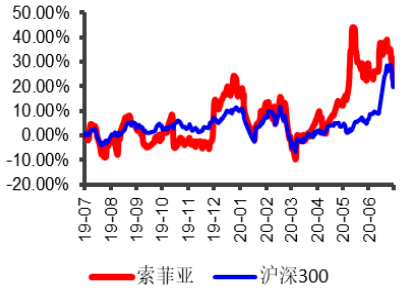
轻工/家具　索菲亚（002572.SZ）　首次评级

报告原因：公司公告　拟设立供应链子公司+华南智能工厂，辐射全国、协同发力 增持

2020 年 7 月 18 日　公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 7 月 17 日

收盘价(元)：	22.44
年内最高/最低（元）：	18.12/32.29
流通 A 股/总股本（亿）：	6.37/9.12
流通 A 股市值（亿）：	143
总市值（亿）：	205

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	-0.02
摊薄每股收益：	-0.02
每股净资产(元)：	5.95
净资产收益率：	-0.30%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel：15011180295

Email：yangjingjing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 7 月 17 日晚间，索菲亚发布公告称，拟使用自有资金 1 亿元设立全资子公司“广州索菲亚供应链有限公司”(暂定名，以工商局核准为准)。
- 索菲亚发布公告称，拟在增城宁西工业园建设索菲亚华南区定制家居智能化工业 4.0 工厂，首期投资金额达 5.1 亿元：首期投资包括两个项目：（1）索菲亚定制家居智能化工业 4.0 未来工厂项目（具体项目名称以公司备案报批为准）预计投资额为 3.7 亿，包括建筑投资约 1.9 亿元，设备投资约 1.3 亿元，土地购置投资约 0.4 亿元，流动资金约 0.1 亿；（2）定制家居智能中转立库项目（具体项目名称以公司备案报批为准）预计投资额为 1.4 亿，包括建筑投资约 0.71 亿元，设备系统约 0.5 亿元，土地购置投入约 0.19 亿元。项目建成投产后，可以生产加工定制衣柜柜身、趟门、线条百叶、吸塑类、木门类。

事件点评

- **子公司的设立旨在打造集团级供应链体系，有利于优化供应链运作，减少运营成本，提升公司整体效益。**经过十多年的快速发展，公司在中国东南西北中建成了七大制造基地，完成全国的工业布局。与此同时，公司持续不断投入建设信息系统，已经形成了完善的贯穿前中后台的信息平台。该项目重点在于索菲亚整个集团内部多组织供应链的运营与优化，通过对集团内部下属企业的供应链实施整合、协作，形成优化后的集团级供应链系统。
- **华南区定制家居智能化工业 4.0 工厂项目有利于提升华南生产基地智能制造水平，提高华南生产基地与其他区域生产基地产能协同效应，进一步提升华南市场的服务和支持能力。**公司位于广州增城的华南生产基地自 2003 年设立。自设立至今，除 2011 年升级改造提升产能达 15 亿产值后，该生产基地后续未曾扩建产能。华南区域是公司业务主要市场，且历年来保持较快增长（2019 营收占比 22.41%，YOY+6.23%）。首期投资项目预计新建总建筑面积逾 9.7 万平方米，用地面积约 119 亩，包括但不限于立体仓库、生产车间、门卫等。项目建成投产后，可以生产加工定制衣柜柜身、趟门、线条百叶、吸塑类、木门类；同时优化索菲亚华南区生产基地仓储、物流环节，提升公司运行效率，间接提升经济效益。

- **产品升级推动毛利率上升，“柜类定制专家”形象深入人心，司米橱柜步入收获期。**2019 年衣柜（不含 OEM 家具）收入同比-2.8%，但由于轻奢系列和康纯板销售占比提升，衣柜毛利率增至 40.49%。其中自然客流占比降至 41%，电商引流占比增至 27%。2019 年司米橱柜收入 8.51 亿元，同比+20.1%，毛利率同比+0.56pct 至 28.54%，伴随规模效应释放，净利润增至 2344 万元，净利率达到 2.8%，2020 年有望继续提高。2019 年木门收入 1.88 亿元，同比+18.8%，毛利率同比+4.06pct 至 15.85%；净利润-4843 万元，较 2018 年略微减亏。
- **全国渠道覆盖广泛，多元化渠道营销、线上线下融合加速推进。**根据索菲亚 2019 年报，公司经销商渠道的销售占比 83.86%，直营专卖店渠道销售占比 3.44%、大宗工程业务渠道占比 12.23%。电商渠道的统计包含在经销商渠道里面。截止至 2019 年底，索菲亚全屋定制拥有经销商 1500 多位，专卖店 2501 家，大家居店面 216 家；司米橱柜经销商 833 家，专卖店 845 家；“索菲亚”木门经销商超 560 家，独立店 227 家（含在装修店面）融入店逾 470 家；“华鹤”木门经销商 150 家，专卖店 163 家（含在装修店面）；索菲亚工厂端实现客单价 11,592 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 5.8%。电商渠道方面，2019 年度电商引流的客户占比已从 16%上升到 27%，一线城市的电商客户占比逾 45%。
- **大宗与整装持续开拓，积极部署和拓展全国各地头部地产客户、家装和整装公司，形成长期战略合作关系。**其中，大宗方面公司已与国内 top100 房地产企业中 80%达成战略合作，整装方面已跟超过 100 家装企签订合作协议，2020 年签约目标 200-300 家，增量收入贡献有望在下半年体现。大宗工程分为自营和经销商经营两种，自营工程 2019 年收入增速为 56%，主要客户是全国前 100 强的房地产开发商。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 11.87、13.72、14.97 亿元，同比增长 10.14%、15.57%、9.17%，对应 EPS 为 1.30/1.50/1.64 元，PE 为 17.25/14.93/13.67 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

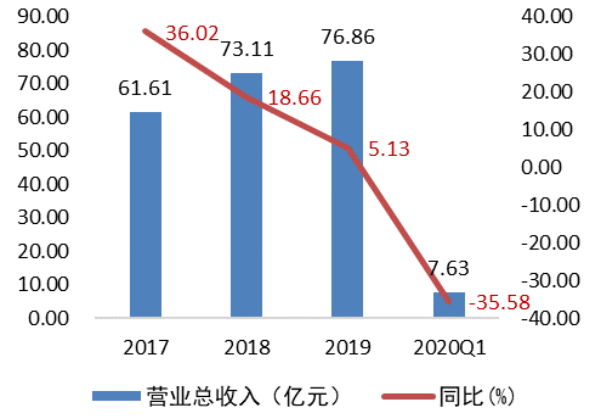
存在风险

- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新品推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		7,310.89	7,686.08	8,185.67	9,127.02	9,994.09
	同比增长	18.66%	5.13%	6.50%	11.50%	9.50%
归母净利润（百万元）		959.07	1,077.43	1,186.72	1,371.54	1,497.34
	同比增长	5.77%	12.34%	10.14%	15.57%	9.17%
每股收益（元）		1.04	1.18	1.30	1.50	1.64
PE		21.61	19.00	17.25	14.93	13.67
PB		4.29	3.76	3.06	2.54	2.18

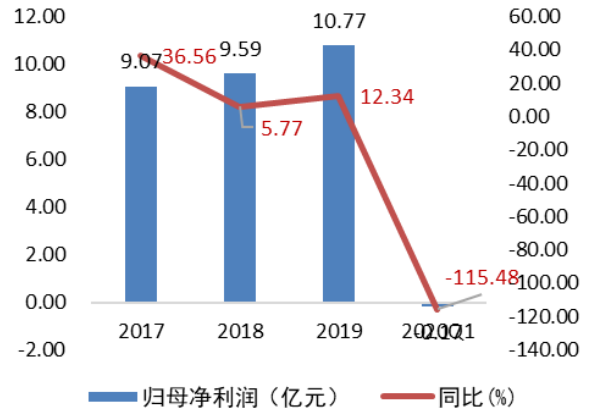
数据来源：wind、山西证券研究所

图 1：索菲亚近三年一期营业收入及同比增长率



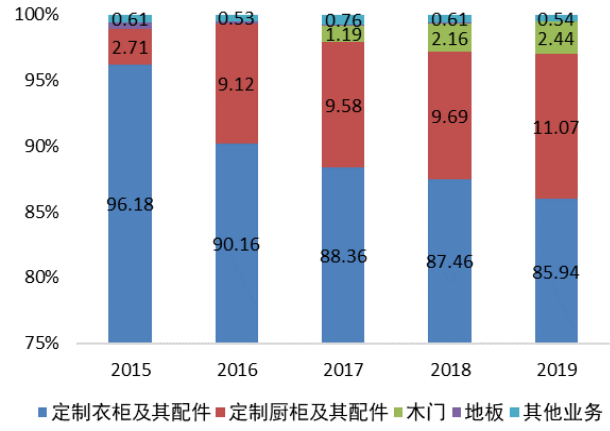
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：索菲亚近三年一期净利润及同比增长率



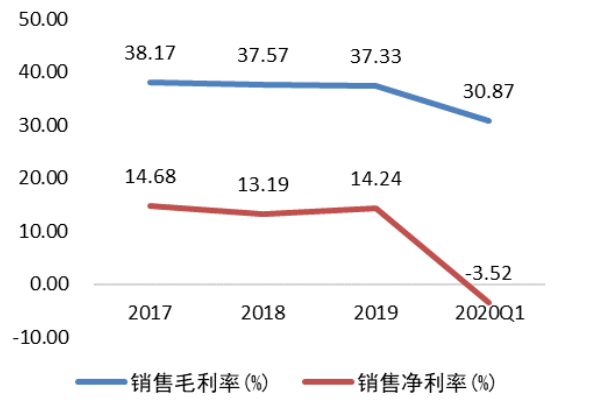
数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：索菲亚分品类收入占比



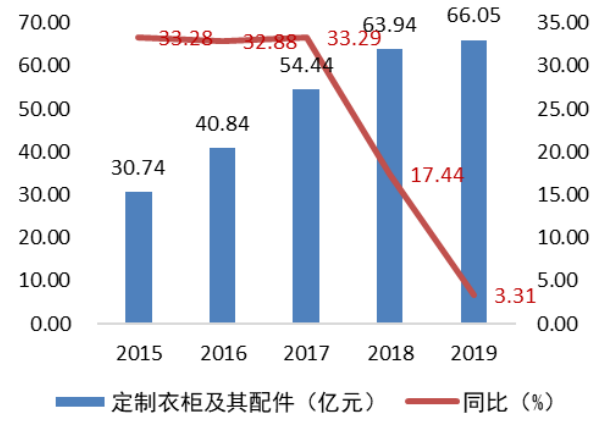
数据来源：山西证券研究所、wind

图 4：索菲亚近三年一期毛利率、净利率



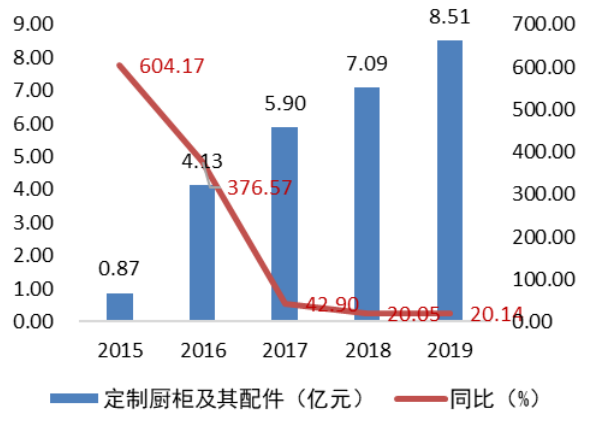
数据来源：山西证券研究所、wind

图 5：索菲亚定制衣柜收入及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 6：索菲亚司米橱柜收入及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

表 1：索菲亚 2019 年分地区营业收入构成

分地区	2019 年		2018 年		同比增减
	金额（亿元）	占营业收入比重	金额（亿元）	占营业收入比重	
华南	17.23	22.41%	16.22	22.19%	6.19%
华东	18.37	23.90%	16.42	22.46%	11.87%
华北	16.35	21.27%	16.00	21.88%	2.19%
东北	4.02	5.23%	4.10	5.60%	-1.92%
西南	9.23	12.01%	8.94	12.23%	3.24%
西北	4.18	5.44%	3.82	5.22%	9.55%
华中	6.74	8.77%	6.83	9.34%	-1.27%
出口	0.32	0.42%	0.34	0.46%	-3.97%
其他业务	0.42	0.54%	0.44	0.61%	-6.05%

资料来源：山西证券研究所、索菲亚 2019 年报

图 7：索菲亚全国产能布局（实体工厂）以及信息平台（虚拟工厂）



数据来源：山西证券研究所、索菲亚 2019 年报

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7,310.9**	**7,686.1**	**8,185.7**	**9,127.0**	**9,994.1**
减:营业成本	4,564.0	4,817.2	5,148.8	5,727.2	6,274.3
营业税费	76.5	72.1	76.1	85.2	93.1
销售费用	700.3	765.3	806.3	894.4	974.4
管理费用	566.4	591.3	627.8	695.5	757.6
财务费用	23.4	25.5	-10.0	1.0	1.0
资产减值损失	11.3	-17.7	-10.0	9.0	-1.9
加:公允价值变动收益	-	**46.1**	-90.2	-55.0	-70.0
投资和汇兑收益	32.1	52.1	0.3	26.2	13.2
营业利润	**1,234.3**	**1,348.2**	**1,456.6**	**1,685.8**	**1,838.8**
加:营业外净收支	-3.4	-1.6	-2.5	-2.1	-2.3
利润总额	**1,230.9**	**1,346.6**	**1,454.1**	**1,683.8**	**1,836.5**
减:所得税	266.7	251.8	267.4	312.2	339.1
净利润	**959.1**	**1,077.4**	**1,186.7**	**1,371.5**	**1,497.3**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,165.0	1,339.7	2,503.9	3,598.4	5,003.7
交易性金融资产	-	1,275.2	1,185.0	1,130.0	1,060.0
应收帐款	437.7	734.6	478.2	533.2	583.8
应收票据	189.5	346.9	-	-	-
预付帐款	62.0	37.7	90.1	100.3	109.8
存货	302.9	338.8	705.3	784.6	859.5
其他流动资产	506.1	54.5	56.1	57.8	59.5
可供出售金融资产	313.5	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	4.0	38.5	38.5	38.5	38.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,402.8	2,731.2	3,029.9	3,368.0	3,573.3
在建工程	576.8	527.7	533.6	550.2	420.1
无形资产	579.2	545.8	516.5	487.1	457.8
其他非流动资产	169.6	416.6	429.1	442.0	455.2
资产总额	**7,812.0**	**8,484.0**	**9,611.0**	**11,111.9**	**12,642.0**
短期借款	426.9	313.0	350.3	350.3	360.1
应付票据	-	59.0	62.8	70.0	76.7
应付账款	671.7	776.2	768.7	855.1	936.8
其他流动负债	88.4	100.3	105.3	110.6	116.1
长期借款	176.9	30.0	-	-	-
其他非流动负债	88.4	100.3	105.3	110.6	116.1
负债总额	**2,453.6**	**2,574.7**	**2,464.4**	**2,593.8**	**2,787.9**
股本	923.4	912.4	912.4	912.4	912.4
资本公积与留存收益	2,612.2	3,267.3	4,454.0	5,825.5	7,173.1
少数股东权益	526.0	464.7	464.7	464.7	464.7
股东权益	**5,358.4**	**5,909.3**	**7,146.6**	**8,518.1**	**9,854.1**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	964.2	1,094.8	1,186.7	1,371.5	1,497.3
加:折旧和摊销	11.3	17.7	-	-	-
资产减值准备	288.8	346.9	274.8	274.8	454.5
公允价值变动损失	-	-46.1	-90.2	-55.0	-70.0
财务费用	38.4	39.0	-10.0	1.0	1.0
投资收益	-32.1	-52.1	-0.3	-26.2	-13.2
少数股东损益	5.2	17.4	-	-	-
营运资金的变动	386.5	154.2	236.1	-5.8	34.1
经营活动产生现金流量	**1,099.8**	**1,301.2**	**1,597.2**	**1,560.4**	**1,903.7**
投资活动产生现金流量	**-317.9**	**-1,400.0**	**-371.4**	**-464.9**	**-345.9**
融资活动产生现金流量	**-430.8**	**-738.7**	**-98.8**	**-1.0**	**-162.3**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	18.7%	5.1%	6.5%	11.5%	9.5%
营业利润增长率	4.4%	9.2%	8.0%	15.7%	9.1%
净利润增长率	22.6%	10.3%	-6.9%	14.0%	17.0%
EBITDA增长率	20.2%	9.2%	-7.0%	16.6%	9.1%
EBIT增长率	8.0%	13.4%	5.7%	16.4%	9.2%
NOPLAT增长率	5.8%	12.3%	10.1%	15.6%	9.2%
投资资本增长率	-2.5%	-1.0%	2.5%	10.2%	0.0%
净资产增长率	9.0%	10.3%	20.9%	19.2%	15.7%
利润率					
毛利率	37.6%	37.3%	37.1%	37.3%	37.2%
营业利润率	16.9%	17.5%	17.8%	18.5%	18.4%
净利润率	13.1%	14.0%	14.5%	15.0%	15.0%
EBITDA/营业收入	22.9%	24.1%	21.0%	21.5%	23.0%
EBIT/营业收入	19.5%	20.2%	17.7%	18.5%	18.4%
投资回报率					
ROE	19.8%	19.8%	17.8%	17.0%	15.9%
ROA	12.3%	12.9%	12.3%	12.3%	11.8%
ROIC	29.1%	33.8%	36.1%	41.0%	40.6%
费用率					
销售费用率	9.6%	10.0%	9.9%	9.8%	9.8%
管理费用率	7.7%	7.7%	7.7%	7.6%	7.6%
财务费用率	0.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	17.6%	18.0%	17.4%	17.4%	17.3%
运营效率					
固定资产周转天数	113	120	127	126	125
流动资产周转天数	179	183	201	221	250
应收帐款周转天数	18	27	53	53	44
存货周转天数	23	24	37	47	36
总资产周转天数	366	382	398	409	428
偿债能力					
资产负债率	31.4%	30.3%	25.6%	23.3%	22.1%
负债权益比	45.8%	43.6%	34.5%	30.5%	28.3%
流动比率	1.68	1.69	2.13	2.50	2.87
速动比率	1.54	1.55	1.83	2.18	2.55
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.04	1.18	1.30	1.50	1.64
BVPS(元)	5.23	5.97	7.32	8.83	10.29
PE(X)	21.6	19.0	17.3	14.9	13.7
PB(X)	4.3	3.8	3.1	2.5	2.2
P/FCF	17.9	22.7	20.8	19.9	13.6
P/S	2.8	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.3	9.2	10.0	8.2	6.4
CAGR(%)	12.5%	11.0%	9.5%	12.5%	11.0%
PEG	173.4%	172.7%	182.1%	119.8%	124.3%

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336