率	38.9%	45.2%	34.5%	35.6%	29.6%
资产减值损失	7.1	7.9	7.0	7.0	7.0	NOPLAT 增长率	42.9%	45.7%	36.3%	35.6%	29.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.5%	32.9%	4.3%	-3.6%	-1.8%
投资和汇兑收益	6.1	33.9	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	64.7%	23.1%	16.9%	21.7%	25.5%
营业利润	820.8	1,181.9	1,575.9	2,165.7	2,833.0	利润率					
加:营业外净收支	10.1	-0.5	1.0	1.0	0.8	毛利率	36.6%	38.2%	38.5%	38.6%	38.7%
利润总额	830.9	1,181.4	1,576.9	2,166.7	2,833.8	营业利润率	18.1%	19.2%	18.5%	19.2%	19.2%
减:所得税	193.4	276.8	346.9	476.7	623.4	净利润率	14.7%	14.7%	14.4%	14.5%	14.6%
净利润	664.0	906.8	1,230.0	1,640.0	2,160.4	EBITDA/营业收入	20.6%	22.2%	20.9%	21.2%	20.8%
						EBIT/营业收入	18.0%	19.2%	18.7%	19.1%	19.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	85	98	98	83	68
货币资金	1,386.7	1,812.6	2,560.1	3,395.9	5,237.3	流动营业资本周转天数	21	28	12	4	-2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	185	198	168	162	165
应收账款	138.8	293.2	188.5	475.0	437.3	应收账款周转天数	9	13	10	11	11
应收票据	5.5	-	9.5	3.6	12.0	存货周转天数	19	16	15	16	16
预付账款	69.6	93.0	79.2	171.0	166.0	总资产周转天数	337	362	317	278	255
存货	268.6	286.9	442.0	591.8	718.4	投资资本周转天数	157	174	146	111	82
其他流动资产	1,304.6	1,116.4	1,100.0	1,173.7	1,130.0	投资回报率					
可供出售金融资产	100.5	100.5	100.0	100.4	100.3	ROE	17.1%	20.3%	23.2%	25.2%	26.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	12.8%	15.5%	17.8%	19.3%
长期股权投资	24.9	-	-	-	-	ROIC	44.8%	35.8%	36.7%	47.7%	64.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,166.5	2,184.7	2,484.2	2,716.8	2,887.4	销售费用率	8.6%	8.4%	8.9%	8.8%	8.9%
在建工程	459.1	470.2	357.2	281.5	232.1	管理费用率	8.9%	9.8%	9.8%	9.6%	9.7%
无形资产	258.8	504.1	478.8	452.8	426.0	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.2%
其他非流动资产	154.6	198.3	158.8	119.9	119.1	三费/营业收入	17.4%	18.4%	19.0%	18.4%	18.4%
资产总额	5,338.2	7,059.9	7,958.3	9,482.4	11,465.9	偿债能力					
短期债务	133.7	311.1	584.9	-	-	资产负债率	25.2%	30.4%	27.8%	26.2%	23.4%
应付账款	477.8	613.9	757.2	1,118.4	1,353.3	负债权益比	33.7%	43.6%	38.5%	35.5%	30.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.46	1.98	2.05	2.39	2.94
其他流动负债	679.2	890.0	798.5	1,308.7	1,263.8	速动比率	2.25	1.83	1.84	2.15	2.67
长期借款	24.5	252.5	-	-	-	利息保障倍数	-178.96	118.54	85.60	-561.44	-90.35
其他非流动负债	31.1	77.7	70.0	59.6	69.1	分红指标					
负债总额	1,346.3	2,145.2	2,210.6	2,486.6	2,686.2	DPS(元)	0.35	-	0.43	0.48	0.46
少数股东权益	103.5	443.4	443.4	493.4	543.4	分红比率	48.7%	0.0%	32.2%	27.0%	19.7%
股本	461.7	923.4	923.4	923.4	923.4	股息收益率	1.1%	0.0%	1.3%	1.5%	1.4%
留存收益	3,426.7	3,548.0	4,380.9	5,579.0	7,312.9						
股东权益	3,991.9	4,914.8	5,747.7	6,995.8	8,779.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	637.5	904.6	1,230.0	1,640.0	2,160.4	EPS(元)	0.72	0.98	1.33	1.78	2.34
加:折旧和摊销	153.7	211.6	188.9	232.4	273.9	BVPS(元)	4.21	4.84	5.74	7.04	8.92
资产减值准备	7.1	7.9	-	-	-	PE(X)	45.8	33.5	24.7	18.5	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	6.8	5.7	4.7	3.7
财务费用	6.7	20.9	18.6	-3.9	-31.0	P/FCF	-71.7	67.0	27.5	25.6	13.7
投资损失	-6.1	-33.9	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	6.7	4.9	3.6	2.7	2.1
少数股东损益	-26.5	-2.2	-	50.0	50.0	EV/EBITDA	25.3	24.1	16.1	11.4	8.3
营运资金的变动	-687.0	490.9	52.6	298.2	156.0	CAGR(%)	38.4%	34.7%	39.6%	38.4%	34.7%
经营活动产生现金流量	1,192.6	1,242.7	1,480.0	2,206.9	2,599.3	PEG	1.2	1.0	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1,789.5	-919.8	-339.5	-353.7	-358.3	ROIC/WACC	4.3	3.4	3.5	4.6	6.2
融资活动产生现金流量	949.1	128.4	-393.1	-1,017.3	-399.6	REP	2.2	2.8	2.3	1.7	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034