



2019-02-28

公司点评报告

买入/维持

索菲亚 (002572)

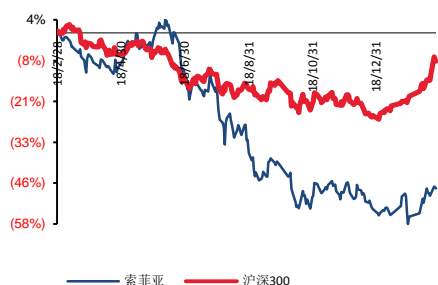
目标价: 20.9

昨收盘: 19.0

轻工制造

利润增速低于预期，司米橱柜实现扭亏

■ 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)	17,545/12,124
12个月最高/最低(元)	37.58/15.09

相关研究报告:

索菲亚 (002572) 《Q4 收入承压，利润增速不及预期》--2019/01/29

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

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 年度业绩快报: 2018 年实现营业收入 73.11 亿元，同比增长 18.66%，归母净利润 9.59 亿元，同比增长 5.77%。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 单季分别实现营收 12.43/17.45/21.18/22.05 亿元，同比增长 30.32%/13.78%/20.1%/15.38%，归母净利润 Q1/Q2/Q3/Q4 单季为 1.03/2.66/3.23/2.67 亿元，同比增长 33.48%/22.5%/14.7%/-19.34%。公司利润增速逐季下滑。

点评:

分业务来看，2018 年菲亚定制家具（含 OEM 家具家品）实现营业收入 63.94 亿元，同比增长 17.44%，衣柜（含 OEM）Q1/Q2/Q3/Q4 单季营业收入分别为 11.24/15.11/18.68/18.91 亿元，同比增速分别为 32.34%/11.13%/17.92%/14.54%；2018 年司米橱柜营收 7.21 亿元，同比增长 21.18%，Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 0.96/1.82/2.13/2.3 亿元，同比增长 -5.88%/10.3%/47.19%/28.49%。

假设家具家品 Q4 同比增速与前三季度相同为 20.62%，则 2018 年衣柜（不含 OEM）营收 60.47 亿元，同比增长 17.26%，衣柜（不含 OEM）Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 10.55/14.31/17.75/17.86 亿元，同比增长 28.97%/13.21%/17.51%/14.19%；家具家品 2018 年营收 3.47 亿元，同比增长 20.6%，Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 0.69/0.8/0.93/1.05 亿元，同比增长 120.36%/-16.39%/26.35%/20.6%。

从衣柜业务收入（不含 OEM 产品）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，对应实际 Q4 的 2C 业务同比增长约为 5%，考虑到公司渠道端弹性在 10% 以上，因此 Q4 同店收入增速（SSSG）出现了一定程度的下滑。截止至 2018 年年底索菲亚定制家具专卖店数量已超过 2600 家（不含超市店），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，司米专卖店近 822 家，司米橱柜全年已实现扭亏。

关于公司利润率下滑的问题，我们在上一篇索菲亚的 2018 年度业绩预告修正公告点评中已经有所阐述和讨论，我们认为展望未来，如果公司不在差异化上（包括产品、服务、品牌等方面，特别是产品）做一些努力的话，势必会陷入和其他众多衣柜品牌拼价格的循环中，固然，通过价格下沉一定会扩大消费群体，提高客户数量，但是如果频繁对主品牌产品进行降价，那么有可能会进一步拉低品牌定位，从

中长期来看不一定是一件很好的事情。

我们研究了家电中较为成熟的品类，发现在中高端市场的竞争中，价格策略往往起不到非常好的效果（具体可见我们行业报告《定制企业中长期路径探索：忽略短期地产周期波动，谁未来有可能成长为家居行业的巨无霸》）。因此，我们还是更希望看到公司在差异化方面能够有所建树。当然从中长期来看，我们认为行业一定会往高效化以及零售化的方向去走，降本提效往往在竞争中端市场中会发挥更好的效果，而不是在中高端市场。什么是中端市场？我们认为至少是 30% 以上的价差，目前欧铂丽出厂价比大部分竞品低 20% 左右，如果价格能够再下沉 10%，我们认为就可以在中端市场中有比较好的表现了。

观察到 2019 年 315 开始，公司的促销手段从去年的 799 (平米计价) 又恢复成了全屋套餐计价 (22 平米 19999 送床垫)，因此公司总部最近 4 年其实三度切换了营销方式，从 2016 年的平米计价，到 2017 年下半年开始的套餐计价，再到 2018 年的平米计价，再到 2019 年恢复成套餐计价，这里可以看到公司总部层面对于营销模式还是有一些摇摆不定的。

我们从内心底里是完全理解公司的纠结的，一方面 799 是索菲亚非常经典的营销案例，在过去曾经取得了巨大的成功，但是简单的平米计价确实是过于工厂思维，不管是从用户角度，还是从提升客单价的角度，套餐价确实更加明智，但是套餐计价毕竟是竞品非常成功的营销方式，因此公司总部会出现这种战略上的反复摇摆。我们的建议是即便觉得套餐计价确实更好，也完全可以做一些区别化的营销方案，譬如之前套餐营销的效果比较好的一个原因是解决了客户在定制行业中的一大痛点：“价格不确定”，那么索菲亚完全研究一些营销方案去解决客户其他的痛点，诸如配件等等，不管是营销方案还是其他方面，我们还是坚持认为公司应该走出自己的差异化路线，这也是公司作为目前衣柜（全屋定制）龙头应该有的风范。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06、1.20 和 1.30 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 17.96、15.82 和 14.64 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	7275	8783	10268
(+/-%)	36.0	18.1	20.7	16.9
净利润(百万元)	905	978	1113	1202
(+/-%)	36.56%	7.75%	13.50%	8.11%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.06	1.20	1.30
市盈率(PE)	17.09	17.96	15.82	14.64

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)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1387	1813	2448	3181	4054
应收和预付款项	189	317	209	254	298
存货	269	287	362	433	522
其他流动资产	1329	1186	1152	1159	1167
流动资产合计	3174	3602	4171	5027	6041
长期股权投资	25	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1166	2185	2298	2381	2437
在建工程	459	470	400	348	309
无形资产开发支出	259	504	466	442	420
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	2164	3458	3370	3378	3373
资产总计	5338	7060	7541	8405	9414
短期借款	134	311	0	0	0
应付和预收款项	824	1038	806	987	1167
长期借款	25	253	253	253	253
其他负债	364	544	1120	1163	1292
负债合计	1346	2145	2179	2402	2711
股本	462	923	923	923	923
资本公积	1942	1479	1479	1479	1479
留存收益	1485	2069	2515	3150	3847
归母公司股东权益	3888	4471	4917	5553	6250
少数股东权益	103	443	445	449	452
股东权益合计	3992	4915	5362	6002	6702
负债和股东权益	5338	7060	7541	8405	9414

现金流量表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	1193	1243	1130	1562	1646
投资性现金流	-1789	-920	-157	-283	-282
融资性现金流	949	128	-337	-548	-490
现金增加额	1	0	0	0	0

利润表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4530	6161	7275	8783	10268
营业成本	2874	3810	4673	5763	6852
营业税金及附加	47	68	65	79	92
销售费用	388	519	647	738	863
管理费用	404	606	618	747	873
财务费用	-5	10	-21	-27	-14
资产减值损失	7	8	-9	3	2
投资收益	6	34	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	821	1182	1301	1481	1599
其他非经营损益	10	0	4	4	4
利润总额	831	1181	1304	1484	1603
所得税	193	277	326	371	401
净利润	637	905	978	1113	1202
少数股东损益	-27	-2	1	4	3
归母股东净利润	664	907	977	1109	1199

预测指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	36.57%	38.17%	35.77%	34.39%	33.27%
销售净利率	14.66%	14.72%	13.43%	12.63%	11.67%
销售收入增长率	41.75%	36.02%	18.07%	20.74%	16.90%
EBIT 增长率	39.26%	44.18%	7.69%	13.59%	9.05%
净利润增长率	44.66%	36.56%	7.75%	13.50%	8.11%
ROE	17.08%	20.28%	19.87%	19.97%	19.18%
ROA	12.44%	12.84%	12.96%	13.19%	12.73%
ROIC	23.78%	25.53%	31.31%	36.66%	42.45%
EPS (X)	1.48	0.98	1.06	1.20	1.30
PE (X)	24.86	17.09	17.96	15.82	14.64
PB (X)	4.37	3.46	3.57	3.16	2.81
PS (X)	3.75	2.51	2.41	2.00	1.71
EV/EBITDA (X)	16.11	10.14	9.91	8.43	7.32

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。