

# 索菲亚 (002572)

证券研究报告

2019年04月26日

## 3-4月门店接单回暖，品类拓展表现积极

2019Q1 年实现收入 11.85 亿元，同比减少 4.67%，归母净利润为 1.07 亿元，同比增长 3.69%，扣非归母净利润为 7941.88 万元，同比减少 18.32%。公司一季度营收同比减少 4.67%，主要是 18 年四季度全国促销活动效果甚微，接单情况不理想，导致 19 年一季度工厂端订单不足。另外售价同比有所降低所致。但是公司年初开始尝试新的促销政策，效果比较理想，3-4 月前门店接单回暖，但是由于下厂订单有滞后性，未体现到一季度的出货金额。

**橱柜、木门取得较好增长，各品类拓展有积极表现。公司 19Q1 衣柜及其配件收入 9.77 亿元，同比减少 7.11%；橱柜及其配件收入 1.08 亿元，同比增加 12.98%；家具家品收入 6150.96 万元，同比减少 10.91%；木门收入 2838.25 万元，同比增加 36.10%。具体品类销售占比中，装饰柜增加 5pct 至 19.5%；书柜电脑台增加 1.9pct 至 8.0%；组合柜增加 1.6pct 至 7.4%；其他定制柜增加 1.6pct 至 16.1%；衣柜减少 11.3pct 至 16.3%。公司紧贴市场需求不断丰富产品线，改善产品品质，在传统业务—衣柜及其配件的销售中，一季度各品类占比相较 18 年更趋均衡，公司在品类拓展方面具有优势。**

**平均售价虽有下降，但毛利率仍比较稳定。一季度公司 19Q1 销售毛利率 34.39%，较 18Q1 同比减少 0.36pct**，由于公司去年 4 月降低出厂价，今年一季度零售衣柜业务每平方米销售单价较上年同期下降 4.87%，而毛利率较稳定的原因主要有三个方面：1) 公司去年推出较多中高端产品，选择比例有所提升，带来毛利率提高；2) 橱柜随着规模上升，毛利率也有所提升；3) 排产和板材利用率继续优化，生产效率提升。分产品看，衣柜及其配件毛利率 37.65%，较 18Q1 增加 0.10pct；橱柜及其配件毛利率 20.84%，较 18Q1 增加 2.85pct；家具家品 19.80%，较 18Q1 减少 5.97pct；木门毛利率-4.95%，较 18Q1 减少-2.30pct。

**渠道收入方面，公司一季度衣柜及其配件经销渠道收入 8.88 亿元，收入占比 85.54%；直营渠道收入 0.40 亿元，收入占比 3.83%；工程渠道收入 1.05 亿元，收入占比 10.09%。公司 19Q1 销售毛利率 34.39%，较 18Q1 同比减少 0.36pct。** 19Q1 销售净利率 8.09%，较 18Q1 增加 1.19pct。分产品看，衣柜及其配件毛利率 37.65%，较 18Q1 增加 0.10pct；橱柜及其配件毛利率 20.84%，较 18Q1 增加 2.85pct；家具家品 19.80%，较 18Q1 减少 5.97pct；木门毛利率-4.95%，较 18Q1 减少-2.30pct。

**一季度受 315 促销影响，公司期间费用率有所提升。公司 19Q1 期间费用率 26.28%，较 18Q1 增加 1.87pct。**其中销售费用率 12.78%，较 18Q1 增加 1.62pct；管理费用率 10.10%，较 18Q1 增加 0.36pct；研发费用率 2.83%，较 18Q1 减少 0.36pct。19Q1 财务费用 680 万元，较 18Q1 增加 274 万元。公司期间费用率增加主要是销售费用率增加所致，其主要是因为一季度公司加大广告宣传力度，配合 315 促销活动，虽然促销效果较好，但是收入的反应有滞后性，导致一季度费用率有所提升。

**公司稳步推进大家居战略，19 年一季度净开大家居店 39 家。**截至 2018 年 3 月 31 日，公司拥有终端门店 3615 家(+57)。其中索菲亚全屋定制门店 2522 家(+12)，司米橱柜 822 家，米兰纳木门 134 家(+6)，大家居融合店 137 家(+39)。其中索菲亚全屋定制门店数量省会城市/地级城市/县级城市分别占比 18%/29%/53%，收入贡献比为 34%/33%/33%，结构和 18 年基本相同。一季度省会城市/地级城市/县级城市单店平均收入比为：3.03:1.83:1。

**客单价继续提升。**索菲亚定制家具一季度客户数逾 8.6 万，同比减少 9.58%，实现客单价 10,825 元/单（出厂口径，不含司米橱柜、木门），同比增长 2.43%。其中省级城市客单价较去年同期提升最快，地级城市与去年同期持平，县级城市也有提升，但幅度不如省级城市。

**交房回暖+二手房交易提升，19 年业绩将发力。**根据我们测算，17-18 年期房交房下滑明显，18 年现房销售又同比下滑 25.73%，且二手房交易清淡，导致 18 年装修需求较差，使得公司 18 年业绩承压。随着 2017 年地产去库存完成，之后销售的大量期房在 19 年-20 年进入交房期，我们模型测算 19-20 年交房将有 33%/17% 增长。我们跟踪的主要城市二手房成交今年以来有 16.72% 增长，且一二线的新房成交也在回暖，30 大中城市销售今年以来累计增长 7.85%，3 月同比增长 21.89%，促使装修需求转暖。

预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 11.00/12.81/14.83 亿元，对应增速分别为 14.6%/16.5%/15.8%，对应 PE 估值分别为 18.6X/15.9X/13.8X，维持“买入”评级。

**风险提示：交房不及预期，同业竞争加剧等**

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.84 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	923.43
流通 A 股股本(百万股)	638.08
A 股总市值(百万元)	20,167.63
流通 A 股市值(百万元)	13,935.63
每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	35.08
一年内最高/最低(元)	37.89/14.77

### 作者

**范张翔** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

**李杨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518110004  
liyong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《索菲亚-年报点评报告:客单价提升势头良好，19 年着力推进全渠道及大家居战略》 2019-03-05
- 2 《索菲亚-季报点评:营销举措显成效，三季度收入增速明显恢复》 2018-10-30
- 3 《索菲亚-半年报点评:优化经销渠道，大力推进大家居发展》 2018-08-29

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,161.44	7,310.89	8,668.07	10,272.39	11,848.54
增长率(%)	36.02	18.66	18.56	18.51	15.34
EBITDA(百万元)	1,533.24	1,675.21	1,581.06	1,839.25	2,106.00
净利润(百万元)	906.77	959.07	1,099.50	1,280.81	1,482.53
增长率(%)	36.56	5.77	14.64	16.49	15.75
EPS(元/股)	0.98	1.04	1.19	1.39	1.61
市盈率(P/E)	22.51	21.28	18.56	15.93	13.77
市净率(P/B)	4.56	4.22	3.65	3.26	2.89
市销率(P/S)	3.31	2.79	2.35	1.99	1.72
EV/EBITDA	21.46	8.32	11.50	9.17	7.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,812.62	2,164.95	3,007.33	4,462.71	5,378.21	营业收入	6,161.44	7,310.89	8,668.07	10,272.39	11,848.54
应收票据及应收账款	223.74	596.09	17.33	232.15	55.61	营业成本	3,809.80	4,564.02	5,460.89	6,492.15	7,488.28
预付账款	92.97	61.96	136.94	107.66	162.03	营业税金及附加	68.21	76.45	86.68	102.72	118.49
存货	286.91	302.89	492.71	417.77	665.04	营业费用	518.69	700.33	823.47	975.88	1,107.84
其他	1,185.82	537.23	1,052.01	929.89	876.65	管理费用	439.18	566.35	650.11	757.07	876.79
<b>流动资产合计</b>	<b>3,602.06</b>	<b>3,663.12</b>	<b>4,706.32</b>	<b>6,150.18</b>	<b>7,137.54</b>	研发费用	166.35	190.66	235.77	277.35	325.83
长期股权投资	0.00	3.99	3.99	3.99	3.99	财务费用	10.00	23.40	30.00	32.00	35.00
固定资产	2,184.66	2,402.75	2,535.52	2,589.15	2,582.30	资产减值损失	7.91	11.29	17.00	25.00	34.00
在建工程	470.22	576.85	382.11	277.26	196.36	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	504.13	579.24	543.82	508.39	472.97	投资净收益	33.93	32.13	29.50	30.41	35.51
其他	298.87	581.01	489.99	463.60	472.04	其他	(74.50)	(88.04)	(59.00)	(60.82)	(71.02)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,457.89</b>	<b>4,143.85</b>	<b>3,955.43</b>	<b>3,842.41</b>	<b>3,727.67</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,181.87</b>	<b>1,234.30</b>	<b>1,393.66</b>	<b>1,640.62</b>	<b>1,897.82</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,059.95</b>	<b>7,811.97</b>	<b>8,663.42</b>	<b>9,994.81</b>	<b>10,868.17</b>	营业外收入	1.04	1.03	1.00	1.00	1.00
短期借款	311.07	426.87	533.60	667.00	833.80	营业外支出	1.52	4.43	3.00	5.00	5.00
应付票据及应付账款	552.06	671.73	683.98	982.15	947.42	<b>利润总额</b>	<b>1,181.39</b>	<b>1,230.90</b>	<b>1,391.66</b>	<b>1,636.62</b>	<b>1,893.82</b>
其他	951.90	1,089.70	1,111.76	1,340.37	1,355.50	所得税	276.83	266.65	306.17	360.06	416.64
<b>流动负债合计</b>	<b>1,815.03</b>	<b>2,188.30</b>	<b>2,329.34</b>	<b>2,989.52</b>	<b>3,136.72</b>	<b>净利润</b>	<b>904.56</b>	<b>964.25</b>	<b>1,085.50</b>	<b>1,276.56</b>	<b>1,477.18</b>
长期借款	252.50	176.92	166.00	150.00	100.00	少数股东损益	(2.21)	5.17	(14.00)	(4.25)	(5.35)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>906.77</b>	<b>959.07</b>	<b>1,099.50</b>	<b>1,280.81</b>	<b>1,482.53</b>
其他	77.65	88.36	65.71	77.24	77.10	每股收益(元)	0.98	1.04	1.19	1.39	1.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>330.15</b>	<b>265.28</b>	<b>231.71</b>	<b>227.24</b>	<b>177.10</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,145.18</b>	<b>2,453.59</b>	<b>2,561.05</b>	<b>3,216.76</b>	<b>3,313.82</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	443.38	526.03	512.73	508.55	503.32	<b>成长能力</b>					
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	923.43	营业收入	36.02%	18.66%	18.56%	18.51%	15.34%
资本公积	1,479.29	1,475.21	1,475.21	1,475.21	1,475.21	营业利润	43.99%	4.44%	12.91%	17.72%	15.68%
留存收益	3,547.96	4,087.41	4,666.21	5,346.07	6,127.60	归属于母公司净利润	36.56%	5.77%	14.64%	16.49%	15.75%
其他	(1,479.29)	(1,653.70)	(1,475.21)	(1,475.21)	(1,475.21)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,914.77</b>	<b>5,358.38</b>	<b>6,102.37</b>	<b>6,778.05</b>	<b>7,554.35</b>	毛利率	38.17%	37.57%	37.00%	36.80%	36.80%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,059.95</b>	<b>7,811.97</b>	<b>8,663.42</b>	<b>9,994.81</b>	<b>10,868.17</b>	净利率	14.72%	13.12%	12.68%	12.47%	12.51%
						ROE	20.28%	19.85%	19.67%	20.43%	21.03%
						ROIC	35.76%	29.06%	33.58%	38.86%	55.33%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	30.39%	31.41%	29.56%	32.18%	30.49%
净利润	904.56	964.25	1,099.50	1,280.81	1,482.53	净负债率	-25.31%	-27.70%	-37.24%	-53.21%	-58.16%
折旧摊销	211.56	288.77	157.39	166.64	173.18	流动比率	1.98	1.68	2.02	2.06	2.28
财务费用	20.86	38.38	30.00	32.00	35.00	速动比率	1.83	1.54	1.81	1.92	2.06
投资损失	(33.93)	(32.13)	(29.50)	(30.41)	(35.51)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	486.68	386.92	(56.74)	572.57	(111.41)	应收账款周转率	35.32	17.84	28.26	82.35	82.35
其它	(347.05)	(546.38)	(14.00)	(4.25)	(5.35)	存货周转率	22.18	24.79	21.79	22.56	21.88
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,242.68</b>	<b>1,099.80</b>	<b>1,186.65</b>	<b>2,017.36</b>	<b>1,538.44</b>	总资产周转率	0.99	0.98	1.05	1.10	1.14
资本支出	1,384.82	643.74	82.66	68.46	50.14	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(24.93)	3.99	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.98	1.04	1.19	1.39	1.61
其他	(2,279.68)	(965.66)	(109.83)	(118.61)	(65.37)	每股经营现金流	1.35	1.19	1.29	2.18	1.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>(919.80)</b>	<b>(317.92)</b>	<b>(27.17)</b>	<b>(50.15)</b>	<b>(15.23)</b>	每股净资产	4.84	5.23	6.05	6.79	7.64
债权融资	568.57	680.65	735.05	856.10	984.27	<b>估值比率</b>					
股权融资	(6.76)	(202.15)	152.30	(28.19)	(31.19)	市盈率	22.51	21.28	18.56	15.93	13.77
其他	(433.45)	(909.26)	(1,204.47)	(1,339.75)	(1,560.80)	市净率	4.56	4.22	3.65	3.26	2.89
<b>筹资活动现金流</b>	<b>128.36</b>	<b>(430.76)</b>	<b>(317.11)</b>	<b>(511.83)</b>	<b>(607.71)</b>	EV/EBITDA	21.46	8.32	11.50	9.17	7.63
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	24.34	9.79	12.77	10.08	8.31
<b>现金净增加额</b>	<b>451.25</b>	<b>351.11</b>	<b>842.37</b>	<b>1,455.38</b>	<b>915.50</b>						

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com