

Q2 增速显著回暖，期待更好的自己

索菲亚中报：公司19年中报实现收入31.4亿元，同比增长5.2%；归母净利润3.9亿元，同比增长6%，扣非后增0.4%。其中二季度实现收入19.6亿元，同比增长12.2%；归母净利润2.8亿元，同比增长6.8%，扣非后增长7.7%。

■收入环比回暖：公司上半年收入增长5.2%，其中二季度收入增长12.2%，环比一季度明显回暖，其中衣柜业务增长环比改善明显：上半年衣柜及家具品收入27.3亿元，同比增长3.6%，Q2单季收入16.9亿元，同比增长11.6%，经销渠道&大宗渠道增长均呈现恢复趋势，上半年分别增长2%、23%；Q2单季增长分别为11%、36%。从量价角度看，上半年公司客单价1.09万元，同比增长5%，其中单二季度增长接近10%；订单数上半年略有下滑，单二季度增速约4%。公司今年以来应对市场变化，在经销商管理、多渠道布局、产品、终端业绩考核等多个方面都做出积极调整，效果初显。经销商管理方面，公司进一步强化弱势经销商改革，上半年淘汰/优化经销商36个，占比约2.5%；同时对经销商的监督及管理，保证总部促销等政策在终端的执行。多渠道方面，公司积极推进工程、家装、电商等渠道的布局，目前电商已经成为北上广深等一线城市的重要引流渠道，流量占比达到40%-50%。产品方面，公司推进轻奢类产品及康纯板均稳步推进，上半年康纯板客户数接近20%，较18年提升近10pct，收入占比接近10%；公司18年开始投入轻奢品类研发，推出了工业风等多款符合当代消费时尚的产品，今年以来轻奢类产品也逐步推出上样，受到消费者欢迎。终端方面，公司进一步加强客户服务水平及相关考核，力争在高接单量增长的同时做大接单转化率。门店方面，除持续推进门店扩张的同时，公司千平米大家居店模式基本成熟，今年以来大家居门店开店加速，上半年开店78家，达到176家，全年预计新开150家。大家居门店产品展出完整，对客单价与转化率提升效果逐步显现，有望助力公司进一步提升一站式服务能力。

■盈利预测及投资建议：我们预计公司19-21年归属上市公司股东净利润分别为10.8亿元、12.5亿元、14.7亿元，分别增长12.3%、15.5%、18.1%，给予6个月目标价26.9元，维持“买入-A”评级。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	6,161.4	7,310.9	8,743.8	10,107.9	11,755.4
净利润	906.8	959.1	1,081.2	1,250.4	1,470.8
每股收益(元)	0.98	1.04	1.17	1.35	1.59
每股净资产(元)	4.84	5.23	6.37	7.80	9.42

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	18.2	17.2	15.2	13.2	11.2
市净率(倍)	3.7	3.4	2.8	2.3	1.9
净利润率	14.7%	13.1%	12.4%	12.4%	12.5%
净资产收益率	20.3%	19.8%	18.4%	17.4%	16.9%
股息收益率	2.5%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.8%	29.1%	32.8%	34.9%	42.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

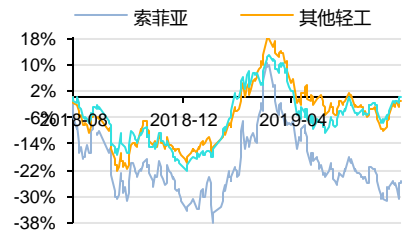
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**26.9元**
股价(2019-08-29) **17.83元**

交易数据

总市值(百万元)	16,464.69
流通市值(百万元)	11,557.97
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	648.23
12个月价格区间	15.09/26.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.52	-14.14	-31.39
绝对收益	-4.55	-6.75	-30.13

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：Q1 业绩依旧承压，等待最坏的时候过去/雷慧华	2019-04-26
索菲亚：等待基本面边际改善/雷慧华	2019-03-05
索菲亚：周期的轮回/周文波	2019-01-30
索菲亚：冬季来临，竞争力量是最好的防寒服/周文波	2018-10-31
索菲亚：索菲亚2018中报点评/周文波	2018-08-29

■**新业务**：上半年橱柜收入3.1亿元，同比增长12.3%，二季度收入2亿元，同比增长12%，橱柜整体增速保持稳健，且随着规模的扩大及管理的改善，已实现大幅减亏，上半年亏损1224万元，单二季度盈利近594万元。二季度末司米门店837家，较18年底新增15家，19年底目标922家门店。木门上半年收入8051万元，同比增长34.2%，二季度收入5213万元，同比增长33.1%。木门门店二季度末195家，较18年底新增14家，19年底目标281家门店。由于规模仍然较小，上半年业务仍亏损2085万元。

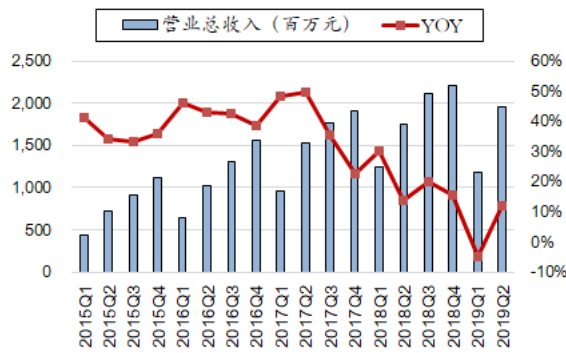
■**调价致毛利率下滑**：上半年公司净利润增速6%，其中二季度增长6.8%，公司投资企业奥飞数据上市，持有股份公允价值变动净收益上半年贡献1520万元，二季度-1652万元，扣除该非经常性损益，公司上半年净利润增长约2.9%，二季度净利润增长11.5%，公司净利润增速环比也有一定回暖。上半年公司综合毛利率36.7%，同比下滑1pct，二季度毛利率38%，同比下滑1.7pct，毛利率下滑主要由于公司二季度对衣柜产品价格进行了下调，橱柜、木门产品受益规模效应提升，毛利率均有上行，上半年衣柜、橱柜、木门、家具家品毛利率分别上升-1.3、2.3、5.9、-1.8pct。上半年公司期间费用率22.4%，同比微增0.3pct，二季度期间费用率20.1%，同比下降0.3pct。上半年公司销售费率11%，同比增长0.8pct，主要由于公司加大营销推广力度，增加销售人员，上半年销售职工薪酬费率3.9%，同比增长0.8pct，上半年广告宣传费率4.1%，同期持平。二季度公司销售费率9.9%，同比增长0.5pct；上半年管理研发费率11%，同比下滑0.7pct，二季度管理研发费率9.8%，同比下滑1pct；上半年财务费率0.4pct，同比增长0.2pct，主要银行借款增加导致利息费用增加。二季度财务费率0.4pct，同比增长0.2pct。

■**现金流&预收账款边际性改善**：上半年公司经营性现金流2.3亿元，同比下滑约31%，二季度现金流6.5亿元，同比增长11%，现金流状况有一定好转。报告期末公司应收账款8.2亿元，较18年底增加2.3亿元，主要受大宗业务影响。预收账款二季度末5.1亿元，较一季度末增长1.1亿元，与18年同期水平持平；应付账款及票据7亿元，较一季度末增长2.2亿元，较18年同期增长0.8亿元。

■**最坏的时间或将过去**：19年7月房屋竣工面积同比下滑0.6%，跌幅较之前有明显收窄，18年下半年是新开工高峰期，后续有望带来竣工面积的回暖，拉动地产后周期需求的复苏。在定制行业成长的第二阶段，企业业绩受地产景气波动影响加大，地产需求的复苏+低基数效应，下半年企业业绩增长压力有望缓解。中长线来看，企业依托自身在产品的设计、成本控制、门店优化、体系运营效率优化等方面竞争力获取更高市场份额，以及在装房/整装/新零售/大家居等新业态/新渠道的成功布局企业获得持续稳健增长的更强驱动力。公司作为衣柜领域龙头企业，在生产制造、渠道管理、经销商实力、终端服务等方面的优势一直存在。18年以来，公司针对原先存在的经销商竞争淘汰机制不足、产品更新换代欠缺、新兴渠道投入布局不足等经营问题积极调整，已初见成效。同时，在市场弱势的背景下公司仍积极开拓门店，18年新增门店523家，19年门店扩张仍旧保持较快趋势，索菲亚、司米橱柜、木门、大家居计划新增门店分别为300、100、100、150家，19H1分别新增-70（上半年门店调整近300家，阶段性影响门店数量）、12、14、78家。公司在弱势市场环境下持续扩张，抢占市场份额，巩固龙头地位，未来我们期望能在报表端得到更多正反馈。

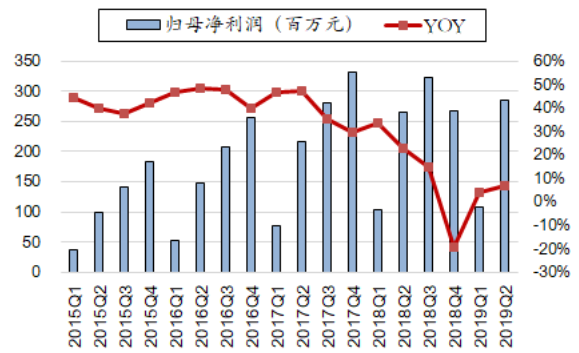
■**风险提示**：市场竞争持续恶化，橱柜销售进展低于预期

图 1：索菲亚营业收入



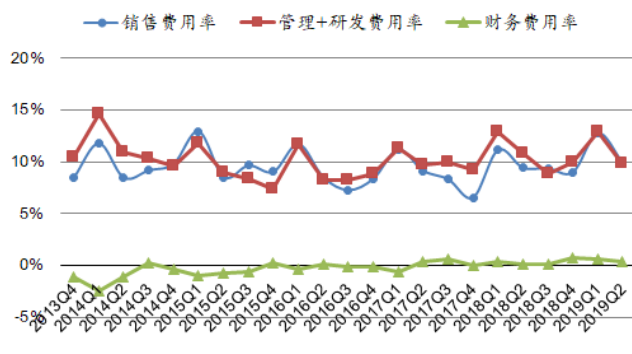
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 2：索菲亚净利润



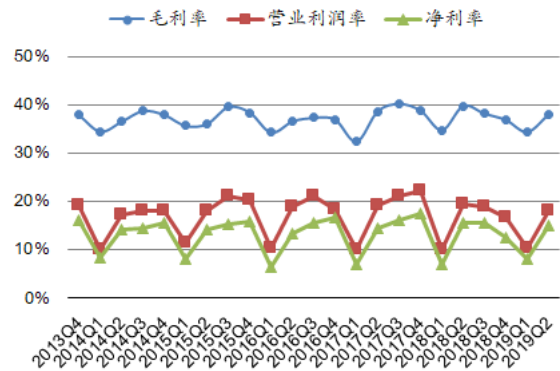
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 3：索菲亚费用率



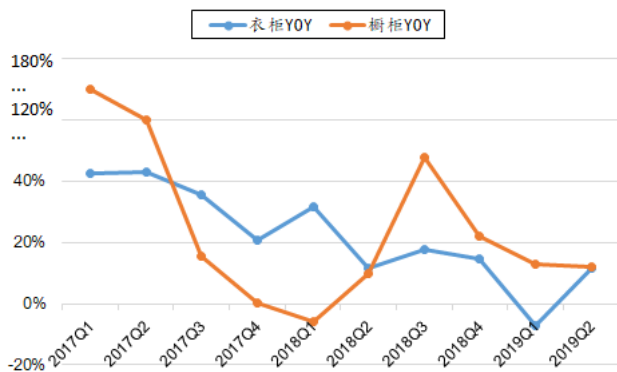
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 4：索菲亚利润率



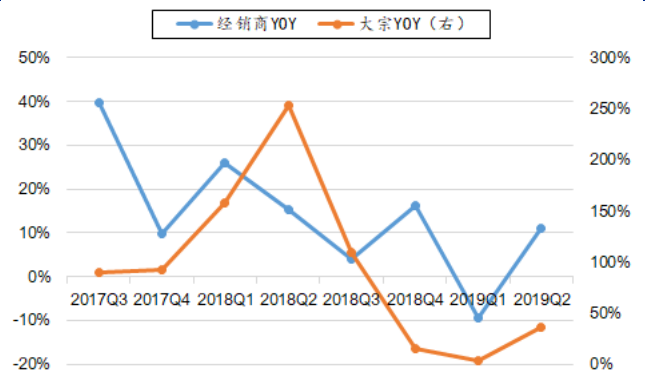
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 5：索菲亚收入分产品



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 6：索菲亚收入分渠道



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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,161.4	7,310.9	8,743.8	10,107.9	11,755.4	成长性					
减:营业成本	3,809.8	4,564.0	5,569.8	6,479.1	7,558.8	营业收入增长率	36.0%	18.7%	19.6%	15.6%	16.3%
营业税费	68.2	76.5	91.4	105.7	122.9	营业利润增长率	44.0%	4.4%	12.2%	20.3%	17.0%
销售费用	518.7	700.3	874.4	993.6	1,136.8	净利润增长率	36.6%	5.8%	12.7%	15.6%	17.6%
管理费用	605.5	566.4	839.4	909.7	1,058.0	EBITDA 增长率	46.1%	22.6%	0.3%	17.8%	15.6%
财务费用	10.0	23.4	3.6	-24.5	-42.9	EBIT 增长率	45.2%	20.2%	-2.5%	18.2%	16.2%
资产减值损失	7.9	11.3	8.0	8.0	7.0	NOPLAT 增长率	45.7%	8.0%	9.9%	18.2%	16.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.9%	-2.5%	11.1%	-4.6%	-7.3%
投资和汇兑收益	33.9	32.1	28.0	30.0	35.0	净资产增长率	23.1%	9.0%	19.5%	21.4%	19.9%
营业利润	1,181.9	1,234.3	1,385.2	1,666.2	1,949.9	利润率					
加:营业外净收支	-0.5	-3.4	1.0	1.0	-0.1	毛利率	38.2%	37.6%	36.3%	35.9%	35.7%
利润总额	1,181.4	1,230.9	1,386.2	1,667.2	1,949.8	营业利润率	19.2%	16.9%	15.8%	16.5%	16.6%
减:所得税	276.8	266.7	305.0	366.8	428.9	净利润率	14.7%	13.1%	12.4%	12.4%	12.5%
净利润	906.8	959.1	1,081.2	1,250.4	1,470.8	EBITDA/营业收入	22.2%	22.9%	19.2%	19.6%	19.5%
						EBIT/营业收入	19.2%	19.5%	15.9%	16.2%	16.2%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	98	113	104	96	86
货币资金	1,812.6	2,165.0	2,623.1	4,000.9	5,776.8	流动营业资本周转天数	28	3	-2	0	-6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	198	179	169	190	214
应收账款	293.2	437.7	202.3	617.3	378.9	应收账款周转天数	13	18	13	15	15
应收票据	-	189.5	4.9	89.2	53.2	存货周转天数	16	15	16	16	16
预付账款	93.0	62.0	140.9	103.2	169.0	总资产周转天数	362	366	334	330	335
存货	286.9	302.9	470.7	423.3	599.9	投资资本周转天数	174	165	144	128	103
其他流动资产	1,116.4	511.1	1,101.7	909.7	840.8	投资回报率					
可供出售金融资产	100.5	313.5	100.0	171.3	194.9	ROE	20.3%	19.8%	18.4%	17.4%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	12.3%	12.8%	12.9%	12.9%
长期股权投资	-	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	35.8%	29.1%	32.8%	34.9%	42.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,184.7	2,402.8	2,632.1	2,782.7	2,863.0	销售费用率	8.4%	9.6%	10.0%	9.8%	9.7%
在建工程	470.2	576.8	431.8	333.8	268.6	管理费用率	9.8%	7.7%	9.6%	9.0%	9.0%
无形资产	504.1	579.2	553.2	526.6	499.3	财务费用率	0.2%	0.3%	0.0%	-0.2%	-0.4%
其他非流动资产	198.3	267.5	158.4	144.1	150.5	三费/营业收入	18.4%	17.6%	19.6%	18.6%	18.3%
资产总额	7,059.9	7,812.0	8,423.1	10,106.1	11,799.1	偿债能力					
短期债务	311.1	426.9	129.1	-	-	资产负债率	30.4%	31.4%	24.0%	23.1%	21.0%
应付账款	613.9	761.8	817.5	1,064.7	1,141.1	负债权益比	43.6%	45.8%	31.5%	30.0%	26.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.98	1.68	2.33	2.73	3.26
其他流动负债	890.0	999.7	1,001.9	1,186.4	1,258.2	速动比率	1.83	1.54	2.09	2.54	3.01
长期借款	252.5	176.9	-	-	-	利息保障倍数	118.54	60.89	385.19	-67.05	-44.47
其他非流动负债	77.7	88.4	70.0	78.7	79.0	分红指标					
负债总额	2,145.2	2,453.6	2,018.5	2,329.8	2,478.3	DPS(元)	0.45	0.49	-	-	-
少数股东权益	443.4	526.0	526.0	576.0	626.0	分红比率	45.8%	47.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	923.4	923.4	923.4	923.4	923.4	股息收益率	2.5%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,548.0	4,087.4	4,955.1	6,276.9	7,771.3						
股东权益	4,914.8	5,358.4	6,404.6	7,776.3	9,320.8						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.98	1.04	1.17	1.35	1.59
现金流量表						BVPS(元)	4.84	5.23	6.37	7.80	9.42
净利润	904.6	964.2	1,081.2	1,250.4	1,470.8	PE(X)	18.2	17.2	15.2	13.2	11.2
加:折旧和摊销	211.6	288.8	291.7	337.5	380.4	PB(X)	3.7	3.4	2.8	2.3	1.9
资产减值准备	7.9	11.3	-	-	-	P/FCF	36.3	14.3	98.4	12.5	9.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.7	2.3	1.9	1.6	1.4
财务费用	20.9	38.4	3.6	-24.5	-42.9	EV/EBITDA	24.1	8.3	8.5	6.5	4.8
投资损失	-33.9	-32.1	-28.0	-30.0	-35.0	CAGR(%)	12.9%	16.4%	19.3%	12.9%	16.4%
少数股东损益	-2.2	5.2	-	50.0	50.0	PEG	1.4	1.0	0.8	1.0	0.7
营运资金的变动	490.9	386.5	-200.0	209.0	235.8	ROIC/WACC	3.4	2.8	3.1	3.3	4.1
经营活动产生现金流量	1,242.7	1,099.8	1,148.5	1,792.3	2,059.1	REP	2.8	1.5	1.2	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-919.8	-317.9	-105.2	-405.2	-357.7						
融资活动产生现金流量	128.4	-430.8	-585.1	-9.3	74.5						

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

雷慧华、骆恺骥声明，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
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	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