

2020年02月03日

索菲亚 (002572.SZ)

## 收入有所回暖，2018Q4 低基数致利润高增长

■业绩快报：2019 年全年实现收入 77.3 亿元，同比增长 5.7%，归母净利润 10.7 亿元，同比增长 11.6%。其中单四季度收入 24.2 亿元，同比增长 9.5%，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 31%。

■收入有所回暖，费用控制带动盈利能力提升：公司 2019 年 Q1-Q4 收入增速分别为-4.7%、12.2%、2.4%、9.5%，四季度收入增速相较前三季度有所回暖。随着四季度地产竣工数据逐步好转，增速转负为正，带动家具需求有所回暖，公司零售情况预计四季度有所好转；另一方面，公司营销战略有所调整，橱衣柜联动增加，司米销售情况较好，对收入增长有一定贡献。

利润端，公司 2019 年 Q1-Q4 利润增速分别 3.7%、6.8%、1.9%、31%，四季度利润端有较大幅度回暖。其中全年非经常收益 9995.6 万元，单四季度非经常收益 1754 万元，扣除非经常收益利润全年增长 5.8%，单四季度扣非后增长 33.3%。利润增速较快一方面 Q4 公司套餐等促销力度依然较大，但受益于产品结构升级，消费者对非套餐产品认可度增强，活动销售引流款占比下降，盈利能力稳健，加上增值税下调等因素利好，毛利率维持在较高水平，同比有所提升；另一方面受益于 2018Q4 低基数，2018Q4 公司费用投入较高，但收入增长不理想，导致利润出现负增长，2019Q4 公司调整战略，稳扎稳打，利润率与 2019Q3 保持稳定，四季度利润增速相对较高。此外，2019 年司米橱衣柜开始贡献利润，较 18 年有较大增长，其中四季度贡献利润较多，对整体盈利能力有积极作用。

■盈利预测及投资建议：我们预计公司 2019-2021 年归属上市公司股东净利润分别为 10.7 亿元、12.6 亿元、14.5 亿元，分别增长 17.8%、15.5%、15.1%，维持“买入-A”评级。

■风险提示：市场竞争持续恶化，橱衣柜销售进展低于预期，地产销售疲软

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	6,161.4	7,310.9	7,730.5	9,067.9	10,274.0
净利润	906.8	959.1	1,067.4	1,256.0	1,448.6
每股收益(元)	0.99	1.05	1.17	1.38	1.59
每股净资产(元)	4.90	5.30	6.42	7.87	9.48

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	19.8	18.7	16.8	14.3	12.4
市净率(倍)	4.0	3.7	3.1	2.5	2.1
净利润率	14.7%	13.1%	13.8%	13.9%	14.1%
净资产收益率	20.3%	19.8%	18.2%	17.5%	16.7%
股息收益率	2.3%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.8%	29.1%	32.6%	33.2%	41.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**22.15 元**  
股价 (2020-01-23) **17.72 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	17,964.57
流通市值(百万元)	12,545.98
总股本(百万股)	912.37
流通股本(百万股)	637.18
12 个月价格区间	16.25/26.88 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.38	-5.16	-23.12
绝对收益	-1.99	8.07	17.56

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

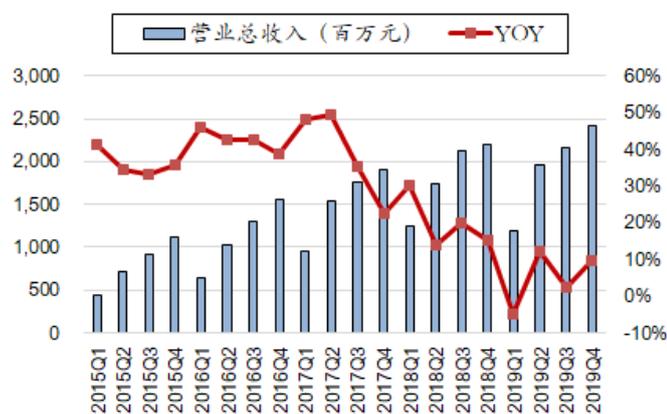
### 相关报告

索菲亚：积极调整，应对市场/雷慧华	2019-10-31
索菲亚：Q2 增速显著回暖，期待更好的自己/雷慧华	2019-08-30
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

■**短期疫情影响相对可控**：受肺炎疫情影响，线下门店服务可能有所延后，2020Q1 订单的服务和确认可能有所延后，对 2020Q1 业绩带来一定影响。但从全年角度看，疫情对公司影响相对有限：1) 定制家具需求 80%以上来自新房装修，需求刚性较强，疫情对需求的影响更多在于延迟而非消失，对全年订单影响相对有限；2) 从占比角度看，公司历年 Q1 销售占比不到 20%，且 1-2 月为相对淡季，占比较低；3) 疫情期间存在线上接单替代传统线下现象，公司线上布局多年，公司公告显示，线上接单占比已达 25%，在重点一线城市线上接单占比 45%-50%；疫情以来公司及时对销售策略进行调整，线下开门红活动在线上顺利展开，对冲疫情对接单的不利影响。4) 生产方面，公司生产线智能化程度较高，对人工依赖度大幅降低。疫情期间，黄冈工厂生产或受一定影响，公司公告显示 2018 年公司华中区域销售占比约 10%，其中武汉销售占比不到 1%；公司预计其他工厂基本与往年复工时间相似。

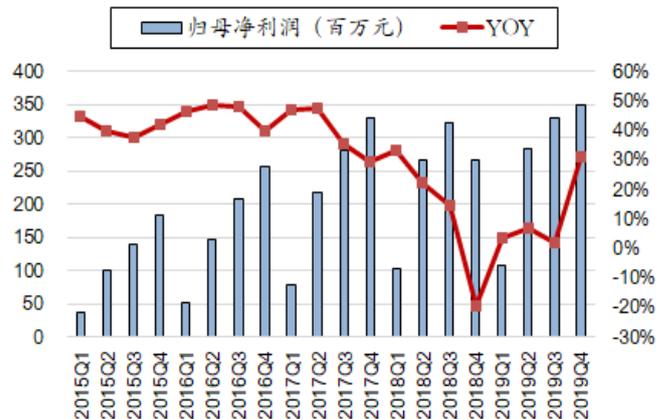
■**多举措积极调整，静待更好的自己**：公司应对市场变化，在经销商管理、多渠道布局、产品、终端业绩考核等多个方面都做出积极调整，效果初显。经销商管理方面，公司进一步强化弱势经销商改革，2019 年前三季度淘汰/优化经销商 62 个，占比超 4%；同时对经销商的监督及管理，保证总部促销等政策在终端的执行。多渠道方面，公司积极推进工程、家装、电商等渠道的布局，目前电商引流客户占比提升至 25%，一线城市占比 45%-50%；公司一直在摸索不损害原有经销商利益的整装渠道运营方式，已经在部分城市逐步落地，预计今年出现成效。产品方面，公司推进轻奢类产品及康纯板均稳步推进，公司公告显示，2019 年前三季度康纯板客户数达 25%，较 2018 年提升超 10pct，收入占比超 20%；公司 2018 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，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。

图 1：索菲亚季度收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：索菲亚季度归母净利润



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
<b>营业收入</b>	6,161.4	7,310.9	7,730.5	9,067.9	10,274.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,809.8	4,564.0	4,789.1	5,617.6	6,349.3	营业收入增长率	36.0%	18.7%	5.7%	17.3%	13.3%
营业税费	68.2	76.5	80.8	94.8	107.4	营业利润增长率	44.0%	4.4%	10.8%	17.7%	15.4%
销售费用	518.7	700.3	749.9	879.6	986.3	净利润增长率	36.6%	5.8%	11.3%	17.7%	15.3%
管理费用	605.5	566.4	749.9	870.5	976.0	EBITDA 增长率	46.1%	22.6%	0.0%	17.3%	14.9%
财务费用	10.0	23.4	15.5	18.1	20.5	EBIT 增长率	45.2%	20.2%	-2.9%	17.7%	15.4%
资产减值损失	7.9	11.3	8.0	8.0	7.0	NOPLAT 增长率	45.7%	8.0%	9.5%	17.7%	15.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.9%	-2.5%	15.5%	-8.1%	-1.6%
投资和汇兑收益	33.9	32.1	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	23.1%	9.0%	19.1%	20.8%	19.1%
<b>营业利润</b>	1,181.9	1,234.3	1,367.4	1,609.3	1,857.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.5	-3.4	1.0	1.0	-0.1	毛利率	38.2%	37.6%	38.1%	38.1%	38.2%
<b>利润总额</b>	1,181.4	1,230.9	1,368.4	1,610.3	1,857.2	营业利润率	19.2%	16.9%	17.7%	17.7%	18.1%
减:所得税	276.8	266.7	301.1	354.3	408.6	净利润率	14.7%	13.1%	13.8%	13.9%	14.1%
<b>净利润</b>	906.8	959.1	1,067.4	1,256.0	1,448.6	EBITDA/营业收入	22.2%	22.9%	21.7%	21.7%	22.0%
						EBIT/营业收入	19.2%	19.5%	17.9%	17.9%	18.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	98	113	117	107	99
货币资金	1,812.6	2,165.0	2,323.6	3,927.0	5,433.7	流动营业资本周转天数	28	3	1	3	-3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	198	179	179	200	231
应收账款	293.2	437.7	128.1	607.2	263.5	应收账款周转天数	13	18	13	15	15
应收票据	-	189.5	4.3	80.1	44.3	存货周转天数	16	15	15	15	15
预付账款	93.0	62.0	112.5	99.2	129.5	总资产周转天数	362	366	366	356	370
存货	286.9	302.9	362.3	412.8	446.6	投资资本周转天数	174	165	166	146	122
其他流动资产	1,116.4	511.1	1,101.7	909.7	840.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	100.5	313.5	100.0	171.3	194.9	ROE	20.3%	19.8%	18.2%	17.5%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	12.3%	13.5%	12.6%	13.0%
长期股权投资	-	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	35.8%	29.1%	32.6%	33.2%	41.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
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%	9.7%	9.7%	9.6%
在建工程	470.2	576.8	431.8	333.8	268.6	管理费用率	9.8%	7.7%	9.7%	9.6%	9.5%
无形资产	504.1	579.2	553.2	526.6	499.3	财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
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%	19.5%	19.3%
<b>资产总额</b>	7,059.9	7,812.0	7,912.0	9,998.4	11,138.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	311.1	426.9	-	-	-	资产负债率	30.4%	31.4%	19.4%	22.9%	17.6%
应付账款	613.9	761.8	596.2	1,035.8	817.1	负债权益比	43.6%	45.8%	24.0%	29.7%	21.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.98	1.68	2.76	2.73	3.81
其他流动负债	890.0	999.7	866.1	1,176.9	1,063.6	速动比率	1.83	1.54	2.51	2.54	3.57
长期借款	252.5	176.9	-	-	-	利息保障倍数	118.54	60.89	89.44	89.73	91.39
其他非流动负债	77.7	88.4	70.0	78.7	79.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,145.2	2,453.6	1,532.3	2,291.4	1,959.7	DPS(元)	0.46	0.50	-	-	-
少数股东权益	443.4	526.0	526.0	526.0	526.0	分红比率	45.8%	47.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	923.4	923.4	912.4	912.4	912.4	股息收益率	2.3%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,548.0	4,087.4	4,941.3	6,268.7	7,740.9						
<b>股东权益</b>	4,914.8	5,358.4	6,379.7	7,707.1	9,179.3						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	904.6	964.2	1,067.4	1,256.0	1,448.6	EPS(元)	0.99	1.05	1.17	1.38	1.59
加:折旧和摊销	211.6	288.8	291.7	337.5	380.4	BVPS(元)	4.90	5.30	6.42	7.87	9.48
资产减值准备	7.9	11.3	-	-	-	PE(X)	19.8	18.7	16.8	14.3	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.7	3.1	2.5	2.1
财务费用	20.9	38.4	15.5	18.1	20.5	P/FCF	39.6	15.6	-148.2	11.3	11.9
投资损失	-33.9	-32.1	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	2.9	2.5	2.3	2.0	1.7
少数股东损益	-2.2	5.2	-	-	-	EV/EBITDA	24.1	8.3	9.5	7.3	5.7
营运资金的变动	490.9	386.5	-345.6	349.9	38.8	CAGR(%)	11.6%	14.5%	18.7%	11.6%	14.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,242.7	1,099.8	999.0	1,931.5	1,858.4	PEG	1.7	1.3	0.9	1.2	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-919.8	-317.9	-103.2	-405.2	-362.7	ROIC/WACC	3.4	2.8	3.1	3.2	4.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	128.4	-430.8	-737.2	77.2	11.0	REP	2.8	1.5	1.3	1.3	0.9

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、骆恺骐声明，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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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