

索菲亚 (002572) \ 轻工制造

——品类拓展+渠道扩张，定制家具增长稳健

事件：近期公司发布了2019年半年度报告，上半年公司实现营业收入31.42亿元，同比增长5.17%；实现归属于上市公司股东的净利润3.91亿元，同比增长5.96%。

投资要点：

➤ **定制家具增长稳健，客单价稳步提升。**报告期索菲亚定制家具（含OEM家具家品）实现收入27.29亿元，同比增速3.56%，其中二季度同比上期增长11.62%，表现较好。首先客单价稳步提升，上半年实现客单价10926元/单（出厂口径，不含司米橱柜），同比增长5.68%；其次在渠道上和门店上进行优化升级，在2019年上半年重装升级超过299家门店，淘汰了约30位经销商，新增80位经销商，开设专卖店2646家（不含20m²-60m²的超市店约166家）；此外大宗业务发展较快，渠道销售占比达到10.84%，较去年同期增长了1.7个百分点。上半年公司不断丰富产品线，新品丰富了现有索菲亚产品风格体系，已经达到17种个性化风格，涵盖大部分主流消费群体的需求。其中轻奢系列一经推广后，迅速获得热销，高端品带来的高毛利、高品牌溢价会在未来的行业复苏中表现更为突出。

➤ **整体橱柜和定制木门业务亏损幅度收窄。**作为大家居战略中的重要布局，整体出橱柜和定制木门业务近年来成为公司发展的主要方向之一，截止2019年6月30日，司米橱柜拥有经销商809家（其中80%以上都是跟索菲亚重叠的经销商），独立的司米专卖店达837家。随着收入的增长和经营管理的改善，司米橱柜报告期内实现收入3.12亿元，同比增长12.35%，净利润亏损1224万元，同比减亏42.9%。定制木门索菲亚木门独立店达149家（不含在装修店面46家）、经销商逾500家（基本上都与索菲亚的经销商重合），华鹤品牌定制木门门店逾150家，经销商139家。公司将木门产品出样融入更多的索菲亚门店，本报告期木门实现净利润-2085.31万元，同比减亏22.10%。经营层面已经可以看到这两块业务的亏损幅度在不断收窄，随着更多专卖店的开业和收入规模的扩大，未来将会成为业绩新的增长点。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,161.44	7,310.89	8,329.34	9,224.73	10,579.40
增长率（%）	36.02%	18.66%	13.93%	10.75%	14.69%
EBITDA（百万元）	1,395.71	1,516.41	1,643.18	1,749.80	1,997.95
净利润（百万元）	906.77	959.07	1,054.26	1,134.82	1,295.43
增长率（%）	36.56%	5.77%	9.93%	7.64%	14.15%
EPS（元/股）	0.98	1.04	1.14	1.23	1.40
市盈率（P/E）	18.16	17.17	15.62	14.51	12.71
市净率（P/B）	3.68	3.41	2.80	2.34	1.98
EV/EBITDA	12.45	11.40	10.79	9.83	8.36

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**17.83元**

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	923/648
流通A股市值（百万元）	11,275
每股净资产（元）	4.85
资产负债率（%）	35.08
一年内最高/最低（元）	27.96/14.77

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号：S0590515040001
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理
 电话：051082832787
 邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

- 《索菲亚 (002572) \ 轻工制造行业》
《司米橱柜实现扭亏为盈，定制衣柜客单价提升》
- 《索菲亚 (002572) \ 轻工制造行业》
《布局清晰，拥抱大家居时代》
- 《索菲亚 (002572) \ 轻工制造行业》
《专注成就品牌力量》

- **大家居店开店速度加快，全年目标 150 家。**大家居店占地规模超过 1000 平方，前期投入成本高，但是整合了衣柜、橱柜、木门、窗帘、地板等不同产品，覆盖了公司旗下不同产品线的所有品类，帮助消费者实现一站式购物，对于订单转化和客单价的提升有积极作用。大店模式经过两年运营已被证明有效，目前各地经销商踊跃开出，长期目标是每个城市至少一个大店，实现真正的大家居。2019 年上半年经销商纷纷加快了开大店的速度，截止 2019 年 6 月底开出了 176 家大家居店，今年上半年净开业了 78 家，2019 年下半年开店速度还会提速，全年预期将会实现 150 家。
- **柔性化生产和数字化平台建设不断提升效率。**公司目前在全国已投产的生产基地有 7 处，初步完成全国工业布局，并且已经在全国生产基地实施柔性化生产，意在解决个性化定制与规模化生产的矛盾。今年上半年，工厂的平均交货周期（指确图订单下到工厂直到货物生产完毕可安排物流的期间）为 7 天~12 左右，首次打破定制行业普遍面临的行业瓶颈之一-产能瓶颈。自动化、信息化和智能化的优势进一步凸显，板材利用率大幅提升，2019 年上半年度公司的板材利用率已接近 84%，成功实现成本的压缩。
- **维持“推荐”评级。**我们预计公司2019年至2021年的EPS分别为1.14元、1.23元和1.40元，对应当前股价PE分别为15.6倍、14.5倍和12.7倍。
- **风险提示：**原材料价格上涨的风险、房地产行业宏观调控带来的风险。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,486.6	1,896.7	2,332.22	2,609.0	3,346.21	营业收入	6,161.4	7,310.8	8,329.3	9,224.7	10,579.4
应收账款+票据	293.17	627.18	320.28	267.79	406.64	营业成本	3,809.8	4,564.0	5,247.4	5,793.1	6,675.60
预付账款	92.97	61.96	126.54	81.56	158.23	营业税金及附加	68.21	76.45	88.74	98.28	112.72
存货	286.91	302.89	375.24	373.40	489.28	营业费用	518.69	700.33	866.25	996.27	1,132.00
其他	1,115.1	509.62	509.62	509.62	509.62	管理费用	605.53	566.35	732.98	802.55	941.57
流动资产合计	3,274.8	3,398.4	3,663.89	3,841.3	4,909.98	财务费用	10.00	23.40	12.62	-0.59	-33.89
长期股权投资	0.00	3.99	37.99	37.99	37.99	资产减值损失	7.91	11.29	8.78	8.78	8.78
固定资产	2,184.6	2,402.7	2,190.35	1,977.9	2,677.25	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	470.22	576.85	976.85	1,276.8	500.00	投资净收益	0.00	-0.01	34.00	0.00	0.00
无形资产	489.98	564.55	565.88	552.52	539.16	其他	0.00	-190.66	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	212.27	458.97	1,636.39	2,128.4	2,620.59	营业利润	1,141.3	1,178.3	1,406.4	1,526.3	1,742.63
非流动资产合计	3,357.1	4,007.1	5,407.45	5,973.7	6,375.00	营业外净收益	33.45	28.73	2.06	2.06	2.06
资产总计	6,631.9	7,405.5	9,071.34	9,815.1	11,284.9	利润总额	1,174.7	1,207.1	1,408.5	1,528.3	1,744.69
短期借款	311.07	426.87	647.90	0.00	0.00	所得税	273.72	256.35	343.64	382.09	436.17
应付账款+票据	552.06	671.73	735.32	818.04	971.95	净利润	901.03	950.77	1,064.9	1,146.2	1,308.52
其他	602.34	772.42	865.69	897.42	1,054.81	少数股东损益	-2.21	5.17	10.65	11.46	13.09
流动负债合计	1,465.4	1,871.0	2,248.92	1,715.4	2,026.76	归属于母公司净	906.77	959.07	1,054.2	1,134.8	1,295.43
长期带息负债	252.50	176.92	399.92	530.92	380.92						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	252.50	176.92	399.92	530.92	380.92						
负债合计	1,717.9	2,047.9	2,648.84	2,246.3	2,407.68						
少数股东权益	443.38	526.03	536.68	548.15	561.23						
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	923.43						
资本公积	1,479.2	1,307.3	1,307.33	1,307.3	1,307.33						
留存收益	2,068.6	2,601.5	3,655.85	4,790.6	6,086.10						
股东权益合计	4,914.7	5,358.3	6,423.29	7,569.5	8,878.09						
负债和股东权益总	6,631.9	7,405.5	9,071.34	9,815.1	11,284.9						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	872.21	942.92	1,029.36	1,144.7	1,306.97
折旧摊销	211.56	288.77	224.89	224.89	290.01
财务费用	20.86	38.38	9.75	-3.46	-36.76
存货减少	-20.97	-18.09	-72.35	1.84	-115.88
营运资金变动	149.19	-141.35	399.18	211.92	95.77
其它	10.42	-7.96	8.78	8.78	8.78
经营活动现金流	1,243.2	1,102.6	1,599.61	1,588.6	1,548.89
资本支出	1,139.3	735.34	400.00	300.00	200.00
长期投资	2,967.0	2,958.7	1,200.00	500.00	500.00
其他	3,186.5	3,376.1	1.55	1.55	1.55
投资活动现金流	-919.80	-317.92	-1,598.4	-798.45	-698.45
债权融资	385.84	112.09	444.03	-516.90	-150.00
股权融资	101.00	80.00	0.00	0.00	0.00
其他	-358.48	-622.85	-9.75	3.46	36.76
筹资活动现金流	128.36	-430.76	434.28	-513.44	-113.24
现金净增加额	452.25	354.07	435.43	276.80	737.20

主要财务比					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.02%	18.66%	13.93%	10.75%	14.69%
EBIT	43.39%	3.67%	15.53%	7.52%	12.00%
EBITDA	42.48%	8.65%	8.36%	6.49%	14.18%
归属于母公司净	44.66%	5.77%	9.93%	7.64%	14.15%
获利能力					
毛利率	38.17%	37.57%	37.00%	37.20%	36.90%
净利率	14.68%	13.19%	12.79%	12.43%	12.37%
ROE	20.28%	19.85%	17.91%	16.16%	15.58%
ROIC	22.54%	18.31%	18.95%	15.96%	16.49%
偿债能力					
资产负债	25.90%	27.65%	29.20%	22.89%	21.34%
流动比率	2.23	1.82	1.63	2.24	2.42
速动比率	1.28	1.38	1.24	1.72	1.93
营运能力					
应收账款周转率	27.54	12.26	35.17	41.11	34.73
存货周转率	13.28	15.07	13.98	15.51	13.64
总资产周转率	0.93	0.99	0.92	0.94	0.94
每股指标(元)					
每股收益	0.98	1.04	1.14	1.23	1.40
每股经营现金流	1.35	1.19	1.73	1.72	1.68
每股净资产	4.84	5.23	6.37	7.60	9.01
估值比率					
市盈率	18.16	17.17	15.62	14.51	12.71
市净率	3.68	3.41	2.80	2.34	1.98
EV/EBITDA	12.45	11.40	10.79	9.83	8.36
EV/EBIT	14.67	14.08	12.50	11.28	9.78

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210