

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2020年03月24日

零售渠道跟随竣工逐步回暖，大宗业务增速亮眼

公司公布 2019 年年报，全年实现收入 76.86 亿元，同比+5.13%，归母净利润 10.77 亿元，同比+12.34%，其中 19Q4 收入 23.75 亿元，同比+7.69%，归母净利润 3.58 亿元，同比+33.79%。

Q4 盈利能力小幅提升，客单价稳步增长。2019 年公司毛利率 37.33%，同比下降 0.25pct，归母净利率 14.02%，同比增加 0.9pct。其中 Q4 毛利率 37.50%，同比增长 0.64pct，归母净利率 15.06%，同比增加 2.94pct。2019 年公司客单价小幅提升为 11592 元/单（出厂口径，不含司米橱柜、木门），同比增长 5.8%，环比三季报增长 2.7%。

零售渠道有望跟随 Q4 交房回暖逐步改善，大宗业务增速亮眼。经销渠道全年收入 64.46 亿元，同比持平；直营渠道收入 2.64 亿元，同比提升 12.66%；大宗业务收入显著提升，全年实现 9.4 亿元，同比增长 60.9%，大宗业务分为自营和经销商两类，其中 2019 年公司自营工程业务同比大幅增长 56%，客户主要为 TOP100 房企。根据行业数据，2019 年 Q4 全国住宅竣工面积 3.5 亿方，同比大幅提升 17.02%，零售渠道有望跟随 Q4 交房回暖逐步改善。

收入前瞻指标提速，现金流良好。公司 19 年经营性现金净流入 13.01 亿元，同比多流入 2.01 亿元。收货现金流 83.33 亿元，同比增长 3.76%，其中 Q4 收货现金流 27.02 亿元，同比增长 4.12%。19 年末预收款 5.44 亿元，同比增长 1.72%。

2019 年电商业务初显成效，2020Q1 公司对疫区经销商进行补贴。2019 年，公司加大电商业务投入，年度通过电商引流客户占比 27%，一线城市电商客户占比 45%。由于新冠病毒疫情影响，家居消费需求被延迟，公司积极采线上营销降低疫情影响。疫情严重区域的经销商可享受赊销信用额度，所使用信用额度预计任意连续 12 个月金额不超过 3 亿元。

零售渠道价值回归更需重视，短期来看疫情打断了一季度竣工回暖节奏，中长期我们维持竣工回暖的判断，我们交房模型 20 年竣工仍将持续改善，公司或将持续受益行业 1-2 年交房回暖周期。预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 12.65/13.14/14.04 亿元，对应增速分别为 17.4%/3.8%/6.8%，对应 PE 估值分别为 11.7X/11.3X/10.6X，维持“买入”评级。

风险提示：新房竣工交房不及预期，地产调控政策趋严，同业竞争加剧，疫情影响趋严等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,310.89	7,686.08	9,147.76	10,280.47	11,332.89
增长率(%)	18.66	5.13	19.02	12.38	10.24
EBITDA(百万元)	1,675.21	1,848.58	1,746.06	1,906.02	2,033.57
净利润(百万元)	959.07	1,077.43	1,265.34	1,313.94	1,403.62
增长率(%)	5.77	12.34	17.44	3.84	6.82
EPS(元/股)	1.05	1.18	1.39	1.44	1.54
市盈率(P/E)	15.46	13.76	11.72	11.28	10.56
市净率(P/B)	3.07	2.72	2.33	2.02	1.75
市销率(P/S)	2.03	1.93	1.62	1.44	1.31
EV/EBITDA	8.32	9.16	6.61	5.43	4.30

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	17.16 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)	15,656.27
流通 A 股市值(百万元)	10,933.93
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	30.80
一年内最高/最低(元)	27.96/15.93

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《索菲亚-季报点评:电商渠道发力，整装渠道发展已有实质性进展》 2019-10-31
- 《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



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