

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年10月31日

**市场数据**

目前股价	21.31
总市值（亿元）	68.25
流通市值（亿元）	23.14
总股本（万股）	32,026
流通股本（万股）	10,859
12个月最高/最低	32.06/20.09

**分析师**

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

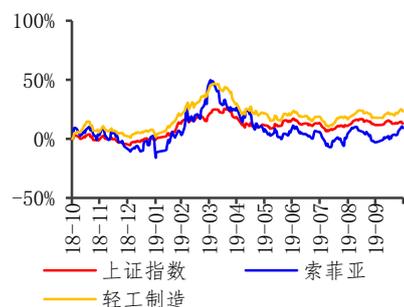
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

**股价表现**


数据来源：wind

## Q3 业绩承压，整装策略调整进行中

——索菲亚（002572）2019Q3 点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	7969	9164	10539
(+/-%)	9.0%	15.0%	15.0%
净利润	1022	1153	1293
(+/-%)	6.5%	12.9%	12.2%
摊薄 EPS	1.11	1.25	1.40
PE	16	14	13

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- Q3 业绩承压，扣非后归母净利润负增长。**实现营业收入 53.12 亿元，同比+4.03%；实现归母净利润 7.2 亿元，同比+4.05%；扣非后归母净利润 6.37 亿元，同比-4.49%；分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 11.85/19.57/21.69 亿元，同比分别-4.67%/+12.18%/+2.42%；实现归母净利润 1.07/2.84/3.29 亿元，同比分别+3.69%/+6.84%/+1.87%；扣非后归母净利润 0.79/2.69/2.89 亿元，同比分别-18.32%/+7.67%/-9.77%。面对行业寒冬，公司前期因一城一商的经营策略，开拓新渠道如整装、大宗的速度低于预期，面对挑战公司积极调整策略，叠加竣工的回暖，业绩回暖在望。
- 橱柜、木门增速较高，大宗渠道占比持续提升。**分品类看，索菲亚衣柜（含 OEM 家具）、司米定制橱柜、木门实现营业收入 45.97、5.5、1.35 亿元，同比分别+2.56%、+12.81%、+25.74%，橱柜及木门的增速较快，衣柜增速较为平缓，但客单价持续提升，同比+5.14%至 1.12 万元/单，单价较高的康纯板为主推力，康纯板的销售占比从 8%提升至 20%。分渠道来看，前三季度索菲亚衣柜经销商、直营、大宗销售占比分别为 85.42%、3.16%、10.97%，大宗占比相对 H2（10.84%）略有提升，贡献度持续增加。
- 新品拖累毛利率，投资收益带动净利率提升。**毛利率方面，衣柜及其配件、橱柜及其配件、木门、家具家品毛利率分别为 40.6%、28.35%、13.96%、14%，同比-0.42pcpts，+1.01pcpts、+3.81pcpts、-2.21pcpts。综合来看，前三季度毛利率同比-0.63pcpts 至 37.25%，主要系低毛利率新品占比不断提升所致。随着规模扩大橱柜、木门的盈利能力持续提升。期间费用率同比+0.96pcpts 至 21.48%；其中，广告费用及人工费用的增加，销售费用率+0.72pcpts 至 10.55%；人工费用增加，管理费用率（含研发费用率 2.42%）同比+0.03pcpts 至 10.56%；借贷利息及票据贴息增加，财务费用率同比+0.21pcpts 至 0.37%。Q3 深圳索菲亚出售部分股票，投资收益+52.78%，带动净利率同比+0.27pcpts 至 13.72%。
- 大宗业务对现金流及应收账款略有影响，但整体现金流及营运能力良好。**现金流来看，前三季度实现经营现金流 6.03 亿元，同比+16.75%，票据贴

现一定程度缓解大宗业务的现金压力，现金流表现稳健。营运能力来看，存货周转天数 27.05 天，同比下降 1.51 天；给经销商的支持加大，及大宗业务的开展，应收账款周转天数 17.25 天，同比上升 7.72 天。

- **大家居融合店高速扩张，整装渠道策略调整。**截至 2019Q3，索菲亚渠道新开拓区域 77 个，淘汰经销商及区域 62 个，经销商突破 1500 位，门店数量随着经销商及渠道的调整，门店数量相对 Q2 有所减少，调整主要集中在超市店。定制橱柜与木门门店开拓稳步推进，环比净增 3 家、6 家至 840 家、305 家。大家居店增速较快，环比净增 15 家至 191 家。线上渠道来看，渠道占比持续提升，电商引流客户总体从 16% 提升至 25%，一线城市的引流占比超过 45%。整装渠道方面，公司积极调整策略，加强与整装公司的排他合作，目标整装经销商年底达 100 家，同时持续鼓励原有经销商发展整装渠道。
- **投资建议：**公司运营保持稳健，行业寒冬中经营策略逐步调整，定制老牌龙头有望重新出发，预测公司 19-20 年 EPS 分别为 1.11 元、1.25 元，对应 PE 分别为 16X、14X，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；国内渠道铺设不及预期；房地产销量低于预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6161.44	7310.89	7968.87	9164.20	10538.83	<b>成长能力</b>					
营业成本	3809.80	4564.02	5036.33	5819.27	6702.70	营业收入增长	36.0%	18.7%	9.0%	15.0%	15.0%
营业费用	518.69	700.33	780.95	907.26	1064.42	营业成本增长	32.6%	19.8%	10.3%	15.5%	15.2%
管理费用	605.53	566.35	597.67	682.73	779.87	营业利润增长	44.0%	4.4%	4.0%	13.0%	13.1%
研发费用	0.00	190.66	207.82	238.99	274.84	利润总额增长	42.2%	4.2%	4.5%	12.9%	13.0%
财务费用	10.00	23.40	15.33	10.39	2.91	净利润增长	36.6%	5.8%	6.5%	12.9%	12.2%
投资净收益	33.93	32.13	24.05	30.04	28.74	<b>获利能力</b>					
营业利润	1181.87	1234.30	1283.58	1450.42	1640.79	毛利率(%)	38.2%	37.6%	36.8%	36.5%	36.4%
营业外收支	-0.48	-3.40	3.00	2.30	0.35	销售净利率(%)	14.7%	13.2%	12.6%	12.4%	12.2%
利润总额	1181.39	1230.90	1286.57	1452.72	1641.14	ROE(%)	18.4%	18.0%	17.1%	17.3%	17.4%
所得税	276.83	266.65	278.71	314.70	355.52	ROIC(%)	27.8%	30.7%	29.1%	30.9%	33.8%
少数股东损益	-2.21	5.17	-13.72	-14.89	-7.64	<b>营运效率</b>					
净利润	906.77	959.07	1021.58	1152.90	1293.26	销售费用/营业收入	8.4%	9.6%	9.8%	9.9%	10.1%
<b>资产负债表</b>	<b>( 百万 )</b>					管理费用/营业收入	9.8%	7.7%	7.5%	7.5%	7.4%
流动资产	3602.06	3668.12	3586.35	4759.24	5104.47	研发费用/营业收入	0.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
货币资金	1812.62	2164.95	2347.66	2821.66	3534.47	财务费用/营业收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%
应收票据及应收账款	223.74	596.09	0.00	637.98	156.47	投资收益/营业利润	2.9%	2.6%	1.9%	2.1%	1.8%
其他应收款	69.93	31.82	59.79	49.27	87.21	所得税/利润总额	23.4%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
存货	286.91	302.89	315.96	365.60	384.30	应收账款周转率	35.32	17.84	33.03	28.73	26.53
非流动资产	3457.89	4143.85	4441.19	4778.45	5081.61	存货周转率	13.72	15.48	16.28	17.08	17.88
固定资产	2184.66	2402.75	2920.96	3322.51	3609.89	流动资产周转率	1.82	2.01	2.20	2.20	2.14
资产总计	7059.95	7811.97	8027.55	9537.70	10186.08	总资产周转率	0.99	0.98	1.01	1.04	1.07
流动负债	1815.03	2188.30	1885.17	2745.56	2599.94	<b>偿债能力</b>					
短期借款	311.07	426.87	426.87	426.87	426.87	资产负债率(%)	30.4%	31.4%	26.4%	31.0%	27.3%
应付账款	552.06	671.73	447.45	1007.37	907.69	流动比率	1.98	1.68	1.90	1.73	1.96
非流动负债	330.15	265.28	237.85	211.32	181.41	速动比率	1.16	1.28	1.28	1.28	1.45
长期借款	252.50	176.92	149.49	122.95	93.04	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	2145.18	2453.59	2123.02	2956.87	2781.35	EPS	0.98	1.04	1.11	1.25	1.40
股东权益	4914.77	5358.38	5904.53	6580.83	7404.73	每股净资产	4.84	5.23	5.84	6.59	7.49
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	923.43	每股经营现金流	1.55	1.84	1.39	1.70	1.97
留存收益	2068.67	2612.20	3134.86	3725.01	4391.72	每股经营现金/EPS	1.58	1.77	1.25	1.36	1.41
少数股东权益	443.38	526.03	512.31	497.42	489.78	<b>估值比率</b>					
负债和股东权益	7059.95	7811.97	8027.55	9537.70	10186.08	P/E	17.99	17.01	15.97	14.15	12.62
<b>现金流量表</b>	<b>( 百万 )</b>					PEG	0.45	0.59	0.97	1.78	1.25
经营活动现金流	1242.68	1099.80	1280.27	1572.99	1823.13	P/B	3.65	3.38	3.03	2.68	2.36
其中营运资本减少	364.08	471.89	0.83	158.79	219.42	EV/EBITDA	11.35	10.34	9.95	8.65	7.27
投资活动现金流	-919.80	-317.92	-553.59	-603.06	-618.34	EV/SALES	2.53	2.11	1.90	1.60	1.32
资本支出	1139.32	735.34	293.35	333.27	299.16	EV/IC	3.05	2.76	2.49	2.17	1.84
筹资活动现金流	128.36	-430.76	-543.97	-495.93	-491.99	ROIC/WACC	2.80	3.08	2.92	3.08	3.34
现金净增加额	451.65	351.20	182.71	474.00	712.81	REP	1.09	0.90	0.85	0.70	0.55

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>