

索菲亚 (002572) \ 轻工制造

——司米橱柜实现扭亏为盈，定制衣柜客单价提升

事件：公司近期发布2018年年报，2018年度实现了营业收入73.11亿元，同比增长18.66%；实现归属于上市公司股东的净利润9.59亿元，比上期增长5.77%。

投资要点：

➤ **司米橱柜实现扭亏为盈，收入增速超过20%。**2014年司米橱柜设立，经过了长达5年的培育和运营，毛利率不断提高，报告期内已经达到27.98%，较去年提高0.5pct。通过持续的渠道布局，提高单店产出，2018年司米橱柜子公司实现营业收入7.21亿元，同比增长21.5%，实现净利润305万元，顺利扭亏为盈。截止2018年12月31日，司米橱柜拥有经销商722家（其中80%以上都是跟索菲亚重叠的经销商），独立的司米专卖店达822家。未来公司将着重用营销产品及品促结合的方式，借力索菲亚品牌投入和资源整合，打开司米橱柜的市场知名度。

➤ **定制衣柜客单价同比提升9.9%，终端门店突破2500家。**定制衣柜及配套项目上半年实现营业收入63.94亿元，同比增长17.45%，增速略有下滑，其中大宗业务渠道销售占比提高。全年实现客单价10,945元/单（出厂口径，不含司米橱柜），同比增长9.89%，终端门店突破2500家，四五线城市门店数占比53%，收入贡献占比33%，未来2019年将会加快整改旧有店面形象，新开300家门店，仍以四五线城市布局为主。

➤ **拥抱大家居市场，品类不断扩充。**在定制衣柜的基础上，公司橱柜和木门小试牛刀，司米橱柜已经实现盈利，木门目前尚处于亏损状态，其他品类不断扩充，从原有的卧室系列、书房系列拓展到客厅系列、餐厅系列等，进一步满足消费者全屋定制的需求。2018年大家居融合店已经开业98家，今年计划新增150家，

➤ **维持“推荐”评级。**我们预计公司2019年至2021年的EPS分别为1.2元、1.32元和1.47元，对应当前股价PE分别为16.8倍、15.2倍和13.7。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨的风险、房地产行业宏观调控带来的风险

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,161.44	7,310.89	8,727.27	9,876.65	11,040.20
增长率（%）	36.02%	18.66%	19.37%	13.17%	11.78%
EBITDA（百万元）	1,395.71	1,516.41	1,709.78	1,858.24	2,072.76
净利润（百万元）	906.77	959.07	1,103.88	1,216.91	1,353.88
增长率（%）	36.56%	5.77%	15.10%	10.24%	11.26%
EPS（元/股）	0.98	1.04	1.20	1.32	1.47
市盈率（P/E）	20.39	19.28	16.75	15.19	13.65
市净率（P/B）	4.13	3.83	3.11	2.58	2.17
EV/EBITDA	13.89	12.73	11.57	10.34	9.00

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**20.02元**

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	923/638
流通A股市值（百万元）	12,774
每股净资产（元）	5.23
资产负债率（%）	31.41
一年内最高/最低（元）	37.89/14.77

一年内股价相对走势



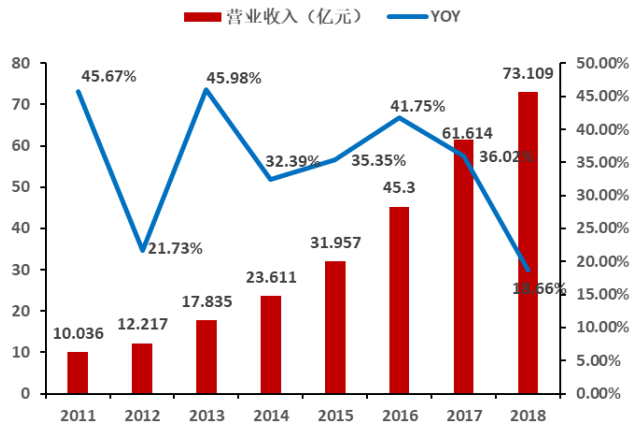
钱建 分析师
 执业证书编号：S0590515040001
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理
 电话：051082832787
 邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

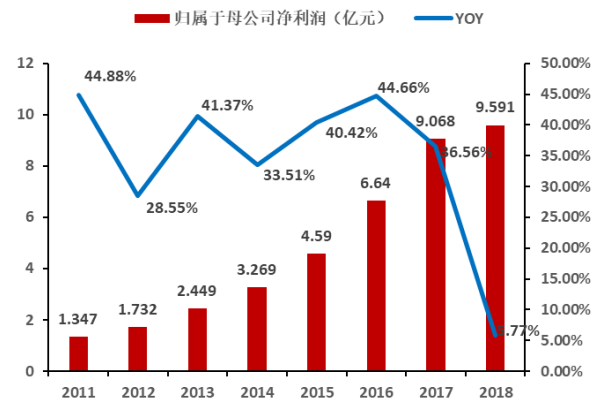
- 《索菲亚 (002572) \ 轻工制造行业》
《布局清晰，拥抱大家居时代》
- 《索菲亚 (002572) \ 轻工制造行业》
《专注成就品牌力量》

图表 1: 2011 年-2018 年营业收入及增速



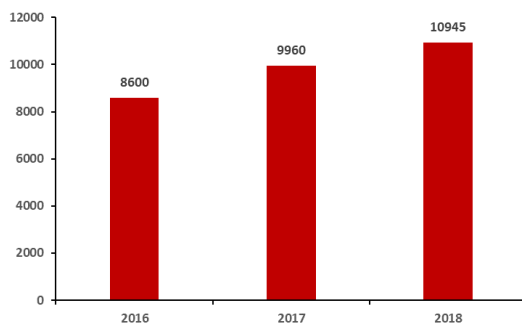
来源: WIND, 国联证券研究所

图表 2: 2011 年-2018 年归母净利润及增速



来源: WIND, 国联证券研究所

图表 3: 索菲亚客单价 (元, 不含司米橱柜)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 4: 终端门店数据及 2019 年计划

	截止至2018年12月31日	2019年度计划新增店铺数量
索菲亚	2510	300
司米	822	100
米兰纳 MILANA	128	100
大家居融合店	98	150
合计	3558	650

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 5: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,486.6	1,896.7	2,443.64	2,797.56	3,547.67	营业收入	6,161.4	7,310.8	8,727.2	9,876.6	11,040.2
应收账款+票据	293.17	627.18	365.54	264.08	439.72	营业成本	3,809.8	4,564.0	5,498.1	6,202.5	6,966.37
预付账款	92.97	61.96	135.54	87.26	162.98	营业税金及附	68.21	76.45	92.98	105.23	117.63
存货	286.91	302.89	407.64	393.91	506.34	营业费用	518.69	700.33	907.64	1,066.6	1,181.30
其他	1,115.1	509.62	509.62	509.62	509.62	管理费用	605.53	566.35	768.00	859.27	982.58
流动资产合计	3,274.8	3,398.4	3,861.97	4,052.44	5,166.33	财务费用	10.00	23.40	12.39	-2.71	-37.79
长期股权投资	0.00	3.99	37.99	37.99	37.99	资产减值损失	7.91	11.29	8.78	8.78	8.78
固定资产	2,184.6	2,402.7	2,190.35	1,977.94	2,677.25	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	470.22	576.85	976.85	1,276.85	500.00	投资净收益	0.00	-0.01	34.00	0.00	0.00
无形资产	489.98	564.55	565.88	552.52	539.16	其他	0.00	-190.66	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	212.27	458.97	1,636.39	2,128.49	2,620.59	营业利润	1,141.3	1,178.3	1,473.3	1,636.8	1,821.34
非流动资产合计	3,357.1	4,007.1	5,407.45	5,973.79	6,375.00	营业外净收益	33.45	28.73	2.06	2.06	2.06
资产总计	6,631.9	7,405.5	9,269.43	10,026.2	11,541.3	利润总额	1,174.7	1,207.1	1,475.3	1,638.9	1,823.40
短期借款	311.07	426.87	673.10	0.00	0.00	所得税	273.72	256.35	360.34	409.73	455.85
应付账款+票据	552.06	671.73	802.54	860.60	1,007.36	净利润	901.03	950.77	1,115.0	1,229.2	1,367.55
其他	602.34	772.42	921.25	932.88	1,083.68	少数股东损益	-2.21	5.17	11.15	12.29	13.68
流动负债合计	1,465.4	1,871.0	2,396.89	1,793.48	2,091.04	归属于母公司	906.77	959.07	1,103.8	1,216.9	1,353.88
长期带息负债	252.50	176.92	399.92	530.92	380.92	主要财务比					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	252.50	176.92	399.92	530.92	380.92	营业收入	36.02%	18.66%	19.37%	13.17%	11.78%
负债合计	1,717.9	2,047.9	2,796.81	2,324.40	2,471.96	EBIT	43.39%	3.67%	20.95%	10.00%	9.15%
少数股东权益	443.38	526.03	537.18	549.48	563.15	EBITDA	42.48%	8.65%	12.75%	8.68%	11.54%
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	923.43	归属于母公司	44.66%	5.77%	15.10%	10.24%	11.26%
资本公积	1,479.2	1,307.3	1,307.33	1,307.33	1,307.33	获利能力					
留存收益	2,068.6	2,601.5	3,705.47	4,922.38	6,276.25	毛利率	38.17%	37.57%	37.00%	37.20%	36.90%
股东权益合计	4,914.7	5,358.3	6,473.41	7,702.61	9,070.16	净利率	14.68%	13.19%	12.78%	12.45%	12.39%
负债和股东权益总	6,631.9	7,405.5	9,269.43	10,026.2	11,541.3	ROE	20.28%	19.85%	18.60%	17.01%	15.91%
						ROIC	22.54%	18.31%	19.84%	16.92%	16.93%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	25.90%	27.65%	30.17%	23.18%	21.42%
净利润	872.21	942.92	1,079.48	1,227.66	1,366.00	流动比率	2.23	1.82	1.61	2.26	2.47
折旧摊销	211.56	288.77	224.89	224.89	290.01	速动比率	1.28	1.38	1.23	1.76	1.98
财务费用	20.86	38.38	9.52	-5.58	-40.66	营运能力					
存货减少	-20.97	-18.09	-104.75	13.72	-112.43	应收账款周转	27.54	12.26	31.55	45.47	32.97
营运资金变动	149.19	-141.35	467.68	219.43	46.21	存货周转率	13.28	15.07	13.49	15.75	13.76
其它	10.42	-7.96	8.78	8.78	8.78	总资产周转率	0.93	0.99	0.94	0.99	0.96
经营活动现金流	1,243.2	1,102.6	1,685.60	1,688.89	1,557.91	每股指标(元)					
资本支出	1,139.3	735.34	400.00	300.00	200.00	每股收益	0.98	1.04	1.20	1.32	1.47
长期投资	2,967.0	2,958.7	1,200.00	500.00	500.00	每股经营现金	1.35	1.19	1.83	1.83	1.69
其他	3,186.5	3,376.1	1.55	1.55	1.55	每股净资产	4.84	5.23	6.43	7.75	9.21
投资活动现金流	-919.80	-317.92	-	-798.45	-698.45	估值比率					
债权融资	385.84	112.09	469.22	-542.10	-150.00	市盈率	20.39	19.28	16.75	15.19	13.65
股权融资	101.00	80.00	0.00	0.00	0.00	市净率	4.13	3.83	3.11	2.58	2.17
其他	-358.48	-622.85	-9.52	5.58	40.66	EV/EBITDA	13.89	12.73	11.57	10.34	9.00
筹资活动现金流	128.36	-430.76	459.71	-536.52	-109.34	EV/EBIT	16.38	15.72	13.32	11.77	10.47
现金净增加额	452.25	354.07	546.85	353.93	750.11						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810