

2018年10月31日

索菲亚 (002572.SZ)

冬季来临，竞争力是最好的防寒服

■**索菲亚三季报**：前三季度公司收入 51 亿元，同比增长 20.1%，归属上市公司股东净利润 6.9 亿元，同比增长 20.2%，扣非后增长 21.1%；Q3 单季实现收入 21.2 亿元，同比增长 20.1%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 14.7%，扣非后增长 18.9%。

■**收入增速环比有所回升**：在地产弱势的市场环境下，三季度各大定制企业业绩增速均出现不同程度的下滑。公司前三季度收入增长 20.1%，单三季度公司收入增长 20.1%，环比提升 6.3pct。分业务看，衣柜业务前三季度销售 45 亿元，增长 18.7%。其中定制衣柜收入 42.6 亿元，增长 18.6%；家具家品收入 2.4 亿元，增长 20.6%。单三季度衣柜销售 18.7 亿元，同比增长 17.8%。其中定制衣柜销售 17.8 亿元，同比增长 17.4%；家具家品销售 0.93 亿元，增长 26%。橱柜方面，前三季度实现销售 4.9 亿元，同比增长 19.2%，其中 Q3 单季销售 2.1 亿元，增长 48%，受益于积极的促销政策及司索联动销售的推进，加上基数效应，橱柜业务增速较上半年加速明显。截止 9 月底，橱柜门店数量达到 822 家，前三季度净开店 102 家。此外，木门前三季度收入约 1.1 亿元。Q3 单季收入增速改善，一方面是受益于公司促销力度的加大，4 月以来公司加大衣柜终端促销政策，推出 899 等优惠套餐，并给予经销商一定补贴；其次，公司加大渠道开拓力度，前三季度新开衣柜门店近 300 家，9 月底达到 2469 家；橱柜新增门店 102 家，至 822 家；第三，大宗业务也贡献较大增量，前三季度工程业务收入 3.8 亿元，单三季度销售贡献 1.5 亿元，增长 123%。

■**投资建议**：我们调整公司盈利预测，预计公司 18-20 年归属上市公司股东净利润分别为 10.9 亿元、12.8 亿元、14.7 亿元，分别增长 20.1%、17.4%、14.8%，目前股价动态约 14xPE，维持“买入-A”评级。

■**风险提示**：市场竞争持续恶化，橱柜销售进展低于预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	4,530.0	6,161.4	7,398.7	8,962.0	10,868.2
净利润	664.0	906.8	1,089.2	1,279.2	1,469.0
每股收益(元)	0.72	0.98	1.18	1.39	1.59
每股净资产(元)	4.21	4.84	5.46	6.19	7.04

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	25.0	18.3	15.3	13.0	11.3
市净率(倍)	4.3	3.7	3.3	2.9	2.6
净利润率	14.7%	14.7%	14.7%	14.3%	13.5%
净资产收益率	17.1%	20.3%	21.6%	22.4%	22.6%
股息收益率	1.9%	2.5%	3.1%	3.6%	4.1%
ROIC	44.8%	35.8%	31.2%	34.7%	49.0%

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**

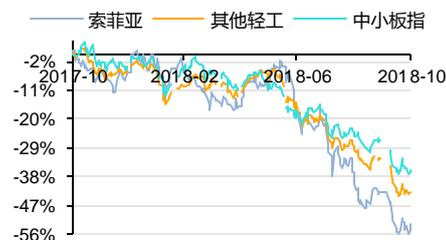
维持评级

6 个月目标价：**21.5 元**
股价 (2018-10-31) **17.99 元**

交易数据

总市值(百万元)	16,612.44
流通市值(百万元)	11,479.34
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	638.10
12 个月价格区间	16.78/39.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.95	-21.03	-19.54
绝对收益	-17.67	-40.43	-53.22

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

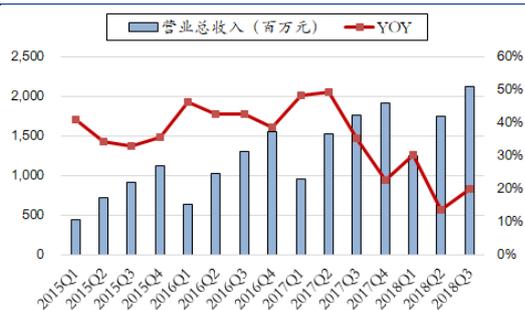
索菲亚：索菲亚 2018 中报 点评/周文波	2018-08-29
索菲亚：什么是索菲亚的 核心竞争力？/周文波	2018-05-07
索菲亚：调整初见效，期 待更好的自己/周文波	2018-04-17
索菲亚：等待时间的验证/ 周文波	2018-02-28
索菲亚：Q3 增速有所波 动，关注调整效果/周文波	2017-10-26

■**促销力度加大，毛利率环比有所下滑**：公司前三季度归母净利润 6.9 亿元，同比增长 20.2%；Q3 单季归母净利润 3.2 亿元，同比增长 14.7%，扣非后增长 18.9%，低于收入端。原因是公司 Q3 促销力度及范围有所扩大，公司虽通过提高板材利用率、生产效率等方式对冲部分影响，但毛利水平仍受到一定影响。前三季度公司综合毛利率 37.9%，同比持平，Q3 单季综合毛利 38.2%，同比下降 2pct，环比 Q2 下降 1.6pct，其中衣柜业务毛利率 40.7%，同比降低超过 2pct；橱柜毛利率 30%，同比增 3pct。前三季度公司销售、管理费用率分别提升 0.6、0.4pct，期间费用率提升 0.9pct。主要原因是今年以来为鼓励经销商积极开店，公司加大上样及开店补贴，同时广告投入（特别是线上广告投入）有所加大。前三季度公司净利率 13.5%，同比基本持平。

■**业务结构变化，现金流有所弱化**：9 月末预收账款 5.07 亿元，较 Q2 末下降 0.24 亿元。今年以来，公司大宗业务快速发展，收入占比达到 7.5%。受此影响，9 月末应收账款 4.3 亿元，较 Q2 末提升 0.23 亿元，较 17 年底提升 1.38 亿元；同时，前三季度公司经营性现金流 5.2 亿元，同比下降 40%。Q4 公司将有部分大宗业务款到账，预计现金流有望好转。

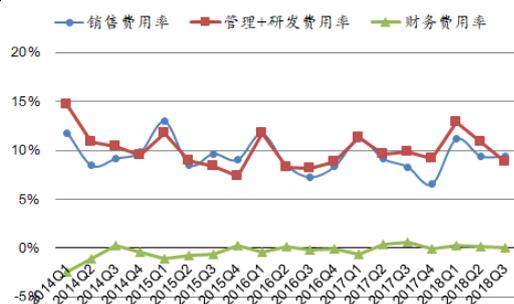
■**行业调整期，竞争力是最好的防寒服**：定制板块业绩增速的普遍下行从今年二季度开始显现，三季度普遍有所加剧，定制企业增长已经从 17 年以前的 30% 以上快速增长时代进入 10%-20% 中速增长期，其背后是需求端增速的放缓及供给端加速扩张双重影响下的结果。需求端：地产景气回落及渗透率提升难度加大导致需求增速下行。供给端：企业纷纷上市，加速产能/门店扩张；精装房及整装兴起（多与中小定制企业合作），也分食部分蛋糕。供需变化，导致定制家具行业竞争越发激烈。从目前情况看，定制企业收入端受影响较大，毛利率/净利率等仍稳于高位或逆势上升，我们预计企业盈利能力后续可能存在一定下行风险。此轮行业洗牌，抗风险能力较弱的中小型企业将陆续退出，龙头凭借较好的成本控制力、经销商渠道优势、以及多品类发展优势，抢占更多份额，长期利好具有核心竞争力龙头。索菲亚作为定制领域龙头之一，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。公司有较好的成本优势，且拥有一批实力强劲的经销商，加上较好的产品力及品牌美誉度，我们相信公司可穿越竞争红海。

图 1：索菲亚营业收入及增速



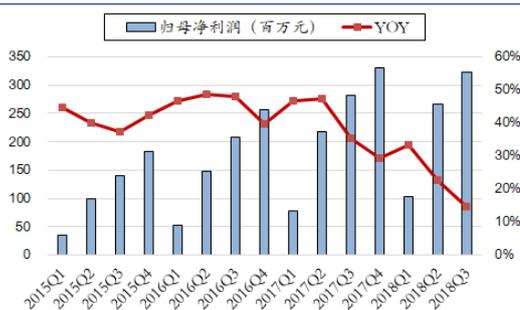
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：索菲亚费用率



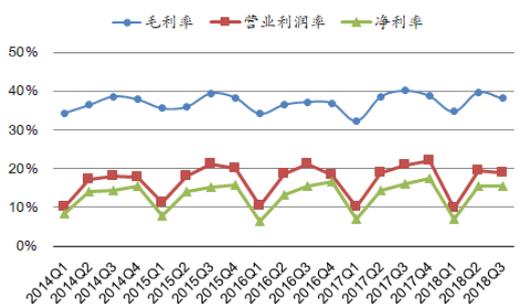
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：索菲亚归母净利润及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：索菲亚归母净利润及增速



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	7,398.7	8,962.0	10,868.2	成长性					
减:营业成本	2,873.6	3,809.8	4,670.8	5,707.0	6,944.8	营业收入增长率	41.8%	36.0%	20.1%	21.1%	21.3%
营业税费	47.3	68.2	75.2	94.6	115.2	营业利润增长率	36.8%	44.0%	5.2%	16.3%	18.7%
销售费用	387.6	518.7	671.8	850.5	1,028.1	净利润增长率	44.7%	36.6%	20.1%	17.4%	14.8%
管理费用	404.2	605.5	755.4	904.3	1,110.7	EBITDA 增长率	41.2%	46.1%	1.6%	13.1%	16.8%
财务费用	-4.6	10.0	3.3	-17.8	-25.2	EBIT 增长率	38.9%	45.2%	5.1%	14.5%	18.5%
资产减值损失	7.1	7.9	9.2	8.1	8.4	NOPLAT 增长率	42.9%	45.7%	15.8%	14.5%	18.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.5%	32.9%	2.7%	-16.0%	2.1%
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%	11.6%	12.3%	12.6%
营业利润	820.8	1,181.9	1,242.9	1,445.4	1,716.2	利润率					
加:营业外净收支	10.1	-0.5	41.6	63.1	14.7	毛利率	36.6%	38.2%	36.9%	36.3%	36.1%
利润总额	830.9	1,181.4	1,284.5	1,508.5	1,730.9	营业利润率	18.1%	19.2%	16.8%	16.1%	15.8%
减:所得税	193.4	276.8	195.2	229.3	263.1	净利润率	14.7%	14.7%	14.7%	14.3%	13.5%
净利润	664.0	906.8	1,089.2	1,279.2	1,469.0	EBITDA/营业收入	20.6%	22.2%	18.8%	17.5%	16.9%
						EBIT/营业收入	18.0%	19.2%	16.8%	15.9%	15.6%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	85	98	104	81	63
货币资金	1,386.7	1,812.6	1,767.3	3,045.2	3,760.6	流动营业资本周转天数	21	28	20	12	7
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	185	198	174	176	185
应收账款	138.8	293.2	124.4	401.5	269.6	应收帐款周转天数	9	13	10	11	11
应收票据	5.5	-	53.4	6.3	47.2	存货周转天数	19	16	18	18	18
预付帐款	69.6	93.0	60.3	145.4	112.7	总资产周转天数	337	362	338	304	285
存货	268.6	286.9	458.3	430.9	636.7	投资资本周转天数	157	174	167	129	98
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%	21.6%	22.4%	22.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	12.8%	15.9%	15.4%	16.5%
长期股权投资	24.9	-	-	-	-	ROIC	44.8%	35.8%	31.2%	34.7%	49.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,166.5	2,184.7	2,076.5	1,968.2	1,860.0	销售费用率	8.6%	8.4%	9.1%	9.5%	9.5%
在建工程	459.1	470.2	470.2	470.2	470.2	管理费用率	8.9%	9.8%	10.2%	10.1%	10.2%
无形资产	258.8	504.1	469.5	434.8	400.2	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%	-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%	19.3%	19.4%	19.4%
资产总额	5,338.2	7,059.9	6,838.7	8,296.5	8,906.7	偿债能力					
短期债务	133.7	311.1	-	-	-	资产负债率	25.2%	30.4%	19.8%	25.8%	22.1%
应付帐款	477.8	613.9	606.4	935.4	958.1	负债权益比	33.7%	43.6%	24.7%	34.7%	28.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.46	1.98	2.78	2.51	3.14
其他流动负债	679.2	890.0	676.4	1,141.6	940.6	速动比率	2.25	1.83	2.42	2.30	2.80
长期借款	24.5	252.5	-	-	-	利息保障倍数	-178.96	118.54	373.94	-79.99	-67.00
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	1,352.8	2,136.6	1,967.8	DPS(元)	0.35	0.45	0.56	0.66	0.75
少数股东权益	103.5	443.4	443.4	443.4	442.2	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	1.9%	2.5%	3.1%	3.6%	4.1%
留存收益	3,426.7	3,548.0	4,119.1	4,793.2	5,573.3						
股东权益	3,991.9	4,914.8	5,485.9	6,160.0	6,938.9						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.72	0.98	1.18	1.39	1.59
现金流量表						BVPS(元)	4.21	4.84	5.46	6.19	7.04
净利润	637.5	904.6	1,089.2	1,279.2	1,469.0	PE(X)	25.0	18.3	15.3	13.0	11.3
加:折旧和摊销	153.7	211.6	142.9	142.9	142.9	PB(X)	4.3	3.7	3.3	2.9	2.6
资产减值准备	7.1	7.9	-	-	-	P/FCF	-39.2	36.6	38.4	9.0	11.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.7	2.7	2.2	1.9	1.5
财务费用	6.7	20.9	3.3	-17.8	-25.2	EV/EBITDA	25.3	24.1	10.8	8.8	7.1
投资损失	-6.1	-33.9	-30.0	-30.0	-30.0	CAGR(%)	26.1%	17.5%	34.1%	26.1%	17.5%
少数股东损益	-26.5	-2.2	-	-	-1.2	PEG	1.0	1.0	0.4	0.5	0.6
营运资金的变动	-687.0	490.9	-197.6	455.8	-202.3	ROIC/WACC	4.3	3.4	3.0	3.3	4.7
经营活动产生现金流量	1,192.6	1,242.7	1,007.8	1,830.0	1,353.2	REP	2.2	2.8	1.5	1.4	0.9
投资活动产生现金流量	-1,789.5	-919.8	30.5	29.6	30.1						
融资活动产生现金流量	949.1	128.4	-1,083.7	-581.7	-667.9						

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
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	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