

**索菲亚(002572)/家用轻工**
**二季度环比向上, 大家居开店提速**
**评级: 增持(维持)**

市场价格: 17.83

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	923
流通股本(百万股)	648
市价(元)	17.83
市值(百万元)	16465
流通市值(百万元)	11400

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6161.44	7310.89	8306.64	9335.83	10280.6
增长率 yoy%	36.02%	18.66%	13.62%	12.39%	10.12%
净利润	906.77	959.07	1079.31	1203.96	1320.99
增长率 yoy%	36.56%	5.77%	12.54%	11.55%	9.72%
每股收益(元)	0.98	1.04	1.17	1.30	1.43
每股现金流量	1.35	1.19	0.77	1.34	2.00
净资产收益率	18.40%	18.00%	17.99%	17.99%	17.75%
P/E	19	19	15	14	12
PEG	0.5	3.3	1.2	1.2	1.4
P/B	3.57	3.45	2.75	2.46	2.21

备注:

**投资要点**

- 事件:** 索菲亚发布 2019 年中报, 2019 上半年公司实现营业收入 31.42 亿元, 同比增长 5.17%; 归母净利润 3.91 亿元, 同比增长 5.96%; 其中二季度公司实现营业收入 19.57 亿元, 同比增长 12.18%; 归母净利润 2.84 亿元, 同比增长 6.84%。
- 收入增速环比向上, 大家居战略稳步推进。** 截止 2019 年中, 公司各类门店合计 3629 家 (+71 家), 其中索菲亚专卖店 2470 家 (-40 家); 独立司米橱柜专卖店 837 家 (+15 家), 大季家融合店 176 家 (+78 家), 2019 年整体目标为新开出 150 个大家居店, 大家居战略稳步推进。
- (1) 索菲亚定制家具: 2 季度增速明显好转。** 索菲亚定制家具(含 OEM 家具家品)上半年实现营收 27.3 亿元, 同比增长 3.6%, Q2 实现营收 16.9 亿元, 同比增长 11.62%。其中, ①衣柜业务上半年营收 25.5 亿元 (+2.5%), 经销渠道收入 23.4 亿元 (+2.2%, 占比 85.59%), 直营渠道收入 0.8 亿元 (-9.4%, 占比 3.09%), 大宗业务渠道收入 3 亿元 (+22.5%, 占比 10.84%)。Q2 增速较一季度明显好转。②家具家品上半年营收 1.8 亿元 (+21.13%)。索菲亚客户数逾 22.7 万, 同比增长 4.12%, 实现客单价 10926 元/单(出厂口径, 不含司米橱柜及木门), 同比增长 5.7%。截至 2019 年中, “索菲亚”全屋定制产品经销商 1400 多位, 专卖店约 2646 家 (+46 家), 另外 20m<sup>2</sup>-60m<sup>2</sup>的超市店约 166 家 (-125 家)。省会/地级/四五线城市门店数占比 17%/29%/53%; 贡献收入占比 35%/33%/32%。
- (2) 司米橱柜: Q2 单季度实现正盈利。** 上半年司米橱柜营收 3.1 亿元, 同比增长 12.35%, Q2 实现营收 2.04 亿元, 同比增长 12.01%, 业绩稳步上升。司米橱柜拥有经销商 809 家 (+87 家), 独立的司米专卖店达 837 家 (+15 家)。司米橱柜上半年净利润-1224.23 万元, 同比减亏 42.91%, Q2 单季度实现正盈利。
- (3) 木门业务: 一体化销售带动营收增长。** 上半年木门业务营收 0.8 亿元, 同比增长 34.2%。Q2 实现营收 0.52 亿元, 同比增长 33.13%。公司共有索菲亚独立店达 149 家 (+21 家)、经销商逾 500 家, 华鹤木门门店 150 家 (-10 家), 经销商 139 家。上半年木门业务实现净利润-2085 万元, 同比减亏 22.10%, 木门收入快速增长并逐步实现一体化销售。
- 调价影响整体毛利率, 木门业务规模效应提升。** 2019H1 公司毛利率为 36.65% (-1.02pct.), 净利率 12.38% (+0.38pct.), 19Q2 毛利率 38.02% (-1.74pct.), 净利率 14.98% (-0.66pct.)。上半年, 衣柜毛利率为 39.95% (-1.27pct.), 橱柜毛利率为 27.57% (+2.25pct.), 家具家品毛利率为 14.28% (-1.8pct.), 木门毛利率为 10.29% (+5.85pct.)。(1) 衣柜产品 18Q2 开始下调出厂价, 导致 19H1 每平米售价较去年同期有所下滑, 进而拉低整体毛利率。预期三季度起调价因素对报表影响消退,(2) 木门业务销售提升至产能利用率上行, 业务毛利率提升。期间费用方面, 2019H1 年售费用率 10.99% (+0.84pct.), 主要系人工费用大幅提升所致, 管理费用率 10.98% (-0.73pct.), 财务费用 0.44% (+0.22pct.), 主要系银行借款增加所致。
- 围绕“定制铁三角”, 推进大家居实现产品共振。** 1) 大家居门店开店提速。公司自 2017 鼓励经销商开千平店, 提升订单转化率和客单价, 长期目标是每个城市至少一个大店, 实现真正的大家居。2019 年上半年大家居门店开店提速, 下半年将继续提升, 预期年底开出 248 家大家居门店, 稳步推进大家居战略。2) 以产品为本, 拓宽护城河。围绕客户体验, 个性设计、专业高效的铁三角, 公司产品延伸至饰品、地板、家品等多品类产品, 并做到整体风格统一。目前

康纯板(无甲醛添加板)客户占比已提升至 20%以上,预期仍将保持较快增长。公司将积极淘汰优化经销商,加快新品上样,实现全渠道营销,继续践行大家居战略。

- **投资建议:** 我们预计公司 19-21 年实现收入 83.1 亿元、93.4 亿元、102.8 亿元,同比增长 13.6%、12.4%、10.1%;实现归母净利润 10.8 亿元、12 亿元和 13.2 亿元,同比增长 12.5%、11.6%、9.7%;EPS 分别为 1.17 元、1.3 元和 1.43 元,维持“增持”评级。
- **风险提示:** 地产景气度下行风险、行业竞争加剧风险。

图表 1: 索菲亚三大财务报表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7310.89	8306.64	9335.83	10280.61	净利润	964.25	1079.31	1203.96	1320.99
营业成本	4564.02	5206.60	5865.70	6494.26	折旧与摊销	288.77	244.09	266.01	273.51
营业税金及附加	76.45	87.22	98.03	107.95	财务费用	23.40	29.89	10.10	7.15
销售费用	700.33	798.27	909.31	999.28	资产减值损失	11.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	566.35	789.96	898.11	967.41	经营营运资本变动	469.46	-638.25	-243.12	248.61
财务费用	23.40	29.89	10.10	7.15	其他	-657.36	-1.02	0.16	0.09
资产减值损失	11.29	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1099.80	714.02	1237.11	1850.35
投资收益	32.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-595.47	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	277.55	5.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-317.92	-145.00	-150.00	-150.00
<b>营业利润</b>	1234.30	1394.70	1554.58	1704.57	短期借款	115.81	-426.87	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.40	7.00	9.00	11.00	长期借款	-75.58	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1230.90	1401.70	1563.58	1715.57	股权融资	-4.08	0.00	0.00	0.00
所得税	266.65	322.39	359.62	394.58	支付股利	-415.54	-450.34	-510.96	-570.27
净利润	964.25	1079.31	1203.96	1320.99	其他	-51.37	-96.14	-10.10	-7.15
少数股东损益	5.17	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-430.76	-973.35	-521.06	-577.42
归属母公司股东净利润	959.07	1079.31	1203.96	1320.99	<b>现金流量净额</b>	351.20	-404.33	566.05	1122.93
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2164.95	1760.62	2326.67	3449.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	689.13	636.55	721.95	820.01	销售收入增长率	18.66%	13.62%	12.39%	10.12%
存货	302.89	454.08	500.74	532.44	营业利润增长率	4.44%	12.99%	11.46%	9.65%
其他流动资产	511.14	1224.49	1600.14	1462.40	净利润增长率	6.60%	11.93%	11.55%	9.72%
长期股权投资	3.99	3.99	3.99	3.99	EBITDA 增长率	10.19%	7.90%	9.71%	8.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2979.60	2958.74	2915.96	2865.68	毛利率	37.57%	37.32%	37.17%	36.83%
无形资产和开发支出	598.18	532.85	467.52	402.19	三费率	17.65%	19.48%	19.47%	19.20%
其他非流动资产	562.07	554.18	546.28	538.39	净利率	13.19%	12.99%	12.90%	12.85%
<b>资产总计</b>	7811.97	8125.51	9083.25	10074.69	ROE	18.00%	17.99%	17.99%	17.75%
短期借款	426.87	0.00	0.00	0.00	ROA	12.34%	13.28%	13.25%	13.11%
应付和预收款项	1522.98	1679.09	1928.85	2150.35	ROIC	26.20%	27.09%	27.11%	30.10%
长期借款	176.92	176.92	176.92	176.92	EBITDA/销售收入	21.15%	20.09%	19.61%	19.31%
其他负债	326.81	271.53	286.52	305.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2453.59	2127.54	2392.29	2633.01	总资产周转率	0.98	1.04	1.09	1.07
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	固定资产周转率	3.19	3.10	3.18	3.56
资本公积	1475.21	1475.21	1475.21	1475.21	应收账款周转率	23.20	24.30	31.03	29.04
留存收益	2612.20	3241.17	3934.17	4684.89	存货周转率	15.15	13.51	12.12	12.41
归属母公司股东权益	4832.35	5471.93	6164.93	6915.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.86%	—	—	—
少数股东权益	526.03	526.03	526.03	526.03	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	5358.38	5997.96	6690.96	7441.69	资产负债率	31.41%	26.18%	26.34%	26.13%
负债和股东权益合计	7811.97	8125.51	9083.25	10074.69	带息债务/总负债	24.61%	8.32%	7.40%	6.72%
					流动比率	1.68	2.19	2.42	2.65
					速动比率	1.54	1.94	2.19	2.42
					股利支付率	43.33%	41.72%	42.44%	43.17%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1546.47	1668.68	1830.69	1985.23	每股收益	1.04	1.17	1.30	1.43
PE	17.17	15.25	13.68	12.46	每股净资产	5.80	6.50	7.25	8.06
PB	3.07	2.75	2.46	2.21	每股经营现金	1.19	0.77	1.34	2.00
PS	2.25	1.98	1.76	1.60	每股股利	0.45	0.49	0.55	0.62
EV/EBITDA	9.37	8.63	7.56	6.40					
股息率	2.52%	2.74%	3.10%	3.46%					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。