

2018年08月29日

索菲亚 (002572.SZ)

## 索菲亚 2018 中报点评

■**索菲亚中报**：上半年实现收入 29.9 亿元，同比增长 20.1%，归母净利润 3.7 亿元，同比增长 25.4%，扣非后增长 23.2%。公司预计 18 年前三季度净利润 6.9-8.1 亿元，同比增长 20%-40%。

■**增速下滑，市场已有预期**：上半年公司收入、利润分别增长 20.1%、25.4%，低于公司历史增长中枢水平，这也是公司今年以来股价下跌的主要原因。分品类看：

--**衣柜**：上半年收入 26.35 亿元，同比增长 19.3%，从量价驱动上看，上半年客单价 10388 元，同比增长 9.4%，订单量贡献约 10%；Q2 单季收入 15.1 亿元，增长 11.2%，增速有所下滑。分渠道看，经销渠道上半年收入 22.8 亿元，增长 13%，Q2 单季增长 4%；大宗渠道增长加速，上半年实现收入 2.4 亿元，增长 188%，Q2 单季收入 1.4 亿元，增长 200%+；直营渠道上半年增长 9%，Q2 单季增速约 2%。

--**司米橱柜**收入 2.8 亿元，同比增长 3.8%，Q2 单季收入 1.8 亿元，同比增长 9.7%。

--**米兰纳&华鹤木门**收入 0.6 亿元。

■**盈利预测及投资建议**：预计公司 18-20 年归属上市公司股东净利润分别为 11.7 亿元、14.7 亿元、17.9 亿元，分别增长 29%、25.6%、21.8%。给予目标价 31.75 元维持"买入-A"评级。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	4,530.0	6,161.4	8,009.9	10,252.6	12,713.3
净利润	664.0	906.8	1,170.3	1,470.5	1,790.5
每股收益(元)	0.72	0.98	1.27	1.59	1.94
每股净资产(元)	4.21	4.84	5.51	6.35	7.38

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	36.2	26.5	20.5	16.3	13.4
市净率(倍)	6.2	5.4	4.7	4.1	3.5
净利润率	14.7%	14.7%	14.6%	14.3%	14.1%
净资产收益率	17.1%	20.3%	23.0%	25.1%	26.3%
股息收益率	1.3%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%
ROIC	44.8%	35.8%	35.0%	42.6%	52.8%

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**

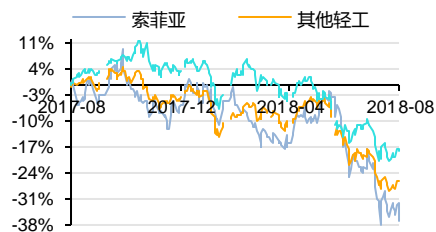
维持评级

6 个月目标价：**31.75 元**  
股价 (2018-08-29) **24.33 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	22,466.96
流通市值(百万元)	15,524.87
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	638.10
12 个月价格区间	23.82/42.50 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.14	-8.79	-14.24
绝对收益	-14.69	-25.92	-32.32

**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

**骆恺骐**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040002  
luokq@essence.com.cn

### 相关报告

索菲亚：什么是索菲亚的核心竞争力？/周文波	2018-05-07
索菲亚：调整初见效，期待更好的自己/周文波	2018-04-17
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

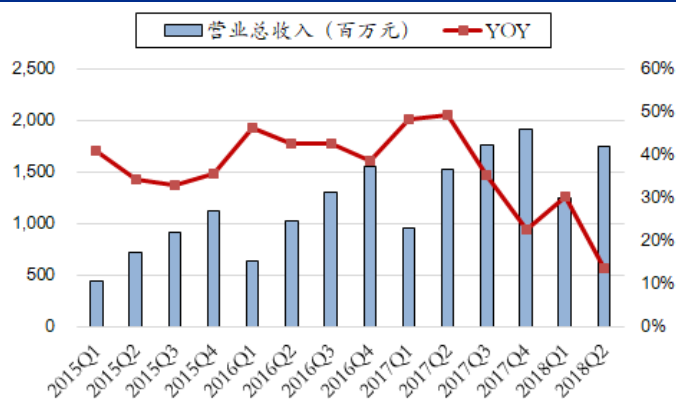
■ **多因素致业绩偏低，下半年预计将回升：**Q2 单季度收入 17.4 亿元，同比增长 13.8%，归母净利润 2.66 亿元，同比增长 22.5%，扣非后增长 18.7%，增速较 Q1 有所回落。上半年公司业绩增长较弱有高基数原因，也有市场环境和公司的经营调整有关：1) 地产景气下行对行业需求带来一定影响，加上各大品牌扩张加速，终端竞争加剧；2) 公司 Q2 以来产品促销力度加大，我们估算公司 Q2 单季客单价约 9700 万元，环比下降约 8%，对增速造成一定影响；3) 公司 17 年新增门店较其它主要品牌较少，加上上半年公司对近 500 家门店进行翻新，平均翻新需要 2 个月左右，实际运营门店增长较少，给公司接单带来一定影响。为应对业绩增长下滑的情况，公司已对经营策略做出积极调整：渠道方面，渠道扩张适度加速，上半年新增衣柜门店 188 家至 2388 家，橱柜净增门店 46 家至 720 家，木门米兰纳独立店净增 64 家至 159 家，融入店 300 逾家，开店计划稳步推进；此外，下半年公司计划开出千平米大家居门店 120 家，目前已在装修阶段；同时加强经销商优胜劣汰，上半年淘汰 100 位落后经销商，进一步优化渠道实力。营销方面，全面推行 899 全屋套餐系列，我们跟踪市场对索菲亚新的促销活动反响良好，衣柜/橱柜订单增速较上半年有较大改善。产品方面，18 年以来公司加大推新力度，新推 10 个系列新品，补充吸塑、烤漆等中高端产品，提升康纯板占比，推出多个康纯板新花色；司米推出“1”系列产品并邀请法国设计师联手打造第三代门店，提升司米国际化品牌调性。我们认为随着公司经营调整的逐步完成，加上低基数效应，下半年公司增长有望逐步回升。

■ **毛利有所提升，盈利能力稳健：**上半年公司综合毛利率 37.7%，同比提升 1.4pct；其中衣柜业务得益于智能化、数字化、自动化升级，材料利用率提高，上半年毛利率 41.2%，提升 1.07pct，橱柜业务毛利率 25.3%，提升 10.1pct。上半年公司期间费用率上升 1.8pct，主要因为公司加大研发投入，管理费用率上升 1.4pct；销售、财务费用率分别上升 0.2pct。我们测算上半年衣柜业务利润增长约 25%，净利率同比提升近 0.6pct。司米橱柜上半年亏损 2144 万元，同比减少近 50%，且 6 月以来司米橱柜已经开始进入利润拐点，逐步实现盈利，全年有望实现盈亏平衡。华鹤木门上半年亏损 2677 万元。6 月末公司应收账款 4 亿元，较 17 年底增加 1.8 亿元，主要因为大宗业务快速增长；预收账款 5.4 亿元，较 Q1 末增加 1.6 亿元，也侧面反映出公司 Q2 接单状况有所回升。上半年公司经营性现金流 3.3 亿元，较为稳健。

■ **行业调整期，修炼内功是不二法宝：**从供需角度看，定制家具行业竞争将逐步趋于激烈化。需求端：地产景气回落及渗透率提升驱动减弱导致需求增速下行；供给端：企业纷纷上市，加速产能/门店扩张；精装房及整装兴起（多与中小定制企业合作），也分食部分蛋糕。从 17 年以来定制行业促销力度的加大，已部分反应了行业的变化，我们认为应降低对定制板块业绩增长预期。考虑定制行业特性：产品+服务属性，产品非标化、价格不透明等特征，预计大概率不会发生恶性的价格战，但定制企业/经销商盈利能力都可能有所下降。长期来看，行业洗牌将利好具有核心竞争力的龙头，在此过程中，抗风险能力较弱的中小型企业被迫退出，龙头凭借较好的成本控制力仍保持适度盈利，市场集中度快速提升。完成洗牌后，定制板块也将迎来新的投资好时光。

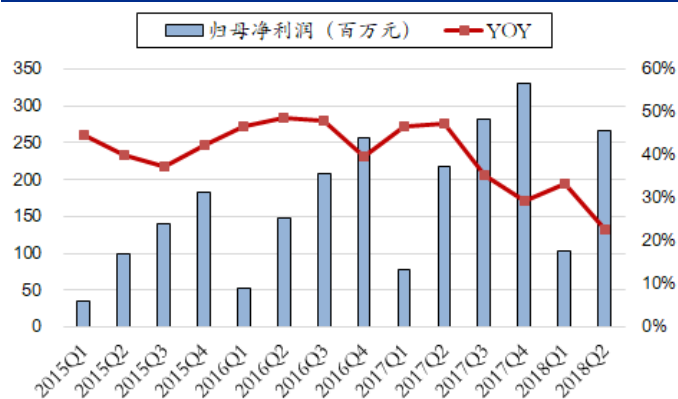
■ **风险提示：**市场竞争持续恶化，橱柜销售进展低于预期

图 1：索菲亚营业收入



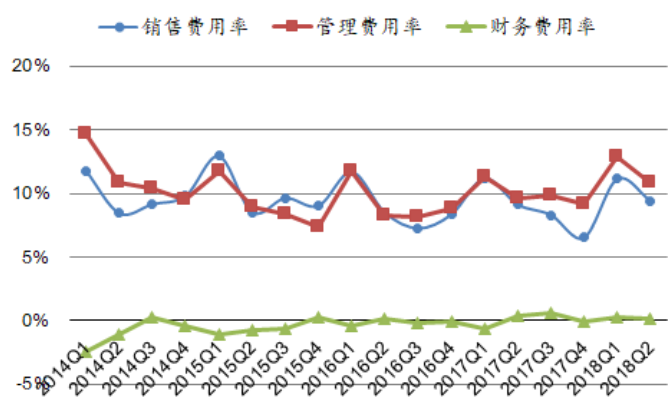
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 2：索菲亚净利润



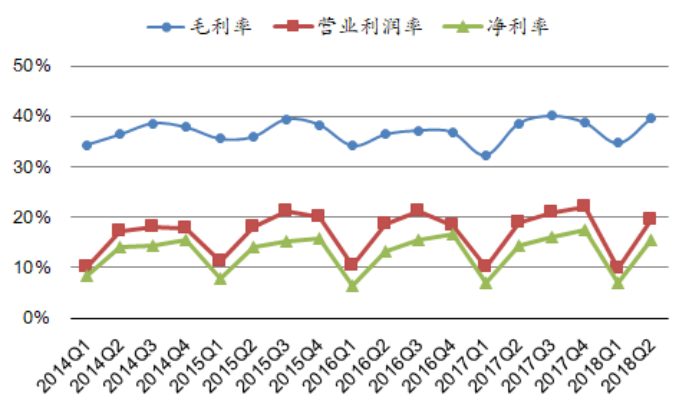
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 3：索菲亚利润率



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 4：索菲亚费用率



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
<b>营业收入</b>	4,530.0	6,161.4	8,009.9	10,252.6	12,713.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,873.6	3,809.8	4,966.1	6,356.6	7,933.1	营业收入增长率	41.8%	36.0%	30.0%	28.0%	24.0%
营业税费	47.3	68.2	88.7	113.5	140.8	营业利润增长率	36.8%	44.0%	26.9%	29.9%	21.1%
销售费用	387.6	518.7	671.2	871.5	1,106.1	净利润增长率	44.7%	36.6%	29.1%	25.7%	21.8%
管理费用	404.2	605.5	785.0	974.0	1,207.8	EBITDA 增长率	41.2%	46.1%	25.2%	28.2%	19.7%
财务费用	-4.6	10.0	22.6	12.7	-8.1	EBIT 增长率	38.9%	45.2%	28.4%	28.9%	19.9%
资产减值损失	7.1	7.9	7.0	6.0	5.0	NOPLAT 增长率	42.9%	45.7%	30.1%	28.9%	19.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.5%	32.9%	5.8%	-3.2%	1.2%
投资和汇兑收益	6.1	33.9	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	64.7%	23.1%	12.5%	14.9%	15.8%
<b>营业利润</b>	820.8	1,181.9	1,499.3	1,948.3	2,358.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	10.1	-0.5	1.0	1.0	0.8	毛利率	36.6%	38.2%	38.0%	38.0%	37.6%
<b>利润总额</b>	830.9	1,181.4	1,500.3	1,949.3	2,359.6	营业利润率	18.1%	19.2%	18.7%	19.0%	18.6%
减:所得税	193.4	276.8	330.1	428.9	519.1	净利润率	14.7%	14.7%	14.6%	14.3%	14.1%
<b>净利润</b>	664.0	906.8	1,170.3	1,470.5	1,790.5	EBITDA/营业收入	20.6%	22.2%	21.4%	21.4%	20.6%
						EBIT/营业收入	18.0%	19.2%	19.0%	19.1%	18.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	85	98	105	91	79
货币资金	1,386.7	1,812.6	2,403.0	3,075.8	3,814.0	流动营业资本周转天数	21	28	14	7	1
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	185	198	174	168	162
应收帐款	138.8	293.2	158.9	442.7	342.3	应收帐款周转天数	9	13	10	11	11
应收票据	5.5	-	8.9	3.0	10.4	存货周转天数	19	16	16	17	16
预付帐款	69.6	93.0	70.0	159.2	135.7	总资产周转天数	337	362	332	295	267
存货	268.6	286.9	402.8	543.7	602.9	投资资本周转天数	157	174	157	124	99
其他流动资产	1,304.6	1,116.4	1,100.0	1,173.7	1,130.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	100.5	100.5	100.0	100.4	100.3	ROE	17.1%	20.3%	23.0%	25.1%	26.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	12.8%	15.2%	16.8%	18.8%
长期股权投资	24.9	-	-	-	-	ROIC	44.8%	35.8%	35.0%	42.6%	52.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
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%	8.4%	8.5%	8.7%
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%	9.5%	9.5%
无形资产	258.8	504.1	478.8	452.8	426.0	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.1%
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%	18.5%	18.1%	18.1%
<b>资产总额</b>	5,338.2	7,059.9	7,722.6	9,069.3	9,800.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	133.7	311.1	698.4	387.8	169.1	资产负债率	25.2%	30.4%	28.4%	29.9%	25.0%
应付帐款	477.8	613.9	683.5	1,033.8	1,129.2	负债权益比	33.7%	43.6%	39.7%	42.8%	33.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.46	1.98	1.95	2.03	2.54
其他流动负债	679.2	890.0	742.1	1,235.0	1,078.7	速动比率	2.25	1.83	1.76	1.83	2.29
长期借款	24.5	252.5	-	-	-	利息保障倍数	-178.96	118.54	67.47	154.48	-288.91
其他非流动负债	31.1	77.7	70.0	59.6	69.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,346.3	2,145.2	2,194.1	2,716.1	2,446.2	DPS(元)	0.35	0.45	0.60	0.75	0.91
少数股东权益	103.5	443.4	443.4	493.4	543.4	分红比率	48.7%	45.8%	47.5%	47.3%	46.9%
股本	461.7	923.4	923.4	923.4	923.4	股息收益率	1.3%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%
留存收益	3,426.7	3,548.0	4,161.7	4,936.4	5,887.2						
<b>股东权益</b>	3,991.9	4,914.8	5,528.5	6,353.2	7,354.1						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.72	0.98	1.27	1.59	1.94
净利润	637.5	904.6	1,170.3	1,470.5	1,790.5	BVPS(元)	4.21	4.84	5.51	6.35	7.38
加:折旧和摊销	153.7	211.6	188.9	232.4	273.9	PE(X)	36.2	26.5	20.5	16.3	13.4
资产减值准备	7.1	7.9	-	-	-	PB(X)	6.2	5.4	4.7	4.1	3.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-56.6	53.0	21.7	18.8	15.7
财务费用	6.7	20.9	22.6	12.7	-8.1	P/S	5.3	3.9	3.0	2.3	1.9
投资损失	-6.1	-33.9	-30.0	-30.0	-30.0	EV/EBITDA	25.3	24.1	13.2	9.9	7.9
少数股东损益	-26.5	-2.2	-	50.0	50.0	CAGR(%)	33.6%	26.7%	37.3%	33.6%	26.7%
营运资金的变动	-687.0	490.9	1.1	284.3	54.6	PEG	1.1	1.0	0.5	0.5	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,192.6	1,242.7	1,352.8	2,019.9	2,130.8	ROIC/WACC	4.3	3.5	3.4	4.1	5.1
投资活动产生现金流量	-1,789.5	-919.8	-319.5	-333.7	-338.3	REP	2.1	2.8	1.9	1.5	1.2
融资活动产生现金流量	949.1	128.4	-443.0	-1,013.4	-1,054.4						

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、骆恺骐声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@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