

Q4 收入增速实现回暖，业绩增长略超预期 买入（维持）

2020年02月03日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,311	7,727	8,556	9,569
同比（%）	18.7%	5.7%	10.7%	11.8%
归母净利润（百万元）	959	1,070	1,199	1,341
同比（%）	5.8%	11.6%	12.1%	11.8%
每股收益（元/股）	1.04	1.17	1.31	1.47
P/E（倍）	18.96	16.79	14.98	13.39

投资要点

- **公司发布 2019 年业绩快报：**报告期内实现营收 77.27 亿 (+5.69%)，归母净利 10.7 亿 (+11.56%)，扣非净利 9.7 亿 (+5.79%)；单 Q4 收入 24.16 亿 (+9.55%)，归母净利 3.5 亿 (+31%)，扣非净利 3.33 亿 (+33.29%)，系期内控费良好且 18Q4 基数较低所致。非经常性损益 1 亿（单 Q4 为 0.18 亿），预计主要来自交易性金融资产的公允价值变动损益及理财产品投资收益。
- **Q4 经营调整显成效，销售费用率下滑、业绩增长靓丽：**19 年公司在经销商渠道管理优化、产品结构升级（康纯板销售情况亮眼）、厨衣联动、重构“柜类定制专家”品牌定位等方面的努力也逐渐在 Q4 开始加速体现效益，Q4 收入增速环比 Q3 (+2.42%) 向上、且预计厨柜/木门新品类有不俗增长；由于 19Q4 公司费用控制良好，销售费用率较 18Q4 同比下滑较多，且 Q4 公司非经常性损益相对较少（仅占全年 18%），利润端表现相对更好。
- **积极迅速应对疫情，有望受益于行业洗牌：**由于 Q1 本身为销售淡季、历年收入占比较低（约 14-17%），受本轮疫情影响相对较小。同时公司反应迅速，将开门红营销活动重心转移至线上，并充分发挥公司的互联网运营能力（截至 19Q3 电商引流客户占比由 16% 提升至 25%，转化率持续提升），接单情况同比表现较好。小品牌在卖场免租、电商渠道布局等方面相对弱势，生存压力将加大，利好索菲亚等龙头品牌份额提升。
- **经营改革显成效，多品类共驱业绩增长：**公司大刀阔斧推进经销商改革、细化考核体系，19 年 Q1-Q3 淘汰及优化经销商及区域 60+ 个；此外公司重点开拓大家居门店，深耕电商渠道、引流成效行业领先，同时积极探索整装渠道、有望于 20 年上半年开始贡献增量。公司多品类融合顺利，衣柜大宗成为重要增量、占比提升至 10% 以上（19Q1-Q3 增长 23%），零售端环保新品康纯板成功迭代，厨柜/木门新品类产能持续爬坡、订单向好。我们认为 20 年公司经营调整举措将持续收获成效，叠加地产竣工修复带动后周期景气向上，看好公司业绩持续改善！
- **盈利预测及投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 77.27 /85.56 /95.69 亿，同增 5.7% /10.7% /11.8%；归母净利 10.7 /11.99 /13.41 亿，同增 11.6% /12.1% /11.8%，当前股价对应 PE 为 16.79X /14.98X /13.39X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产调控超预期，渠道拓展不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.69
一年最低/最高价	14.50/27.44
市净率(倍)	3.53
流通 A 股市值(百万元)	12545.98

基础数据

每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	30.80
总股本(百万股)	912.37
流通 A 股(百万股)	637.18

相关研究

- 1、《索菲亚 (002572)：渠道优化调整、业绩短期阵痛，趋势向上可期》2019-10-31
- 2、《索菲亚 (002572)：Q2 零售环比改善，渠道调整+新品迭代共驱成长》2019-08-30
- 3、《索菲亚 (002572)：高基数致表现承压，静待后期反转》2019-04-26

索菲亚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3668	3627	3143	1739	营业收入	7311	7727	8556	9569
现金	2165	2428	1680	398	减:营业成本	4564	4896	5387	6004
应收账款	596	262	422	344	营业税金及附加	76	81	89	100
存货	303	273	400	306	营业费用	700	734	799	893
其他流动资产	604	663	641	692	管理费用	757	762	858	960
非流动资产	4144	4518	5714	6901	财务费用	23	-50	-50	-50
长期股权投资	4	0	0	0	资产减值损失	11	8	12	11
固定资产	2403	2785	3385	3985	加:投资净收益	32	50	50	35
在建工程	577	670	1070	1470	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	565	906	1086	1255	营业利润	1234	1398	1563	1739
其他非流动资产	596	156	173	190	加:营业外净收支	-3	-5	-5	-3
资产总计	7812	8145	8858	8641	利润总额	1231	1394	1559	1737
流动负债	2188	1915	2407	2254	减:所得税费用	267	318	353	388
短期借款	427	400	500	501	少数股东损益	5	6	6	7
应付账款	672	441	693	451	归属母公司净利润	959	1070	1199	1341
其他流动负债	1090	1074	1214	1303	EBIT	1290	1334	1512	1712
非流动负债	265	493	603	617	EBITDA	1474	1308	1479	1671
长期借款	177	400	500	501					
其他非流动负债	88	93	103	116	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2454	2409	3010	2871	每股收益(元)	1.04	1.17	1.31	1.47
少数股东权益	526	526	526	526	每股净资产(元)	5.23	5.71	5.83	5.75
归属母公司股东权益	4832	5210	5322	5243	发行在外股份(百万股)	923	912	912	912
负债和股东权益	7812	8145	8858	8641	ROIC(%)	16.9%	15.8%	17.1%	19.6%
					ROE(%)	18.7%	19.3%	20.7%	23.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	37.6%	36.6%	37.0%	37.3%
经营活动现金流	1100	1215	1356	1351	销售净利率(%)	13.2%	13.9%	14.1%	14.1%
投资活动现金流	-318	-955	-1170	-1184	资产负债率(%)	31.4%	29.6%	34.0%	33.2%
筹资活动现金流	-431	3	-934	-1450	收入增长率(%)	18.7%	5.7%	10.7%	11.8%
现金净增加额	351	263	-748	-1282	净利润增长率(%)	5.8%	11.6%	12.1%	11.8%
折旧和摊销	251	26	33	41	P/E	18.96	16.79	14.98	13.39
资本开支	735	1005	1220	1219	P/B	3.76	3.45	3.38	3.43
营运资本变动	-307	232	-975	-1251	EV/EBITDA	12.73	14.50	12.83	10.75

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

