



2018-10-30

公司点评报告

买入/维持

索菲亚(002572)

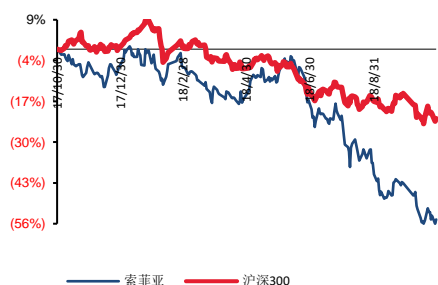
目标价: 21.00

昨收盘: 17.32

轻工制造

## Q3 收入端环比提升, 期待未来进一步提升市场份额

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	923/638
总市值/流通(百万元)	15,994/11,052
12个月最高/最低(元)	39.35/16.78

索菲亚(002572)《二季度收入增长略低于预期, 静待三季度收入端逐渐改善》--2018/08/29

索菲亚(002572)《低点已过, 未来收入端有望提速》--2018/04/16

索菲亚(002572)《黎明前的黑暗, 静待业绩增速季度环比提升》--2018/03/27

证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

## ■ 事件:

**公司发布 2018 年三季报:** 2018 年 1-9 月实现营业收入 51.06 亿元, 同比增长 20.11%。总体而言, 增速较 Q2 有所回升。归母净利润 6.92 亿元, 同比增加 20.16%; 归母扣非净利润 6.67 亿元, 同比增加 21.11%; 基本每股收益 0.75 元。分季度来看, Q1/Q2/Q3 营业收入分别为 12.43/17.45/21.18 亿元, 同比增长 30.32%/13.78%/20.10%; Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 1.03/2.66/3.23 亿元, 同比增长 33.48%/22.50%/14.70%; Q1/Q2/Q3 归母扣非净利润 0.97/2.50/3.20 亿元, 同比增加 36.46%/18.69%/18.94%。

## ■ 点评:

分拆业务来看, 1-9 月衣柜/橱柜/木门/家居家品收入分别为 42.61/4.91/1.08/2.42 亿元, 同比增速分别为 18.61%/19.24%/169.62%/20.62%, Q3 单季衣柜/橱柜/木门/家居家品收入分别为 17.75/2.13/0.48/0.93 亿元, 同比增速分别为 17.51%/47.19%/19.46%/26.35%。

**盈利水平略有下降, 期间费用率有所上升。**2018 年 1-9 月公司毛利率 37.88%略有下降, 主要是公司产品降价促销所致, 净利率为 13.45%; 期间费用率 20.52%, 同比增加 0.88pct, 销售、管理(含研发)、财务费用率分别为 9.83%、10.53%、0.16%, 同比变动 0.57/0.41/-0.10pct。

**衣柜增速较 Q2 有所提升, 零售业务总体增长趋缓。**1-9 月索菲亚衣柜收入约为 42.61 亿元, 同比增加 18.61%。; 其中零售渠道收入 38.79 亿元, 同比增加 12.62%, 大宗渠道收入 3.82 亿元, 同比增加 157.60%; Q3 单季度衣柜收入约为 17.75 亿元, 同比增加 17.51%; 其中零售渠道 Q3 收入 16.34 亿元, 同比增加 13.36%, 大宗渠道收入 1.41 亿元, 同比增加 103.37%。考虑到公司零售业务渠道弹性约为 11%~13%, 因此 Q3 单季度同店增速约为 0.4%~2.4%。

从客单价来看, 衣柜业务客单价持续增长, 2018 年前三季度“索菲亚”全屋定制产品实现客单价 10743 元/单(出厂口径价格), 同比增长 9.33%, 客户数约 36.10 万, 同比增加 3.0%; Q3 单季全屋定制客单价约为 11271 元/单, 同比增加 9.6%, 客户数约 14.49 万, 同比增加 3.5%。

渠道方面, 至 2018 年 9 月底, “索菲亚”全屋定制产品拥有经销商近 1400 家, 专卖店数量 2469 家以及大家居店 47 家; 公司继续加密

一、二线城市销售网点，拓展四、五、六线城市的销售网点；其中公司省会/地级/县级城市门店数量分别占比 18%/28%/54%，销售额分别占比 35%/32%/33%

**橱柜业务 Q3 摆脱上半年高基数影响，逐渐进入高速发展期。**2018 年 6 月份，司米橱柜业务已经开始实现盈利，2018 年前三季度实现营收 4.91 亿元，同比增加 19.24%，其中 Q3 单季度实现营收 2.13 亿元，同比增加 47.2%。截止 2018 年 9 月底，司米厨柜拥有经销商 712 家，独立的经销商专卖店 822 家（不含大家居门店，含在装修门店）。

从三季度来看，公司整体收入端压力尚存，衣柜虽然增速环比提升，但主要大宗业务的贡献占比相对较高，我们认为未来随着行业的渗透率红利不断衰减以及地产周期的下行，过往的行业整体高速增长的时代已经不复存在，企业只有在产品、渠道、品牌、服务等多方面寻求变革，去迎合消费者的需求，为消费者创造价值，才有希望在行业洗牌的过程中不断提升份额，保持较快速度的增长。索菲亚作为衣柜行业一直以来的龙头，我们看好公司在行业景气度下行阶段的业绩表现，看好公司未来在行业竞争中不断提升自身份额，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.26 元/1.56 元/1.94 元，当前股价对应 PE 为 13.74/11.09/8.94，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：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6161	7583	9362	11180
(+/-%)	36.0	23.1	23.5	19.4
净利润(百万元)	905	1166	1448	1794
(+/-%)	36.56	28.39%	23.88%	24.05%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.26	1.56	1.94
市盈率(PE)	37.55	13.74	11.09	8.94

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1387	1813	2651	3730	5205	营业收入	4530	6161	7583	9362	11180
应收和预付款项	189	317	216	266	317	营业成本	2874	3810	4716	5808	6850
存货	269	287	365	436	521	营业税金及附加	47	68	68	84	101
其他流动资产	1329	1186	1154	1162	1171	销售费用	388	519	637	786	939
流动资产合计	3174	3602	4386	5595	7215	管理费用	404	606	645	796	950
长期股权投资	25	0	0	0	0	财务费用	-5	10	-25	-43	-51
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	8	-8	4	3
固定资产	1166	2185	2298	2381	2437	投资收益	6	34	0	0	0
在建工程	459	470	400	348	309	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	259	504	466	442	420	营业利润	821	1182	1551	1927	2388
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	10	0	4	4	4
其他非流动资产	2164	3458	3370	3378	3373	利润总额	831	1181	1554	1931	2392
资产总计	5338	7060	7756	8973	10588	所得税	193	277	389	483	598
短期借款	134	311	0	0	0	净利润	637	905	1166	1448	1794
应付和预收款项	824	1038	822	1014	1201	少数股东损益	-27	-2	2	6	5
长期借款	25	253	253	253	253	归母股东净利润	664	907	1164	1442	1789
其他负债	364	544	1131	1182	1318						
负债合计	1346	2145	2206	2448	2772	预测指标					
股本	462	923	923	923	923		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	1942	1479	1479	1479	1479	毛利率	36.57%	38.17%	37.82%	37.96%	38.73%
留存收益	1485	2069	2702	3671	4958	销售净利率	14.66%	14.72%	15.35%	15.40%	16.00%
归母公司股东权益	3888	4471	5105	6074	7361	销售收入增长率	41.75%	36.02%	23.08%	23.46%	19.41%
少数股东权益	103	443	445	451	456	EBIT 增长率	39.26%	44.18%	28.38%	23.41%	24.02%
股东权益合计	3992	4915	5550	6524	7816	净利润增长率	44.66%	36.56%	28.39%	23.88%	24.05%
负债和股东权益	5338	7060	7756	8973	10588	ROE	17.08%	20.28%	22.81%	23.75%	24.31%
						ROA	12.44%	12.84%	15.01%	16.07%	16.90%
						ROIC	23.78%	25.53%	37.51%	47.92%	63.37%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.48	0.98	1.26	1.56	1.94
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	PE (X)	36.59	37.55	13.74	11.09	8.94
经营性现金流	1193	1243	1333	1909	2247	PB (X)	6.43	7.60	3.13	2.63	2.17
投资性现金流	-1789	-920	-157	-283	-282	PS (X)	5.52	5.52	2.11	1.71	1.43
融资性现金流	949	128	-337	-548	-490	EV/EBITDA (X)	24.29	23.34	7.57	5.78	4.20
现金增加额	1	0	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 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
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@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	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@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	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@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	王佳美	18271801566	wangjm@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。