



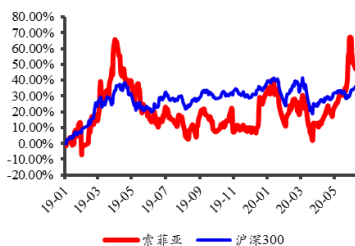
全方位积极调整，重塑核心竞争力

投资评级：增持（首次）

报告日期：2019-06-15

收盘价（元）	22.56
近 12 个月最高/最低（元）	25.85/16.25
总股本（百万股）	912.37
流通股本（百万股）	637.33
流通股比例（%）	69.85%
总市值（亿元）	205.83
流通市值（亿元）	143.78

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

索菲亚是国内定制衣柜第一大品牌。公司于 2018、2019 年做了组织、营销、品牌、产品、数字化等全方位的积极调整。2019 年 Q4，公司收入和利润表现向好，有望迎来基本面触底反弹。

综合实力来看，公司衣柜业务的收入规模、门店数量、单店提货额均位列行业第一，盈利能力强。司米橱柜于 2018 年扭亏，2019 年实现了 2,344.05 万元的净利润，且 2019 年 Q4 表现亮眼。伴随规模效应的释放和司索联动的策略奏效，司米已步入盈利收获期，其毛利率也有望逐渐提升至行业平均水平。

核心竞争力方面，我们认为全球领先的工业 4.0 智能制造以及完善的全国产能布局是索菲亚能够保持龙头地位的坚实后盾。2014 年以来，索菲亚的人均创收和人均创利逐年提高。公司亦是定制家居企业中首个实现全国产能布局的公司，生产基地分布最均衡、最广泛。2018 年以来，公司工厂对经销商的平均交货周期仅 7~12 天左右，首次打破定制家居行业普遍面临的产能瓶颈问题。

投资建议：预计公司 2020-2022 年收入分别为 80.11/90.59/102.0 亿元，同比分别 4.22%/13.09%/12.64%，归母净利润分别为 11.32/12.86/14.61 亿元，同比分别 5.03%/13.61%/13.63%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 18.19X/16.01X/14.09X，给予“增持”评级。

风险提示：基本面改善不达预期，整装业务招商不达预期，居民购买力下降

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7686	8011	9059	10204
收入同比(%)	5.1%	4.2%	13.1%	12.6%
归属母公司净利润	1077	1132	1286	1461
净利润同比(%)	12.3%	5.0%	13.6%	13.6%
毛利率(%)	37.3%	37.0%	37.4%	37.6%
ROE(%)	19.8%	18.6%	18.9%	19.0%
每股收益(元)	1.18	1.24	1.41	1.60
P/E	19.10	18.19	16.01	14.09
P/B	3.78	3.39	3.02	2.68
EV/EBITDA	12.31	11.44	9.72	7.97

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 全方位积极调整，重塑核心竞争力.....	4
1.1 复盘：行业竞争加剧，业绩增速放缓.....	4
1.2 渠道：经销渠道精细化管理，积极拥抱新渠道.....	7
1.2.1 经销渠道管理精细化，升级门店提升终端服务能力.....	8
1.2.2 全渠道覆盖，2020 年整装业务有望起量.....	10
1.3 产品：加速新品开发，引领行业环保升级.....	11
1.4 品牌：战略聚焦柜类定制专家.....	13
2. 衣柜实力领先，司米橱柜进入盈利收获期.....	14
3. 产能布局最均衡，全球领先的工业 4.0 智能制造.....	15
4. 盈利预测及投资建议.....	18
风险提示：.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

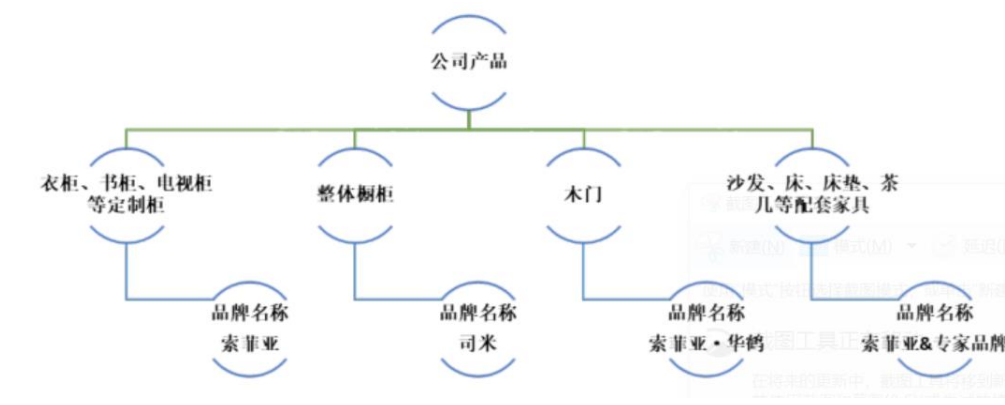
图表目录

图表 1 索菲亚产品和品牌矩阵.....	4
图表 2 索菲亚历史收入情况.....	4
图表 3 索菲亚历史归母净利润情况.....	5
图表 4 定制家居企业上市日期	5
图表 5 2019 年商品房销售面积增速下滑至-0.1%.....	5
图表 6 2019 年住宅竣工面积增速由负转正	6
图表 7 索菲亚 2019 年 Q4 收入增速向好	6
图表 8 索菲亚 2019 年 Q4 利润反弹.....	7
图表 9 索菲亚分渠道收入占比	7
图表 10 2013-2019 年索菲亚经销门店数量变化.....	8
图表 11 索菲亚“非常 6+1”服务标准.....	9
图表 12 熟人推荐的客户占比从 2016 年的 12%提高至 2019 年的 19%.....	9
图表 13 索菲亚联合薇娅在直播间联合发布新品“索菲亚 BOX 衣帽间”	10
图表 14 索菲亚的工程业务收入占比保持逐年提高态势.....	11
图表 15 索菲亚历年推出的产品	11
图表 16 索菲亚环保升级走在行业前列.....	12
图表 17 索菲亚客单价逐年提升	13
图表 18 索菲亚牵手中国女排诠释专注.....	13
图表 19 索菲亚衣柜实力领先（2019）	14
图表 20 司米橱柜的收入变化	14
图表 21 司米橱柜的净利润变化	15
图表 22 司米橱柜的毛利率变化	15
图表 23 索菲亚产品工业布局	16
图表 24 索菲亚的运输费用率整体保持平稳.....	17
图表 25 索菲亚的运输费用率处于行业较低水平（2019）	17
图表 26 2014 年以来索菲亚人效逐年提高	17

1. 全方位积极调整，重塑核心竞争力

索菲亚成立于 2003 年，以衣柜业务起家，是国内第一大定制衣柜品牌。2014 年发展厨柜业务，2017 年涉足木门业务。2019 年，索菲亚以收入 77.3 亿、净利润 10.7 亿的体量居行业第二名。公司能够在众多定制品牌中脱颖而出，核心竞争力是渠道、产品、品牌等各方面都处于行业领先地位、叠加而成的强大护城河。

图表 1 索菲亚产品和品牌矩阵

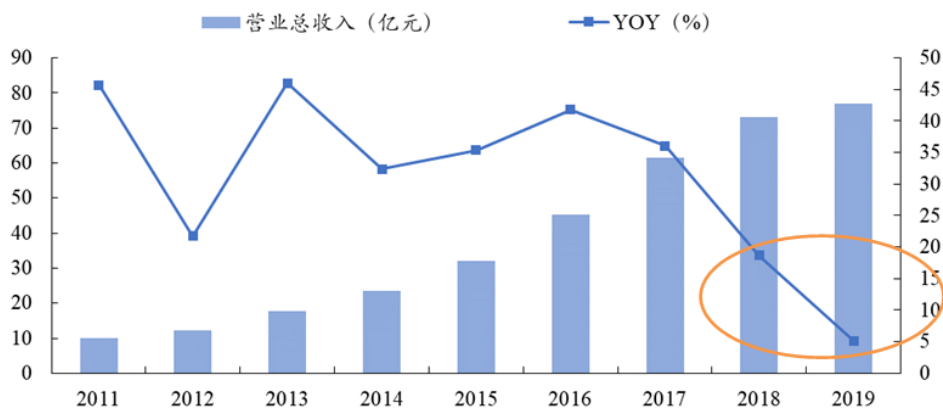


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 复盘：行业竞争加剧，业绩增速放缓

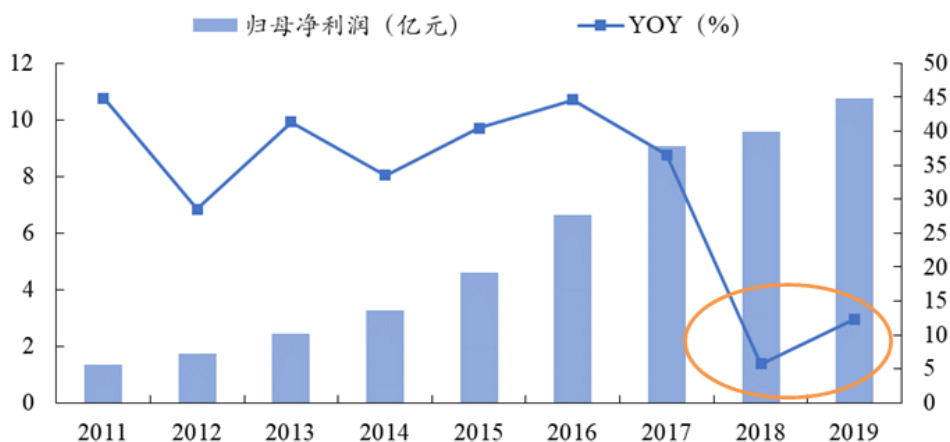
2011 年上市后，公司经历了一段高速发展期。2011-2017 年，公司收入的复合增长率高达 35.31%，同期归母净利润的复合增长率高达 37.37%。受行业竞争加剧、定制家居渗透率提升放缓、房地产景气度下行等因素的影响，2018 年开始，包括索菲亚在内的定制家居企业业绩增速放缓，公司进入调整期。

图表 2 索菲亚历史收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 索菲亚历史归母净利润情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

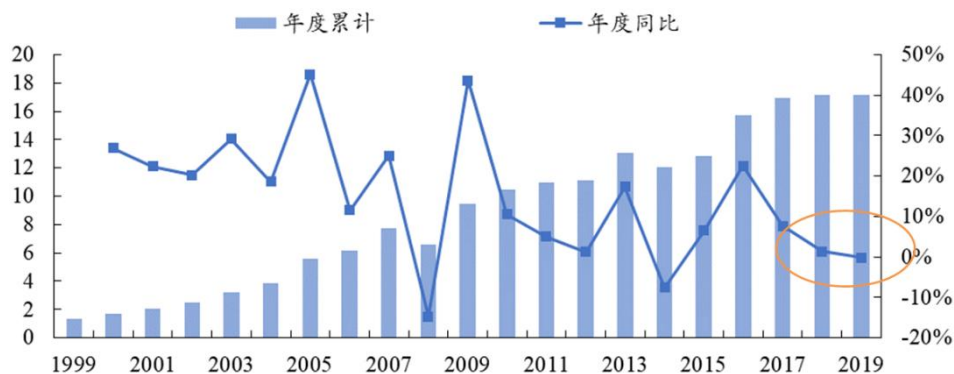
我们看到，2017 年是定制家居上市大年，前后共有 6 家公司上市，募集资金多用于产能和品类的扩张，加剧了行业竞争。此外，商品房销售面积增速从 2016 年 22.46% 的高速增长下滑至 2019 年的 -0.1% 以及住宅竣工面积 2017、2018 连续两年负增长，**地产红利消退**。索菲亚是中国定制衣柜的开创者，定制衣柜从无到有经历了十多年的发展，渗透率已提升至 30% 左右。尽管定制衣柜替代成品衣柜和手打衣柜的空间仍然很大，但是消费者教育以及定制企业的发展仍然是一个**漫长的过程**。

图表 4 定制家居企业上市日期

公司	索菲亚	好莱客	尚品宅配	皮阿诺	欧派家居	金牌厨柜	我乐家居	志邦家居
上市日期	2011-04-12	2015-02-17	2017-03-07	2017-03-10	2017-03-28	2017-05-12	2017-06-16	2017-06-30

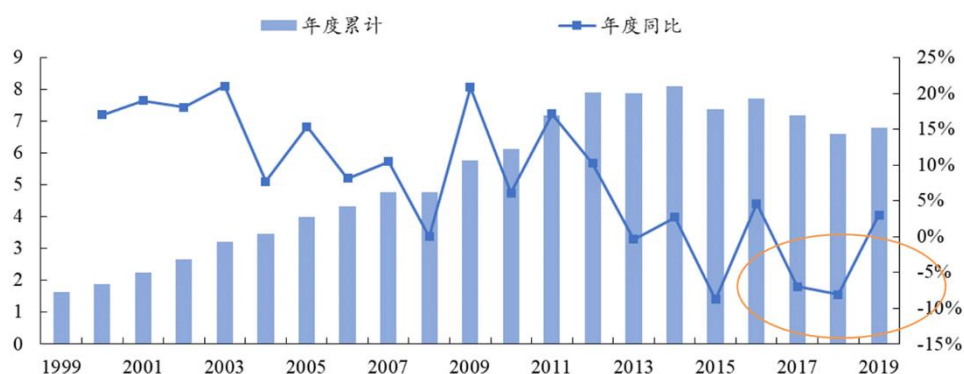
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 5 2019 年商品房销售面积增速下滑至 -0.1%



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

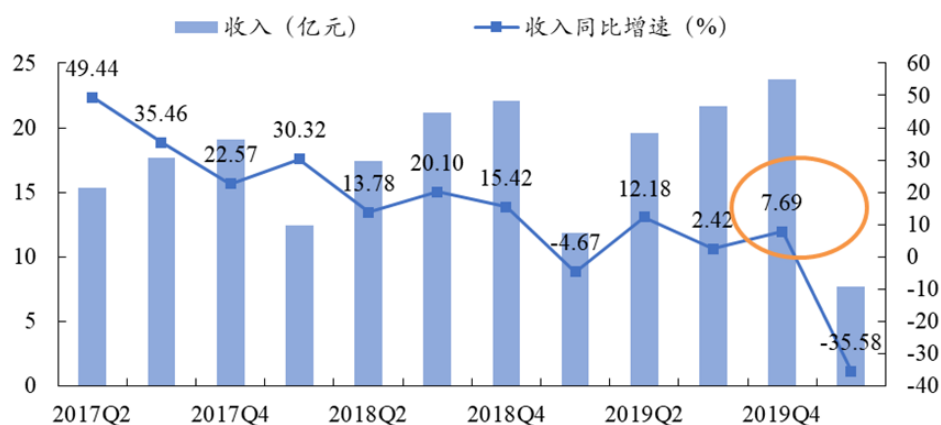
图表 6 2019 年住宅竣工面积增速由负转正



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

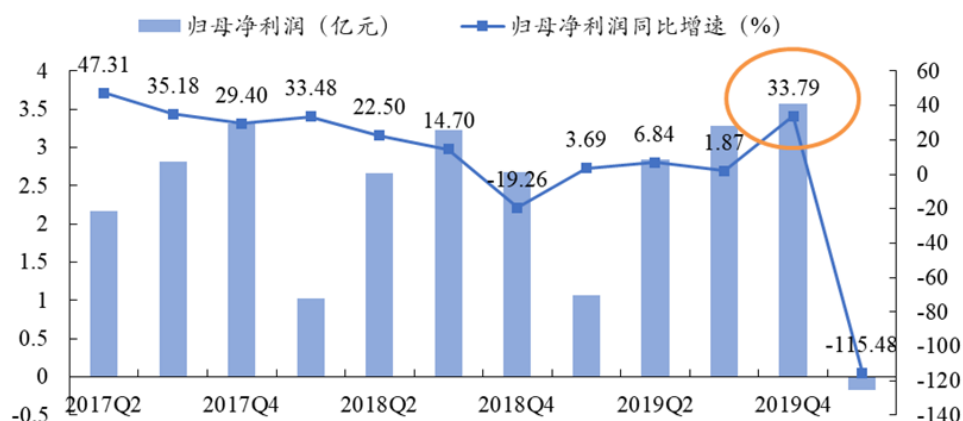
在行业环境发生变化以及自身业绩增速下滑的大背景下,索菲亚在 2018、2019 两年对组织、营销、品牌、产品、数字化等进行了全方位的积极调整。**2019 年 Q4**, 公司的收入和利润表现向好, 索菲亚基本面有望在 2020 年触底回升。

图表 7 索菲亚 2019 年 Q4 收入增速向好



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 索菲亚 2019 年 Q4 利润反弹

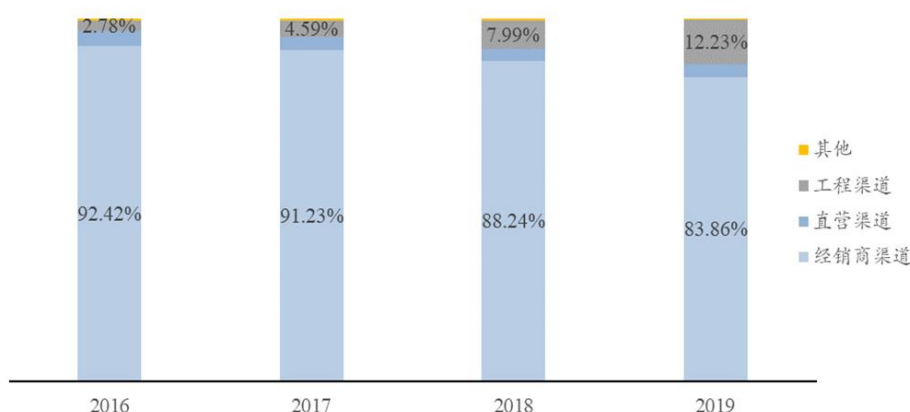


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 渠道：经销渠道精细化管理，积极拥抱新渠道

尽管索菲亚的渠道结构近年来发生了一些改变，但经销商渠道依然是索菲亚占比最高、投入最多且最有优势的渠道。2018 年之前，索菲亚每年的经销商渠道收入占比超 90%，2019 年经销商渠道收入占比降至 83.86%。伴随精装修市场扩容，工程渠道的收入占比从 2016 年的 2.78% 提升至 2019 年的 12.23%。直营和其他渠道的收入占比保持平稳。在此轮调整过程中，索菲亚对经销渠道实行了更为精细化的管理办法，对工程、整装等新兴渠道也展现了积极拥抱的态度。

图表 9 索菲亚分渠道收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2.1 经销渠道管理精细化，升级门店提升终端服务能力

目前，经销渠道依然是索菲亚最主要的销售渠道。截至 2019 年底，公司的终端专卖店超过 3800 家，覆盖了全国 1800 多个城市和区域。公司于 2018 年开始调整对经销体系的管理，管理文化从原先的家文化变革为相对强势和狼性的文化，对经销商的考核从原先相对粗放的模式调整为精细化管理模式。

具体措施包括：1) **组织架构变革**：将全国划分为 7 大战区，实行季度考核和严格的淘汰制度。每个战区设立战区司令，将市场营销的运营、招商、培训等权力下放至各大战区，改变此前营销架构中各个职能模块独立运营的模式，提高对终端的响应效率。2019 年，公司在竞争激烈的华东地区获得了收入增长 11.87% 的好成绩。

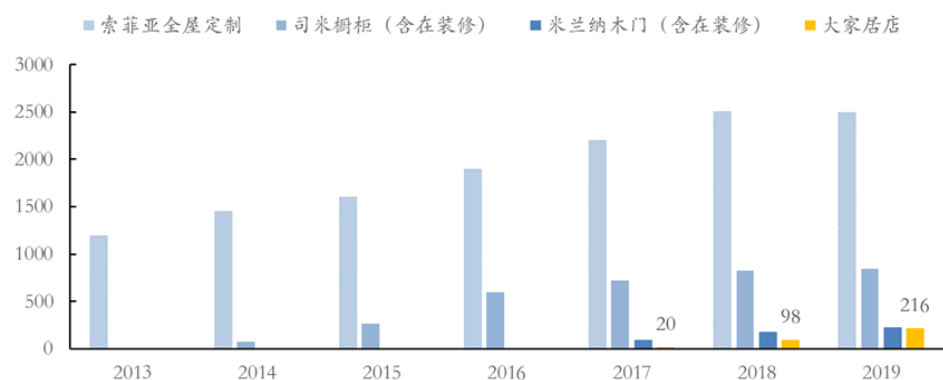
2) **对经销商实行千分制考核**，并大力扩充区域经理人数，加强对经销商的和监管力度，督促经销商严格执行公司政策。2018 年索菲亚共更换了 100 名经销商，淘汰率从以往的 2% 提升至 8%，2019 年又优化了 95 家经销商。

3) **公司对终端价格的管控更加强硬**。以往工厂降价后，部分经销商没有在终端落实降价策略，2019 年索菲亚对价格的管控更为强硬。

我们认为，经过 2018 年的推出和 2019 年的执行调整，当前索菲亚的经销渠道管理已较为细致，大部分经销商也已经适应目前的考核体系，公司经销渠道调整的成效有望在 2020 年得到显现。

除了经销渠道的管理改革，公司也积极推动门店升级并加强终端服务能力考核。1) **索菲亚从 2018 年首推千平大店**，单个大店内整合了定制柜、橱柜、木门以及配套家居。在橱柜和木门独立店盈利能力较为薄弱的情况下，**索菲亚通过开大店、融合店的模式，有利于加强衣厨木联动，提升客单价**。截至 2019 年底，索菲亚已有 216 家大店，能够为消费者展示更多的产品和风格，大店是公司未来开店的重要模式。

图表 10 2013-2019 年索菲亚经销门店数量变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) **门店形象和陈列对定制家居获客至关重要**。索菲亚于 2018 和 2019 年每年分别翻修门店约 500 家，加快老店重装步伐，提升消费者体验。

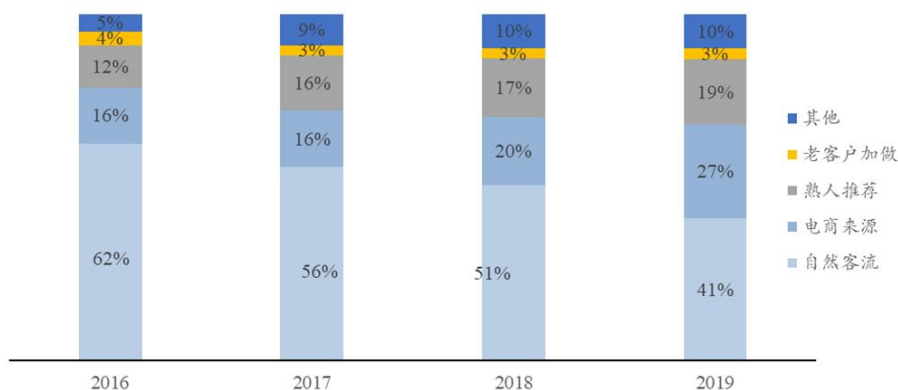
3) 公司 2018 年成立服务中心，以 CSI（客户服务指数）衡量终端服务，以 DSI（经销商服务指数）衡量制造服务中心对经销商的服务，围绕 CSI 和 DSI 不断优化业务流程，提升客户满意度和终端运营效率。2019 年索菲亚制定“非常 6+1”服务标准，明确销售、设计、生产、送货、安装再到售后每一个环节的服务标准。在公司的持续努力下，熟人推荐的客户占比从 2016 年的 12% 提高至 2019 年的 19%，客户投诉率大幅下降。

图表 11 索菲亚“非常 6+1”服务标准



资料来源：索菲亚家居公众号，华安证券研究所

图表 12 熟人推荐的客户占比从 2016 年的 12% 提高至 2019 年的 19%



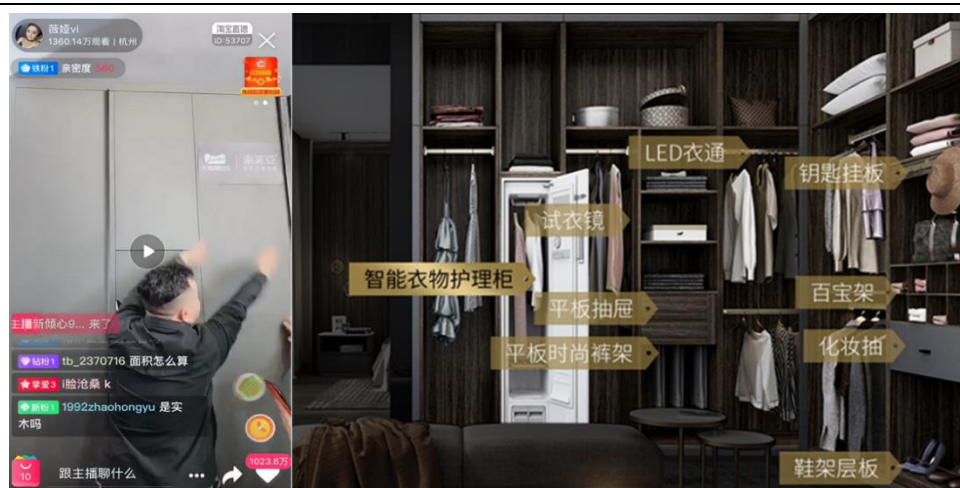
资料来源：索菲亚家居公众号，华安证券研究所

1.2.2 全渠道覆盖，2020 年整装业务有望起量

目前家居行业面临自然客流下滑，客流分散、渠道多元化等现象。尽管在未来的 2-3 年，家具卖场、建材城及建材街仍然是最主要的渠道，但是互联网、房地产公司、购物广场、装修公司、整装公司、小区、公共单位等新兴渠道也正扮演着越来越重要的角色。渠道多元化和全渠道覆盖是索菲亚未来重点部署的战略和发展方向。

电商渠道：索菲亚在各大互联网电商平台及短视频平台全面布局，打造全方位互联网营销矩阵。2019 年度电商引流的客户占比已从 2017 年的 16% 上升到 27%，一线城市的电商客户占比超过 45%。3 月 18 日，索菲亚联合薇娅在直播间联合发布新品“索菲亚 BOX 衣帽间”。活动当日，直播间累计观看超过 2000 万人次。从天猫后台数据天猫流量指数来看，薇娅直播带货后索菲亚的天猫流量指数比平时暴涨了十倍。

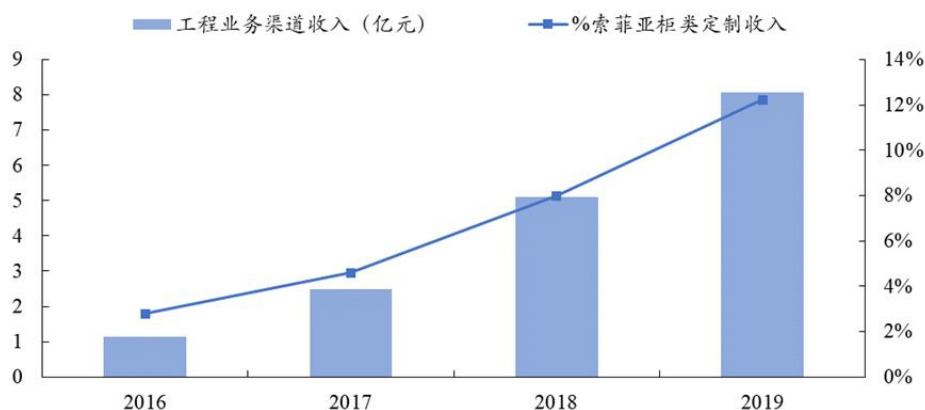
图表 13 索菲亚联合薇娅在直播间联合发布新品“索菲亚 BOX 衣帽间”



资料来源：索菲亚家居公众号，华安证券研究所

2) 工程渠道：受政策影响，厨卫以及建材在精装房的配套率较高。同时消费者对衣柜的个性化要求更高，因此衣柜精装修的配套率并不高，索菲亚的工程业务收入占比相对行业平均水平较低。在长期发展过程中，索菲亚坚持定位 C 端零售市场，致力于巩固品牌在消费者心中的地位。尽管如此，索菲亚的工程业务收入占比仍保持逐年提高态势。2019 年工程渠道收入基本上全部来自于衣柜，该部分收入占索菲亚柜类定制收入的 12.23%，实现收入逾 8 亿元。公司工程业务主要分自营和经销商经营两种运营模式，主要客户是全国前 100 强的房地产开发商。预计 2020 年橱柜和木门工程业务能有一定起量，公司工程业务收入将保持中高速增长。

图表 14 索菲亚的工程业务收入占比保持逐年提高态势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3) 整装渠道：整装客户与原先定制家居企业面对的客户群体有所差异，整装客户对于定制企业的客流来说是增量。且整装公司所处装修链前端，因此，近年来在行业竞争加剧的大背景下，定制家居企业纷纷抢占整装渠道，以期获得更多客流。

2019 年索菲亚试水整装渠道，打造专属的产品、制度、流程和合作伙伴开发。具体合作模式方面，在客户服务环节，索菲亚负责提供柜类产品生产制造、安装以及销售支持，装企负责提供设计落地施工。同时，**公司也积极推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。**由于 2017 年开始已有其他定制家居企业陆续试水整装业务，目前整装公司对这种合作模式接受程度较前几年显著提高。**我们预计索菲亚凭借其在品牌、生产制造和产品方面的优势，2020 年整装渠道能带来一定体量的收入。**

1.3 产品：加速新品开发，引领行业环保升级

产品方面，索菲亚持续创新，不断引领设计风尚。2001 年发明移门衣柜；2003 年首推经典百叶趟门；2011 年，率先推出海纳百川收纳系统；2012 年“未来衣柜”拉开中国定制家具行业智能化的序幕；2019 年索菲亚提出轻奢“星”主张，再次引领行业设计风尚和发展趋势。

图表 15 索菲亚历年推出的产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

不过，在 2017 年之前，索菲亚新品推出较少。2018 年公司开始加快推出新品，当年索菲亚推出了 10 多个系列新品，司米橱柜推出“I”系列产品。2018 年索菲亚投入轻奢产品的研发和生产，2019 年多种风格的轻奢产品纷纷登陆专卖店，并迅速畅销市场。2019 年索菲亚新增 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。

在产品的环保升级方面，索菲亚也始终走在行业前列。2004 年，索菲亚获得 E1 级国家标准十环认证。2015 年，索菲亚协同上游供应商，全面升级为企业 E0 级环保标准，远超国标，走在行业前列。2017 年，索菲亚进一步引入无醛添加康纯板作为主力板材并全力推广。康纯板基材制造过程中使用无醛生态胶黏剂，是一种不含甲醛也不分解甲醛的胶黏剂，板材的甲醛释放量不高于所用木材或非木质植物纤维原料自身甲醛释放量，环保等级优于企业标准 E0 级，也优于新国标 E1 级。2019 年，康纯板获得美国环境保护署(EPA)无醛豁免认证；2020 年，康纯板通过瑞士 SGS 测定。

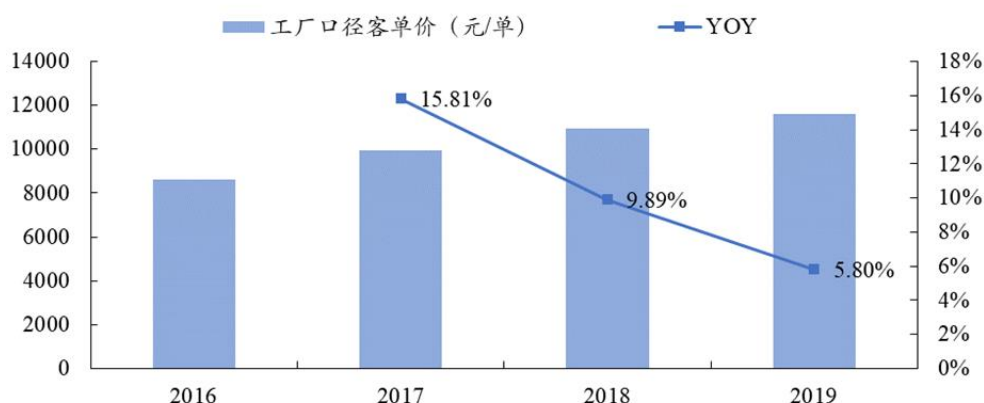
图表 16 索菲亚环保升级走在行业前列



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2019 年，索菲亚康纯板的客户占比已经从年初的 14% 上升到 44%，收入占比已从年初的 8% 上升至 26.2%。目前，索菲亚已成为中国无甲醛板材最大的使用者，远超行业内其他企业的总和。在取得规模效应之后，康纯板既有利于帮助索菲亚形成差异化的产品竞争力，又能促进客单价和经销商盈利能力的提升。截至 2019 年底，索菲亚工厂端实现客单价 11,592 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 5.8%，客单价的提升大部分源自产品升级。伴随消费者环保和健康意识的提高，我们预计未来康纯板占比仍会保持较快增长。

图表 17 索菲亚客单价逐年提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.4 品牌：战略聚焦柜类定制专家

2020 年初以来，索菲亚对外发布品牌升级信息，把索菲亚品牌战略升级为“柜类定制专家”。2019 年 12 月聘请中国女排作为公司品牌形象代言。索菲亚品牌主广告语升级为“专业定制柜，就是索菲亚”，“专注”，“专业”，“专家”三个词。而司米则更突出其品牌 84 年的历史，强调其做橱柜的专业性，定位“橱柜专家”，同步发布了“做橱柜，司米更专业”的品牌主广告语。

品牌定位清晰有利于终端宣传和客户对公司认识度的深化。此次品牌升级把公司的主营业务更直观、务实的传递给消费者，帮助索菲亚和司米与消费者沟通的过程中凸显优势。

图表 18 索菲亚牵手中国女排诠释专注



资料来源：索菲亚家居公众号，华安证券研究所

2. 衣柜实力领先，司米橱柜进入盈利收获期

索菲亚的衣柜业务在收入规模、门店数量、单店提货额、盈利能力等方面均处于行业领先水平。公司 2019 年衣柜门店数量 2501 家，门店数量居首；衣柜业务收入 61.76 亿元，衣柜收入规模居首；衣柜单店收入约 247 万，单店盈利能力业内居首。衣柜毛利率 40.49%，较去年提升了 0.36 个百分点，仅次于好莱客的衣柜毛利率。

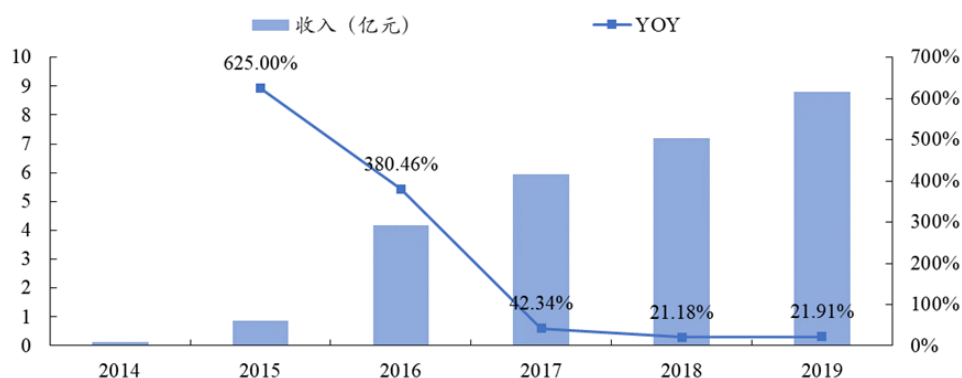
图表 19 索菲亚衣柜实力领先 (2019)

	衣柜门店数 (个)	收入 (亿元)	单店提货额 (万元)	毛利率 (%)
索菲亚	2501	61.76	246.94	40.49
欧派家居	2144	51.67	241.00	39.91
好莱客	1795	19.93	111.03	43.79
志邦家居	1078	7.34	68.09	31.62

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

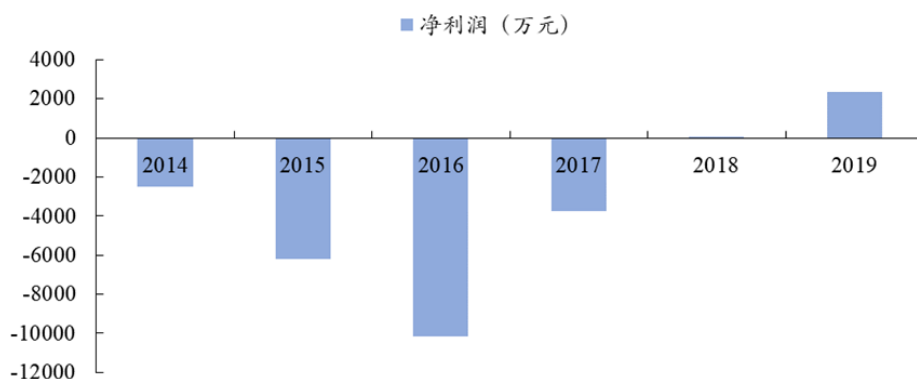
司米橱柜进入盈利收获期：公司 2014 年与法国 SALM SAS 公司合资设立司米厨柜（公司持股 51%）发展厨柜业务。受定制橱柜渗透率高、零售渠道受精装修扩容影响大、行业竞争激烈，且公司厨柜业务起步较晚、前期投入大、产品定位等因素影响，司米橱柜的培育期相对较长。不过，司米于 2018 年扭亏，2019 年实现了 2,344.05 万元的净利润。且 2019 年司米橱柜实现了 8.79 亿的收入，同比增长 21.99%，尤其是第四季度，收入实现了超过 36% 的快速增长。伴随规模效应的释放和司索联动的策略奏效，我们认为司米将步入盈利收获期，其毛利率也有望逐渐提升至行业平均水平。

图表 20 司米橱柜的收入变化



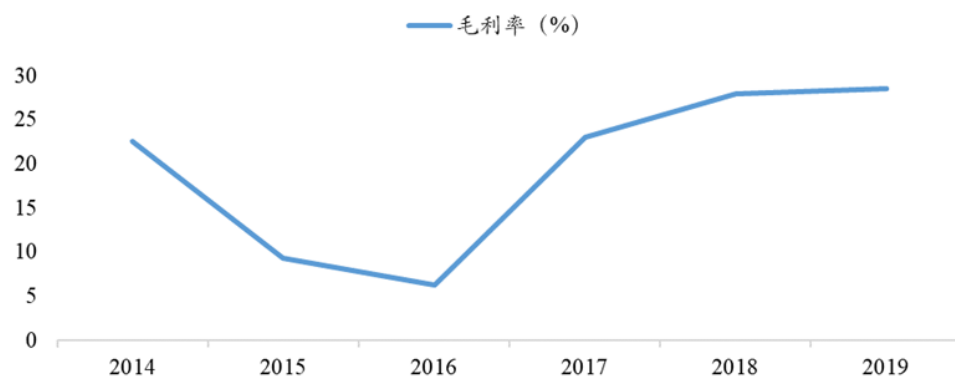
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 司米橱柜的净利润变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 司米橱柜的毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3. 产能布局最均衡，全球领先的工业 4.0 智能制造

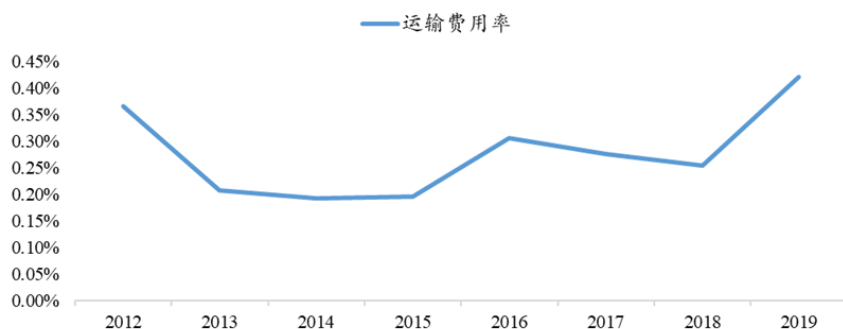
全球领先的工业4.0智能制造以及完善的全国产能布局是索菲亚能够保持龙头地位的坚实后盾。公司在中国拥有7大制造基地，**是定制家居企业中首个实现全国产能布局的公司，也是生产基地分布最均衡最广的公司**，上市后其运输费用率小幅波动于0.19%-0.42%之间。2019年，在所有上市的定制家居企业中，其运输费用率仅略高于金牌橱柜。

图表 23 索菲亚产品工业布局



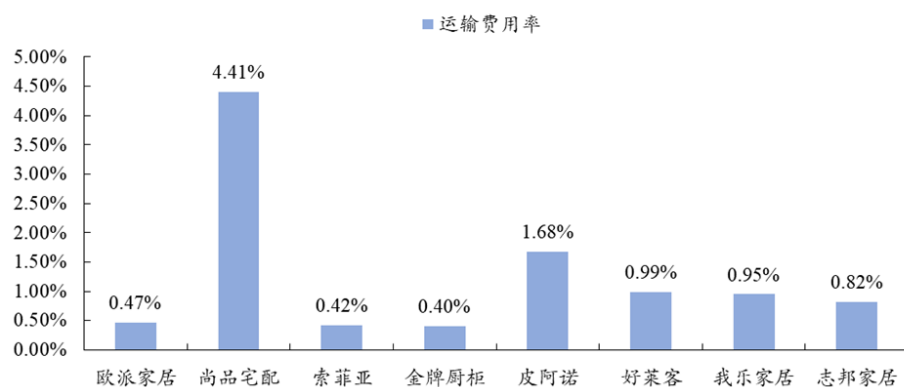
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 索菲亚的运输费用率整体保持平稳



资料来源：Wind，华安证券研究所

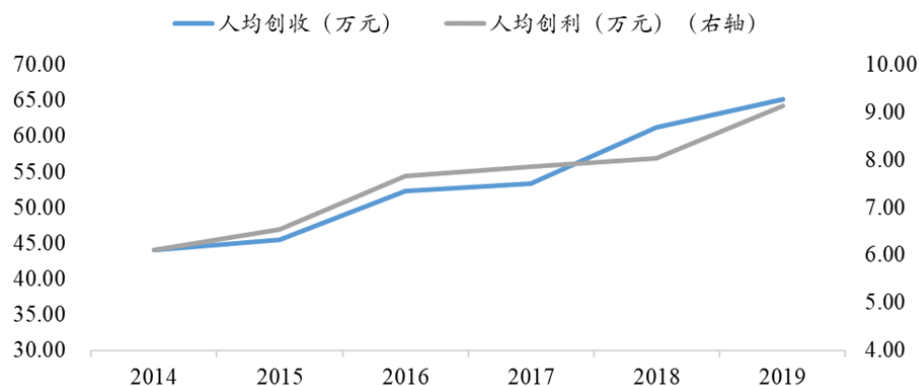
图表 25 索菲亚的运输费用率处于行业较低水平（2019）



资料来源：Wind，华安证券研究所

不仅是产能布局均衡，索菲亚的智能制造系统全球领先。生产过程中，其板件全程不落地、每块板材都拥有唯一身份证。2018 年以来，公司工厂对经销商的平均交货周期为 7-12 左右，首次打破了定制家居行业普遍面临的产能瓶颈，生产准确率、交货速度、改补率、板材利用率等指标不断改善。我们看到，2014 年以来，索菲亚的人均创收和人均创利逐年提高。

图表 26 2014 年以来索菲亚人效逐年提高



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

经过两年的全方位调整，我们预计索菲亚基本面有望触底反弹。**产品方面**，尽管2020年上半年受到疫情的冲击，但预计下半年在竣工回暖、前期抑制的消费需求得到释放等背景下，下半年索菲亚定制衣柜及其配件的收入增长有望较去年同期提速。司米橱柜和木门规模基数小，收入有望维持中速增长，其毛利率伴随规模效应的释放有上升态势。家具家品受促销活动的影响，预计毛利率将延续较低的水平。整体来看，预计公司综合毛利率在2020年有所下滑，但在2021-2022年，毛利率有望继续回升。**渠道方面**，工程渠道确定性强，预计未来三年有望保持中高速增长。整装渠道2020年有望放量，且在2021-2022年有望保持较快增长。

预计公司2020-2022年收入分别为80.11/90.59/10.20亿元，同比分别4.22%/13.09%/12.64%，归母净利润分别为11.32/12.86/14.61亿元，同比分别5.03%/13.61%/13.63%，当前股价对应2020-2022年PE分别为18.19X/16.01X/14.09X，给予“增持”评级。

风险提示：

- 1) 基本面改善不达预期
- 2) 整装业务招商不达预期
- 3) 居民购买力下降

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4128	5488	6915	8495
现金	1340	3492	4549	5917
应收账款	1041	869	1104	1175
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	38	54	53	64
存货	339	345	393	439
其他流动资产	95	123	160	195
非流动资产	4356	4183	3955	3708
长期投资	39	39	39	39
固定资产	2731	2619	2486	2333
无形资产	540	509	478	447
其他非流动资产	860	797	733	670
资产总计	8484	9671	10870	12204
流动负债	2444	2904	3325	3771
短期借款	313	800	900	1100
应付账款	835	809	946	1042
其他流动负债	406	363	429	446
非流动负债	130	210	230	230
长期借款	30	110	130	130
其他非流动负	78	78	78	78
负债合计	2575	3115	3555	4002
少数股东权益	465	483	505	532
股本	912.4	912.4	912.4	912.4
资本公积	1,303.9	1,303.9	1,303.9	1,303.9
留存收益	3,267.3	3,897.1	4,632.7	5,493.5
归属母公司股东	5445	6073	6809	7670
负债和股东权	8484	9671	10870	12204

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1301	1450	1569	1843
净利润	1,077	1,132	1,286	1,461
折旧摊销	365	318	330	340
财务费用	39.0	33.4	52.1	60.4
投资损失	(52.1)	(54.5)	(61.6)	(69.4)
营运资金变动	(78)	82	(13)	70
其他经营现金	4.29	(20)	(20)	(20)
投资活动现金	-1,400	672	-30	-14
资本支出	(683.2)	(106.7)	(92.78)	(84.38)
长期投资	(780.25)	673	(50)	(50)
其他投资现金	63.4	54.5	61.6	69.4
筹资活动现金	(739)	31	(482)	(460)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(208)	567	120	200
普通股增加	(11)	0	0	0
资本公积增加	(171)	0	0	0
其他筹资现金	(533)	(536)	(602)	(660)
现金净增加额	(837)	2,152	1,057	1,369

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7686	8011	9059	10204
营业成本	4817	5050	5668	6369
营业税金及附加	72	72	87	96
销售费用	765	797	906	1010
管理费用	591	609	707	775
财务费用	26	3	-1	26
资产减值损失	-18	-15	-16	-16
公允价值变动收益	46	50	50	50
投资净收益	52	54	62	69
营业利润	1348	1403	1593	1812
营业外收入	1.7	2	2	2
营业外支出	3.3	4	4	4
利润总额	1347	1401	1591	1810
所得税	252	251	283	322
净利润	1095	1150	1308	1488
少数股东损益	17	18	22	27
归属母公司净利润	1077	1132	1286	1461
EBITDA	1601.9	1584.4	1769.7	2011.9
EPS (元)	1.18	1.24	1.41	1.60

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5.1%	4.2%	13.1%	12.6%
营业利润	9.2%	4.0%	13.6%	13.7%
归属于母公司净利润	12.3%	5.0%	13.6%	13.6%
获利能力				
毛利率(%)	37.3%	37.0%	37.4%	37.6%
净利率(%)	14.2%	14.4%	14.4%	14.6%
ROE(%)	19.8%	18.6%	18.9%	19.0%
ROIC(%)	16.0%	13.9%	14.1%	14.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.3%	32.2%	32.7%	32.8%
净负债比率(%)	43.6%	47.5%	48.6%	48.8%
流动比率	1.7	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.5	1.8	1.9	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	49.4	39.6	44.5	42.0
存货周转天数	25.7	24.9	25.3	25.1
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	1.2	1.2	1.4	1.6
每股经营现金流(最)	1.4	1.6	1.7	2.0
每股净资产(最新摊)	3.1	3.8	4.5	5.3
估值比率				
P/E	19.10	18.19	16.01	14.09
P/B	3.78	3.39	3.02	2.68
EV/EBITDA	12.31	11.44	9.72	7.97

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 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%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。