

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2019年10月31日

电商渠道发力，整装渠道发展已有实质性进展

公司19年前三季度实现收入53.12亿元，同比增长4.03%，归母净利润7.2亿元，同比增长4.05%，扣非归母净利润6.37亿元，同比下降4.49%。其中19Q3公司实现收入21.69亿元，同比增长2.42%，归母净利润3.29亿元，同比增长1.87%，扣非归母净利润2.89亿元，同比下降9.77%。公司三季度收入增长承压，我们认为有以下几方面原因，一是去年同期基数较高，二是行业竞争仍比较激烈，公司6-7月终端客流下降，叠加客流碎片化分流，导致接单放缓，三是在整装渠道拓展上面一直在探索适合自己的运营方式，推进相对慢一步。

公司前三季度毛利率37.25%，同比下降0.63pct，归母净利率13.55%，同比持平。其中Q3毛利率38.11%，同比下降0.05pct，归母净利率15.16%，同比下降0.08pct。前三季度公司客单价11291元/单(出厂口径，不含司米橱柜、木门)，同比增长5.14%，增速环比中报下降0.54pct。

分渠道看，零售渠道承压，大宗增速有所提升。衣柜+家具家品经销渠道前三季度收入39.27亿元，同比增长0.2%，其中Q3收入15.92亿元，同比下降2.7%。直营前三季度收入1.45亿元，同比下降2.8%，其中Q3收入0.61亿元，同比提升8%。大宗前三季度收入5.04亿元，同比增长24.9%，其中Q3收入2.09亿元，同比增长28.3%。

收入前瞻指标提速，现金流良好。公司前三季度经营性现金净流入6.03亿元，同比多流入0.87亿元。收货现金流56.68亿元，同比增长3.07%，其中Q3收货现金流23.70亿元，同比增长4.90%。三季度末预收款5.91亿元，同比增长16.47%，比二季度加快20.47pct。

考虑到宏观经济压力较大，居民消费意愿较弱，略下调公司盈利预测，预计公司2019-2021年分别实现归母净利润10.74/12.08/13.51亿元(原预计11.00/12.81/14.83亿元)，对应增速分别为12.0%/12.5%/11.8%，对应PE估值分别为16.4X/14.5X/13.0X，维持“买入”评级。

风险提示：交房不及预期，同业竞争加剧等

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	8,471.51	9,701.08	10,815.09
增长率(%)	36.02	18.66	15.88	14.51	11.48
EBITDA(百万元)	1,533.24	1,675.21	1,549.06	1,746.53	1,937.55
净利润(百万元)	906.77	959.07	1,074.22	1,208.25	1,350.66
增长率(%)	36.56	5.77	12.01	12.48	11.79
EPS(元/股)	0.99	1.05	1.18	1.32	1.48
市盈率(P/E)	19.37	18.31	16.35	14.54	13.00
市净率(P/B)	3.93	3.63	3.16	2.83	2.54
市销率(P/S)	2.85	2.40	2.07	1.81	1.62
EV/EBITDA	21.46	8.32	9.93	8.11	6.94

资料来源：wind，天风证券研究所

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	19.25元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	912.37
流通A股股本(百万股)	637.18
A股总市值(百万元)	17,563.12
流通A股市值(百万元)	12,265.63
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	30.80
一年内最高/最低(元)	27.96/14.77

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

- 《索菲亚-半年报点评:衣柜经销收入回暖明显，“康纯板”和轻奢系列逐渐发力》 2019-08-30
- 《索菲亚-季报点评:3-4月门店接单回暖，品类拓展表现积极》 2019-04-26
- 《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



索菲亚三季度报点评：电商渠道发力，整装渠道发展已有实质性进展

公司 19 年前三季度实现收入 53.12 亿元，同比增长 4.03%，归母净利润 7.2 亿元，同比增长 4.05%，扣非归母净利润 6.37 亿元，同比下降 4.49%。其中 19Q3 公司实现收入 21.69 亿元，同比增长 2.42%，归母净利润 3.29 亿元，同比增长 1.87%，扣非归母净利润 2.89 亿元，同比下降 9.77%。公司三季度收入增长承压，我们认为有几方面原因，一是去年同期基数较高，二是行业竞争仍比较激烈，公司 6-7 月终端客流下降，叠加客流碎片化分流，导致接单放缓，三是在整装渠道拓展上面一直在探索适合自己的运营方式，推进相对慢一步。

公司前三季度毛利率 37.25%，同比下降 0.63pct，归母净利率 13.55%，同比持平。其中 Q3 毛利率 38.11%，同比下降 0.05pct，归母净利率 15.16%，同比下降 0.08pct。前三季度公司客单价 11291 元/单（出厂口径，不含司米橱柜、木门），同比增长 5.14%，增速环比中报下降 0.54pct。

分产品看，衣柜增长压力较大，司米橱柜基本实现扭亏。衣柜前三季度收入 42.93 亿元，同比增长 0.7%，毛利率 40.60%，同比下降 0.62pct，Q3 收入 17.44 亿元，同比减少 1.7%，毛利率 41.5%，同比提升 0.33pct；橱柜前三季度收入 5.5 亿元，同比增长 12.8%，毛利率 28.4%，同比提高 1.01pct，Q3 收入 2.38 亿元，同比增长 11.9%，毛利率 29.4%，同比下降 0.61pct；家具家品前三季度收入 3.05 亿元，同比增长 26.2%，毛利率 14%，同比下降 2.21pct，Q3 收入 1.24 亿元，同比增长 34.5%，毛利率 13.6%，同比下降 2.83pct；木门前三季度收入 1.34 亿元，同比增长 25.7%，毛利率 13.96%，同比上升 3.8pct，Q3 收入 0.54 亿元，同比增长 12.3%，毛利率 19.4%，同比提升 2.16pct。由于去年 4 月份降价带来的基数影响在下半年出清，三季度衣柜业务毛利率有所回升。公司轻奢系列和康纯板业务发展较顺利，康纯板收入占比从年初的 8% 上升到 20%；客户占比从年初的 14% 提升到 25%。由于这部分业务在推广初期给经销商让利较大，未来毛利有进一步释放的空间。司米橱柜前三季度实现净利润-30.71 万元，同比减亏-97.83%。

分渠道看，零售渠道承压，大宗增速有所提升。衣柜+家具家品经销渠道前三季度收入 39.27 亿元，同比增长 0.2%，其中 Q3 收入 15.92 亿元，同比下降 2.7%。直营前三季度收入 1.45 亿元，同比下降 2.8%，其中 Q3 收入 0.61 亿元，同比提升 8%。大宗前三季度收入 5.04 亿元，同比增长 24.9%，其中 Q3 收入 2.09 亿元，同比增长 28.3%。

公司今年在整装渠道业务的发展已经有实质性进展，在部分重点城市开始落地，该模式在既不损害原有经销商的利益基础上，也能够顺利开拓新渠道，前期可能需要公司增多一定补贴，预计在 2020 年会产生实质的成效。

在电商渠道方面，公司积极耕耘，由于品牌力的带动，截止 2019 年三季度，电商引流的客户总体占比已从 16% 提升至 25%，一线城市的电商客户占比超 45%，转化率也在持续提升。

普通门店进行调整优化，衣柜净开数量减少，大家居店开店较快。截至 2019 年 9 月 30 日，公司拥有索菲亚门店 2451 家（Q1-Q3-59，Q3-19），司米橱柜门店 840 家（Q1-Q3+18，Q3+3），索菲亚木门店 160 家（Q1-Q3+32，Q3+14），大家居店 191 家（Q1-Q3+93，Q3+15）。

由于第三季度营业收入增速略低于预期，也导致三季度期间费用率上升。前三季度销售费用率 10.55%，同比提升 0.72pct，管理费用率 8.13%，同比提升 0.43pct，研发费用率 2.42%，同比下降 0.41pct，财务费用率 0.37%，同比提升 0.22pct。其中 Q3 销售费用率 9.92%，同比提升 0.53pct，管理费用率 7.68%，同比提升 0.47pct，研发费用率 2.26%，同比提升 0.59pct，财务费用率 0.27%，

同比提升 0.21pct。销售费用率提升主要是由于人工费用和广告开支提升。管理费用率提升主要是由于人工费用和生产基地折旧增加。财务费用率上升主要是由于票据贴现费用增加。

收入前瞻指标提速，现金流良好。公司前三季度经营性现金净流入 6.03 亿元，同比多流入 0.87 亿元。收货现金流 56.68 亿元，同比增长 3.07%，其中 Q3 收货现金流 23.70 亿元，同比增长 4.90%。三季度末预收款 5.91 亿元，同比增长 16.47%，比二季度加快 20.47pct。

考虑到宏观经济压力较大，居民消费意愿较弱，略下调公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 10.74/12.08/13.51 亿元（原预计 11.00/12.81/14.83 亿元），对应增速分别为 12.00%/12.5%/11.8%，对应 PE 估值分别为 16.4X/14.6X/13.0X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,812.62	2,164.95	2,960.66	4,324.14	5,149.42
应收票据及应收账款	223.74	596.09	3.42	232.19	30.48
预付账款	92.97	61.96	132.43	98.57	147.60
存货	286.91	302.89	474.67	385.17	603.19
其他	1,185.82	537.23	1,049.52	924.43	868.15
流动资产合计	3,602.06	3,663.12	4,620.70	5,964.50	6,798.84
长期股权投资	0.00	3.99	3.99	3.99	3.99
固定资产	2,184.66	2,402.75	2,535.52	2,589.15	2,582.30
在建工程	470.22	576.85	382.11	277.26	196.36
无形资产	504.13	579.24	543.82	508.39	472.97
其他	298.87	581.01	489.99	463.60	472.04
非流动资产合计	3,457.89	4,143.85	3,955.43	3,842.41	3,727.67
资产总计	7,059.95	7,811.97	8,577.80	9,809.14	10,529.47
短期借款	311.07	426.87	533.60	667.00	833.80
应付票据及应付账款	552.06	671.73	653.24	920.23	841.04
其他	951.90	1,089.70	1,080.95	1,278.96	1,254.57
流动负债合计	1,815.03	2,188.30	2,267.79	2,866.19	2,929.41
长期借款	252.50	176.92	166.00	150.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	77.65	88.36	65.71	77.24	77.10
非流动负债合计	330.15	265.28	231.71	227.24	177.10
负债合计	2,145.18	2,453.59	2,499.49	3,093.43	3,106.51
少数股东权益	443.38	526.03	513.04	509.10	504.33
股本	923.43	923.43	912.37	912.37	912.37
资本公积	1,479.29	1,475.21	1,475.21	1,475.21	1,475.21
留存收益	3,547.96	4,087.41	4,652.90	5,294.24	6,006.26
其他	(1,479.29)	(1,653.70)	(1,475.21)	(1,475.21)	(1,475.21)
股东权益合计	4,914.77	5,358.38	6,078.31	6,715.71	7,422.96
负债和股东权益总	7,059.95	7,811.97	8,577.80	9,809.14	10,529.47

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	904.56	964.25	1,074.22	1,208.25	1,350.66
折旧摊销	211.56	288.77	157.39	166.64	173.18
财务费用	20.86	38.38	30.00	32.00	35.00
投资损失	(33.93)	(32.13)	(29.50)	(30.41)	(35.51)
营运资金变动	486.68	386.92	(79.34)	518.95	(132.59)
其它	(347.05)	(546.38)	(13.68)	(4.01)	(4.87)
经营活动现金流	1,242.68	1,099.80	1,139.09	1,891.41	1,385.87
资本支出	1,384.82	643.74	82.66	68.46	50.14
长期投资	(24.93)	3.99	0.00	0.00	0.00
其他	(2,279.68)	(965.66)	(109.83)	(118.61)	(65.37)
投资活动现金流	(919.80)	(317.92)	(27.17)	(50.15)	(15.23)
债权融资	568.57	680.65	735.05	856.10	984.27
股权融资	(6.76)	(202.15)	141.25	(28.19)	(31.19)
其他	(433.45)	(909.26)	(1,192.51)	(1,305.70)	(1,498.46)
筹资活动现金流	128.36	(430.76)	(316.21)	(477.79)	(545.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	451.25	351.11	795.71	1,363.48	825.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,161.44	7,310.89	8,471.51	9,701.08	10,815.09
营业成本	3,809.80	4,564.02	5,337.05	6,131.08	6,835.14
营业税金及附加	68.21	76.45	84.72	97.01	108.15
营业费用	518.69	700.33	804.79	921.60	1,011.21
管理费用	439.18	566.35	635.36	714.97	800.32
研发费用	166.35	190.66	230.42	261.93	297.41
财务费用	10.00	23.40	30.00	32.00	35.00
资产减值损失	7.91	11.29	17.00	25.00	34.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.93	32.13	29.50	30.41	35.51
其他	(74.50)	(88.04)	(59.00)	(60.82)	(71.02)
营业利润	1,181.87	1,234.30	1,361.66	1,547.89	1,729.37
营业外收入	1.04	1.03	1.00	1.00	1.00
营业外支出	1.52	4.43	3.00	5.00	5.00
利润总额	1,181.39	1,230.90	1,359.66	1,543.89	1,725.37
所得税	276.83	266.65	299.13	339.66	379.58
净利润	904.56	964.25	1,060.54	1,204.24	1,345.79
少数股东损益	(2.21)	5.17	(13.68)	(4.01)	(4.87)
归属于母公司净利润	906.77	959.07	1,074.22	1,208.25	1,350.66
每股收益(元)	0.99	1.05	1.18	1.32	1.48

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.02%	18.66%	15.88%	14.51%	11.48%
营业利润	43.99%	4.44%	10.32%	13.68%	11.72%
归属于母公司净利润	36.56%	5.77%	12.01%	12.48%	11.79%
获利能力					
毛利率	38.17%	37.57%	37.00%	36.80%	36.80%
净利率	14.72%	13.12%	12.68%	12.45%	12.49%
ROE	20.28%	19.85%	19.30%	19.47%	19.52%
ROIC	35.76%	29.06%	32.82%	36.46%	49.14%
偿债能力					
资产负债率	30.39%	31.41%	29.14%	31.54%	29.50%
净负债率	-25.31%	-27.70%	-36.62%	-51.64%	-56.11%
流动比率	1.98	1.68	2.04	2.08	2.32
速动比率	1.83	1.54	1.83	1.95	2.12
营运能力					
应收账款周转率	35.32	17.84	28.26	82.35	82.35
存货周转率	22.18	24.79	21.79	22.56	21.88
总资产周转率	0.99	0.98	1.03	1.06	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.05	1.18	1.32	1.48
每股经营现金流	1.36	1.21	1.25	2.07	1.52
每股净资产	4.90	5.30	6.10	6.80	7.58
估值比率					
市盈率	19.37	18.31	16.35	14.54	13.00
市净率	3.93	3.63	3.16	2.83	2.54
EV/EBITDA	21.46	8.32	9.93	8.11	6.94
EV/EBIT	24.34	9.79	11.05	8.96	7.62

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