兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

索菲亚

002572

买入 （维持）

索菲亚年报点评：厚积薄发，橱柜扭亏

2019 年 03 月 05 日

市场数据

市场数据日期	2019-03-05
收盘价（元）	21.91
总股本（百万股）	923.43
流通股本(百万股)	638.08
总市值（百万元）	20232.27
流通市值(百万元)	13980.29
净资产（百万元）	4832.35
总资产（百万元）	7811.97
每股净资产	5.23

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7311	8740	10417	12362
同比增长(%)	18.7%	19.6%	19.2%	18.7%
净利润(百万元)	959	1104	1272	1481
同比增长(%)	5.8%	15.1%	15.2%	16.5%
毛利率(%)	37.6%	37.4%	37.9%	38.1%
净利润率(%)	13.1%	12.6%	12.2%	12.0%
净资产收益率（%）	19.8%	18.1%	17.6%	17.3%
每股收益(元)	1.04	1.20	1.38	1.60
每股经营现金流(元)	1.19	0.42	2.17	1.83

相关报告

《索菲亚深度报告：百舸争流，稳步前行》2018-12-31

《索菲亚 18Q3 点评：战略调整效果显著，收入加速增长》2018-10-30

《索菲亚 18H1 点评：产品降价及门店翻新致 Q2 增速放缓，下半年有望逐季改善》2018-08-31

分析师：

李跃博

liyb@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理：

刘佳昆

liujiakun@xyzq.com.cn

团队成员：

投资要点

- **新开门店加速，叠加门店改造影响，衣柜同店增速放缓。**公司衣柜及配套品实现收入 63.9 亿元，YOY17.44%；其中零售经销端增长 19.91%，大宗增长 115.67%。由于 2018 年全年净新开门店 400 家，翻新超过 800 家旧门店导致当年同店收入被摊薄。随着新开门店以及翻新店陆续进入快速增长期，或提振 19 年收入增长。2019 年公司计划新开衣柜 300 家，大家居 150 家。
- **司米橱柜扭亏，逐步实现盈利可期。**2018 年司米橱柜实现收入 7.09 亿元，YOY20.05%，其中单 Q4 加速增长，实现收入 2.18 亿元，同增 20.61%，趋势性向好。截止 2018 年，橱柜门店 822 家，净新开 102 家，2019 年计划新开 100 家门店。司米 2018 年同店收入 86.19 万元，还有较大提升空间，全年实现毛利率 27.98%，同增 4.95pct，实现扭亏，未来有望逐步实现盈利。
- **木门保持快速增长，新增产能打开成长空间。**2018 年公司木门实现收入 1.58 亿元，YOY116.47%。截止 2018 年公司共有木门门店合计 288 家，2019 年计划新开 100 家门店。若华鹤产能顺利达产，对应 10 亿元产值，将打开木门成长空间。2018 年木门毛利率 11.79%，同比下降 13.73pct。毛利率下降的原因为 1、木兰纳爆款推出，其较低的价格拖累整体毛利率。2、毛利率较高的华鹤实木门占比下降。
- 费用率提升，拖累公司净利率。2018 年公司三费率 20.26%，同比增加 1.85pct，其中销售费用率提升 1.16pct，主要由于行业竞争加剧，广告费率+宣传费率+销售职工薪酬费用提升导致。管理费用率提升 0.53pct，主要由于加大新品开发，2018 年推出了十几个系列的新产品。财务费用率提升 0.16pct，主要由于大宗业务快速发展，占比提升导致。公司 2018 年净利率 13.19%，同比下降 1.49pct。
- 产品渠道双管齐下，公司有望迎来增速拐点。受 2018 年公司对产品、渠道的双向改革升级，公司利润增速大幅下降。往年公司平均更换经销商的比例仅为 2%，2018 年公司更换了 100 名约 8%的经销商。我们认为，随着公司产品、渠道改革的不断推进，其红利期有望到来，为公司成长为绝对巨头打下良好的基础。我们调整了盈利预测预计 19/20/21 年 EPS 分别为 1.2/1.38/1.6 元，对应 3 月 5 日收盘价 PE 分别为 18.3/15.9/13.7X。

风险提示：原材料价格上涨风险；房地产销售下行；市场竞争加剧

报告正文

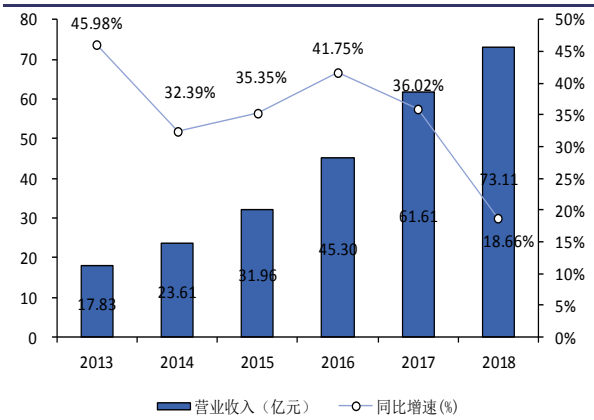
事件:

- 索菲亚公布 2018 年年度报告：2018 年收入/归母净利润分别为 73.11/9.59 亿元，分别同增 18.66%/5.77%，其中收入+预收款同比增长 18%。分季度来看，Q1-4 收入分别同增 30.32%/13.78%/20.1%/15.42%。

点评

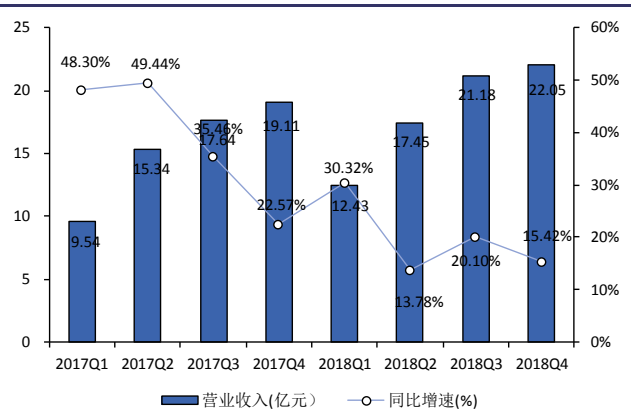
- **新开门店加速，叠加门店改造影响，衣柜同店增速放缓。**公司衣柜及配套品实现收入 63.9 亿元，YOY17.44%；其中零售经销端增长 19.91%，大宗增长 115.67%。主要由于 2018 年全年净新开门店 400 家，翻新超过 800 家旧门店导致当年同店收入被摊薄。随着新开门店以及翻新店陆续进入快速增长期，或提振 19 年收入增长。2019 年公司计划新开衣柜 300 家，大家居 150 家。
- **司米橱柜扭亏，逐步实现盈利可期。**2018 年司米橱柜实现收入 7.09 亿元，YOY20.05%，其中单 Q4 加速增长，实现收入 2.18 亿元，同增 20.61%，趋势性向好。截止 2018 年，橱柜门店 822 家，净新开 102 家，2019 年计划新开 100 家门店。司米 2018 年同店收入 86.19 万元，还有较大提升空间，全年实现毛利率 27.98%，同增 4.95pct，实现扭亏，未来有望逐步实现盈利。
- **木门保持快速增长，新增产能打开成长空间。**2018 年公司木门实现收入 1.58 亿元，YOY116.47%。截止 2018 年公司共有木门门店合计 288 家，2019 年计划新开 100 家门店。若华鹤产能顺利达产，对应 10 亿元产值，将打开木门成长空间。2018 年木门毛利率 11.79%，同比下降 13.73pct。毛利率下降的原因为 1、木兰纳爆款推出，其较低的价格拖累整体毛利率。2、毛利率较高的华鹤实木门占比下降。

图 1、公司近年营收及同比增速（右轴：同比增速）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

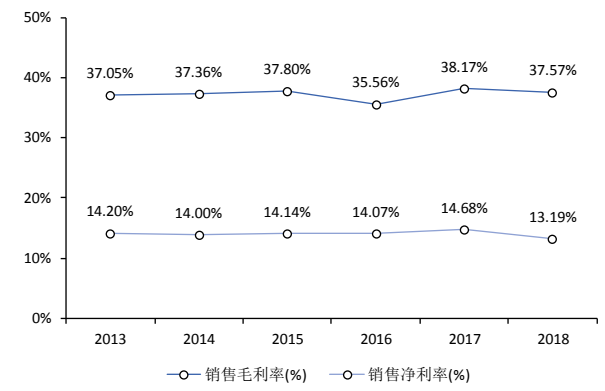
图 2、公司近年分季度营收及同比增速（右轴：同比增速）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

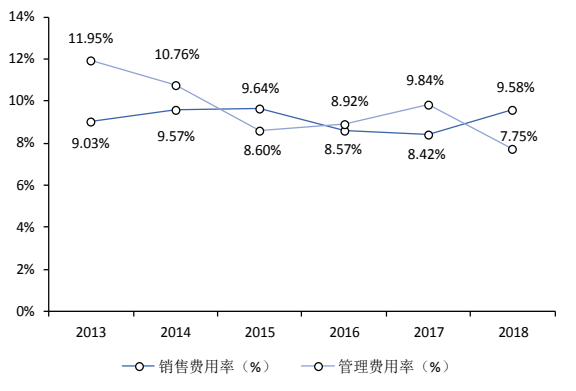
- 费用率提升,拖累公司净利率。2018 年公司三费率 20.26%,同比增加 1.85pct,其中销售费用率提升 1.16pct,主要由于行业竞争加剧,广告费率+宣传费率+销售职工薪酬费用提升导致。管理费用率提升 0.53pct,主要由于加大新品开发,2018 年推出了十几个系列的新产品。财务费用率提升 0.16pct,主要由于大宗业务快速发展,占比提升导致。公司 2018 年净利率 13.19%,同比下降 1.49pct。

图 3、公司毛利率、净利率情况



数据来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

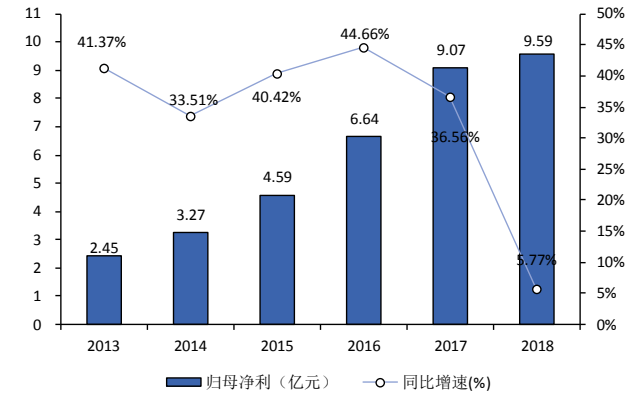
图 4、近年销售费用率和管理费用率情况



数据来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

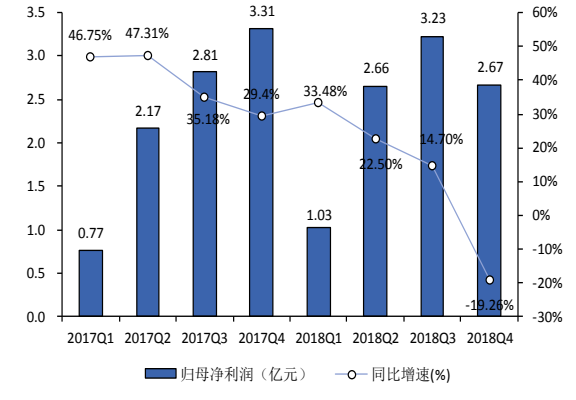
- 公司 2018 归母净利润同比增加 5.77%,达 9.59 亿元,分季度来看,Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别为 1.03/2.66/3.23/2.67 亿元,分别同比增加 33.48%/22.50%/14.70%/-19.26%。

图 5、公司近年归母净利及同比增速(右轴:同比增速)



数据来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司近年分季度归母净利及同比增速(右轴:同比增速)



数据来源:wind,兴业证券经济与金融研究院整理

- 收购装修公司,扩充销售渠道。公司全资子公司以 2100 万元受让鼎兴建筑公司 70%股权,鼎兴建筑承诺 2019/2020/2021 年实现收入 1/3/5 亿元,扣非净利润 1/3/5 千万元。本次投资有利于公司工程渠道布局,拓宽销售渠道。

- 产品渠道双管齐下，公司有望迎来增速拐点。受 2018 年公司对产品、渠道的双向改革升级，公司利润增速大幅下降。往年公司平均更换经销商的比例仅为 2%，2018 年公司更换了 100 名约 8%的经销商。我们认为，随着公司产品、渠道改革的不断推进，其红利期有望到来，为公司成长为绝对巨头打下良好的基础。我们调整了盈利预测预计 19/20/21 年 EPS 分别为 1.2/1.38/1.6 元，对应 3 月 5 日收盘价 PE 分别为 18.3/15.9/13.7X。

风险提示：原材料价格上涨风险；房地产销售下行；市场竞争加剧

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3668	4744	5858	7099
货币资金	2165	2597	3491	4459
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	407	484	609	735
其他应收款	32	56	69	81
存货	303	425	488	568
非流动资产	4144	4403	4431	4638
可供出售金融资产	314	314	100	100
长期股权投资	4	6	4	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2403	2843	3127	3314
在建工程	577	363	257	203
油气资产	0	0	0	0
无形资产	565	652	744	837
资产总计	7812	9147	10289	11737
流动负债	2188	2303	2263	2356
短期借款	427	930	364	366
应付票据	0	0	0	0
应付账款	0	220	197	186
其他	1761	1154	1701	1804
非流动负债	265	219	300	306
长期借款	177	211	241	255
其他	88	8	59	51
负债合计	2454	2522	2562	2661
股本	923	923	923	923
资本公积	1475	1475	1475	1475
未分配利润	2315	3333	4350	5603
少数股东权益	526	521	519	517
股东权益合计	5358	6624	7726	9076
负债及权益合计	7812	9147	10289	11737

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	959	1104	1272	1481
折旧和摊销	218	282	334	378
资产减值准备	11	16	8	11
无形资产摊销	71	59	61	62
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	38	57	56	40
投资损失	-32	-28	-31	-30
少数股东损益	5	-5	-1	-2
营运资金的变动	-159	993	-318	171
经营活动产生现金流量	1100	385	2007	1694
投资活动产生现金流量	-318	-567	-358	-576
融资活动产生现金流量	-431	615	-756	-150
现金净变动	351	432	894	968
现金的期初余额	1793	2165	2597	3491
现金的期末余额	2144	2597	3491	4459

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7311	8740	10417	12362
营业成本	4564	5472	6473	7651
营业税金及附加	76	92	110	131
销售费用	700	961	1250	1607
管理费用	566	760	917	1051
财务费用	23	57	56	40
资产减值损失	11	11	11	11
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	32	28	31	30
营业利润	1234	1415	1632	1901
营业外收入	1	3	2	2
营业外支出	4	6	4	5
利润总额	1231	1413	1630	1899
所得税	267	314	359	420
净利润	964	1098	1270	1479
少数股东损益	5	-5	-1	-2
归属母公司净利润	959	1104	1272	1481
EPS(元)	1.04	1.20	1.38	1.60

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	18.7%	19.6%	19.2%	18.7%
营业利润增长率	4.4%	14.7%	15.3%	16.5%
净利润增长率	5.8%	15.1%	15.2%	16.5%
盈利能力(%)				
毛利率	37.6%	37.4%	37.9%	38.1%
净利率	13.1%	12.6%	12.2%	12.0%
ROE	19.8%	18.1%	17.6%	17.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	31.4%	27.6%	24.9%	22.7%
流动比率	1.68	2.06	2.59	3.01
速动比率	1.53	1.87	2.37	2.77
营运能力(次)				
资产周转率	0.98	1.03	1.07	1.12
应收帐款周转率	21.73	18.28	17.65	17.08
每股资料(元)				
每股收益	1.04	1.20	1.38	1.60
每股经营现金	1.19	0.42	2.17	1.83
每股净资产	5.23	6.61	7.80	9.27
估值比率(倍)				
PE	21.1	18.3	15.9	13.7
PB	4.2	3.3	2.8	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，并应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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn