



2019-01-29

公司点评报告

买入/维持

索菲亚 (002572)

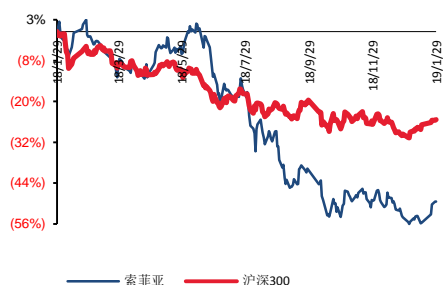
目标价: 19.00

昨收盘: 18.11

轻工制造

Q4 收入承压，利润增速不及预期

■ 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)	16723/11,754
12 个月最高/最低(元)	38.50/16.03

相关研究报告:

索菲亚 (002572)《Q3 收入端环比提升，期待未来进一步提升市场份额》--2018/10/30

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

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

联系人：庞盈盈

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布 2018 年度业绩预告修正报告: 2018 年度公司预计实现营业收入 70.86~73.94 亿元, 同比增长 15%~20%, 归母净利润 9.52~9.97 亿元, 同比增长从 10%~30%下修至 5%~10%。对应 Q4 单季预计实现营业收入 19.8~22.88 亿元, 同比增长 3.61%~19.73%, 归母净利润约 2.6~3.05 亿元, 同比下滑 7.85%~21.45%。

点评:

公司业绩下修原因主要在于: 1) 自 2018Q2 开始公司下调出厂价, 下半年收入及毛利率有所下降, 尤其 Q4 受影响较大; 2) “爱家季活动”延长优惠时间, 影响毛利率; 3) 2018 年新开及重装衣柜、橱柜门店合计超 1000 家, 公司对经销商新开店上样产品给予高折扣优惠; 4) 工程业务持续增长, 也会影响毛利率。Q4 单季预计实现营业收入 19.8~22.88 亿元, 同比增长 3.61%~19.73%。分拆来看, 我们估计 2018Q4 新开店和重新装修带来的样品收入至少贡献 3%的收入增长, 大宗业务贡献至少 6%的收入弹性, 因此对应零售(剔除新开店和重新装修带来的下样收入)同比持平或小个位数增长。

当前家居行业机会与风险并存。这段时间春季躁动明显, 大家纷纷跃跃欲试想参加板块的吃饭行情, 再加上 12 月的地产竣工数据有向好的趋势, 正如我们之前在报告《业绩符合预期, 中长期看成长性确定》中所提到的, 目前家居行业处于业绩空档期, 大家有足够的理由去 YY 家居企业 2019 年的业绩情况, 但是要提醒投资者注意的是特别在上半年, 2018 年同比基数相对较高, 且目前我们从终端经销商调研反馈来看, 并没有显著回暖的迹象, 因此行业一季报总体来看, 可能压力还是比较大的。

行业净利率会不会进一步下滑? 为何部分竞争对手净利率下滑并不明显?从衣柜龙头索菲亚的情况来看, 净利率和毛利率均在 2018Q2 达到拐点, 随后下滑, Q4 有进一步下滑的趋势, 我们认为一方面就像公司所说的, 2018 年年中开始降价以及大宗等业务收入占比提升带来的结果, 但另一方面部分竞争对手在同样降价的情况下毛利率确并没有显著下降, 我们认为很大程度上和两者之间产品以及营销方式之间的区别有关。

因为差异化产品的相对缺失, 索菲亚往往会在高端客户和高客单值客户的抢夺中处于劣势, 因为价格战比较容易在入门产品(如 799

等)中爆发，因此如果 799 占比不断提升，则企业越有可能在价格战中比竞争对手丧失更多的毛利。长期来看，我们认为入门产品(799)的价格有望进一步降低，从而去下沉到更广阔的市场，但是家居并不是家电，消费者还是对好看的产品或者更好的设计有着一定的追求，标准化和个性化两条腿，缺一不可。

预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 1.08 和 1.19 元，对应 2018-2019PE 分别为 16.8 和 15.2 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：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6161	7219	8720	10197
(+/-%)	36.0	17.2	20.8	16.9
净利润(百万元)	905	997	1105	1193
(+/-%)	36.56%	9.79%	10.51%	8.19%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.08	1.19	1.29
市盈率(PE)	17.09	16.80	15.20	14.05

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	2462	3185	4049	营业收入	4530	6161	7219	8720	10197
应收和预付款项	189	317	207	252	296	营业成本	2874	3810	4638	5723	6806
存货	269	287	359	430	518	营业税金及附加	47	68	65	78	92
其他流动资产	1329	1186	1152	1159	1166	销售费用	388	519	606	732	857
流动资产合计	3174	3602	4180	5026	6029	管理费用	404	606	614	741	867
长期股权投资	25	0	0	0	0	财务费用	-5	10	-22	-28	-14
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	8	-9	3	2
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	1326	1469	1588
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	1329	1473	1591
资产总计	5338	7060	7550	8404	9402	所得税	193	277	332	368	398
短期借款	134	311	0	0	0	净利润	637	905	997	1105	1193
应付和预收款项	824	1038	800	980	1159	少数股东损益	-27	-2	1	4	3
长期借款	25	253	253	253	253	归母股东净利润	664	907	996	1100	1190
其他负债	364	544	1117	1159	1288						
负债合计	1346	2145	2169	2392	2699						
股本	462	923	923	923	923	预测指标					
资本公积	1942	1479	1479	1479	1479		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	1485	2069	2533	3160	3848	毛利率	36.57%	38.17%	35.74%	34.37%	33.26%
归母公司股东权益	3888	4471	4936	5563	6251	销售净利率	14.66%	14.72%	13.79%	12.62%	11.67%
少数股东权益	103	443	445	449	452	销售收入增长率	41.75%	36.02%	17.16%	20.80%	16.94%
股东权益合计	3992	4915	5381	6012	6703	EBIT 增长率	39.26%	44.18%	9.75%	10.52%	9.17%
负债和股东权益	5338	7060	7550	8404	9402	净利润增长率	44.66%	36.56%	9.79%	10.51%	8.19%
						ROE	17.08%	20.28%	20.17%	19.78%	19.04%
						ROA	12.44%	12.84%	13.19%	13.09%	12.66%
						ROIC	23.78%	25.53%	31.85%	36.28%	42.05%
现金流量表(百万)						EPS(X)	1.48	0.98	1.08	1.19	1.29
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	PE(X)	24.86	17.09	16.80	15.20	14.05
经营性现金流	1193	1243	1143	1553	1636	PB(X)	4.37	3.46	3.39	3.01	2.68
投资性现金流	-1789	-920	-157	-283	-282	PS(X)	3.75	2.51	2.32	1.92	1.64
融资性现金流	949	128	-337	-548	-490	EV/EBITDA(X)	16.11	10.14	9.23	8.01	6.92
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。