



2019-10-31

公司点评报告

买入/维持

索菲亚(002572)

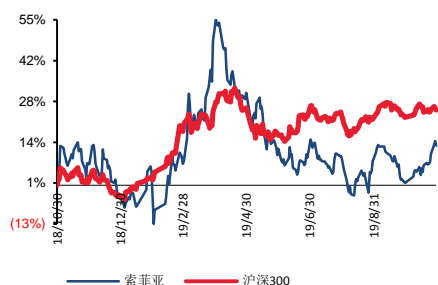
目标价: 25.20

昨收盘: 19.25

轻工制造

扣非净利增速承压，产品升级+大家居战略逐渐发力

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 912/637 |
| 总市值/流通(百万元) | 17,563/12,266 |
| 12个月最高/最低(元) | 26.88/15.09 |

■ 相关研究报告:

索菲亚(002572)《索菲亚: 衣柜增速好转、司米减亏, Q2 业绩向好》--2019/08/30

索菲亚(002572)《索菲亚: 一季度扣非利润不及预期, 期待 Q2 订单向好》--2019/04/25

索菲亚(002572)《索菲亚 2018 年报: 衣柜 2C 增速环比逐季提升, 橱柜业务实现扭亏》--2019/03/05

■ 证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

■ 研究助理: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

■ 事件:

公司发布 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 公司营收 53.12 亿元, 同比+4.03%, 归母净利润 7.2 亿元, 同比+4.05%, 扣非净利润 6.37 亿元, 同比-4.49%。扣非净利润增速下滑主要系非经常性损益所致, 2019Q1-Q3 非经常性损益 8242 万元, 同比增加 5802 万。经营性净现金流 6.03 亿元, 同比+16.6%。

Q1/Q2/Q3 营收分别 11.85、19.57、21.69 亿元, 同比-4.67%、+12.18%、+2.42%, 归母净利润 1.07、2.84、3.29 亿元, 同比+3.69%、+6.84%、+1.87%, 扣非净利润 0.79、2.69、2.89 亿元, 同比-18.31%、+7.67%、-9.77%。

■ 点评:

分品类来看, 衣柜及配件 Q1/Q2/Q3 收入分别为 9.77、15.72、17.44 亿元, yoy-7.1%、+9.5%、-1.7%; 配套品收入 0.62、1.19、1.24 亿元, yoy-10.9%、+48.8%、+34.5%; 衣柜(含 OEM)收入 10.38、16.91、18.7 亿元, yoy-7.3%、+11.6%、+1.36%; 橱柜收入 1.08、2.03、2.39 亿元, yoy+13%、+12%、11.9%; 木门收入 0.28、0.52、0.54 亿元, yoy+36.1%、+33.1%、12.9%。

工程业务增长及康纯板推广, 拖累毛利率。 2019Q1-Q3, 毛利率同比-0.63pct 至 37.25%, 净利率同比+0.27pct 至 13.72%, 期间费用率同比+0.96pct 至 21.48%, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.56%、8.13%、2.42%、0.37%, 分别同比+0.72、+0.43、-0.41、+0.22pct。Q3 单季毛利率 38.11%, 同比-0.05pct, 净利率 15.66%, 同比+0.18pct。毛利率下降主要系工程业务增长拖累毛利率, 以及公司为推广康纯板以低价供给经销商所致。

分产品看, 2019Q1-Q3, 衣柜毛利率同比-0.42pct 至 40.6%, 橱柜毛利率同比+1.01pct 至 28.35%, 家具家品毛利率同比-2.21pct 至 14%, 木门毛利率同比+3.81pct 至 13.96%。

定制衣柜(含 OEM): 大宗占比提升。 2019Q1-Q3 衣柜(含 OEM)收入 45.97 亿元, 同比+2.65%, 根据我们的估计, 零售(经销+直营)Q1、Q2、Q3yoy 分别为-9.1%、9.9%、-1.1%, 大宗 yoy 分别为 5%、35%、30%。客单价 11,291 元/单(出厂口径, 不含司米橱柜、木门), 同比+5.14%。截止 9.30, 索菲亚经销商约 1500 位, 专卖店 2642 家(不含 20m²-60m² 的超市店 140 家, 含大家居店、轻奢店), 新开发区域 77 个, 淘汰经销商及区域 62 个。

司米橱柜：减亏显著，贡献业绩增量。2019Q1-Q3 司米橱柜收入 5.5 亿元，同比+12.81%，净利润-30.71 万元，同比减亏-97.83%。司米橱柜拥有经销商 814 家（其中 80% 以上都是跟索菲亚重叠的经销商），独立的司米专卖店达 840 家。

木门：收入显著上升。2019Q1-Q3 木门收入 1.35 亿元，同比+25.74%。截止 9.30，索菲亚木门独立店达 160 家（不含在装修店面 48 家）、经销商逾 550 家（基本上都与索菲亚的经销商重合），华鹤品牌定制木门门店逾 145 家，经销商 132 家。公司将木门产品出样融入更多的索菲亚门店，逐步实现一体化销售。

轻奢系列产品上市，产品升级持续。公司推出索菲亚和司米的多个轻奢系列产品。另外，购买零甲醛添加康纯板的客户占比以及销售收入占比继续上升，其中收入占比从年初的 8% 上升到 20%，客户占比从年初的 14% 提升到 25%。

大家居开店提速深化全屋定制，电商渠道占比持续上升。2017 年开始公司鼓励经销商开千平大家居店，长期目标是每个城市至少一个大店，截止 9.30 已开出了 191 家大家居店，稳步推进公司的大家居战略，2019 年的目标是开出 150 个大家居，预计 2019 年底大家居店将达 248 家。在品牌力带动下，截止 9.30 电商引流的客户总体占比已从 16% 提升到 25%；一线城市的电商客户占比逾 45%。

我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.11、1.17 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 17.31、16.46 倍，考虑到目前公司估值较为便宜，维持“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7311 | 8041 | 8724 | 9248 |
| (+/-%) | 18.67 | 9.98 | 8.49 | 6.01 |
| 净利润(百万元) | 959 | 1027 | 1080 | 1115 |
| (+/-%) | 5.77 | 7.05 | 5.18 | 3.27 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.04 | 1.11 | 1.17 | 1.21 |
| 市盈率(PE) | 16.11 | 17.31 | 16.46 | 15.94 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。