

强烈推荐-A (维持)

索菲亚 002572.SZ

目标估值: N.A.
当前股价: 17.55 元
2019 年 12 月 02 日

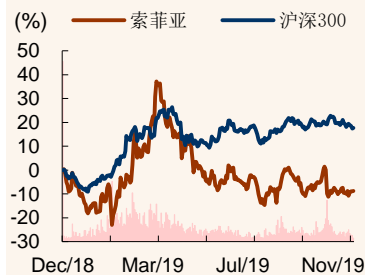
估值和预期底部, 坚定左侧布局

基础数据

上证综指	2876
总股本(万股)	91237
已上市流通股(万股)	63718
总市值(亿元)	160
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	19.4
资产负债率	30.8%
主要股东	江淦钧
主要股东持股比例	20.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-10	-4
相对表现	-7	-14	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《索菲亚(002572)——三季度业绩增速趋缓, 多品类多渠道是未来看点(更新)》2019-10-31
- 2、《索菲亚(002572)——三季度业绩增速趋缓, 多品类多渠道是未来看点》2019-10-31
- 3、《索菲亚(002572)——Q2 营收环比回升, 关注下半年持续改善预期》2019-08-30

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

投资思考: 公司 2019 年收入放缓, 投资者对索菲亚未来增长略有担忧, 股价反映也相对充分。我们认为: 市场对行业和公司未来的发展过度悲观。**地产销售锚定估值, 竣工数据影响业绩:** 地产销售增速回落, 估值已消化至合理区间, 明年竣工数据逐渐向好, 公司业绩增长确定性强。**公司优势在于生产效率高, 全国化布局完善, 产品力和品牌力较强,** 衣柜到橱柜虽然过程曲折, 但今年下半年已见盈利。行业低谷时, 人事和经销商调整循序渐进, **2020 年公司轻装上阵, 估值底部, 左侧布局。**

1、预期和估值底部, 竣工好转带来业绩确定性

Q3 单季收入同比增长 2.4%, 较 Q2 环比降速 10% 左右, 股价也同比例下跌 10%, 消化了之前的线性预期, 估值和预期回到底部区间。目前市场分歧较大, 悲观者认为房地产销量见顶, 未来估值受到较大压制, 明年产能释放较多, 行业竞争加剧等等。但同时我们发现聪明资金在逐步进场, 海外(偏长线)资金三季度后大举买入, **3 个月时间持股比例由 13.5% 提升至 20.5%。**我们也认为公司已具备长期布局价值: **1、看好中国广阔的消费市场和城镇化率的继续提升; 2、公司的品牌力和产品力依然在家居行业中具有较强的竞争力; 3、13-15x 的估值有足够强的安全边际; 4、竣工数据好转带来业绩的确定性。**

2、渠道和人事积极调整, 公司竞争优势进一步增强

行业增速放缓, 公司积极调整正当时。相比竞争对手而言, 公司前期对渠道的汰换力度不大, 因此经销商往往采取“守店”经营策略, 主动性偏弱。**但今年以来, 公司积极主动调整人事和组织架构,** 王兵接替王颢全面负责营销工作, 此外, 原欧派的衣柜营销总监刘总也来到索菲亚, 建立新的考核制度: 即经销商九宫格考核制度和淘汰机制。据渠道调研, 今年淘汰经销商大概有 80-100 家, 同时设立主动营销部调动经销商的主动性。**随着人事的积极调整和更精细化的管理, 依托拥有品牌和制造的优势, 公司的竞争优势进一步增强。**

3、橱柜业务开始盈利, 精装房占比提升利好公司未来发展

橱柜业务今年下半年开始盈利, 虽有波折但前景向好, 明年将直接贡献业绩。另外, 随着精装房比例提升, 我们认为将利好拥有品牌优势的衣柜和橱柜企业。2019~2021 年归母净利分别同比增长 5%、13%、15%, 目前股价对应 20 年 PE 为 14x, 估值和预期底部, 20 年恢复增长, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示: 竣工数据不及预期, 多品类多渠道发展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6161	7311	7779	8563	9683
同比增长	36%	19%	6%	10%	13%
营业利润(百万元)	1182	1234	1293	1462	1678
同比增长	44%	4%	5%	13%	15%
净利润(百万元)	907	959	1006	1137	1304
同比增长	37%	6%	5%	13%	15%
每股收益(元)	0.98	1.04	1.10	1.25	1.43
PE	17.9	16.9	15.9	14.1	12.3
PB	3.6	3.4	3.0	2.7	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 业绩多季度回顾, 各项财务指标均稳定增长

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	2,118	2,205	1,185	1,957	2,169
营业毛利	808	813	408	744	827
营业费用	199	198	151	194	215
管理费用	153	173	120	146	167
财务费用	1	15	7	7	6
投资收益	6	6	6	11	24
营业利润	401	369	122	355	423
归属母公司净利润	323	267	107	284	329
EPS (元)	0.35	0.29	0.12	0.31	0.36
主要比率					
毛利率	38.1%	36.9%	34.4%	38.0%	38.1%
营业费用率	9.4%	9.0%	12.7%	9.9%	9.9%
管理费用率	7.2%	7.8%	10.1%	7.5%	7.7%
营业利润率	18.9%	16.7%	10.3%	18.1%	19.5%
有效税率	18.0%	25.1%	21.3%	17.5%	19.8%
净利率	15.3%	12.1%	9.0%	14.5%	15.2%
YoY					
收入	20%	15%	-5%	12%	2%
归属母公司净利润	15%	-19%	4%	7%	2%

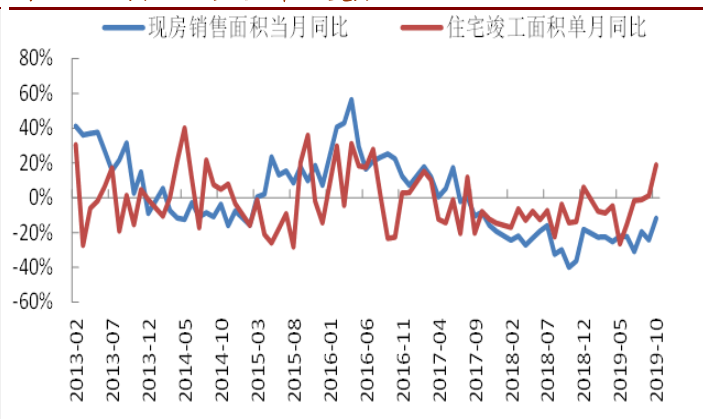
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 海外资金加速布局



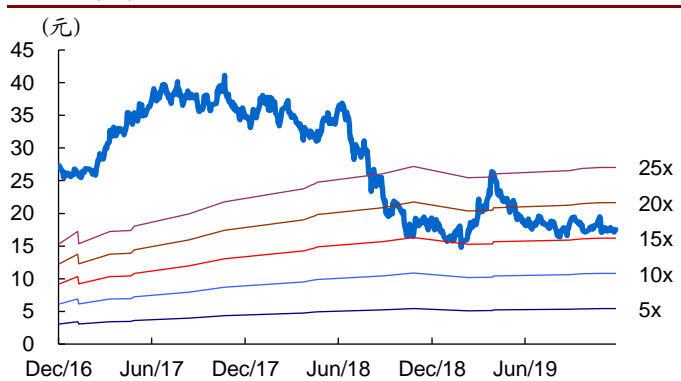
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 10月竣工数据开始复苏



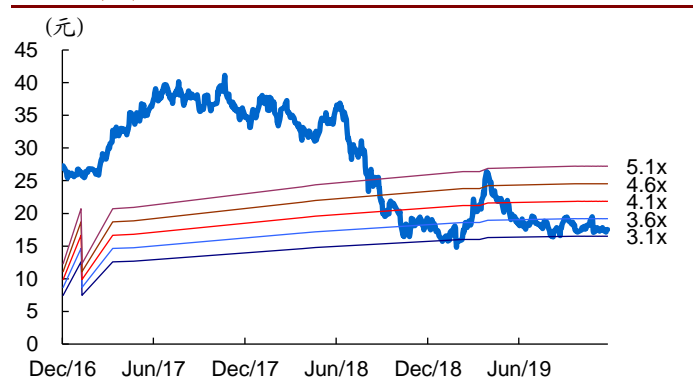
资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 索菲亚历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 4: 索菲亚历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

参考报告:

- 1、《索菲亚(002572)_三季度业绩增速趋缓，多品类多渠道是未来看点》2019-10-31
- 2、《索菲亚(002572)_Q2 营收环比回升，关注下半年持续改善预期》2019-08-30
- 3、《索菲亚（002572）—Q1 经营承压变革开启，全年趋势向上可期》2019-04-26
- 4、《索菲亚（002572）—衣柜稳增橱柜扭亏，强化终端业绩承压》2019-03-05
- 5、《索菲亚（002572）—向生产力继续进发》2018-11-02

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3602	3668	3896	4539	5395
现金	1813	2165	1640	2057	2589
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	190	778	856	968
应收款项	224	407	519	571	646
其它应收款	69	31	33	36	41
存货	287	303	316	347	391
其他	1209	573	610	671	759
非流动资产	3458	4144	4440	4501	4539
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	2185	2403	2892	3215	3409
无形资产	490	565	508	457	412
其他	783	1173	1037	824	714
资产总计	7060	7812	8337	9040	9933
流动负债	1815	2188	2174	2219	2348
短期借款	311	427	400	311	250
应付账款	552	672	719	789	889
预收账款	486	535	572	628	708
其他	466	555	483	490	501
长期负债	330	265	265	265	265
长期借款	253	177	177	177	177
其他	78	88	88	88	88
负债合计	2145	2454	2440	2484	2614
股本	923	923	912	912	912
资本公积金	1479	1297	1297	1297	1297
留存收益	2069	2612	3156	3809	4566
少数股东权益	443	526	531	538	545
归属于母公司所有者权益	4471	4832	5366	6018	6775
负债及权益合计	7060	7812	8337	9040	9933

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1243	1100	624	1357	1499
净利润	907	959	1006	1137	1304
折旧摊销	212	289	300	338	361
财务费用	21	38	23	17	9
投资收益	(34)	(32)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	163	(137)	(669)	(96)	(137)
其它	(26)	(17)	15	12	13
投资活动现金流	(920)	(318)	(550)	(350)	(350)
资本支出	(1139)	(735)	(600)	(400)	(400)
其他投资	220	417	50	50	50
筹资活动现金流	128	(431)	(599)	(590)	(617)
借款变动	415	190	(104)	(89)	(61)
普通股增加	462	(0)	(11)	0	0
资本公积增加	(462)	(183)	0	0	0
股利分配	(323)	(416)	(462)	(484)	(547)
其他	37	(23)	(23)	(17)	(9)
现金净增加额	451	351	(525)	417	532

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6161	7311	7779	8563	9683
营业成本	3810	4564	4885	5362	6043
营业税金及附加	68	76	81	90	101
营业费用	519	700	739	805	910
管理费用	606	566	603	651	736
研发费用					
财务费用	10	23	23	17	9
资产减值损失	8	11	3	3	3
公允价值变动	0	0	20	20	20
投资收益	34	32	30	30	30
营业利润	1182	1234	1293	1462	1678
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	4	2	2	2
利润总额	1181	1231	1292	1461	1678
所得税	277	267	281	318	367
净利润	905	964	1011	1143	1311
少数股东损益	(2)	5	5	6	7
归属于母公司净利润	907	959	1006	1137	1304

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	36%	19%	6%	10%	13%
营业利润	44%	4%	5%	13%	15%
净利润	37%	6%	5%	13%	15%
获利能力					
毛利率	38.2%	37.6%	37.2%	37.4%	37.6%
净利率	14.7%	13.1%	12.9%	13.3%	13.5%
ROE	20.3%	19.8%	18.7%	18.9%	19.3%
ROIC	16.5%	16.2%	15.8%	16.3%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	30.4%	31.4%	29.3%	27.5%	26.3%
净负债比率	8.1%	8.7%	6.9%	5.4%	4.3%
流动比率	2.0	1.7	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.8	1.5	1.6	1.9	2.1
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转率	13.7	15.5	15.8	16.2	16.4
应收帐款周转率	35.9	23.2	16.8	15.7	15.9
应付帐款周转率	7.9	7.5	7.0	7.1	7.2
每股资料 (元)					
EPS	0.98	1.04	1.10	1.25	1.43
每股经营现金	1.35	1.19	0.68	1.49	1.64
每股净资产	4.84	5.23	5.88	6.60	7.43
每股股利	0.45	0.50	0.53	0.60	0.69
估值比率					
PE	17.9	16.9	15.9	14.1	12.3
PB	3.6	3.4	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	20.5	18.8	17.1	15.2	13.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019 年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC 等奖项。2019 年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。