

# 索菲亚 (002572): 渠道优化叠加多品类联动, 期待营收增速改善

2020年03月25日

推荐/首次

索菲亚 公司报告

**事件:** 公司发布 2019 年年报。公司全年实现营业收入 76.86 亿元, 同比增长 5.13%; 归母净利润 10.77 亿元, 同比增长 12.34%; 扣非归母净利润 9.17 亿元, 同比增长 5.89%。

**传统渠道客流承压, Q4 业绩环比回暖。** 全年营收增速同比回落 13.53 个百分点, 主要由于地产周期导致客流减少, 以及渠道多元化趋势下传统渠道的分流。受益于大宗业务提速和橱柜板块发力, Q4 营收增速环比回暖至 7.69%。全年毛利率同比略降 0.25 个百分点, 主要由于家具家品配合促销所致, 衣柜/橱柜/木门毛利率则均有提升。期间费用率基本持平, 控费效果良好。

**康纯板占比提升, 大家居战略助力橱柜木门高增。** (1) **衣柜板块:** 营收同比增长 1.90%, 大宗业务高增对冲零售客流减少的影响; 客单价同比增长 5.9%, 受益于康纯板销售占比由 8% 上升至 26%。未来康纯板和轻奢系列销售占比有望继续提升。(2) **橱柜板块:** 营收同比增长 20.14%, 规模效应显现下实现首年盈利, 预计净利率仍有提升空间。受益衣橱联动营销, Q4 营收提速明显, 2020 年有望延续高增。(3) **木门板块:** 营收同比增长 18.76%, 衣橱联动促销成效显著; 规模效应下毛利率提升 4.06 个百分点, 同比进一步减亏。

**夯实传统渠道, 打造全渠道营销体系, 客流有望扩充。** (1) **传统渠道:** 全年新增大家居店达 118 家, 凸显多品类融合协同发展。渠道管理变革刺激经销商运营效率改善, 淘汰优化持续进行, 2020 年或仍有 8% 经销商淘汰率; 网点进一步下沉、加密, 终端门店形象升级, 提升引流能力。(2) **新兴渠道:** ① **工程:** 公司已与国内 Top100 房企中的 80% 签订战略合作关系, 未来将受益于住宅交房回暖。② **整装:** 鼓励经销商与当地小型家装公司合作, 并打造了专属产品系列、价格体系和制度流程。预计 2020 年或有实质性业绩贡献。③ **线上:** 公司打造多平台、全方位互联网营销矩阵, 以经销商考核机制保证线上客流转化率。索菲亚电商引流客户占比从 16% 升至 27%。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,310.89	7,686.08	8,088.77	9,136.58	10,136.48
增长率(%)	18.66%	5.13%	5.24%	12.95%	10.94%
归母净利润(百万元)	959.07	1,077.43	1,119.84	1,253.30	1,377.98
增长率(%)	6.60%	13.54%	5.45%	13.08%	11.11%
净资产收益率(%)	19.85%	19.79%	17.49%	16.77%	15.93%
每股收益(元)	1.04	1.18	1.23	1.37	1.51
PE	16.32	14.38	13.83	12.35	11.24
PB	3.24	2.84	2.42	2.07	1.79

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

索菲亚是一家主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售的公司。公司于 2003 年开始生产、销售“索菲亚”品牌定制衣柜, 目前已成为国内定制衣柜龙头企业; 2014 年公司引进法国“司米”品牌定制橱柜。公司于 2011 年在深交所上市成功, 是定制衣柜行业内首家 A 股上市公司。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-04-14 召开年度股东大会

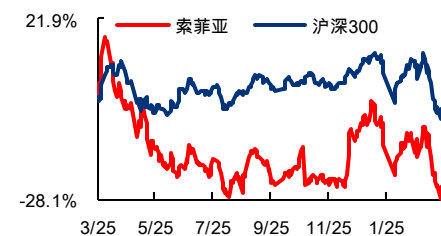
## 发债及交叉持股介绍:

无

## 交易数据

52 周股价区间(元)	26.37-16.25
总市值(亿元)	154.83
流通市值(亿元)	108.15
总股本/流通 A 股(万股)	91,237/63,733
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.71

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

## 研究助理: 王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

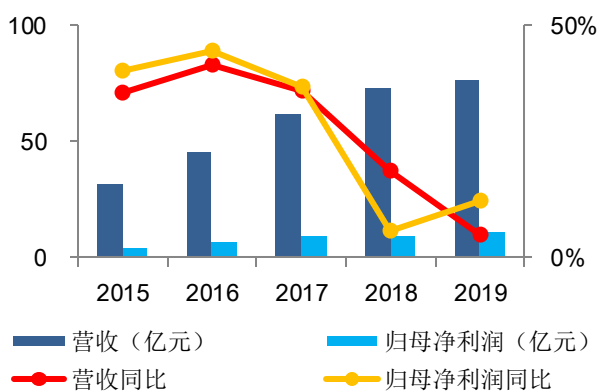
## 研究助理: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

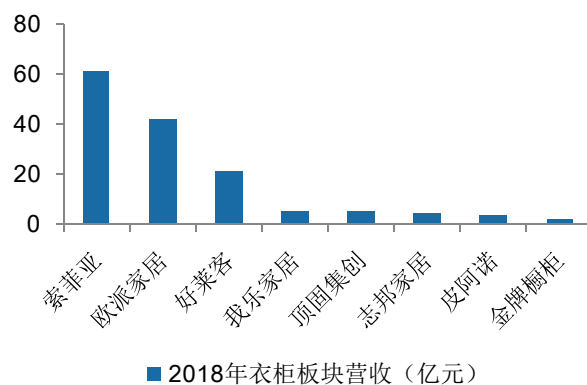
公司于 2001 年起生产销售定制衣柜，目前已成为国内定制衣柜市占率第一的龙头企业。公司在品牌力和供应链方面具备长期竞争优势：（1）品牌力：索菲亚专注衣柜近 20 年，树立了衣柜第一品牌的良好形象；2020 年索菲亚重新升级品牌战略为“柜类定制专家”，强化消费者认知，加深品牌护城河优势。（2）供应链：公司全国性布局 7 大生产基地，在行业内率先推动供应链的柔性化、智能化和数字化，工厂平均交期仅 7-12 天，打破了同行业公司普遍面临的产能瓶颈。

图1：索菲亚营收与归母净利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

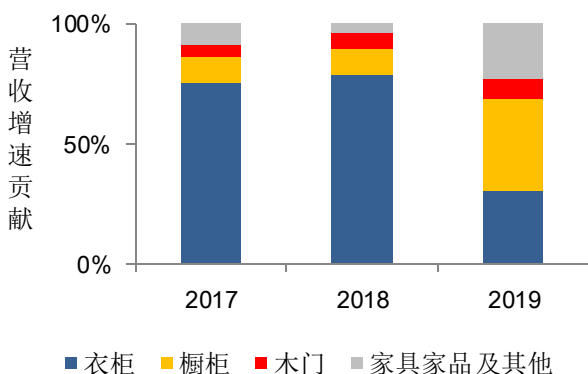
图2：索菲亚衣柜营收位列行业第一



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

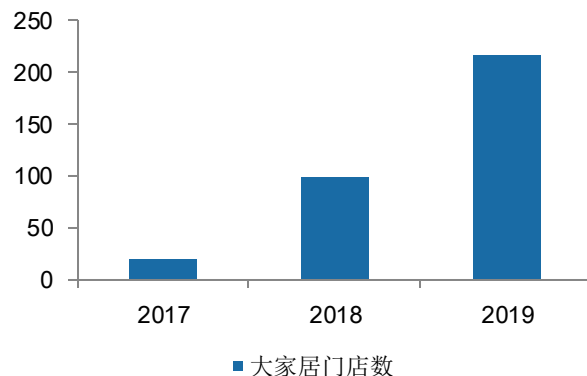
2014 年大家居战略提出以来，公司形成了三大品类为主的产品矩阵：（1）索菲亚全屋定制，以定制衣柜+配套柜提供完整的家居解决方案；（2）司米橱柜，联手法国第一大橱柜品牌推出，主打领先设计和高端品质；（3）索菲亚·华鹤木门，于 2017 年推出。公司加大大家居店开店力度，通过终端的渠道融合和营销协同，橱柜业务成为新的增长动力之一，木门业务亦进入快速成长期。

图3：司米橱柜成为营收增长新动力



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：公司加快大家居店开店速度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司对传统渠道较为依赖，随着地产周期导致客流减少，工程/整装渠道分流客流，公司营收增速自 2018 年起明显回落。对此公司转变经营战略，着力提升终端竞争力，加强经销商精细化管理和优化淘汰力度，发力电商建设，未来有望通过提升终端门店引流能力抵御行业不利影响。同时公司积极探索发展大宗和整装业务，衣柜品类有望通过新兴渠道实现营收增速回升。

**盈利预测与投资评级：**受益住宅竣工交付回暖，大家居战略推进及渠道建设发力，期待公司未来营收增速的改善。2月起公司以直播爆破和线上测量确图服务吸引客流，疫情后有望快速成单降低停业影响。预计公司2020年-2022年实现营收80.89亿元、91.37亿元、101.36亿元，归母净利润分别为11.20亿元、12.53亿元、13.78亿元，EPS分别为1.23元、1.37元和1.51元，对应PE分别为14、12X和11X。首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**1、新冠疫情出现严重恶化；2、地产景气度大幅下行；3、渠道拓展不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	3668	4128	5180	6051	7560	<b>营业收入</b>	7311	7686	8089	9137	10136
货币资金	2165	1340	2022	2284	3041	<b>营业成本</b>	4564	4817	5068	5706	6314
应收账款	407	694	776	926	1055	营业税金及附加	76	72	76	86	95
其他应收款	31	41	43	49	54	营业费用	700	765	809	914	1014
预付款项	62	38	12	-16	-48	管理费用	566	591	607	685	760
存货	303	339	375	438	502	财务费用	23	26	25	31	37
其他流动资产	505	53	254	569	1069	研发费用	191	185	194	219	243
<b>非流动资产合计</b>	4144	4356	4679	4949	5155	资产减值损失	11.29	-17.70	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	39	39	39	39	公允价值变动收益	0.00	46.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	2403	2731	3060	3343	3569	投资净收益	32.13	52.10	50.00	50.00	50.00
无形资产	565	540	508	477	449	加: 其他收益	33.87	44.29	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	33	24	24	24	24	<b>营业利润</b>	1234	1348	1420	1606	1784
<b>资产总计</b>	7812	8484	9859	11000	12715	营业外收入	1.03	1.67	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	2188	2444	2827	2845	3311	营业外支出	4.43	3.28	0.00	0.00	0.00
短期借款	427	313	656	555	907	<b>利润总额</b>	1231	1347	1420	1606	1784
应付账款	672	776	805	907	1003	所得税	267	252	265	300	334
预收款项	535	544	552	561	571	<b>净利润</b>	964	1095	1154	1306	1451
一年内到期的非流动负债	77	129	129	129	129	少数股东损益	5	17	35	52	73
<b>非流动负债合计</b>	265	130	130	130	130	归属母公司净利润	959	1077	1120	1253	1378
长期借款	177	30	30	30	30	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	2454	2575	2958	2975	3441	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	526	465	499	552	624	营业收入增长	18.66%	5.13%	5.24%	12.95%	10.94%
实收资本(或股本)	923	912	912	912	912	营业利润增长	4.44%	9.23%	5.32%	13.08%	11.11%
资本公积	1475	1304	1304	1304	1304	归属于母公司净利润增长	5.77%	12.34%	3.94%	11.92%	9.95%
未分配利润	2315	2894	3768	4745	5820	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	4832	5445	6402	7473	8650	毛利率(%)	37.57%	37.33%	37.35%	37.55%	37.71%
<b>负债和所有者权益</b>	7812	8484	9859	11000	12715	净利率(%)	13.19%	14.24%	14.27%	14.29%	14.31%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	12.28%	12.70%	11.36%	11.39%	10.84%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19.85%	19.79%	17.49%	16.77%	15.93%
<b>经营活动现金流</b>	1100	1301	1192	1246	1313	<b>偿债能力</b>					
净利润	964	1095	1154	1306	1451	资产负债率(%)	31%	30%	30%	27%	27%
折旧摊销	288.77	346.85	391.57	450.88	513.78	流动比率	1.68	1.69	1.83	2.13	2.28
财务费用	23	26	25	31	37	速动比率	1.54	1.55	1.70	1.97	2.13
应收账款减少	-183	-287	-82	-151	-129	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	49	9	8	9	10	总资产周转率	0.98	0.94	0.88	0.88	0.85
<b>投资活动现金流</b>	-318	-1400	-658	-664	-664	应收账款周转率	23	14	11	11	10
公允价值变动收益	0	46	0	0	0	应付账款周转率	11.95	10.62	10.23	10.67	10.61
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	32	52	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	1.04	1.18	1.23	1.37	1.51
<b>筹资活动现金流</b>	-431	-739	149	-320	108	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	-0.92	0.75	0.29	0.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.97	7.02	8.19	9.48
长期借款增加	-76	-147	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	-11	0	0	0	P/E	16.32	14.38	13.83	12.35	11.24
资本公积增加	-4	-171	0	0	0	P/B	3.24	2.84	2.42	2.07	1.79
<b>现金净增加额</b>	351	-838	682	262	757	EV/EBITDA	9.41	8.77	8.01	6.83	5.91

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	家装家居行业报告：从内部整合到产业升级，产品量变与服务质变重塑竞争力	2019-10-09

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016年1月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

## 研究助理简介

### 王长龙

美国南加州大学经济学硕士, 本科毕业于西安交通大学, 2018年加入东兴证券研究所, 从事策略&轻工制造研究。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526