

# 索菲亚 (002572.SZ)

## 动态分析

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

**买入-B(首次)**

股价(2019-03-05)

21.91 元

### 交易数据

总市值(百万元)	20,232.27
流通市值(百万元)	13,980.29
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	638.08
12个月价格区间	14.77/37.89 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.59	-4.11	-24.83
绝对收益	37.8	13.64	-39.46

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号: S0910516080001

yezhongzheng@huajinsec.cn

0755-83224377

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsec.cn

0755-83231652

### 相关报告

## 定制衣柜大宗业务提速, 司米厨柜进入利润拐点

### 投资要点

公司发布 2018 年年度报告, 2018 年度公司实现营业收入 731,089.22 万元, 同比增长 18.66%; 实现归母净利润 95,907.33 万元, 同比增长 5.77%。其中, 2018Q4 单季度实现营业收入 220,501.93 万元, 同比增长 15.42%; 实现归母净利润 26,727.83 万元, 同比下降 19.26%。公司 2018 年利润分配预案为每 10 股派发现金红利 5.00 元(含税)。

◆ **营收增速有所放缓, 2018 年重构终端竞争力:** 2018 年在房地产行业销售增速下滑、流量被多元化渠道截流、行业竞争加剧等因素影响下, 公司通过重构终端竞争力, 维持了业绩增长, 全年实现营业收入 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%。其中 2018Q4 单季度营收 22.05 亿元, 同比增长 15.42%; 归母净利润 2.67 亿元, 同比下滑 19.26%。Q4 单季度业绩增速较前三季度单季度增速放缓, 主要是由于 1) 公司自 2018 年第二季度开始下调出厂价、延长“爱家季”活动促销时间; 2) 加快更新店面形象, 2018 年新开 500 家门店并重新装修了 500 家索菲亚门店; 3) 公司毛利率相对较低的大宗业务占比提升。

◆ **定制衣柜大宗业务提速, 零售渠道拓展不及预期:** 2018 年索菲亚定制衣柜及其配套产品实现营收 63.94 亿元, 同比增长 17.45%, 占总营业收入比重为 87.46%; 毛利率达 39.23%, 同比下降了 0.64 个百分点。“索菲亚”2018 年净增加 310 家门店数, 低于之前预期的 400 家门店, 零售渠道的拓展略不及预期。2019 年公司计划新开 300 家门店以及 150 家大家居店。在大宗渠道方面, 2018 年大宗业务营业收入约为 5.11 亿元, 同比增长 115.56%, 增长迅速。其次, 2019 年 3 月公司董事会会议通过全资子公司索菲亚建筑公司对外投资鼎兴建筑公司, 鼎兴建筑主要是工程家装业务, 鼎兴建筑业绩承诺为 2019-2021 年收入分别为 1 亿、3 亿、5 亿, 利润 1 千万、3 千万、5 千万, 投资完成后, 工程业务有望延续快速发展。

◆ **司米厨柜开始进入利润拐点, 木门板块增长迅速:** 2018 年公司定制橱柜及配件实现营业收入 7.04 亿元, 同比增长 20.05%, 占营业总收入的 9.69%。2018 年公司净增加 102 家厨柜门店, 截至 2018 年底, 独立的司米专卖店达 822 家, 2019 年公司计划再新开 100 家独立门店, 并把橱柜产品融入更多的索菲亚专卖店, 构建司米联动销售网络, 2019 年司米厨柜有望延续较高增长。毛利率方面, 2018 年司米橱柜毛利率达到 27.98%, 同比提高 4.95 个百分点, 开始进入利润拐点。2018 年木门业务实现营业收入 1.58 亿元, 同比增长 116.44%, 增长较为迅速。公司稳步推进大家居战略, 2018 年经销商纷纷加快了开大店的速度, 截止年底共有 98 家大家居店。2019 年开店速度提速, 计划开 150 个大家居店。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 1.20、1.36、1.56 元, 净资产收益率分别为 19.8%、20.1%、20.5%。公司是国内定制家居行业早期开拓者, 看好公司大家居发展战略, 首次覆盖给予买入-B 建议。

◆ **风险提示:** 房地产行业调控风险; 市场竞争加剧风险; 原材料价格波动风险; 管理风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,161.4	7,310.9	8,729.6	10,263.5	12,016.2
同比增长(%)	36.0%	18.7%	19.4%	17.6%	17.1%
营业利润(百万元)	1,181.9	1,234.3	1,435.0	1,624.2	1,855.8
同比增长(%)	44.0%	4.4%	16.3%	13.2%	14.3%
净利润(百万元)	906.8	959.1	1,107.2	1,255.5	1,436.6
同比增长(%)	36.6%	5.8%	15.4%	13.4%	14.4%
每股收益(元)	0.98	1.04	1.20	1.36	1.56
PE	23.0	21.8	18.9	16.6	14.5
PB	4.7	4.3	3.7	3.3	3.0

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、年报业绩点评：营收增速有所放缓，2018 年重构终端竞争力 .....	4
二、定制衣柜大宗业务提速，司米厨柜开始进入利润拐点 .....	5
（一）定制衣柜大宗业务提速，零售渠道拓展不及预期 .....	5
（二）司米厨柜开始进入利润拐点，木门板块增长迅速 .....	6
三、盈利预测与估值 .....	7
（一）盈利预测 .....	7
（二）可比公司估值 .....	7
四、风险提示 .....	8

## 图表目录

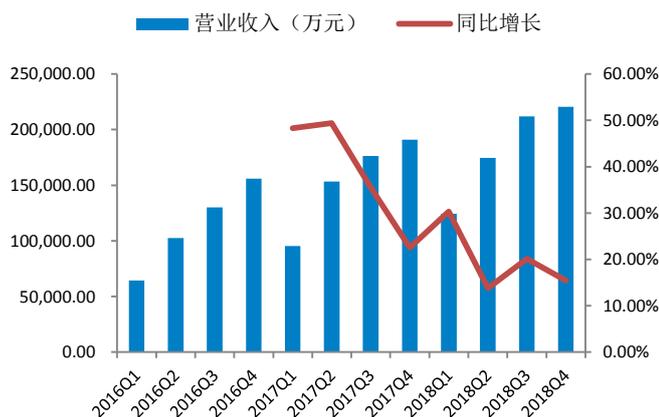
图 1：分季度营业收入及同比增长 .....	4
图 2：分季度归母净利润及同比增长 .....	4
图 3：分季度毛利率及净利率 .....	5
图 4：分季度期间费用率 .....	5
图 5：定制衣柜及配件营业收入（万元）及同比增长 .....	5
图 6：定制衣柜及配件毛利率波动 .....	5
图 7：定制衣柜及其他配套类渠道营收（万元）及同比增长 .....	6
图 8：“索菲亚”终端门店数量（单位：家） .....	6
图 9：客户数量变化（单位：万） .....	6
图 10：客单价变化（单位：元/单） .....	6
图 11：定制橱柜及木门营收（万元）及同比增长 .....	7
图 12：定制橱柜及木门毛利率波动 .....	7
表 1：可比公司估值 .....	8

## 一、年报业绩点评：营收增速有所放缓，2018 年重构终端竞争力

公司主要从事全屋定制及配套家居产品的设计、生产及销售，产品主要品牌为“索菲亚”全屋定制、司米“定制橱柜”、米兰纳 MILANA 定制木门、华鹤定制木门以及易福诺地板，公司旗下产品涵盖入户、客厅、餐厅、厨房、卧室、青少年房、书房、阳台空间八大空间系统。

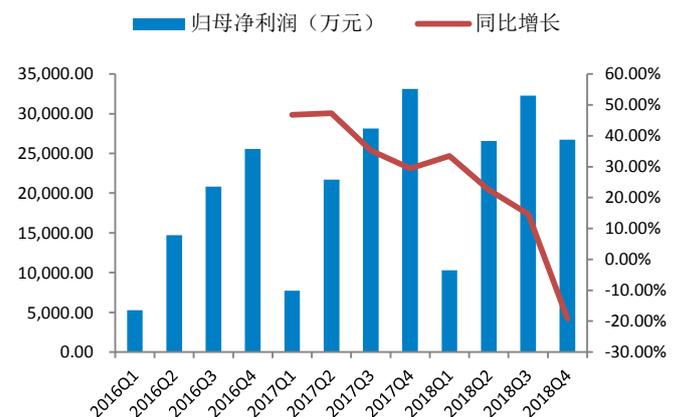
2018 年在地产行业销售增速下滑、流量被多元化渠道截流、行业竞争加剧等因素影响下，公司通过重构终端竞争力，抢占市场份额，维持了业绩增长，2018 年全年实现营业收入 73.11 亿元，同比增长 18.66%；归母净利润 9.59 亿元，同比增长 5.77%。其中 2018Q4 单季度营收 22.05 亿元，同比增长 15.42%；归母净利润 2.67 亿元，同比下滑 19.26%。Q4 单季度业绩增速较前三季度单季度呈现逐渐放缓趋势，主要是由于 1) 公司自 2018 年第二季度开始下调出厂价、延长“爱家季”活动促销时间；2) 加快更新店面形象，2018 年新开 500 家门店并重新装修了 500 家索菲亚门店；3) 在精装房政策逐渐推进下，公司毛利率相对较低的大宗业务得以快速发展。

图 1：分季度营业收入及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

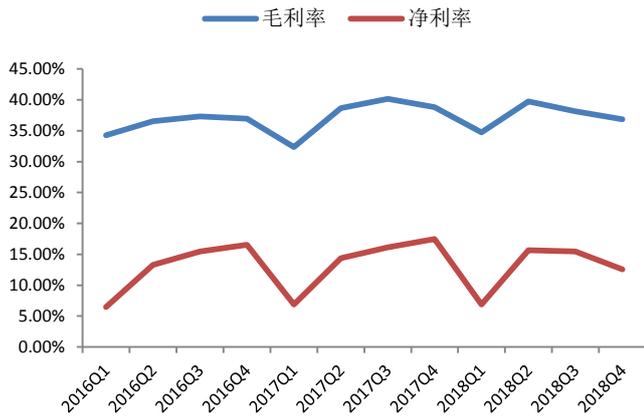
图 2：分季度归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年度整体毛利率为 37.57%，同比下降 0.6 个百分点，其中 2018Q4 毛利率为 36.87%，同比下降 1.95 个百分点；2018 年度公司整体净利率为 13.19%，同比降低 1.49 个百分点，其中 2018Q4 净利率为 12.59%，同比下降了 4.86 个百分点。毛利率、净利率均较去年同期有所下滑，主要是由于业务结构的变化以及期间费用率等上升。期间费用方面，2018 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.58%、10.35%、0.32%，同比分别上升了 1.16、0.52、0.16 个百分点，其中 2018Q4 以上费用率的分别为 8.99%、7.85%、0.70%，同比分别变动了 +2.45、-1.32、+0.75 个百分点。全年来看，公司销售费用率上升主要是公司继续加大市场开拓力度，广告费等大幅增加，2018 年公司广告费为 2.44 亿元，同比增长 44.37%。管理费用率提升，主要是由于总部宁西基地的办公楼和宿舍及各生产基地立体仓等于 2017 年下半年陆续验收并投入使用，折旧费用、长期待摊费用上升。财务费用率有所提升，主要为了加快资金回笼，对于工程项目形成的应收票据进行贴现和保理的操作。

图 3：分季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：分季度期间费用率



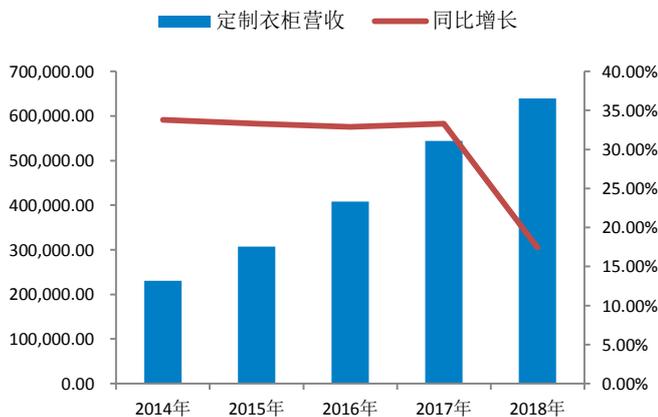
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、定制衣柜大宗业务提速，司米厨柜开始进入利润拐点

### (一) 定制衣柜大宗业务提速，零售渠道拓展不及预期

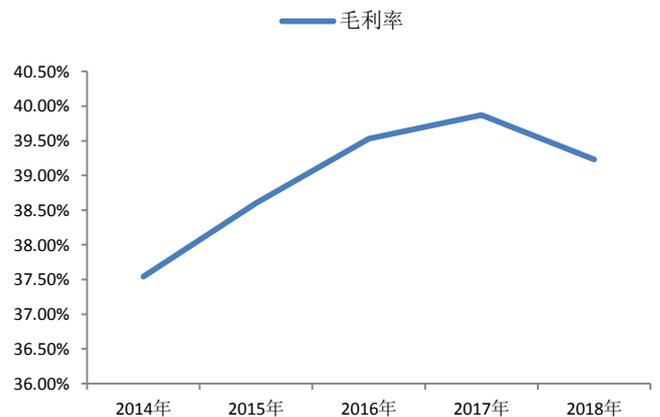
2018 年索菲亚定制衣柜及其配套产品实现营收 63.94 亿元，同比增长 17.45%，占总营业收入比重为 87.46%。2018 年定制衣柜及配件毛利率达 39.23%，同比下降了 0.64 个百分点，毛利率略有下降，主要是零售渠道出厂价增速下降，大宗业务收入占比提升导致。

图 5：定制衣柜及配件营业收入（万元）及同比增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6：定制衣柜及配件毛利率波动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

经销渠道仍是公司的主要销售渠道，2018 年主要经销商渠道的销售占比为 88.24%，直营专卖店的销售渠道占比为 3.21%，大宗业务渠道占比为 7.99%。

公司“索菲亚”2018 年净增加 310 家门店数，低于之前预期的 400 家门店，零售渠道的拓展略不及预期。截至 2018 年底，“索菲亚”全屋定制产品拥有经销商 1400 多位，开设专卖店约 2600 家（不含 20m<sup>2</sup>-60m<sup>2</sup>的超市店约 291 家），其中省会城市门店数占比 18%（贡献收入占比 35%），地级城市门店数占比 29%（贡献收入占比 32%），四五线城市门店数占比 53%（贡献收入占比 33%）。2019 年公司计划加快“索菲亚”整改旧有店面形象，新开 300 家门店（其中包

括原有城市继续加密开店，并继续下沉销售网络至四、五线城市），以及计划开设大家居店 150 家，到 2019 年底，“索菲亚”共 2810 家门店。截至 2018 年底，公司客户数量超过 55.4 万，同比增长 3.35%；客单价 10,945 元/单，同比增长 9.89%，客单价和客户数增速较去年同期有所放缓。

公司工程大宗业务主要是和全国前 50 大房企公司合作，主要是相对高端楼盘，2018 年大宗业务营业收入约为 5.11 亿元，同比增长 115.56%，大宗业务增长迅速。目前工程业务主要是衣柜部分，未来随着精装房政策的持续推进，公司橱柜业务工程订单也会逐渐提升，公司预计 2019 年橱柜工程单收入 1-2 亿元，未来工程大宗业务营收占比或将达至 20%左右。2019 年 3 月公司董事会会议通过全资子公司索菲亚建筑公司对外投资鼎兴建筑公司，鼎兴建筑主要是工程家装业务，主要负责硬装部分，鼎兴建筑业绩承诺为 2019-2021 年收入分别为 1 亿、3 亿、5 亿，利润 1 千万、3 千万、5 千万，投资完成后，工程业务有望延续快速发展。

图 7：定制衣柜及其他配套类渠道营收（万元）及同比增长



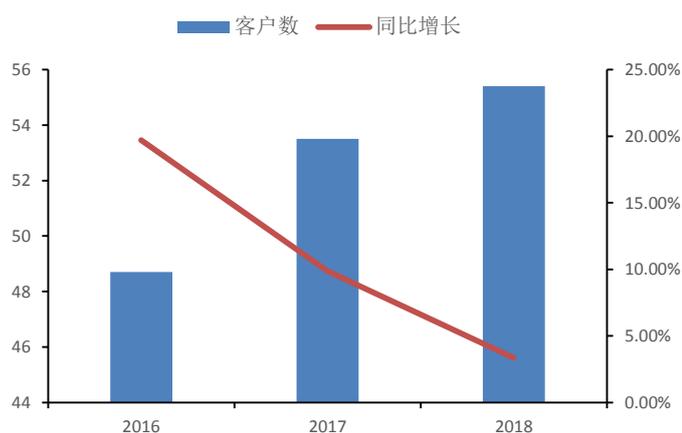
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：“索菲亚”终端门店数量（单位：家）



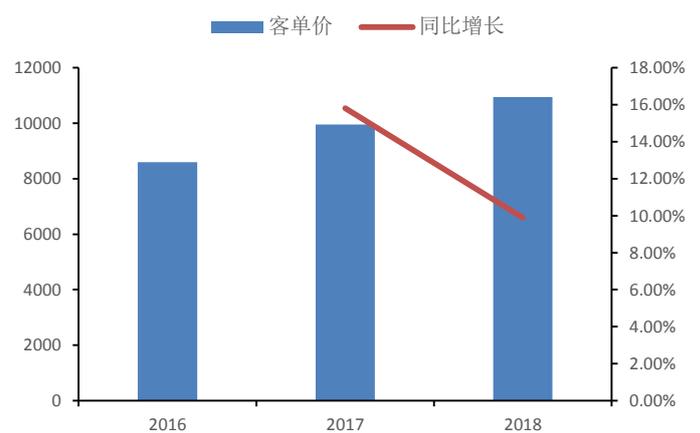
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：客户数量变化（单位：万）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：客单价变化（单位：元/单）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

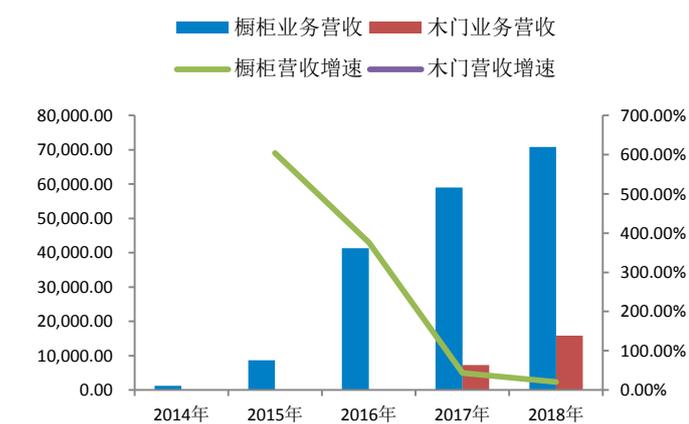
## （二）司米厨柜开始进入利润拐点，木门板块增长迅速

2018 年公司定制橱柜及配件实现营业收入 7.04 亿元，同比增长 20.05%，占营业总收入的 9.69%。2018 年公司净增加 102 家门店，截至 2018 年底，独立的司米专卖店达 822 家，2019 年公司计划再新开 100 家独立门店，并把橱柜产品融入更多的索菲亚专卖店，构建司索联动销售网络，2019 年司米厨柜有望延续较高增长。毛利率方面，受折旧摊销及高额前期管理费用的拖累，司米橱柜前期一直处于亏损状态，毛利率也处于较低水平。2018 年随着收入规模的不断扩大，橱柜产能利用率的提升以及橱衣柜开始协同，司米橱柜毛利率达到 27.98%，同比提高 4.95 个百分点，司米厨柜开始扭亏为盈，进入利润拐点，逐步实现盈利。

2018 年木门业务实现营业收入 1.58 亿元，同比增长 116.44%，占营业总收入的 2.47%，毛利率为 11.79%。截至 2018 年底，米兰纳独立店达 181 家（含装修店面），经销商逾 500 家，华鹤品牌定制木门门店逾 160 家，经销商 149 家。

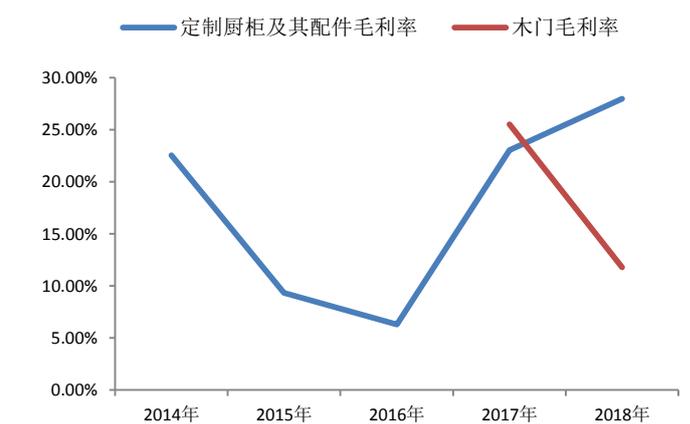
为了满足消费者一站式采购需求，公司稳步推进大家居战略。公司从 2017 年底开始尝试鼓励经销商开千平大店，2018 年经销商纷纷加快了开大店的速度，截止 2018 年底开出了 98 家大家居店。2019 年开店速度还会提速，计划开出 150 个大家居店。

图 11：定制橱柜及木门营收（万元）及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：定制橱柜及木门毛利率波动



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、盈利预测与估值

#### （一）盈利预测

2018 年是公司调整的一年，2019 年看好公司大家居战略的持续推进，橱衣柜进一步联动以及工程大宗业务的快速发展。我们预测公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 87.30、102.64、120.16 亿元，净利润分别为 11.07、12.56、14.37 亿元。

#### （二）可比公司估值

表 1: 可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
603833.SH	欧派家居	108.00	453.81	27.84	23.33	19.49	3.88	4.63	5.54
300616.SZ	尚品宅配	82.87	164.64	33.42	26.56	21.09	2.48	3.12	3.93
603898.SH	好莱客	19.31	60.70	13.60	11.43	9.56	1.42	1.69	2.02
603180.SH	金牌厨柜	72.04	48.63	23.02	19.06	16.37	3.13	3.78	4.40
603801.SH	志邦家居	29.85	47.76	17.46	13.21	10.93	1.71	2.26	2.73
300749.SZ	顶固集创	38.59	43.99	56.75	39.78	32.70	0.68	0.97	1.18
603326.SH	我乐家居	11.88	26.85	23.29	17.73	13.81	0.51	0.67	0.86
	平均值			27.91	21.58	17.71	1.97	2.45	2.95
002572.SZ	索菲亚	22.61	208.79	21.77	18.86	16.63	1.04	1.20	1.36

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 数据日期为截至 2019 年 3 月 6 日

我们认为, 公司是国内定制家居行业早期开拓者, 持续看好公司大家居发展战略, 首次覆盖给予“买入-B”建议。

## 四、风险提示

(1) 房地产行业调控风险。定制家居行业的发展与房地产行业发展具有一定的相关性, 若房地产行业调控导致房地产需求走低, 影响定制家居行业的发展, 进而对公司生产经营造成不利的影响。

(2) 市场竞争加剧风险。我国定制家居行业竞争日趋激烈, 若市场竞争进一步加剧, 可能导致行业平均利润率的下滑, 从而对公司业绩可能会产生不利影响。

(3) 原材料价格波动风险。公司主要原材料包括中密度板和以钢材与铝材为主的五金配件, 若主要原材料价格发生较大波动, 将增加公司营业成本, 对公司盈利水平产生不利影响。

(4) 管理风险。随着公司四个区域分加工中心的落实, 橱柜项目的开张, 各项投资项目的落地, 公司将陆续开展子公司项目、四个区域分加工中心以及橱柜项目的产能建设和运营管理工作。另外公司经销商专卖店的不断增加, 管理难度加大, 若公司不能及时优化管理模式、提高管理能力, 或将面临管理风险。



## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)