

索菲亚 (002572.SZ)
扬长补短，定制柜类专家蓄势待发

2020 年 04 月 08 日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）
周嘉乐（联系人）
孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

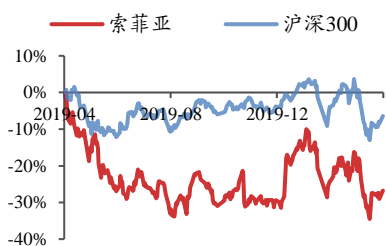
mengxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120030019

证书编号：S0790120040004

日期	2020/4/7
当前股价(元)	18.16
一年最高最低(元)	26.98/15.93
总市值(亿元)	165.69
流通市值(亿元)	115.74
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.37
近 3 个月换手率(%)	109.16

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 定制衣柜龙头历久弥新，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内定制衣柜龙头企业。通过全面优化经销渠道，积极拓展工程、整装及线上渠道，巩固产品、制造及信息化优势，公司衣柜业务有望度过调整阵痛期，橱柜业务已迎来发展拐点，木门业务未来突破可期。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 11.64/12.89/14.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.28/1.41/1.60 元，当前股价对应 PE 为 14/13/11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 短期扰动无碍行业回暖趋势，定制柜类市场空间仍存

虽然短期受到疫情扰动，但商品房交付期限存在一定刚性，因此 2017 年持续至今的竣工缺口仍具有较高的回补确定性。地产交付回暖有望带动家居零售端复苏。而精装市场仍维持较快增长，家居业工程端的红利仍将持续。根据我们的测算，2020 年定制柜类市场规模有望超过 1800 亿元，一线品牌仍有较大空间。

● 发力三大细分市场，经销渠道全面优化，工程及新兴渠道多元拓展

索菲亚将品牌重新定位为“柜类定制专家”，精准发力衣柜、橱柜及木门三大细分市场。在行业调整期，公司通过管理更加精细化、加大经销商管控力度等手段对经销渠道进行全面优化。依靠产能全国化布局、出色的产品交付能力和优质的产品，工程渠道也于 2019 年取得突破。此外，在整装模式也逐渐理顺后，公司对待整装业务更为积极。线上渠道愈发多元化，公司竞争力全面提升。

● 新品推广进展顺利，信息化壁垒日益深厚

公司积极推广定位较高端的轻奢系列和主打环保特色的康纯板产品，取得了显著效果。2019 年，购买康纯板用户占比提升 30pct 至 44%，康纯板销售占比提升 18.2pct 至 26.2%。高端新品的顺利推广带动公司客单价继续稳步提升。公司以信息与数字化中心（IDC）、宁基智能和极点三维，作为信息化和数字化三架马车。2018 年索菲亚黄冈 4.0 工厂顺利投产，2019 年 DIYHome 软件功能继续升级。

● 风险提示：新冠疫情影响加剧，竣工数据和家居消费需求回暖不及预期；公司橱柜、木门业务拓展不及预期；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	8,448	9,409	10,447
YOY(%)	18.7	5.1	9.9	11.4	11.0
净利润(百万元)	959	1,077	1,164	1,289	1,457
YOY(%)	5.8	12.3	8.1	10.7	13.0
毛利率(%)	37.6	37.3	37.3	37.2	37.2
净利率(%)	13.1	14.0	13.8	13.7	13.9
ROE(%)	18.0	18.5	17.9	17.7	17.6
EPS(摊薄/元)	1.05	1.18	1.28	1.41	1.60
P/E(倍)	17.3	15.4	14.2	12.9	11.4
P/B(倍)	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 衣柜龙头历久弥新，柜类定制专家再起航	5
1.1、 发展历程：从定制衣柜龙头迈向柜类定制专家.....	5
1.2、 业绩回暖迹象已现，盈利能力有望提升	5
1.3、 公司控股权稳定，员工持股激发活力	7
2、 行业短期存在修复需求，定制柜类市场空间仍存	8
2.1、 短期扰动无碍回暖趋势，工程业务红利有望持续.....	8
2.2、 家居需求测算：2020 年定制柜类市场规模有望超过 1800 亿元.....	10
3、 重塑竞争力：明确品牌定位，新兴渠道优化拓展	11
3.1、 精准定位三大细分市场，追求专注和专业	11
3.1.1、 衣柜业务：经历调整阵痛期，未来发展仍可期.....	12
3.1.2、 橱柜业务：初露峥嵘，或将成为有力增长点.....	14
3.1.3、 木门业务：索菲亚品牌回归，有望取得突破.....	16
3.2、 经销渠道推动精细化管理，工程、整装及线上渠道多元拓展.....	17
3.2.1、 系统化服务模型落地，重构经销终端竞争力.....	17
3.2.2、 工程渠道快速发展，具备多方位竞争优势.....	19
3.2.3、 整装渠道积极培育，线上营销硕果累累.....	21
4、 优势精益求精：强化产品力和信息化壁垒	22
4.1、 发力轻奢系列和康纯板产品，巩固产品优势.....	22
4.2、 三架马车助力，信息化壁垒日益深厚	24
5、 盈利预测与投资建议	26
5.1、 关键假设	26
5.2、 盈利预测与估值	26
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 公司从衣柜龙头逐渐蜕变升级为柜类定制专家	5
图 2： 2017 年后公司收入增长放缓	6
图 3： 2019 年公司净利润增速有所回升	6
图 4： 2019Q4 公司收入增速回暖	6
图 5： 2019Q4 公司净利润增速大幅提升	6
图 6： 公司仍以衣柜业务为主，橱柜占比较快提升	6
图 7： 2019 年衣柜收入 61.8 亿元，橱柜收入 8.5 亿元.....	6
图 8： 公司仍以经销渠道为主，工程渠道占比提升	7
图 9： 2019 年经销渠道承压，大宗仍维持较快增长	7
图 10： 2019 年期间费用率同比基本持平	7
图 11： 公司盈利能力保持稳定	7
图 12： 公司控股权集中，经销商和员工合计持股约 6%	8
图 13： 疫情扰动前商品房销售增速逐步企稳	8
图 14： 竣工缺口回补需求确定性仍较高	8
图 15： 2019H2 住宅竣工数据持续回暖	9
图 16： 2019 年全年住宅竣工累计同比回正	9

图 17:	2016-2018 年精装开盘高峰有望继续带来工程业务红利	10
图 18:	2020 年简装需求有望反弹, 精装或维持高增速 (各年数据均为模型估算)	10
图 19:	索菲亚产品体系调整成型	12
图 20:	2019 年衣柜收入 61.8 亿元, 同比增长 1.9%	12
图 21:	索菲亚衣柜收入规模仍处于业内领先 (亿元)	12
图 22:	2019 年索菲亚加大对原有经销商的优化力度	13
图 23:	2019 年康纯板推广取得明显进展	13
图 24:	2019 年下半年大宗订单集中确认收入	13
图 25:	定制衣柜行业整体毛利率依然较高	14
图 26:	索菲亚衣柜单店提货额领先 (估算值)	14
图 27:	2019 年司米橱柜维持较快增长	14
图 28:	司米橱柜盈利情况不断改善	14
图 29:	司米橱柜销量稳健增长	15
图 30:	司米橱柜出厂均价有所下降	15
图 31:	司米橱柜毛利率呈上升趋势	15
图 32:	橱柜成本中人工和制造费用占比逐年下降	15
图 33:	司米橱柜门店数量和欧派比仍有较大空间	16
图 34:	索菲亚大家居店稳步开店	16
图 35:	2019 年木门收入 1.88 亿元, 同比增长 18.7%	16
图 36:	木门销量同比增长 51.2%	16
图 37:	木门业务毛利率有所回升	17
图 38:	2019 年木门独立店净增约 49 家	17
图 39:	索菲亚“自行车服务模型”成型	17
图 40:	通过一线数据反馈考核经销商及工厂	18
图 41:	“顾客说”及时反馈顾客评价	18
图 42:	CSI 考核指数细致到位	18
图 43:	DSI 考核指数面面俱到	18
图 44:	易学堂包含多种类别课程	19
图 45:	易学堂还有手机 APP 版本	19
图 46:	2018-2019 年索菲亚加大对经销商优化力度	19
图 47:	公司积极布局美好生活馆等新门店业态	19
图 48:	索菲亚七大生产基地全国化布局	20
图 49:	索菲亚拥有专业的工程服务团队	20
图 50:	索菲亚凭借环保材质承接学校项目	21
图 51:	索菲亚承接医院项目	21
图 52:	索菲亚更为积极得拓宽整装合作方式	21
图 53:	自然客流占比下降, 电商客流占比提升	22
图 54:	2017-2019 年索菲亚双十一销售额列行业第一	22
图 55:	薇娅直播带货当日累计观看超过 2000 万人次	22
图 56:	索菲亚抖音挑战赛总曝光量超 5.5 亿	22
图 57:	索菲亚产品设计不断推陈出新, 引领潮流	23
图 58:	2019 年索菲亚首家轻奢馆于深圳开业	23
图 59:	轻奢馆通过柔和灯光等方式营造轻奢氛围	23
图 60:	康纯板甲醛释放限量高于企业 E0 级标准	24
图 61:	康纯板产品优势多样	24

图 62: 公司衣柜客单件不断提升	24
图 63: 公司产品销售结构多样化	24
图 64: 三驾马车助力索菲亚信息化建设	25
图 65: 黄冈工业 4.0 车间智能化生产	25
图 66: 索菲亚智能制造效率领先行业	25
图 67: DIYHome 实现从门店到工厂端的订单全流程打通	26
表 1: 各地房企积极有序复工	9
表 2: 2020 年定制柜类精装市场规模有望达到 465 亿元（估算值）	11
表 3: 2020 年定制柜类零售市场规模有望达到 1357 亿元（估算值）	11
表 4: 2019 年索菲亚获得多家房企的优秀供应商奖项	20
表 5: 部分定制家居行业估值情况；索菲亚作为定制衣柜龙头，存在估值修复空间	27

1、衣柜龙头历久弥新，柜类定制专家再起航

1.1、发展历程：从定制衣柜龙头迈向柜类定制专家

索菲亚是定制衣柜行业龙头企业，主要从事定制衣柜、橱柜和木门的研究、生产和销售。经过多年积累，索菲亚已成为国内定制家居行业的代表品牌之一。

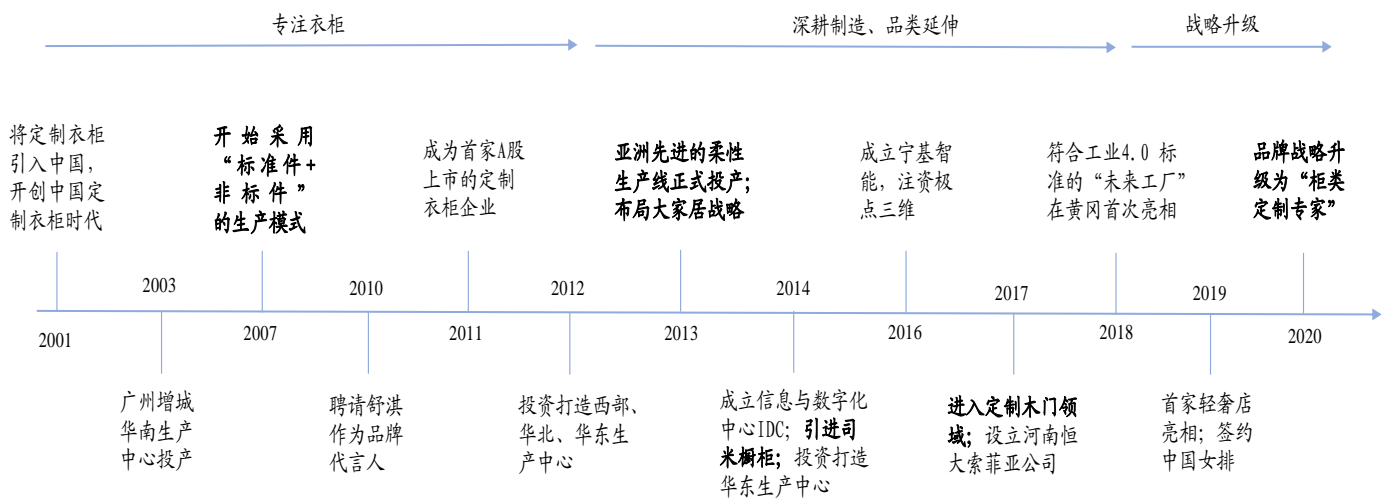
公司发展历程主要可以分为三个阶段：

1) 专注衣柜：2001年，索菲亚率先将定制衣柜引入中国。2007年，索菲亚启用“标准件+非标件”的生产模式，实现定制衣柜规模化生产。2010年，公司聘请舒淇作为代言人，知名度大幅提高。并于2011年成为首家A股上市的定制衣柜企业。

2) 深耕制造、品类延伸：2013年，公司亚洲先进的柔性生产线正式投产，制造能力全面升级。2016年，公司成立宁基智能并注资极点三维，进一步布局智能制造。2018年，黄冈4.0“未来工厂”首次亮相。另一方面，公司于2013年开始布局大家居战略，并于2014年和2017年先后进入橱柜和木门领域。

3) 战略升级：2018年后，公司开始进行组织架构、渠道管理、品牌定位等多方位的战略升级。2019年，公司签约中国女排作为形象代言人，并重点推广轻奢品类和环保板材康纯板。2020年，公司将品牌战略进行全新升级为“柜类定制专家”，明确公司在柜类产品上的专家定位。

图1：公司从衣柜龙头逐渐蜕变升级为柜类定制专家

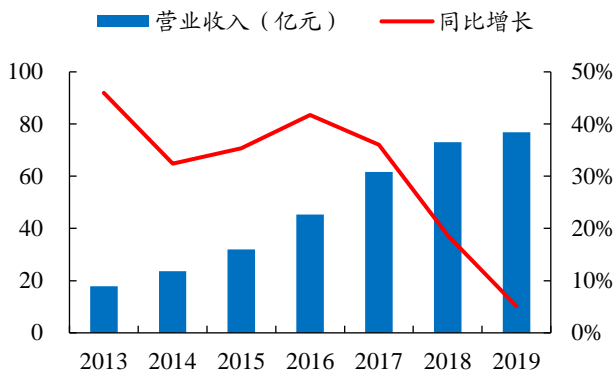


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、业绩回暖迹象已现，盈利能力有望提升

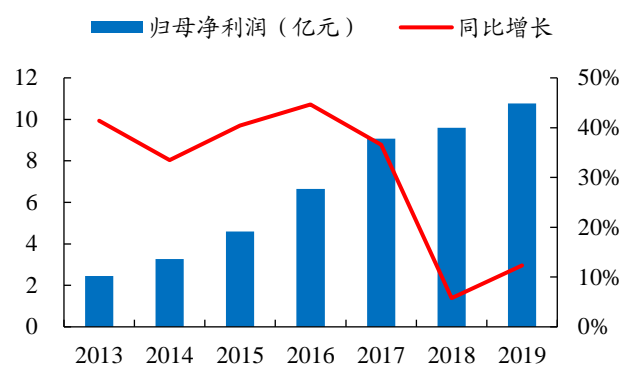
公司近年业绩增速有所放缓，但2019Q4出现回暖迹象。索菲亚2014-2019年收入CAGR达26.6%，净利润CAGR达26.9%。其中公司2019年营业收入76.86亿元，同比增长5.13%，收入增速回落至历史低位；2019年归母净利润10.77亿元，同比增长12.34%，利润增速有所回升。从单季度看，受益于橱柜和工程渠道放量，公司2019Q4收入和净利润增速环比均有明显提升。2019Q4收入达23.75亿元，同比增长7.69%，归母净利润3.58亿元，同比增长33.79%。

图2: 2017年后公司收入增长放缓



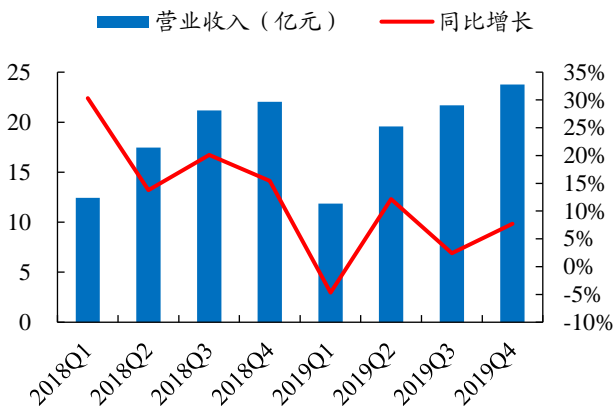
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 2019年公司净利润增速有所回升



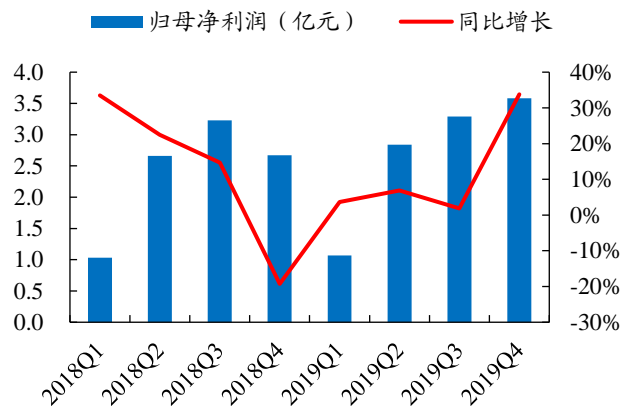
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 2019Q4公司收入增速回暖



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

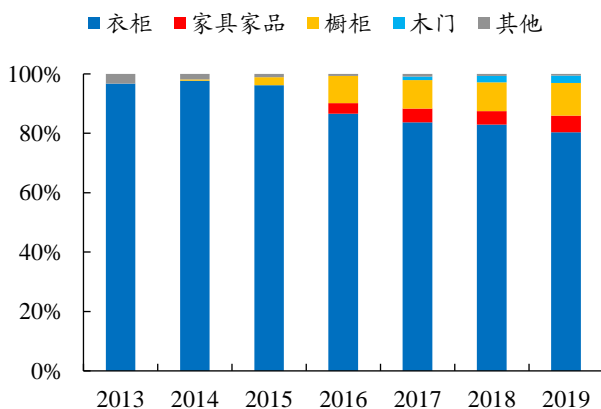
图5: 2019Q4公司净利润增速大幅提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

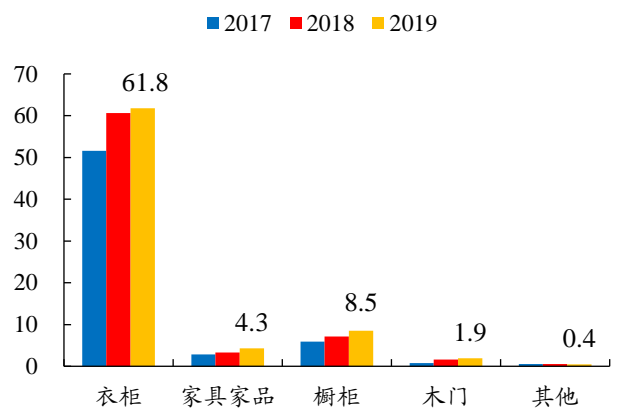
衣柜业务规模领先，橱柜业务渐入佳境。公司2019年衣柜收入达61.8亿元，同比增长1.9%，收入占比高达80%。零售端景气度下降导致衣柜增速有所放缓，但规模仍领先行业。橱柜业务在2019年步入发展拐点。橱柜全年收入达8.51亿元，同比增长20.1%，其中单四季度同比增长38.4%。

图6: 公司仍以衣柜业务为主，橱柜占比较快提升



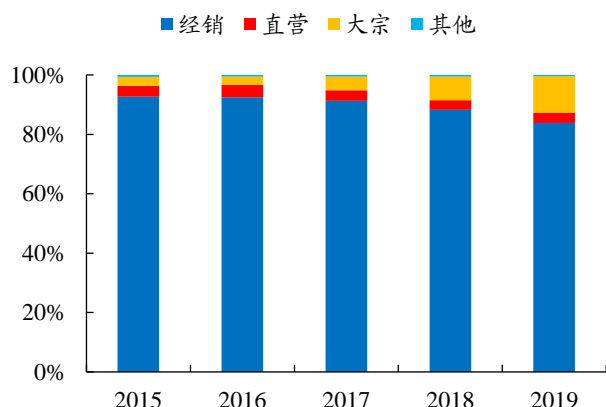
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 2019年衣柜收入61.8亿元，橱柜收入8.5亿元

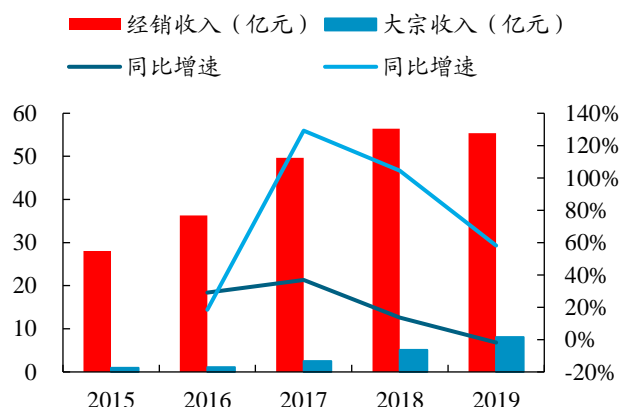


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

零售端压力仍存，工程渠道快速扩张。受终端客流下滑和精装房分流等因素影响，2019 年家居零售端整体承压。索菲亚衣柜及其配件业务，2019 年经销渠道收入 55.4 亿元，同比下降 1.8%；大宗业务收入 8.08 亿元，同比增长 58.1%。在精装房衣柜配备率整体较低的情况下，公司工程渠道收入仍然维持高速增长。

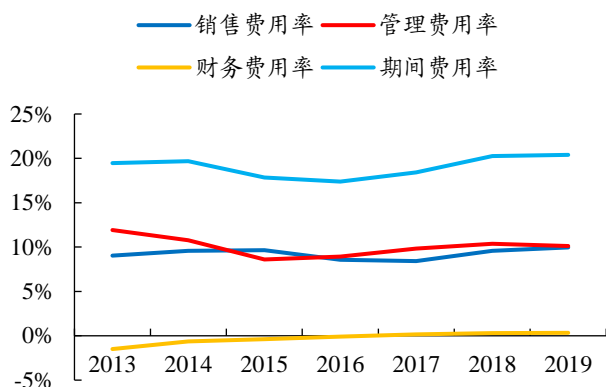
图8：公司仍以经销渠道为主，工程渠道占比提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

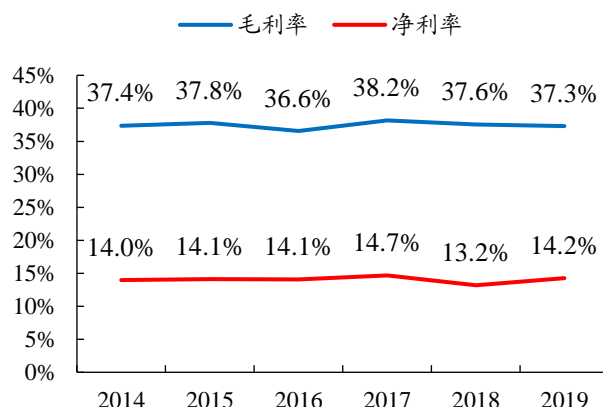
图9：2019 年经销渠道承压，大宗仍维持较快增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

期间费用率基本稳定，盈利能力有望提升。公司 2019 年期间费用率同比基本持平。其中销售费用率达 9.96%，同比略有上升。但销售费用的增长主要源于极点三维、电商等业务的人工费用增长，而其他销售费用控费效果较为明显。未来若收入增速回暖，销售费用率有望回落。此外，公司盈利能力保持稳定。未来伴随橱柜、木门规模效应进一步显现、轻奢和康纯板等中高端产品培育成熟，公司盈利能力有望提升。

图10：2019 年期间费用率同比基本持平


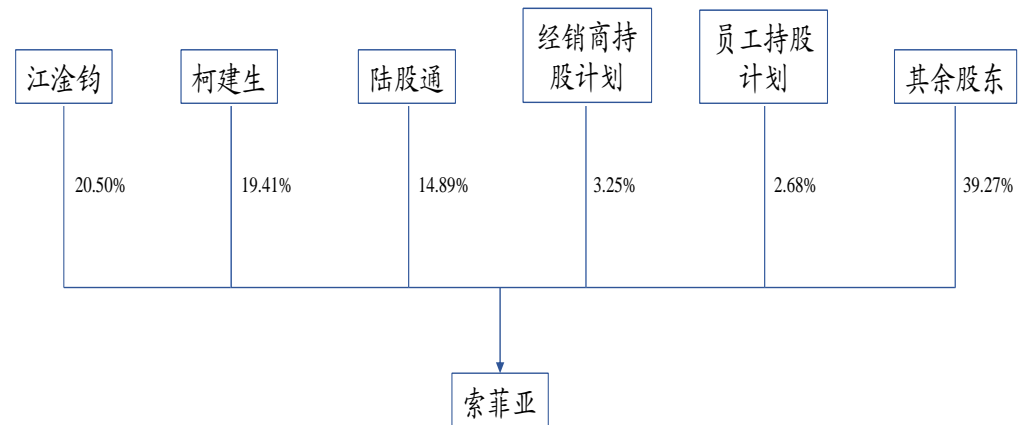
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司盈利能力保持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、公司控股权稳定，员工持股激发活力

公司控股权集中稳定，员工及经销商合计持股约 6%。截止 2019 年年末，公司董事长江淦钧及其一致行动人公司总经理柯建生合计持有公司股份 39.91%，公司控股权较为集中。公司分别于 2017 年和 2018 年先后推出员工持股计划和经销商持股计划，充分激发员工和渠道活力。目前经销商和员工持股计划合计持股约 6%。

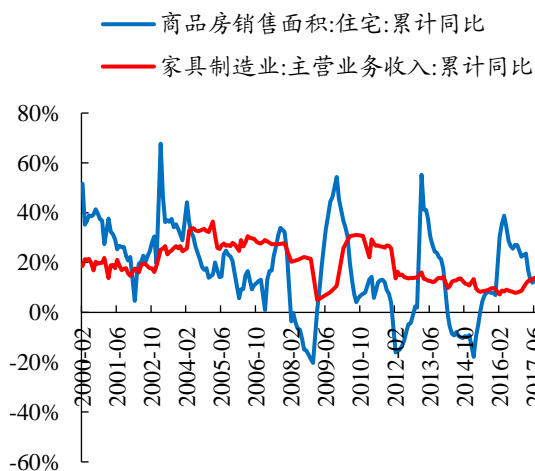
图12: 公司控股权集中, 经销商和员工合计持股约 6%


资料来源：公司公告、开源证券研究所

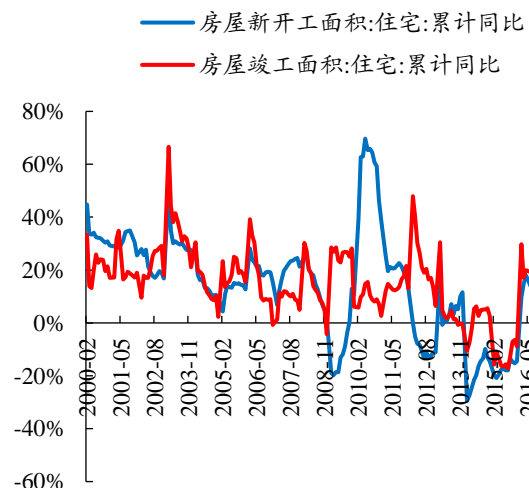
2、行业短期存在修复需求, 定制柜类市场空间仍存

2.1、短期扰动无碍回暖趋势, 工程业务红利有望持续

疫情扰动前, 住宅销售增速企稳, 竣工缺口回补需求仍较明确。2016 年下半年起商品房销售增速持续下滑, 影响家具行业景气度下行。但 2019 年 8 月后, 商品房销售增速逐渐企稳, 疫情扰动前的 2019 年 10 月-12 月累计同比均稳定在 1.5% 左右。从竣工角度看, 2017 年起住宅新开工累计同比持续高于竣工数据。由于地产开工终将向竣工环节传导, 新开工至竣工周期普遍在 2-3 年以内, 因此未来短期内竣工缺口回补仍存在较高的确定性。

图13: 疫情扰动前商品房销售增速逐步企稳


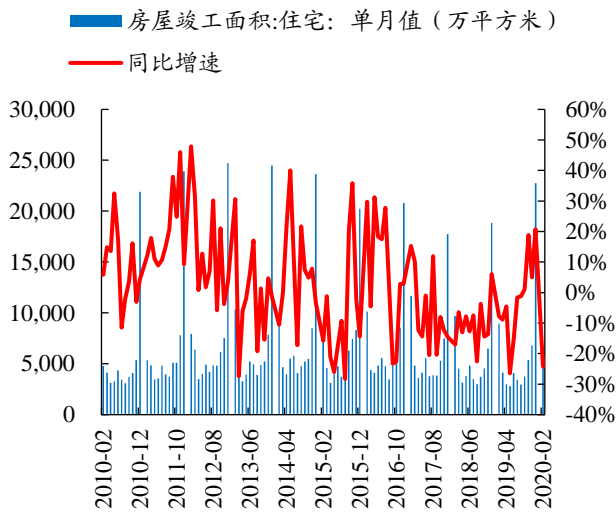
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图14: 竣工缺口回补需求确定性仍较高


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

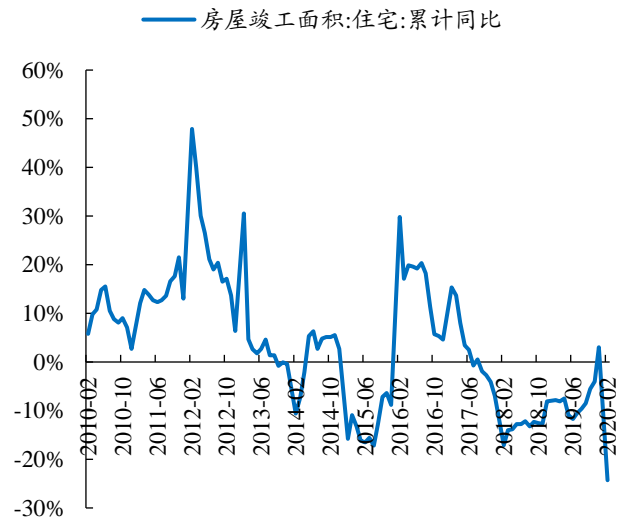
2019 年下半年竣工数据持续回暖, 竣工修复趋势已现。2019 年 5 月住宅竣工单月增速下降至-26.5%后触底回升, 10 月-12 月单月同比增速分别为 18.9%/5.0%/20.7%, 住宅竣工全年累计同比也于 12 月回正, 竣工修复趋势逐渐显现。

图15: 2019H2 住宅竣工数据持续回暖



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图16: 2019 年全年住宅竣工累计同比回正



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

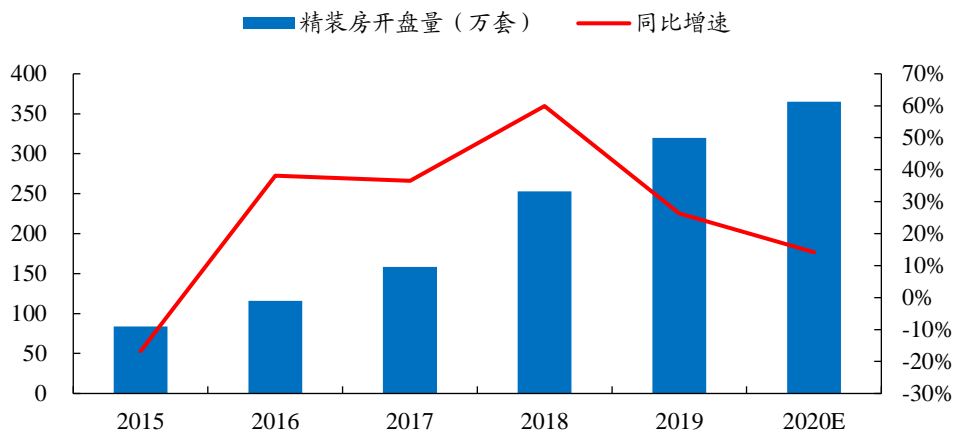
各地房企有序复工，疫情扰动对全年影响相对有限。我们认为受两方面因素影响疫情对竣工及下游家居需求全年影响有限：1）除湖北和黑龙江于3月复工外，我国大部分地区地产工地已于2月份有序复工。2）由于交房期限一般在1-3年左右，因此持续近2年的交房缺口存在回补刚性，复工后地产商有望加快赶工进度。所以疫情对于竣工和下游家居消费需求更多是节奏上的影响，一季度受抑制的需求有望回补，全年总需求影响相对有限。

表1: 各地房企积极有序复工

	新冠确诊病例占比	房地产复工时间
湖北（除武汉）	82.70%	3
黑龙江	0.60%	3
广东	1.80%	2
河南	1.60%	2
浙江	1.50%	2
湖南	1.20%	2
安徽	1.20%	2
江西	1.10%	2
山东	0.90%	2
江苏	0.80%	2

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

精装市场工程业务红利释放仍具较高确定性。一方面，精装房开盘至工程单收入确认普遍有1-2年的滞后期。因此，精装市场在2016年-2018年的销售高峰有望继续支撑家居企业工程业务较快增长。另一方面，根据奥维云网结合当前线上销售数据的预测，2020年全年精装房开盘规模仍有望维持约14%的增速，一季度积压的项目有望在5月、9月和12月三个高峰期逐步释放。

图17：2016-2018年精装开盘高峰有望继续带来工程业务红利


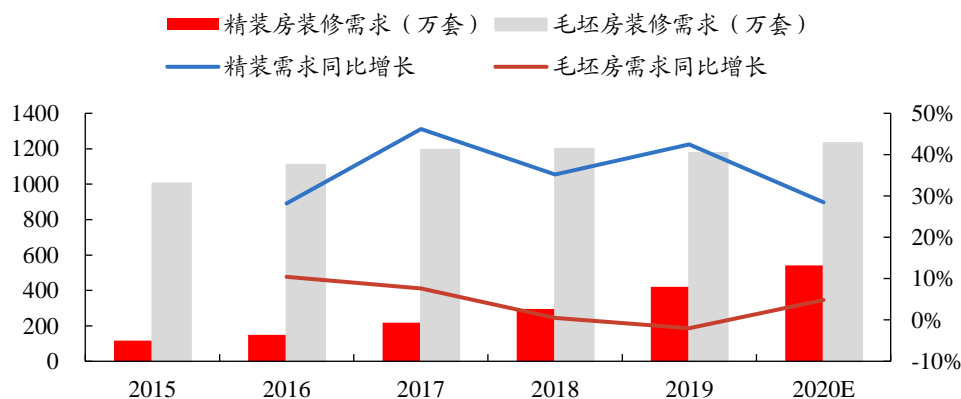
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、家居需求测算：2020年定制柜类市场规模有望超过1800亿元

我们以国家统计局发布的商品房住宅销售面积为基础数据，对我国装修需求进行了测算，部分假设如下：

- 1) 在奥维云网数据的基础上，假设2020年精装房销售占比为35%；
- 2) 精装房销售后3年内产生装修需求，毛坯房销售后4年内产生装修需求，并根据各年交房节奏分配装修需求系数；
- 3) 2018年-2019年由于地产交付速度放缓，装修需求系数分配适当后移；

根据我们的测算，在新冠疫情影响不超预期的中性假设下，2020年精装房的装修需求同比增速有望维持在25%以上，毛坯房装修需求增速有望回升至5%左右。

图18：2020年简装需求有望反弹，精装或维持高增速（各年数据均为模型估算）


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

在装修需求模型的基础上，我们对于定制柜类的市场规模进行了测算，具体假设及测算过程如表2、表3所示。

根据我们的测算，中性假设下，2020年定制柜类精装市场规模有望达到465亿元，零售市场规模有望达到1357亿元。以此模型为基础测算市占率的话，2019年索

菲亚在定制柜类市场的市占率仅约为 5%，仍有广阔的拓展空间。

表2：2020 年定制柜类精装市场规模有望达到 465 亿元（估算值）

	2016	2017	2018	2019	2020E
精装房装修需求（万套）	150	219	296	421	541
定制衣柜精装配套率	15%	17%	19%	21%	23%
定制衣柜单户需求量（套）	2	2	2	2	2
定制衣柜单价（元/套）	2475	2500	2525	2550	2576
定制衣柜精装市场规模（亿元）	11	19	28	45	64
橱柜配套率	100%	100%	100%	100%	100%
定制橱柜单套需求量	1	1	1	1	1
定制橱柜单价（元/套）	7129	7200	7272	7345	7418
定制橱柜精装市场规模（亿元）	107	157	215	309	401
精装市场规模合计（亿元）	118	176	243	354	465

数据来源：国家统计局、奥维云网、开源证券研究所

表3：2020 年定制柜类零售市场规模有望达到 1357 亿元（估算值）

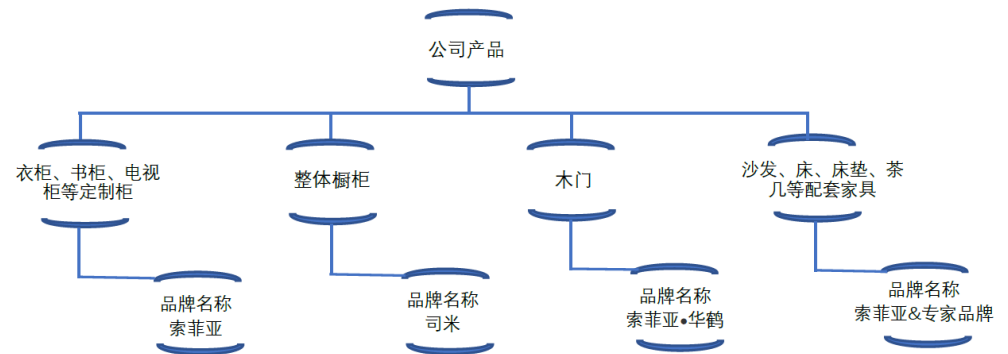
	2016	2017	2018	2019	2020E
毛坯简装装修需求（万套）	1109	1193	1199	1175	1232
精装衣柜未配套需求（万套）	127	181	239	333	417
存量房需求（万套）	199	246	283	341	402
定制衣柜渗透率	29%	30%	31%	32%	33%
定制衣柜单户需求量（套）	2	2	2	2	2
定制衣柜单价（元/套）	2673	2700	2727	2754	2782
定制衣柜零售市场规模（亿元）	222	262	291	326	376
定制橱柜渗透率	59%	60%	61%	62%	63%
定制橱柜单户需求量（套）	1	1	1	1	1
定制橱柜单价（元/套）	7426	7500	7575	7651	7727
定制橱柜零售市场规模（亿元）	573	647	685	719	795
其他定制柜类渗透率	14%	15%	16%	17%	18%
其他定制柜类单户需求量（套）	1.9	2	2.1	2.2	2.3
其他定制柜类单价（元/套）	1980	2000	2020	2040	2061
其他定制柜类市场规模（亿元）	77	99	121	148	186
定制柜类零售市场规模合计（亿元）	872	1009	1097	1193	1357

数据来源：国家统计局、奥维云网、开源证券研究所

3、重塑竞争力：明确品牌定位，新兴渠道优化拓展

3.1、精准定位三大细分市场，追求专注和专业

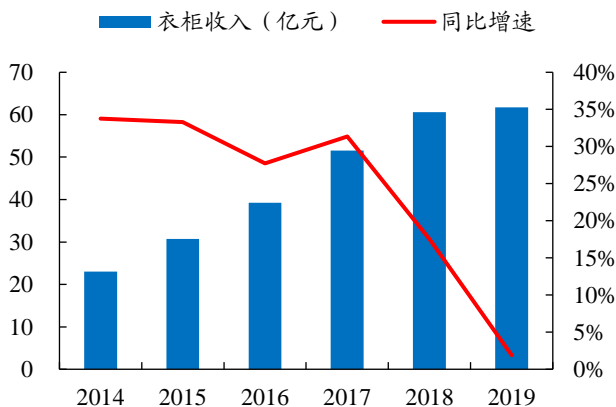
品牌战略调整，明确定位为“柜类定制专家”。2020 年 3 月，索菲亚将公司品牌战略进行升级，着重强调公司在定制柜类市场的专业与专注，进一步充分利用公司在定制柜类市场多年积累的品牌优势和口碑。经过战略调整后，公司淘汰地板业务，产品体系更为精炼，主要将瞄准衣柜等定制柜、整体橱柜、木门三大细分市场，并辅以沙发等家具家品起到提客单和套餐引流作用。

图19：索菲亚产品体系调整成型


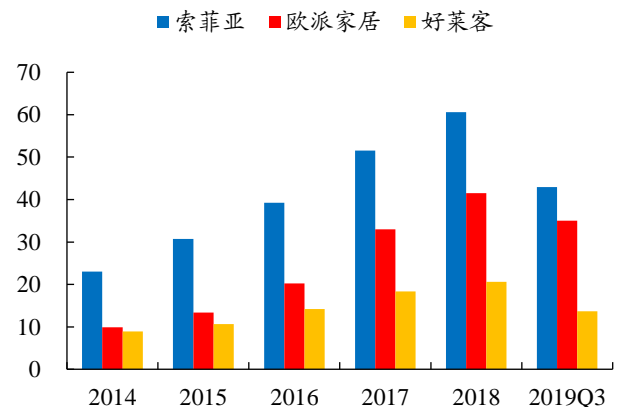
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、衣柜业务：经历调整阵痛期，未来发展仍可期

公司衣柜收入增速放缓，规模优势仍然显著。2017年后，定制衣柜行业传统玩家受多方面因素冲击：1) 家居整体需求受地产交付速度放缓影响；2) 工程渠道占比提升，挤压零售端需求；3) 欧派等橱柜龙头依靠橱柜的前置流量进行品类延伸。从而索菲亚衣柜业务于2017年后增速有所放缓，2019年衣柜收入同比增速回落至1.9%，但公司衣柜收入规模仍处于业内领先地位。

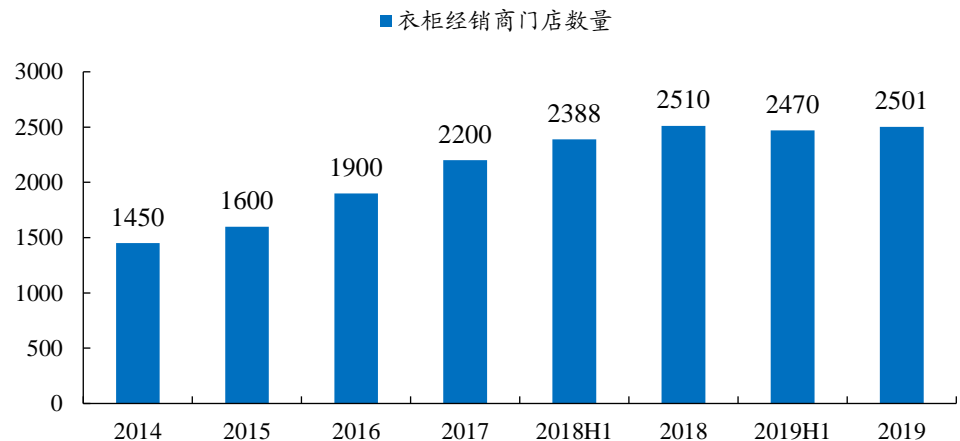
图20：2019年衣柜收入61.8亿元，同比增长1.9%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：索菲亚衣柜收入规模仍处于业内领先（亿元）


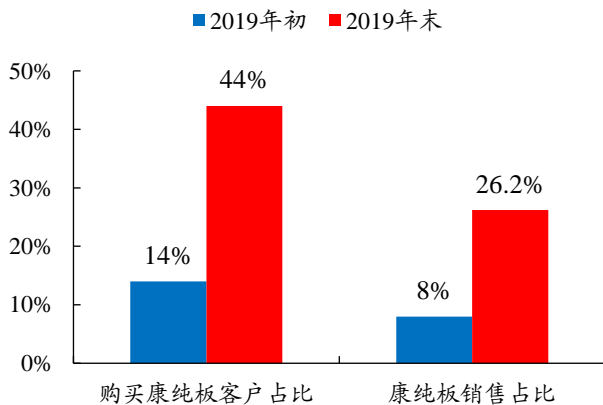
数据来源：公司公告、开源证券研究所

加大经销商队伍优化力度带来调整阵痛期。除了行业因素外，索菲亚内部加大了对经销商的优化力度也是公司衣柜业务进入调整阵痛期的重要原因。2018年和2019年公司分别优化衣柜经销商约100位和95位，经销商年淘汰率从2%提升至8%左右。经销商门店总量也放缓增长，2019年净减少9家门店。但在一定程度上，加大经销商优化力度是公司在行业调整期降速提质的明智之举，待行业回暖，优化后竞争力更强的经销商渠道将带来更大的弹性空间。

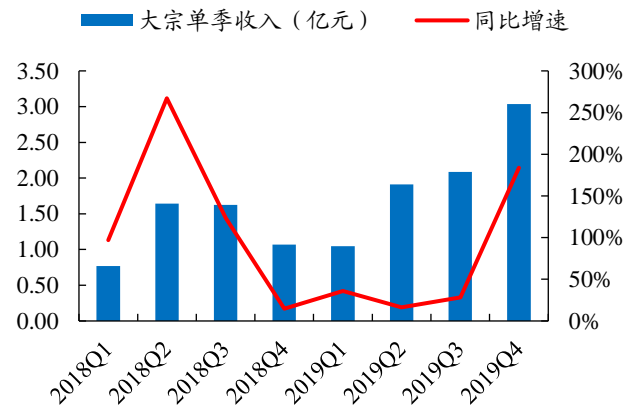
图22：2019 年索菲亚加大对原有经销商的优化力度


数据来源：公司公告、开源证券研究所

调整期不乏发展亮点，新品日渐成熟，2019 年工程端收入超出预期。2019 年公司衣柜业务的两大亮点值得关注。1) 零甲醛的新品康纯板推广效果出色。相较年初，购买康纯板的客户占比和销售占比分别提升 30pct 和 18.2pct。康纯板有助于公司在较为同质化的定制家居行业形成竞争特色。未来产品培育成熟后，高毛利的属性也将逐渐显现。2) 由于衣柜精装配套率低和发展态度谨慎等原因，公司大宗业务一直发展较慢。但 2019 年下半年公司大宗订单迎来集中确认，衣柜大宗渠道取得了显著进展。未来借助衣柜的先行优势，橱柜、木门也有望在工程渠道取得进一步突破。

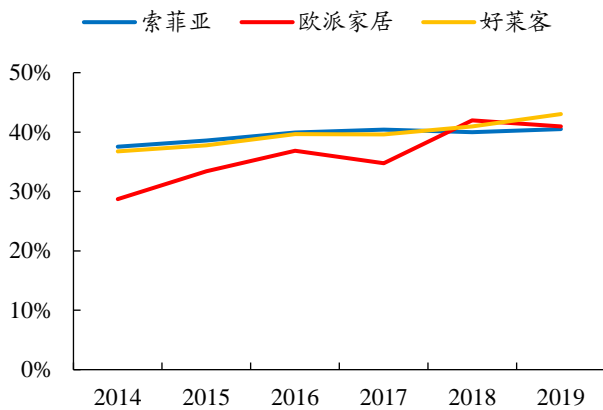
图23：2019 年康纯板推广取得明显进展


数据来源：公司公告、开源证券研究所

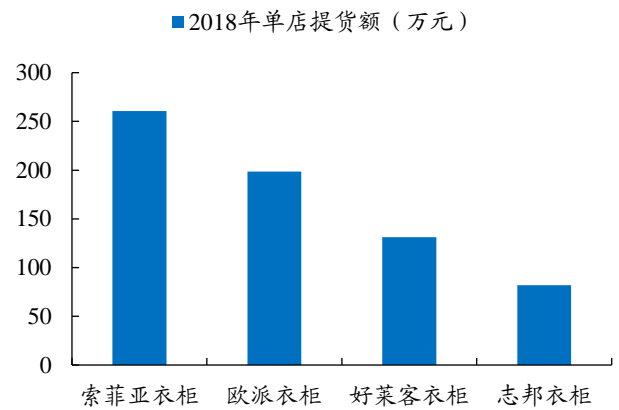
图24：2019 年下半年大宗订单集中确认收入


数据来源：公司公告、开源证券研究所

定制衣柜行业整体毛利率依然较高，公司衣柜单店收入领先。虽然行业整体承压，但索菲亚等行业一线品牌的毛利率依然维持高位，均高于 40%。可以反映出行业价格战尚处于较良性阶段，一线品牌仍有发展空间。并且索菲亚的衣柜业务经过多年深耕，品牌认可度和平均单店的经营水平优于行业。根据我们的估算模型，在一线品牌中，2018 年索菲亚单店提货额仍有较大领先优势。所以在度过公司内部调整阵痛期后，索菲亚衣柜业务恢复正常增长值得期待。

图25：定制衣柜行业整体毛利率依然较高


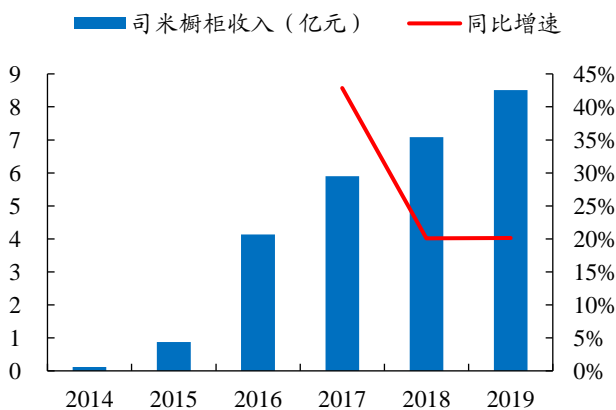
数据来源：公司公告、开源证券研究所（欧派家居和好莱客 2019 年为前三季度数据）

图26：索菲亚衣柜单店提货额领先（估算值）


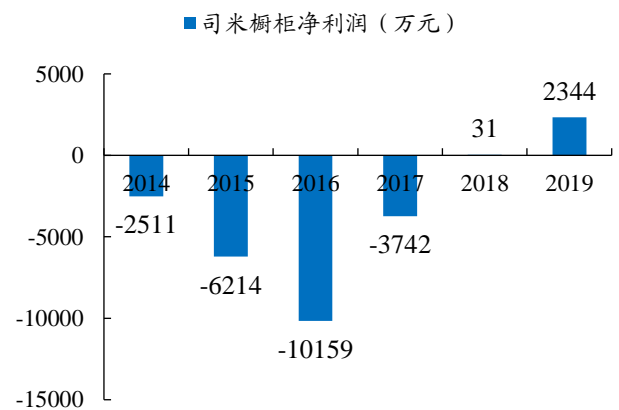
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、橱柜业务：初露峥嵘，或将成为有力增长点

司米橱柜维持较快增长，盈利情况不断改善。2018-2019 年在橱柜行业零售端整体压力较大的情况下，司米橱柜连续两年实现 20%以上的增长。其中公司从 2019Q1 开始推动的衣橱联动策略效果逐渐显现，2019Q4 橱柜接单情况大幅提升，单季度收入增长近 38.4%。并且在 2018 年达到盈亏平衡点之后，司米橱柜首次实现全年规模化盈利，2019 年全年净利润达 2344 万元，盈利情况不断改善。

图27：2019 年司米橱柜维持较快增长


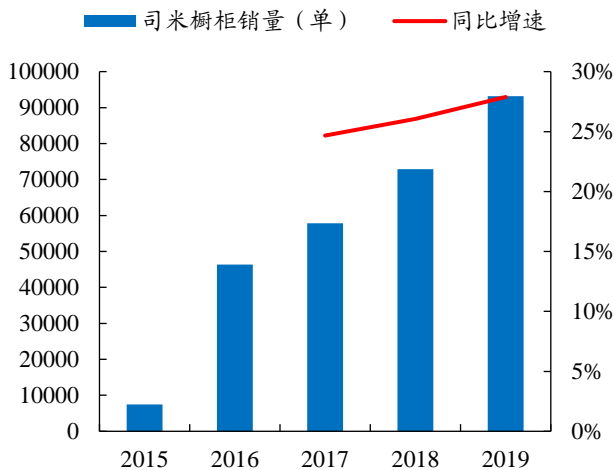
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：司米橱柜盈利情况不断改善


数据来源：公司公告、开源证券研究所

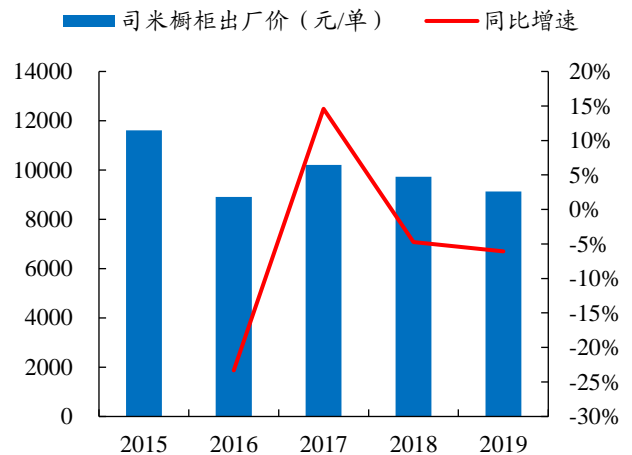
毛利率稳健提升，规模效应有望继续扩大。2018-2019 年，司米积极采用套餐营销等促销手段提升产品销量。2019 年司米橱柜销量达到 93205 单，同比增长 28%。积极促销虽然使橱柜出厂均价有所下降，但由此产生的规模效应对于利润端带来了更为积极的影响。2019 年，橱柜毛利率继续稳健提升，生产成本中的人工和制造费用占比继续下降。但 2019 年公司橱柜净利率仍仅为 2.7%，预计 2020 年公司橱柜收入突破 10 亿元后（工厂设计产值 14 亿元），净利率水平会有较为显著的提升。

图29: 司米橱柜销量稳健增长



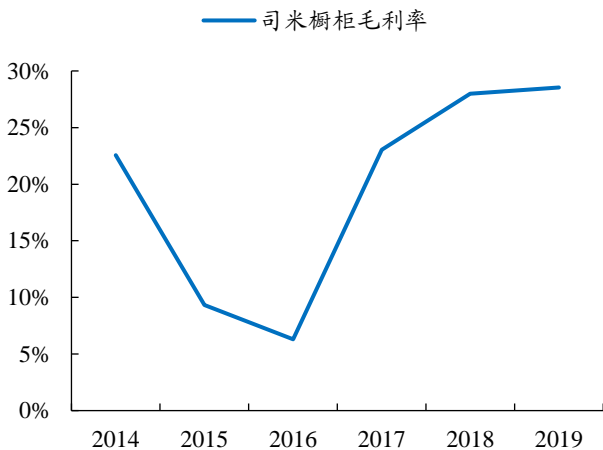
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 司米橱柜出厂均价有所下降



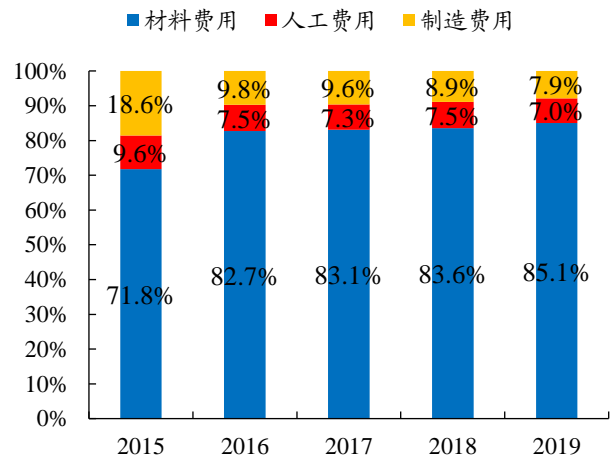
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图31: 司米橱柜毛利率呈上升趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

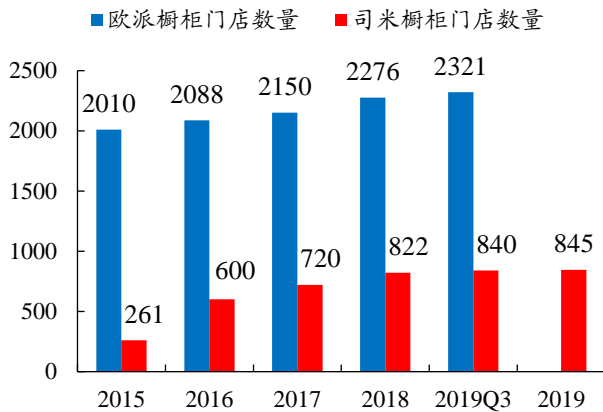
图32: 橱柜成本中人工和制造费用占比逐年下降



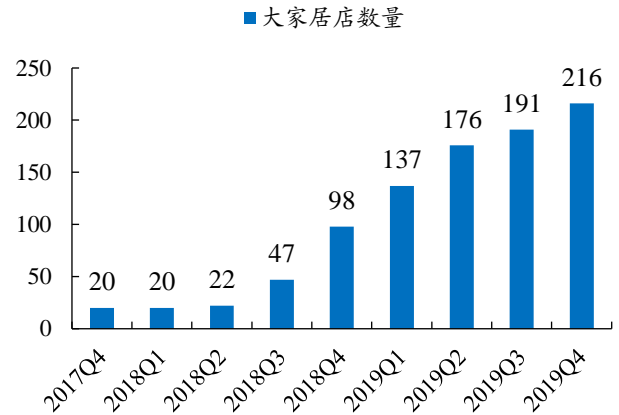
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

司米橱柜独立经销门店仍有一定开店空间。2019年末,司米橱柜独立经销门店数量为845家,与橱柜行业龙头欧派家居的终端门店规模仍有较明显的差距,对比而言仍有一定的展店空间。

除独立店外,大家居店的重要性将更为凸显。2018Q4起,索菲亚大家居店开店速度明显加快,2019年末大家居门店数量达216家。橱柜作为装修流程中较为靠前的品类,在品类协同的大家居店中能起到更好的引流作用。因此司米橱柜的逐渐成熟和大家居店的逐步布局,对于索菲亚未来的整体协同发展具有重要意义。

图33: 司米橱柜门店数量和欧派比仍有较大空间


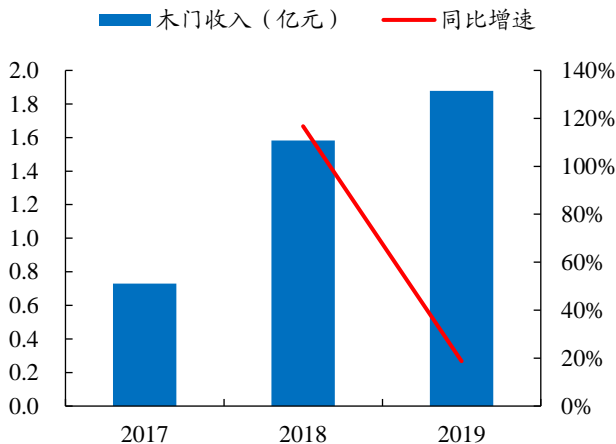
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图34: 索菲亚大家居店稳步开店


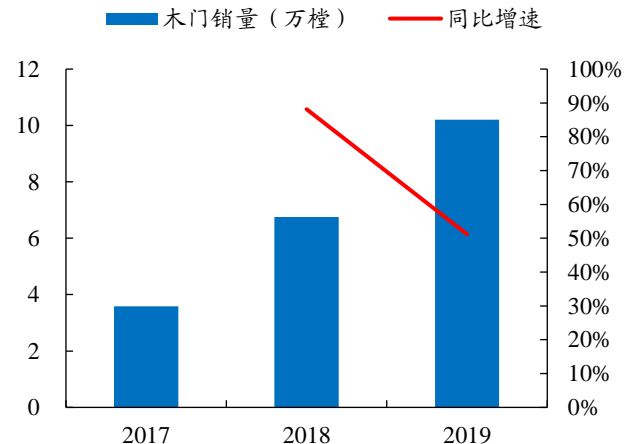
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.3、木门业务: 索菲亚品牌回归, 有望取得突破

木门品牌回归索菲亚, 品类尚处于培育期。2019年, 公司将“米兰纳木门”更名为“索菲亚木门”, 目前主要以“索菲亚”和“华鹤”双品牌经营木门业务。2019年, 公司木门业务收入1.88亿元, 同比增长18.7%。但从销量口径看, 公司木门销量10.2万樘, 同比增长51.2%, 仍维持较快增长。目前木门业务总体仍处于培育期, 尚未到达盈亏平衡点。

图35: 2019年木门收入1.88亿元, 同比增长18.7%


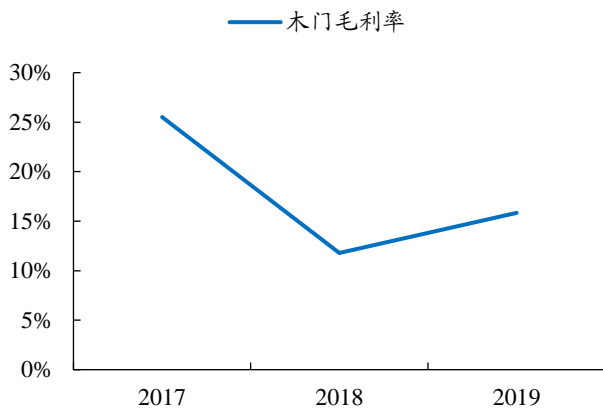
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图36: 木门销量同比增长51.2%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

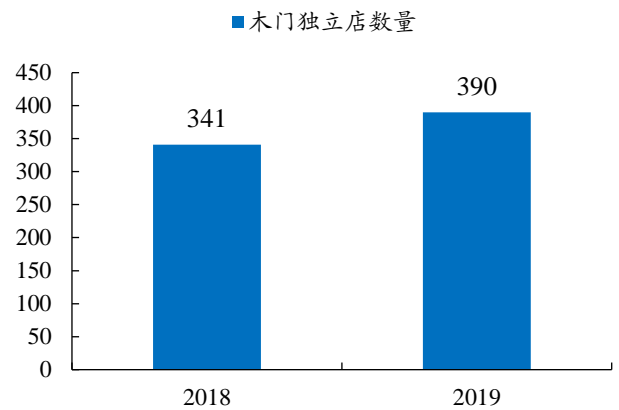
木门业务毛利率有所回升, 新店拓展稳步进行。2019年木门毛利率回升至15.9%, 同比提升4.1pct。当前木门业务的产能利用率仍较低(根据2018年披露的45万樘产能计算, 2019年木门产能利用率仅为21.6%)。未来木门产能利用率逐渐提升后, 毛利率有较大的提升空间。木门独立店的开店进展顺利。2019年木门独立店数量达到390家(索菲亚227家, 华鹤163家), 年净增49家(索菲亚46家, 华鹤3家)。

图37: 木门业务毛利率有所回升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图38: 2019 年木门独立店净增约 49 家



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

借助工程渠道和大家居效应, 木门业务有望形成突破。1) 木门是精装房的必配品类, 配套率接近 100%。凭借索菲亚衣柜在工程端积累的品牌口碑和客户资源, 公司木门业务在工程渠道有望取得突破; 2) 索菲亚大家居店快速布局, 橱柜品类也取得了长足进步, 公司大家居的整体协同作用有望提升, 带动木门品类放量。

3.2、经销渠道推动精细化管理, 工程、整装及线上渠道多元拓展

3.2.1、系统化服务模型落地, 重构经销终端竞争力

索菲亚从服务考核和门店优化两个方面重构经销终端竞争力。

1) 推出“自行车服务模型”, 全面提升经销渠道竞争力。索菲亚经过多年发展, 出现部分经销商进取动力不足的问题。为提升经销商经营动力和服务能力, 2019 年公司提出了包含方向、动力及平衡三大系统的“自行车服务模型”, 经销终端管理精细化程度全面升级。

图39: 索菲亚“自行车服务模型”成型



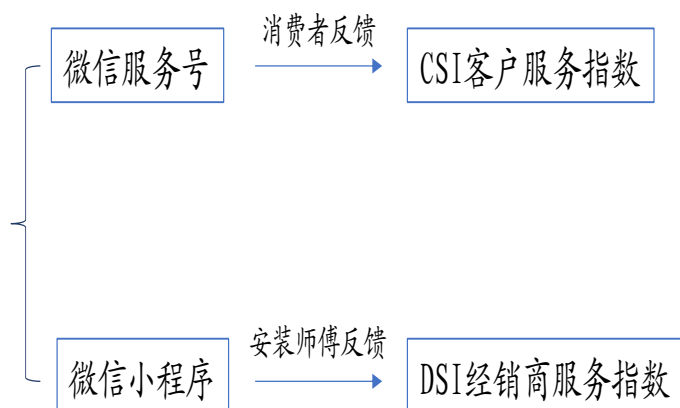
资料来源: 索菲亚家居公众号

方向系统主要包括服务数据提取体系及 CSI、DSI 考核方式。

通过微信服务号及小程序等方式及时提取一线数据作为考核依据。公司服务考核主要分为经销商和工厂两方面。经销商考核层面, 通过微信服务号“顾客说”系统及时获取顾客评价作为考核依据。工厂考核层面, 安装师傅在安装现场遇到工厂问

题而影响一次完工率的都可以通过微信小程序提交数据。公司还设立了 400 呼叫中心，抓取经销商和工厂层面的投诉数据，督促工厂和区域第一时间解决问题。

图40：通过一线数据反馈考核经销商及工厂



资料来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

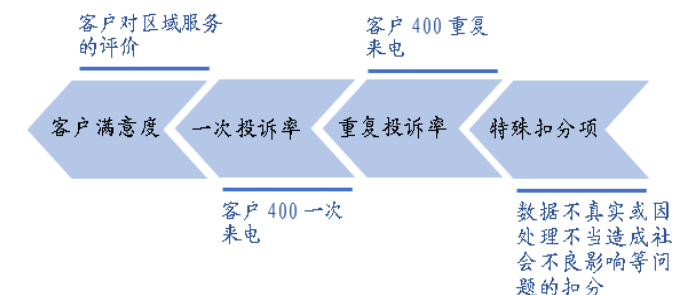
图41：“顾客说”及时反馈顾客评价



资料来源：索菲亚家居公众号

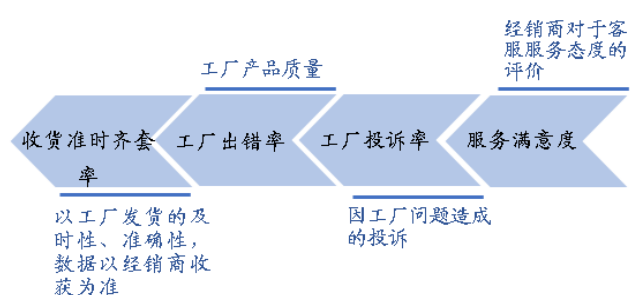
考核指数面面俱到，经销商积极性和服务满意度明显提升。CSI 客户服务指数于 2018 年起开始对经销商考核。目前评比维度包含客户满意度、一次投诉率等四个方面，基本能够对经销商服务能力做出细致评价。DSI 指数于 2019 年 12 月开始对工厂进行考核，通过四个维度考核工厂服务能力，在五大工厂间营造竞争氛围。考核指数推出后经销商积极性大幅提升。**2019 年，全国 90%以上的经销商都有意识主动让客户评价，评价率从 20%提升至 80%以上，全国投诉率同比下降 50%。**

图42：CSI 考核指数细致到位



资料来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

图43：DSI 考核指数面面俱到



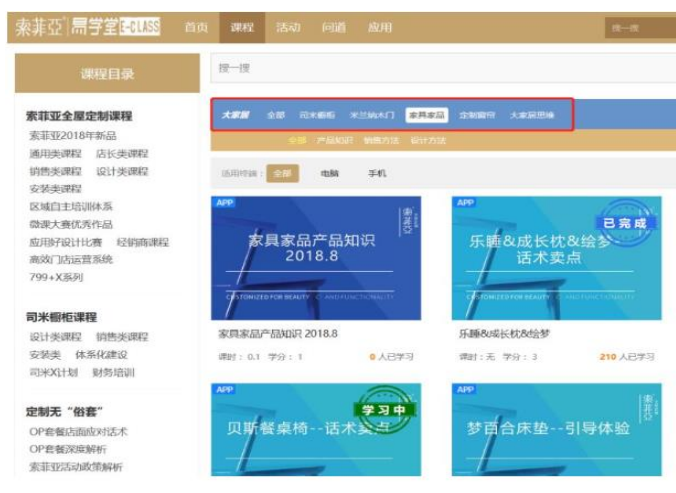
资料来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

动力系统主要包括细致的服务标准和全面的晋升培训机制。

“非常 6+1” 服务标准提升终端服务水准。2019 年，公司制定“非常 6+1”服务标准，明确了销售、设计、生产、送货、安装再到售后每一个环节的服务标准，对经销渠道各环节的服务人员都提出了高要求。

线上线下培训体系完善，以晋升机制提升员工动力。公司培训体系包括易学堂线上培训和索菲亚学院线上培训。易学堂按照业务定位聘请了在运营、设计、安装方面全国优秀区域的专家担任顾问。索菲亚学院将全国分为五大校区，每个校区均配备系统的管理体系和常驻老师，并组织专人帮助经销商提升 CSI 指数。为提升员工动力，索菲亚推出了学习地图，让员工在培训时了解自己的职位和薪资成长路径。

图44: 易学堂包含多种类别课程



资料来源: 公司公众号

图45: 易学堂还有手机 APP 版本

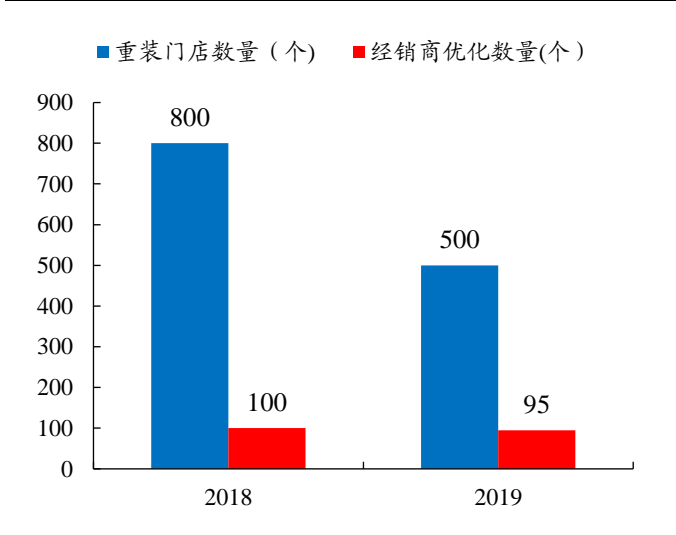


资料来源: 公司公众号

平衡系统以信息化系统为轴保证运营高效率。公司通过 X 计划和 DMS 系统将整个服务考核系统充分串联。CSI 报表、DSI 报表、学习报表、费用报表以及薪酬报表都可以通过这两个系统进行可视化呈现, 从而帮助管理层进行宏观决策, 尽可能的维护 CSI 与 DSI 结果指标与运营费用率的平衡。

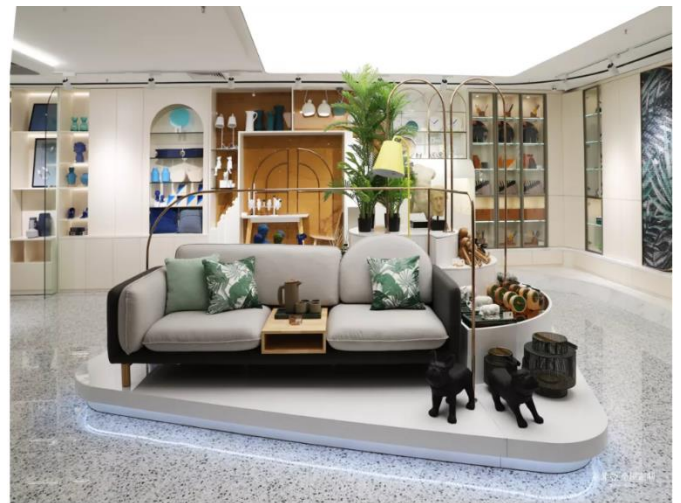
2) 淘汰尾部经销商、改善门店质量双管齐下提升经销渠道质量。在考核管理制度精细化的同时, 索菲亚加强了经销商的淘汰力度, 2018-2019 年共淘汰约 200 位经销商, 并且未来将继续保持约 8% 的年淘汰率。另一方面, 索菲亚通过门店重装及布局新型门店业态的方式提升终端门店质量。2018-2019 年公司共重装门店约 1300 家, 并积极布局美好生活馆、天猫新零售店、大家居融合店等新型门店。

图46: 2018-2019 年索菲亚加大对经销商优化力度



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图47: 公司积极布局美好生活馆等新门店业态



资料来源: 索菲亚家居公众号

3.2.2、工程渠道快速发展, 具备多方位竞争优势

基于客户积累、产品交付、产品品质等优势, 2019 年索菲亚工程渠道快速发展。

1) 深度绑定大客户, 与 80% 的 TOP100 房企展开战略合作。索菲亚与恒大、富力、保利等大型房地产商均有密切的合作关系。2017 年, 索菲亚与恒大合资成立恒

大索菲亚兰考生产基地，项目预计年产能达 34 万套定制衣柜及配套产品。并且索菲亚还与恒大达成了 5 年战略合作协议，2017-2021 年意向总采购金额预计达 20 亿元。此外，2019 年公司收购了保利工程木门供应商之一的中山保福的 40% 股权，进一步加深了与保利的合作关系。

表4：2019 年索菲亚获得多家房企的优秀供应商奖项

合作方	奖项
融创中国	优秀供应商
首创置业	2018 年度优秀供应商
阳光城	2018 年度新锐合作伙伴
恒大	2018 年度优秀供应商
\	2019 粤港澳大湾区住宅批量精装标准最具合作价值供应商

资料来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

2) 产能全国化布局、高效率生产线和优质的服务团队构成索菲亚出色的工程业务交付能力。索菲亚七大生产基地分布全国，缩小了产品交付半径，从而有效降低产品运输成本和运输损耗。此外，依靠柔性化生产线和智能化工厂，索菲亚产品交期仅为 7-12 天，明显优于行业。对于交期要求较高的工程领域，索菲亚的制造优势将更为明显。并且索菲亚通过系统培训等方式培育了一只高水准的工程服务团队。2019 年，公司进一步加强对工程服务商的扶持力度，工程服务商数量同比增加 50% 以上。

图48：索菲亚七大生产基地全国化布局

产品工业布局



资料来源：公司公告

图49：索菲亚拥有专业的工程服务团队



资料来源：索菲亚工程公众号

3) 环保材质和优质的产品质量拓宽了公司工程客户资源。除了传统地产工程客户之外，索菲亚依靠高环保等级的康纯板等产品和品牌背书的产品质量，成功开拓了学校、医院等对产品质量和环保等级具有更高要求的工程客户。湖北省襄阳中心医院、武汉协和医院等多家医院和学校均已与索菲亚达成了工程项目合作。

图50: 索菲亚凭借环保材质承接学校项目



资料来源: 索菲亚工程公众号

图51: 索菲亚承接医院项目

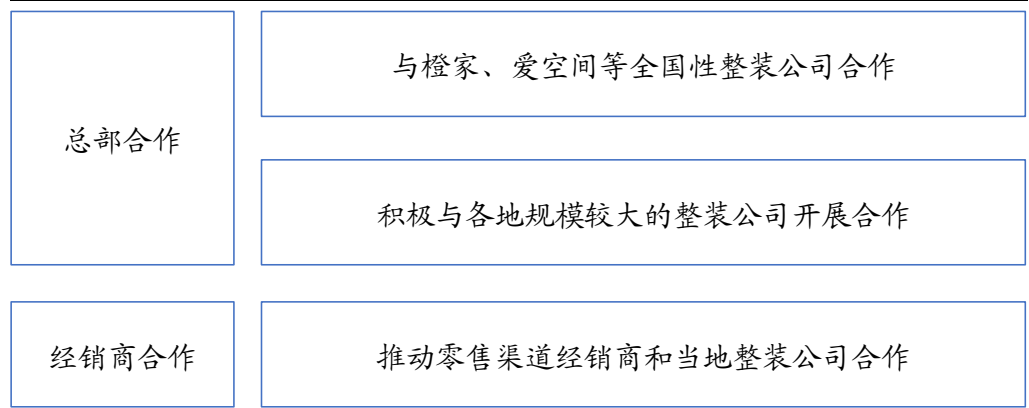


资料来源: 索菲亚工程公众号

3.2.3、整装渠道积极培育，线上营销硕果累累

拓宽整装合作模式，更加积极得进行整装渠道培育。经过较长时间的模式探索，2019 年索菲亚对于整装渠道的态度更加积极。在总部和全国性整装公司合作及推动零售渠道经销商与当地整装公司合作的基础上，公司积极与全国各地规模较大的龙头整装公司建立战略合作关系。2020 年 3 月，公司与星艺装饰的 29 家市级分公司战略签约。整装渠道的发展让公司得以获得更为前置的装修渠道客流。

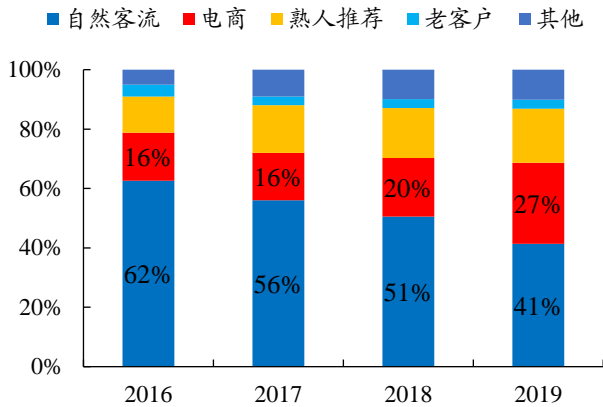
图52: 索菲亚更为积极得拓宽整装合作方式



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

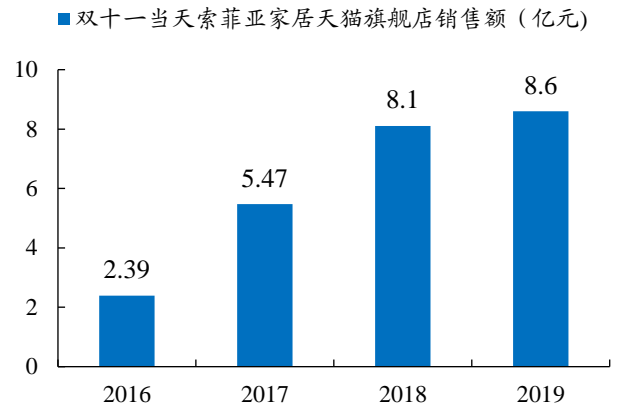
电商客流占比显著提升，线上渠道发展领先行业。2013 年索菲亚开始组建电商团队，成为最早进入电商渠道的定制家居企业之一。经过多年发展，索菲亚电商渠道已处于行业领先地位。2017-2019 年索菲亚双十一销售额均处于行业第一。并且在自然客流量下滑的情况下，电商渠道成为了公司重要增长点。2019 年公司自然客流占比下降至 41%，而电商渠道客流占比则提升至 27%。

图53：自然客流占比下降，电商客流占比提升



数据来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

图54：2017-2019年索菲亚双十一销售额列行业第一



数据来源：新浪家居、索菲亚家居公众号、开源证券研究所

紧跟行业潮流,引入网红带货、抖音挑战赛等新型营销方式。2020年3月18日,索菲亚联合头部网红薇娅进行线上直播带货。在17分钟的直播时间内,带货超过6000单,若按平均2万的终端客单价计算,当天直播带货额或接近1.2亿元。除直播带货外,索菲亚还积极通过抖音短视频等平台进一步拓宽客流渠道。2020年3月,索菲亚抖音挑战赛共吸引了21.8万个视频参与,总曝光量超5.5亿。

图55：薇娅直播带货当日累计观看超过2000万人次



资料来源：索菲亚家居公众号

图56：索菲亚抖音挑战赛总曝光量超5.5亿



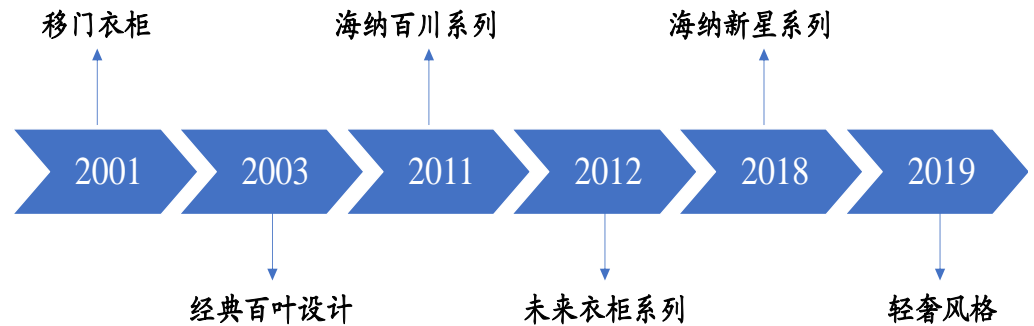
资料来源：索菲亚家居公众号

4、优势精益求精：强化产品力和信息化壁垒

4.1、发力轻奢系列和康纯板产品，巩固产品优势

公司产品品质和创新力一直是索菲亚的核心优势之一。公司对市场需求的前瞻性和持续的研发投入铸就了行业领先的产品力,产品不断推陈出新。自2001年将定制衣柜引入中国后,公司一直引领定制柜类潮流,先后在2003年推出经典百叶设计、2011年推出海纳百川系列等,并于2019年引领市场趋势主打轻奢系列产品。

图57: 索菲亚产品设计不断推陈出新，引领潮流



资料来源：公司公告、开源证券研究所

推出定位较高端的轻奢系列，多样柜类满足差异化需求。2019年，公司定位较高端的轻奢系列迅速推广，全年新增10个系列、21个花色、22款门款，同时推出星隔断、衣帽间系统、墙面系统、灯花系统，全面覆盖多样化的需求和各层次消费群体。2019年4月索菲亚首家轻奢馆于深圳开业。轻奢馆以高级灰为主色调，使用大量柔和灯光，以黑钛金不锈钢和高品质石材作为装修材料，尽力营造轻奢氛围。

图58: 2019年索菲亚首家轻奢馆于深圳开业



资料来源：索菲亚家居公众号

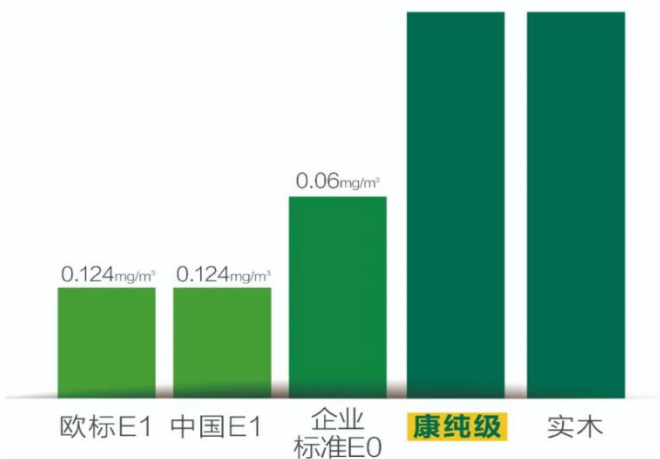
图59: 轻奢馆通过柔和灯光等方式营造轻奢氛围



资料来源：索菲亚家居公众号

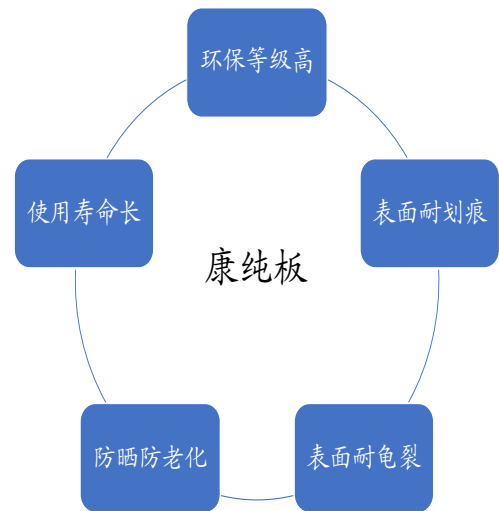
康纯板主打环保需求，与轻奢系列相辅相成。索菲亚于2016年推出康纯板，以远高于新国标E1级且接近实木级的环保等级作为主打亮点。由于康纯板推出初期，存在产品样式吸引力不足等问题，所以推广效果较为一般。但公司在2019年通过轻奢系列等多样化设计新品，明显提升了康纯板产品的市场接受程度，全年康纯板的客户选用率和销售占比分别提升至44%和26.2%。

图60: 康纯板甲醛释放限量高于企业 E0 级标准



资料来源: 索菲亚家居公众号 (图中数值为甲醛释放限量, 颜色越深表示环保性能越好)

图61: 康纯板产品优势多样

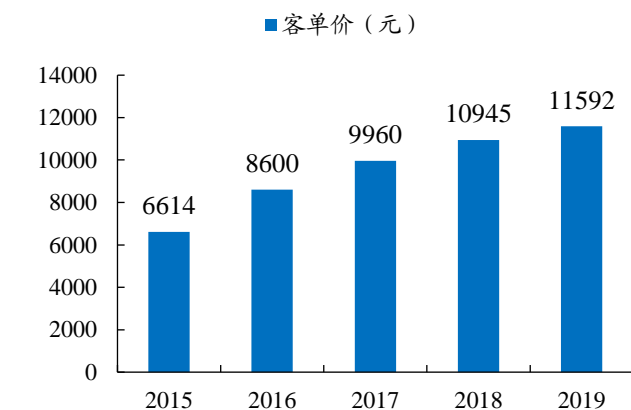


资料来源: 索菲亚家居公众号、开源证券研究所

高端新品有效提升客单价, 毛利空间有待继续释放。公司轻奢系列和康纯板销售占比的不断提升继续带动公司客单价稳步提升。2019 年, 公司出厂口径客单价 (不含橱柜、木门) 提升至 11592 元, 同比提升 5.91%。未来, 伴随新品销售进入成熟期, 终端让利幅度有望缩小, 产品高毛利的特性将得到更为充分的释放。

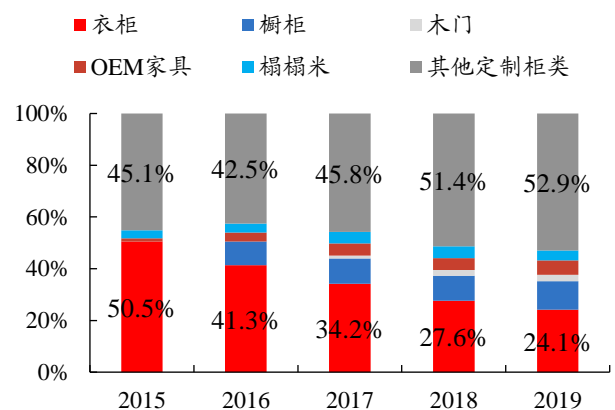
产品销售结构的多样化发展, 有望带动客单价继续提升。受益于其他定制柜类的快速拓展, 2019 年公司衣柜的销售占比已经由 2015 年的 50.5% 下降至 24.1%, 而包括组合柜等在内的其他定制柜类的占比持续提高。在定制柜类单价上行空间有限的背景下, 提高单个订单中销售的柜子数量是客单价提升的重要驱动力。因此柜类销售的多样化, 将有助于公司客单价的继续提升。

图62: 公司衣柜客单件不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (出厂口径、不包含司米橱柜和木门)

图63: 公司产品销售结构多样化



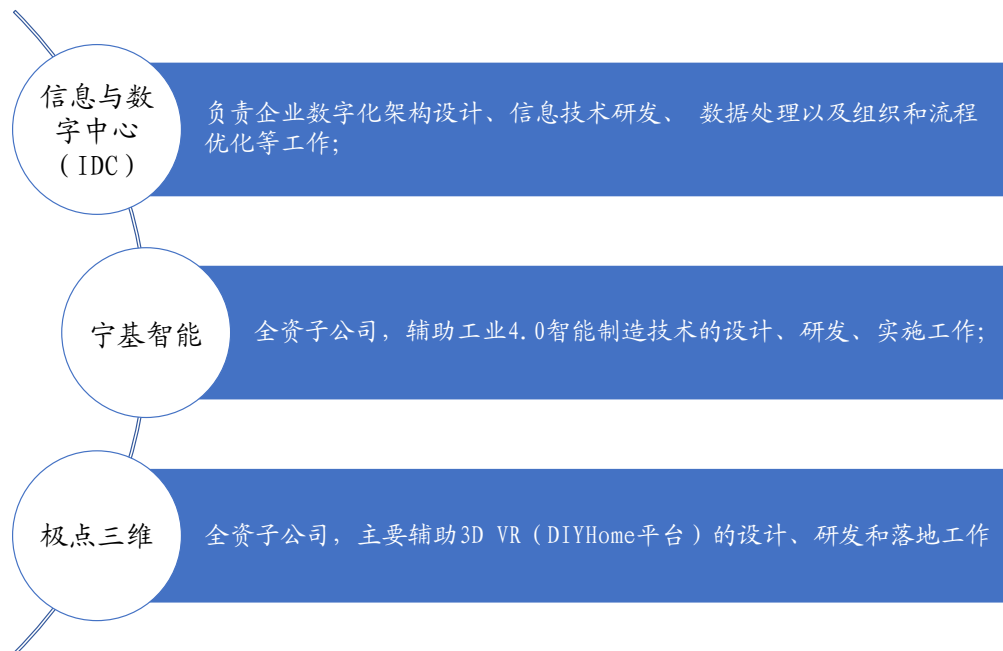
数据来源: 索菲亚家居公众号、开源证券研究所

4.2、三架马车助力, 信息化壁垒日益深厚

三架马车齐头并进, 公司智能化和信息化建设引领行业。索菲亚在行业内最早进行数字化转型。从 2014 年以来公司成立了信息与数字化中心 (IDC)、全资控股宁

基智能和极点三维，作为信息化和数字化三驾马车。目前 IDC 主要负责企业数字化架构设计、技术研发、数据处理及组织优化等工作；宁基智能主要负责工业 4.0 智能制造技术的研发；极点三维主要辅助 DIYHome 平台的开发。

图64：三驾马车助力索菲亚信息化建设



资料来源：公司公告、开源证券研究所

黄冈 4.0 车间投产，智能化赋能生产效率提升。2018 年 7 月，索菲亚黄冈工业 4.0 车间正式投产。该车间由宁基智能严格按照德国工业 4.0 标准完成规划设计及落地实施，是国内定制家居行业首家 4.0 生产车间。4.0 代表着生产智能化，该生产线平均效率比德国生产线高出 125%，并且开料、封边、打孔、分拣、打包等全流程智能化生产，生产效率显著提升。

图65：黄冈工业 4.0 车间智能化生产



资料来源：索菲亚家居公众号

图66：索菲亚智能制造效率领先行业



资料来源：公司公告

DIYHome 功能继续升级，实现订单全流程打通。在销售环节，KD 软件中的 Y/M03 图库产品可以直接通过 DIYHome 下单，设计人员可以更快地为不同区域、不同需求的消费者提供个性化设计方案。此外，在 DIYHome 签单效果迅速提升后，

2019 年 DIYHome 将开发重点放在了下单与生产环节的衔接上，目前已实现了全屋定制柜、家具家品、木门、地板、窗帘多品类产品从设计到下单生产的全流程打通。

图67: DIYHome 实现从门店到工厂端的订单全流程打通



资料来源：索菲亚家居公众号

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

（1）疫情影响可控，地产交付维持回暖趋势，终端零售需求有所回升，精装市场维持较高增速，公司衣柜业务调整后复苏，橱柜迎来放量期，木门业务稳步发展；

（2）衣柜业务高端产品度过培育期，占比逐渐提升；橱柜、木门业务规模效应逐渐体现，公司毛利率有望维持较高水平。考虑到行业竞争因素，我们谨慎预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 37.25%、37.16%、37.18%。

5.2、盈利预测与估值

我们认为索菲亚的看点主要基于以下两个层面：

1) 行业层面回暖确定性较高。虽然短期受到疫情扰动，但由于交付期限存在一定刚性，因此 2017 年持续至今的竣工缺口回补仍具有较高的确定性。地产交付回暖有望带动家居零售端复苏。而精装市场虽然开盘增速有所下滑，但仍维持相对较快增长。并且由于装修需求具有一定滞后期，家居业工程端的红利仍将持续。

2) 积极调整后，公司有望迎来业绩和估值双击。2017 年后家居行业工程渠道快速增长，并对零售需求产生挤压。由于衣柜业务精装配套率低，经销渠道占比高，所以以衣柜业务为主的索菲亚受行业影响相对更为明显。在行业调整期，索菲亚积极发展橱柜业务，加大经销渠道优化力度，积极开拓工程、整装及线上渠道，公司竞争力有明显提升。因此我们认为在行业回暖的趋势下，业绩低基数，估值处于历史低位的索菲亚有望迎来价值回归。

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 11.64/12.89/14.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.28/1.41/1.60 元，当前股价对应 PE 为 14/13/11 倍。

首次覆盖给予“买入”评级。

表5：部分定制家居行业估值情况；索菲亚作为定制衣柜龙头，存在估值修复空间

证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
欧派家居	100.60	18.28	18.27	17.81		22.7	19.2	16.3	
尚品宅配	66.01	10.59	19.22	15.97		24.8	20.8	18.0	
好莱客	14.26	0.34	9.60	12.39		11.5	10.5	9.3	
平均		9.74	15.70	15.39		19.7	16.9	14.5	
索菲亚	18.16	12.34	8.07	10.72	13.02	15.4	14.2	12.9	11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2020/04/07，除索菲亚、欧派家居外，其他公司均使用 Wind 一致预期）

6、风险提示

新冠疫情影响加剧，竣工数据和家居消费需求回暖不及预期；公司橱柜、木门业务拓展不及预期；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3668	4128	4321	5667	6083
现金	2165	1340	1755	2571	3186
应收票据及应收账款	596	1041	758	1245	979
其他应收款	32	42	39	51	49
预付账款	62	38	72	50	85
存货	303	339	367	420	454
其他流动资产	510	1329	1329	1329	1329
非流动资产	4144	4356	4455	4652	4860
长期投资	4	39	39	39	39
固定资产	2403	2731	2882	3062	3243
无形资产	579	546	588	635	687
其他非流动资产	1158	1041	948	915	891
资产总计	7812	8484	8777	10319	10943
流动负债	2188	2444	2065	2804	2422
短期借款	427	313	296	337	343
应付票据及应付账款	672	835	696	1080	852
其他流动负债	1090	1296	1073	1387	1227
非流动负债	265	130	127	126	125
长期借款	177	30	27	26	24
其他非流动负债	88	100	100	100	100
负债合计	2454	2575	2192	2930	2547
少数股东权益	526	465	477	495	512
股本	923	912	912	912	912
资本公积	1475	1304	1304	1304	1304
留存收益	2612	3267	3887	4580	5358
归属母公司股东权益	4832	5445	6107	6894	7884
负债和股东权益	7812	8484	8777	10319	10943

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1100	1301	1425	1713	1540
净利润	964	1095	1177	1307	1475
折旧摊销	289	347	289	281	317
财务费用	23	26	20	10	-5
投资损失	-32	-52	-31	-37	-38
营运资金变动	-159	-82	-18	167	-190
其他经营现金流	15	-32	-12	-14	-18
投资活动现金流	-318	-1400	-345	-426	-469
资本支出	735	686	99	196	208
长期投资	371	-781	-0	-0	-0
其他投资现金流	789	-1495	-246	-230	-261
筹资活动现金流	-431	-739	-664	-471	-456
短期借款	116	-114	-17	41	6
长期借款	-76	-147	-3	-1	-1
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	-4	-171	0	0	0
其他筹资现金流	-467	-296	-644	-510	-461
现金净增加额	351	-837	416	816	615

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7311	7686	8448	9409	10447
营业成本	4564	4817	5301	5913	6563
营业税金及附加	76	72	87	97	106
营业费用	700	765	760	847	940
管理费用	566	591	617	706	784
研发费用	191	185	203	226	251
财务费用	23	26	20	10	-5
资产减值损失	11	-18	0	0	0
其他收益	34	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	46	12	14	18
投资净收益	32	52	31	37	38
资产处置收益	-10	-2	0	0	0
营业利润	1234	1348	1503	1663	1865
营业外收入	1	2	5	2	2
营业外支出	4	3	3	3	4
利润总额	1231	1347	1504	1662	1864
所得税	267	252	327	356	389
净利润	964	1095	1177	1307	1475
少数股东损益	5	17	13	17	18
归属母公司净利润	959	1077	1164	1289	1457
EBITDA	1492	1674	1766	1899	2116
EPS(元)	1.05	1.18	1.28	1.41	1.60

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	5.1	9.9	11.4	11.0
营业利润(%)	4.4	9.2	11.5	10.6	12.1
归属于母公司净利润(%)	5.8	12.3	8.1	10.7	13.0
获利能力					
毛利率(%)	37.6	37.3	37.3	37.2	37.2
净利率(%)	13.1	14.0	13.8	13.7	13.9
ROE(%)	18.0	18.5	17.9	17.7	17.6
ROIC(%)	16.9	18.0	17.7	17.3	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	31.4	30.3	25.0	28.4	23.3
净负债比率(%)	-26.3	-13.3	-20.5	-28.7	-32.5
流动比率	1.7	1.7	2.1	2.0	2.5
速动比率	1.3	1.5	1.9	1.8	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	17.8	9.4	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	7.5	6.4	6.9	6.7	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.18	1.28	1.41	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.43	1.56	1.88	1.69
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.97	6.69	7.56	8.64
估值比率					
P/E	17.3	15.4	14.2	12.9	11.4
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.5	8.9	8.2	7.2	6.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

28 / 30

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835