

2019年4月26日

顧向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

25

公司基本資訊

產業別	轻工制造		
A 股價(2019/04/25)	21.84		
深证成指(2019/04/25)	9907.62		
股價 12 個月高/低	37.19/14.5		
總發行股數(百萬)	923.43		
A 股數(百萬)	638.08		
A 市值(億元)	139.36		
主要股東	江淦鈞		
	一個月	三個月	一年
每股淨值(元)	4.36		
股價/賬面淨值	5.01		
股價漲跌(%)	-7.3	20.8	-30.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-03-04	20.02	買入

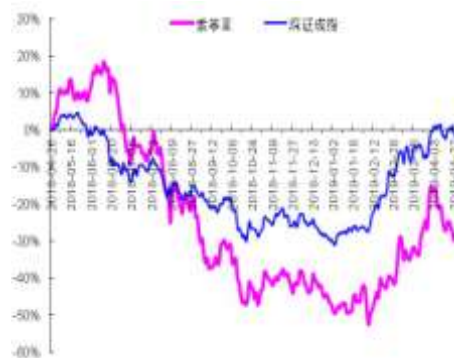
產品組合

衣柜及其配件	83.4%
定制櫥櫃及其配件	9.8%
家具家品	4.6%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	24.2%
一般法人	4.7%

股價相對大盤走勢



索芬亞(002572.SZ)

BUY 買入

3 月起订单回暖，维持买入

結論與建議:

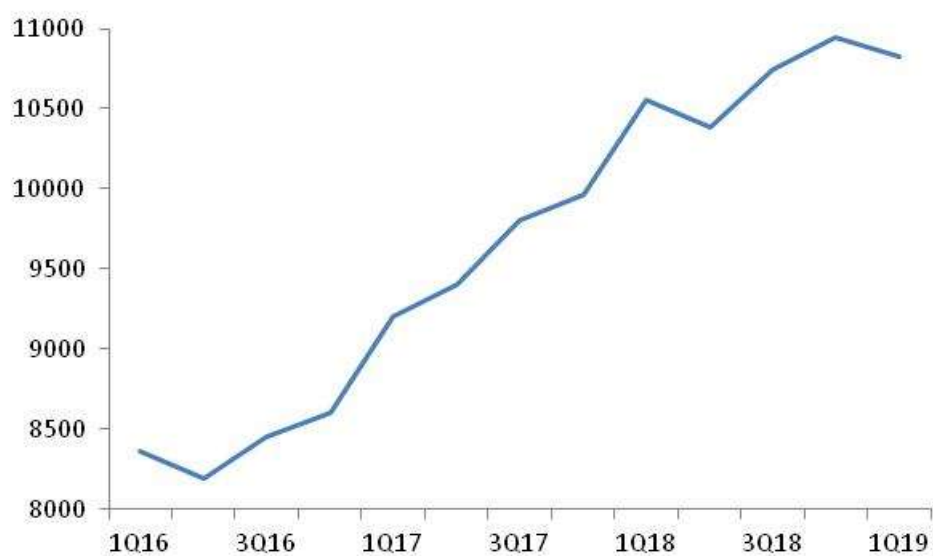
事件: 公司 1Q 实现营业收入 11.85 亿, 同比下降 4.67%, 净利润 1.07 亿, 同比增 3.69%, 主要受益投资收益增长, 综合毛利率 34.4%, 同比下降 0.3pct, 扣非后净利润 7942 万, 同比下降 18.32%, 扣非后业绩不及预期, 主要由于收入及毛利率下降。

- 公司收入增速低于预期, 主要由于 2018Q4 促销活动效果甚微, 使一季度工厂端订单不足, 新年伊始公司尝试新的促销政策, 3-4 月前端门店接单回暖, 但由于存在滞后效果, 未体现在 1Q 业绩中, 预计 2Q 开始促销效果将有体现。
- 拆分收入来源, 衣柜收入 9.77 亿, 同比下降 7.11%, 除促销因素外, 春节提前亦有一定影响, 1-3Q 衣柜客户约 8.6 万, 同比减少 9.58%, 客单价 10825 元/单。同比增 2.43%, 毛利率持平, 櫥櫃实现收入 1.08 亿, 同比增 12.98%, 净利润-1817.72 万元, 同比减亏 34.36%, 毛利率同比上升 2.85pct。木门实现营收 2838.25 万元, 同比增 36.1%, 净利润-1377.59 万元, 同比减亏 22.92%, 毛利率同比下降 2.3pct。櫥櫃及木门业务 2018 年实现盈利, 1Q 来看亦呈上升趋势, 受益渠道融合, 未来对公司业绩作用将有体现。其他收入来看, 家具家品收入 0.62 亿, 同比下降 10.91%, 毛利率下降 5.97pct。此外, 公司应收账款同比上升 13.5%, 主要由于大宗业务持续增长。
- 费用维持高位, 但整体控制良好, 同比下降 0.96pct 至 23.45%, 主要受益管理费用和研发费用下降, 销售费用受促销活动、广告宣传等因素影响, 同比上升 9.2%, 财务费用受短期借款利息影响同比上升 67.24%。
- 渠道方面, 报告期内新增终端门店 57 家, 其中 39 家为大家居店, 表明经销商开店速度加快, 公司大家居战略稳步推进。此外, 年内计划新增店铺 650 家, 其中, 索芬亚品牌新增 300 家、司米、米兰纳各 100 家, 大家居店 150 家, 随着渠道下沉以及在一二线城市不断加密, 有利于构建公司竞争优势。
- 盈利预测: 综上, 考虑到公司订单回暖, 略上调此前盈利预测, 预计 2019-2020 年公司将分别实现净利润 10.86 亿和 12.2 亿, 分别同比增 13.23%和 12%, EPS 分别为 1.18 元和 1.32 元, 当前股价对应 PE 分别为 18.6 倍和 16.6 倍, 维持买入投资建议。
- 风险提示: 行业竞争进一步加剧, 宏观经济波动加剧, 渠道整治不及预期

..... 繼續下頁

年度截止 12月 31日		2016	2017	2018	2019F	2020F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	664	907	959	1086	1217
同比增減	%	44.66	36.56	5.77	13.23	12.09
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.44	0.98	1.04	1.18	1.32
同比增減	%	38.16	-31.72	5.77	13.23	12.09
市盈率(P/E)	X	15.19	22.24	21.03	18.57	16.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.45	0.50	0.56	0.63
股息率 (Yield)	%	0.00	2.06	2.29	2.58	2.90

图 1：索菲亚全屋定制 出厂口径客单价 单位：元/单



資料來源：公司公告，群益金鼎證券

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
營業收入	4530	6161	7311	8431	9565
經營成本	2874	3810	4564	5261	5964
營業稅金及附加	47	68	76	77	87
銷售費用	388	519	700	853	964
管理費用	404	606	566	706	801
財務費用	-5	10	23	35	21
資產減值損失	7	8	11	5	3
投資收益	6	34	32	30	30
營業利潤	821	1182	1234	1377	1553
營業外收入	15	1	1	2	2
營業外支出	5	2	4	3	2
利潤總額	831	1181	1231	1376	1553
所得稅	193	277	267	285	321
少數股東損益	-27	-2	5	5	15
歸屬於母公司所有者的淨利潤	664	907	959	1086	1217

附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
貨幣資金	1387	1813	2165	2460	2890
應收賬款	120	224	407	691	899
存貨	269	287	303	333	366
流動資產合計	3174	3602	3668	3484	4155
長期股權投資	25		4	4	4
固定資產	1166	2185	2403	2643	2907
在建工程	459	470	577	635	698
非流動資產合計	2164	3458	4144	4973	5719
資產總計	5338	7060	7812	8457	9874
流動負債合計	1291	1815	2188	2768	3523
非流動負債合計	56	330	265	292	321
負債合計	1346	2145	2454	3060	3844
少數股東權益	103	443	526	579	637
股東權益合計	3888	4471	4832	5397	6030
負債及股東權益合計	5338	7060	7812	8457	9874

附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
經營活動產生的現金流量淨額	1193	1243	1100	1307	1578
投資活動產生的現金流量淨額	-1789	-920	-318	-843	-956
籌資活動產生的現金流量淨額	949	128	-431	-169	-191
現金及現金等價物淨增加額	352	451	351	295	430

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。