

# 索菲亚 (002572.SZ)

## Q2 业绩回暖明显，产品结构升级推动毛利率创新高

### 核心观点:

- **公司二季度业绩回暖显著。**2020H1 公司实现营业收入 25.55 亿元，同比下降 18.70%；归母净利润 3.43 亿元，同比下降 12.35%；扣非归母净利润 2.13 亿元，同比下降 38.81%。其中，公司 2020Q2 实现营业收入 17.91 亿元，同比下降 8.48%；归母净利润 3.59 亿元，同比增长 26.46%；扣非归母净利润 2.79 亿元，同比增长 3.61%。公允价值变动收益增加较多，公司上半年非经常性损益 1.30 亿元。
- **深耕全渠道管理布局，大宗业务保持较快增速。**根据 2020 半年报，2020H1 公司大宗业务占主营业务收入的 12.13%，同比增长 1.29pct。线下门店中，上半年索菲亚新增门店 68 家，司米新增门店 126 家。
- **产品结构继续升级，单二季度毛利率创新高。**根据公司 2020 年半年报，截至 2020 年 6 月底，索菲亚康纯板客户占比达 49%，订单占比上升至 34%。产品结构持续升级推动公司毛利率提升，单二季度毛利率 40.30%，创近年新高。
- **预计 20-22 年业绩分别为 1.30 元/股、1.54 元/股、1.81 元/股。**根据我们 2020 年 8 月 9 日报告：《7 月家具零售加码，开启中期家具景气度回升趋势》中观点：零售端未来 2 年有望维持较好基本面。今年受疫情影响，定制家居行业受到较大冲击，中小厂商的订单数较龙头企业差，我们预计行业集中度有所提升。结合行业景气度提升，我们认为索菲亚作为定制行业第一梯队企业，将极大地受益于集中度与景气度提升，预计公司橱柜、衣柜订单将有所回暖。因此我们上调公司 2021、2022 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.30、1.54、1.81 元/股。考虑公司产品结构升级，行业景气度回暖，基于公司 2021 年 20x 合理估值，对应合理价值 30.8 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧，渠道开拓不及预期，景气度修复不及预期

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,311	7,686	8,117	9,451	10,801
增长率 (%)	18.7	5.1	5.6	16.4	14.3
EBITDA (百万元)	1,502	1,602	1,663	2,039	2,399
归母净利润 (百万元)	959				
增长率 (%)	5.8	12.3	10.2	17.9	17.7
EPS (元/股)	1.04	1.18	1.30	1.54	1.81
市盈率 (P/E)	16.13	17.74	21.96	18.62	15.82
ROE (%)	19.8	19.8	19.2	20.4	21.4
EV/EBITDA	9.31	11.39	14.88	12.00	9.93

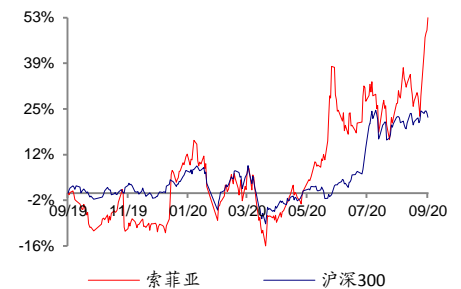
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	28.59 元
合理价值	30.8 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-06

### 相对市场表现



SAC 执证号: S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

### 相关研究:

- 索菲亚 (002572.SZ): 疫情 2020-04-22  
影响短期需求，全年影响有
- 索菲亚 (002572.SZ): 四季 2020-03-24  
度营收增速加速，全年业绩略超预期
- 索菲亚 (002572.SZ): 渠道 2019-11-01  
优化阵痛期，三季度业绩承压

联系人: 张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

## 目录索引

一、二季度业绩回暖，盈利水平改善 .....	4
二、深耕全渠道管理布局，大宗业务稳健增长 .....	5
三、推进品牌产品建设，紧抓电商渠道机遇 .....	7
四、盈利预测与投资建议 .....	9
五、风险提示 .....	10

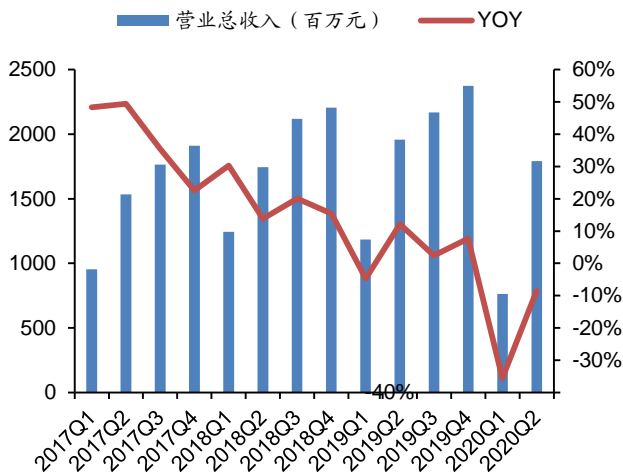
## 图表索引

图 1: 公司营业收入及增速 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及销售净利率 (%) .....	5
图 4: 公司期间费用率 (%) .....	5
图 5: 公司主营业务收入结构 (%) .....	5
图 6: 公司各类门店数量 (家) .....	6
图 7: 索菲亚门店各地域收入占比 (%) .....	6
图 8: 索菲亚门店各地域占比 (%) .....	6
图 9: 索菲亚收入结构 .....	7
图 10: 索菲亚柜类客单价持续提升 (元/单) .....	7
表 1: 索菲亚各项财务数据 .....	8
表 2: 公司核心业务收入情况 .....	9
表 3: 可比公司估值情况 .....	9

## 一、二季度业绩回暖，盈利水平改善

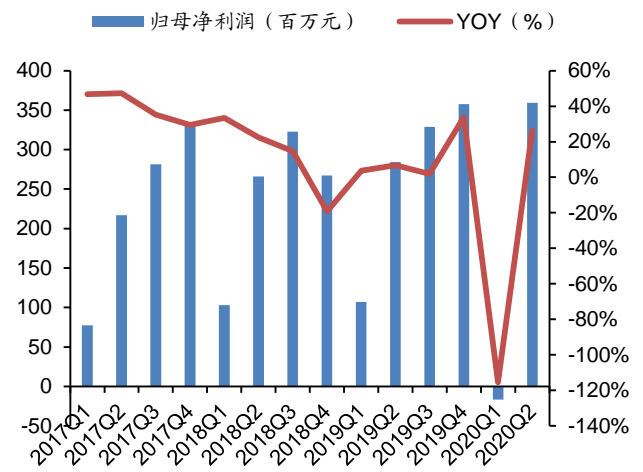
公司二季度业绩回暖显著。2020H1公司实现营业收入25.55亿元，同比下降18.70%；归母净利润3.43亿元，同比下降12.35%；扣非归母净利润2.13亿元，同比下降38.81%。其中，公司2020Q2实现营业收入17.91亿元，同比下降8.48%；归母净利润3.59亿元，同比增长26.46%；扣非归母净利润2.79亿元，同比增长3.61%。公允价值变动收益增加较多，公司上半年非经常性损益1.30亿元。

图 1：公司营业收入及增速



数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润及增速

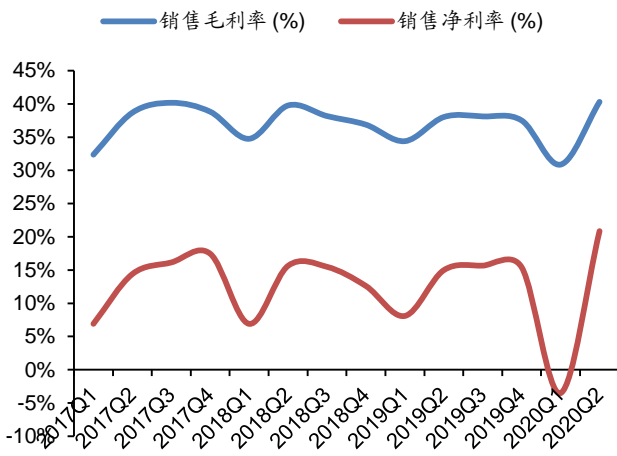


数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

**产品结构升级推动Q2毛利率、净利率改善显著。**根据公司2020半年报，公司2020H1销售毛利率、销售净利率均有改善，其中，上半年实现毛利率37.48%，同比提升0.83pct，销售净利率13.57%，同比提升1.19pct。其中单二季度毛利率40.30%，  
%，单二季度净利率20.86改善显著。根据公司2020年半年报，截

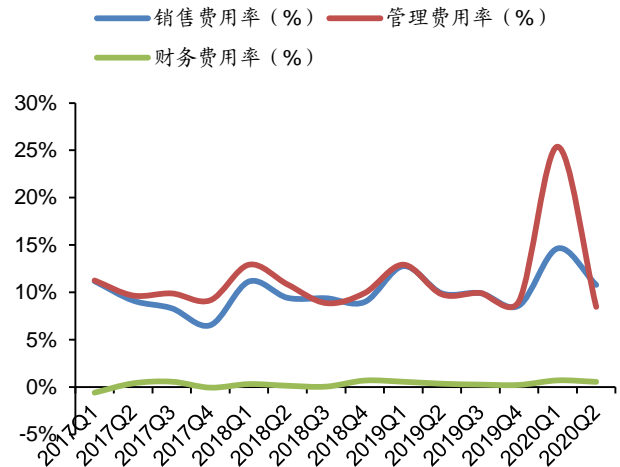
至2020年6月底，索菲亚康纯板客户占比达49%，订单占比上升至34%，公司已成为中国无甲醛板材最大使用者，远超同行业企业之和。费用方面，公司2020Q2期间费用环比有较大改善，单二季度公司销售费用率10.79%，环比下降3.85pct，管理费用率8.48%，环比下降16.91pct，财务费用率0.56%，环比下降0.16pct。

图 3: 公司销售毛利率及销售净利率 (%)



数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司期间费用率 (%)



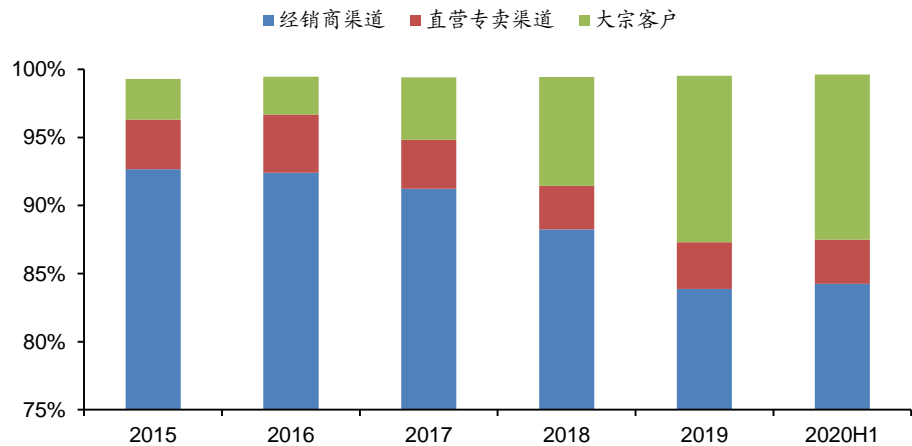
数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心

## 二、深耕全渠道管理布局, 大宗业务稳健增长

公司深耕全渠道布局, 大宗业务稳健增长。根据2020半年报, 2020H1公司大宗业务占主营业务收入的12.13%, 同比提升1.29pct, 本期大宗业务出货金额同比去年增长39.85%。公司继续深耕渠道布局, 打造包括经销商渠道、整装渠道、家装渠道、大宗工程业务、电商新零售渠道和直营专卖店在内的全渠道营销体系。

约整装公司约300家, 并进行专业培训, 2020年全年计划签约500家整装企业, 预计明年整装业务有望实现高速增长。

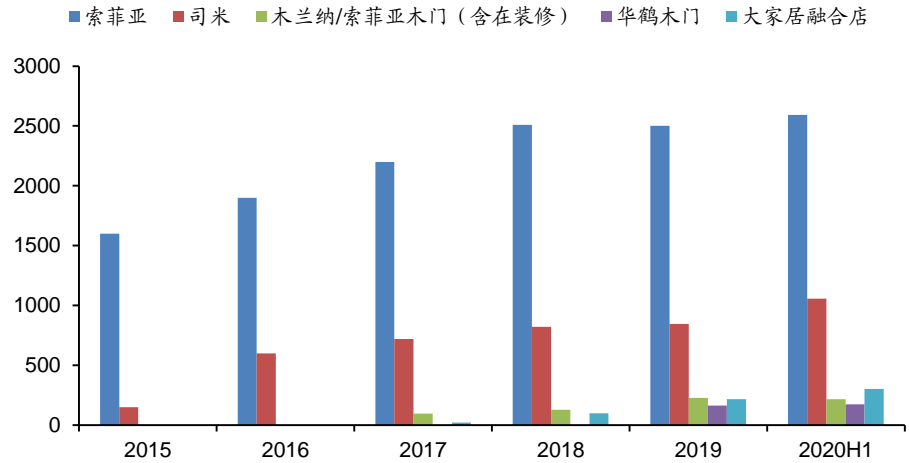
### 图 5: 公司主营业务



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司门店数量持续扩展，大家居店增长明显。根据公司2020半年报，公司门店数量持续扩张，其中上半年索菲亚柜类门店达到2592家，新增68家；司米橱柜门店1055家，新增126家；索菲亚木门门店达215家，净减少12家，华鹤木门门店172家，净增加9家；大家居门店达303家，净增加87家；公司终端门店超过4000家，覆全国1800多个城市和区域。

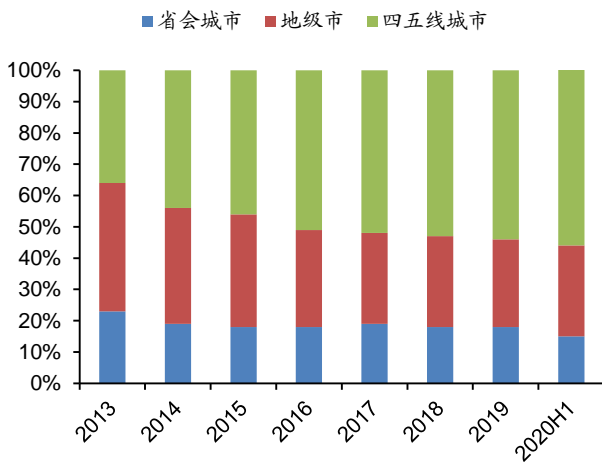
图 6: 公司各类门店数量 (家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

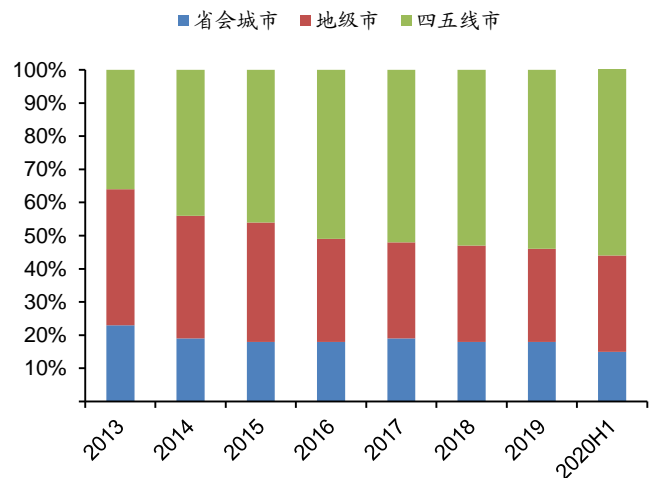
定制柜门店持续下沉，司米橱柜开拓空白区域加盟。根据公司2020半年报，公司“索菲亚”定制柜门店持续下沉，2020H1在四五线城市门店数量占比为57%，相较于2019年底提升约3pct，四五线城市收入占比37%，增长1.21pct。司米橱柜借助索菲亚定制柜渠道资源和招商力量开拓空白区域加盟，加强零售渠道覆盖，目前司米橱柜在零售渠道，一二三线城市与索菲亚实现90%匹配，四线及以下城市匹配率近45%。

图 7: 索菲亚门店各地域收入占比 (%)



数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心

司米橱柜各地域收入占比 (%)



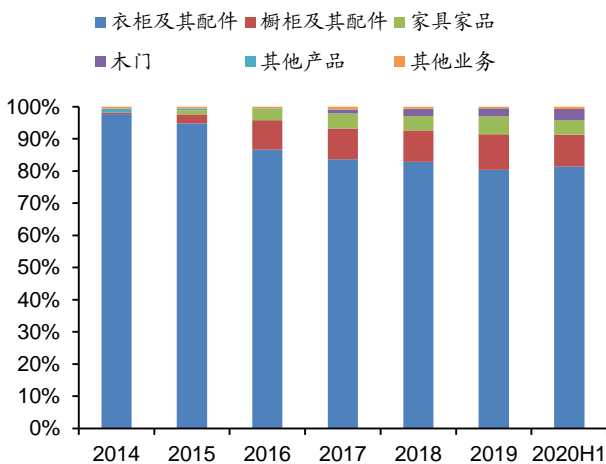
数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心

### 三、推进品牌产品建设，紧抓电商渠道机遇

**木门持续推进双品牌建设，索菲亚华鹤营收增长。**根据2020半年报，索菲亚华鹤木门自2019年开始明确双品牌战略，重塑木门品牌结构，2020年上半年，索菲亚华鹤木门实现营收9050.72万元，同比增长11.53%。公司计划下半年针对索菲亚华鹤开展以下工作：（1）推进“索菲亚”、“华鹤”双品牌，上线新系列门款，全面匹配“索菲亚”定制柜品牌产品系列，新增适合南方市场的产品；（2）开展渠道帮扶工作；（3）电商流量导入，提升电商流量转化率；（4）加强衣厨门联动，依托衣橱流量转化；（5）同步索菲亚，导入体系内经销商，并积极开展线上潜在客户招商会；（6）同步索菲亚布局整装渠道，启动整装渠道商帮扶培训计划。

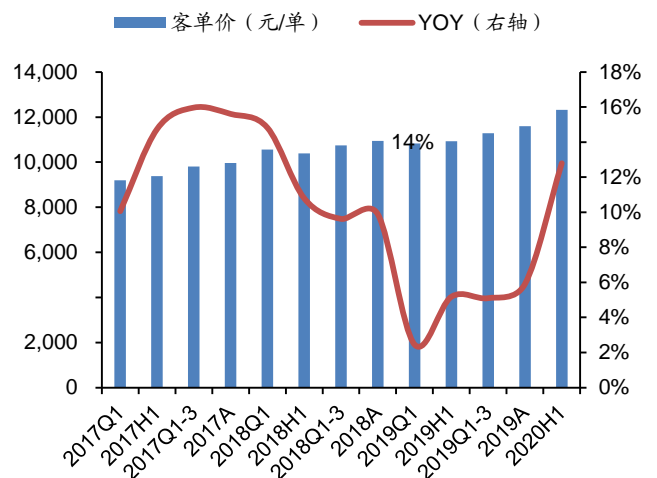
**加大品牌宣传力度，康纯板成为行业爆款。**根据2020半年报，索菲亚本年度推出四个系列产品，截至2020年6月底，索菲亚康纯板客户占比达49%，订单占比上升至34%，公司已成为中国无甲醛板材最大使用者，远超同行业企业之和。疫情期间，公司加大品牌宣传力度，深化柜类定制专家定位。围绕“大家居”战略，索菲亚将在7月建博会携手格力电器、梦百合、罗莱家纺等品牌持续建设品牌形象。随着产品不断丰富、品牌建设不断完善，公司客单价持续提升，2020年索菲亚工厂端实现客单价12324元/单，同比增长12.80%。

图 9：索菲亚收入结构



数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

图 10：索菲亚柜类客单价持续提升 (元/单)



数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

**疫情期，紧抓电商渠道机会。**根据2020半年报，疫情期公司紧抓电商渠道发展机遇，把社群营销、直播裂变、直播+社群、网红带货等多种线上营销方式结合，2020年2月至报告发布日，索菲亚本部、经销商区域累计直播超600场；联合天猫家装、薇娅，直播间发布“索菲亚BOX衣帽间”，累计超过1200万人观看；“618”促销活动中，索菲亚实现单品类天猫、京东双平台销售四连冠。

表 1: 索菲亚各项财务数据

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业总收入	1243.04	1744.91	2117.93	2205.02	1184.93	1957.46	2169.16	2374.52	763.39	1791.46
YOY	30.33%	13.78%	20.10%	15.42%	-4.67%	12.18%	2.42%	7.69%	-35.58%	-8.48%
营业利润	124.16	340.29	400.67	369.19	121.89	355.23	422.81	448.28	-21.72	462.18
YOY	29.39%	16.55%	7.74%	-12.52%	-1.83%	4.39%	5.53%	21.42%	-117.82%	30.11%
利润总额	124.05	336.47	400.17	370.21	121.74	355.18	423.57	446.12	-23.74	461.99
YOY	28.15%	15.41%	7.18%	-11.79%	-1.86%	5.56%	5.85%	20.50%	-119.50%	30.07%
归母净利润	103.08	265.87	322.85	267.28	106.89	284.05	328.9	357.59	-16.55	359.23
YOY	33.47%	22.50%	14.71%	-19.26%	3.70%	6.84%	1.87%	33.79%	-115.48%	26.47%
毛利率	34.75%	39.76%	38.16%	36.87%	34.39%	38.02%	38.11%	37.50%	30.87%	40.30%
期间费用率	24.41%	20.42%	18.32%	19.63%	26.28%	20.07%	20.14%	17.95%	40.74%	19.83%
其中: 销售费用率	11.15%	9.43%	9.39%	8.99%	12.78%	9.91%	9.92%	8.62%	14.65%	10.79%
管理费用率	12.93%	10.84%	8.87%	9.94%	12.93%	9.80%	9.94%	9.09%	25.38%	8.48%
财务费用率	0.33%	0.15%	0.06%	0.70%	0.57%	0.37%	0.27%	0.24%	0.72%	0.56%
归母净利率	8.29%	15.24%	15.24%	12.12%	9.02%	14.51%	15.16%	15.06%	-2.17%	20.05%
ROE	2.28%	5.91%	7.05%	5.59%	2.30%	6.16%	6.69%	6.79%	-0.30%	6.72%
YOY (±)	0.31%	0.37%	0.02%	-2.10%	0.02%	0.24%	-0.36%	1.20%	-2.60%	0.56%
资产负债率	26.09%									
YOY (±)	3.13%	0.88%	-3.71%	1.02%	8.99%	2.84%	3.37%	-1.06%	-4.88%	0.94%
存货	293.81	323.22	348.73	302.89	310.9	312.55	346.01	338.85	398.90	527.33
较上年同期增减	37.59	35.28	58.67	15.98	17.09	-10.67	-2.72	35.96	88.00	214.78
存货周转天数	32.22	29.49	27.05	23.26	35.53	27.82	26.28	23.98	62.91	48.81
较上年同期增减										
应收票据	0	11.45	125.92	189.52	205.55	298.51	331.47	346.93	413.20	552.75
较上年同期增减	-0.1	10.75	125.92	189.52	205.55	287.06	205.55	157.41	207.65	254.24
应收账款	290.33	405.74	428.56	406.57	462.14	523.04	548.37	693.64	584.35	517.33
较上年同期增减	171.87	271.18	248.17							
应收账款周转天数	18.61	18.96	17.25	15.52	32.99	26.62	24.27	25.77	75.33	42.66
较上年同期增减	7.38	9.76	7.72	5.49	14.38	7.66	7.02	10.25	42.34	16.04
应付账款及应付票据	489.1	621.52	567.26	671.73	487.42	702.24	648.38	835.14	613.13	841.80
较上年同期增减	150.21	141.04	43.79	119.67	-1.68	80.72	81.12	163.41	125.71	139.56
预收账款	369.54	531.43	507.71	534.78	398.72	510.16	591.35	543.99	418.96	604.61
较上年同期增减	-5.28	79.99	37.52	48.92	29.18	-21.27	83.64	9.21	20.24	94.45
经营性现金流净额	-249.95	582.28	184.32	583.15	-418.99	646.81	375.36	698.06	-619.91	520.90
较上年同期增减	-79.89	-4.05	-256.9	197.96	-169.04	64.53	191.04	114.91	-200.92	-125.91
筹资性现金流净额	-17.15	-460.28	31.6	15.06	231.52	-468.22	-213.06	-288.97	470.77	-493.88
较上年同期增减	-127.48									
资本开支	193.81	263.83	228.15	49.55	294.61	132.51	131.98	127.12	111.93	108.48
较上年同期增减	1.43	-217.91	-98.98	-88.5	100.8	-131.32	-96.17	77.57	-182.68	-24.03

数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心



## 四、盈利预测与投资建议

产品结构升级，看好后续竣工产业链回暖带动行业景气度抬升，上调公司21、22年盈利预测。今年上半年，公司索菲亚康纯板客户占比达49%，订单占比上升至34%，公司已成为中国无甲醛板材最大使用者，远超同行业公司之和，产品结构升级推动毛利率持续提升。另一方面，根据我们2020年8月9日报告：《7月家具零售加码，开启中期家具景气度回升趋势》中观点：7月开启中期家具景气度回升趋势，从竣工周期对应的零售和精装板块来看，精装景气度有望持续至2021年Q1，零售端因时点处于竣工后，景气度有望从Q3开始修复到2021年Q2，未来2年有望维持较好基本面。今年受疫情影响，定制家居行业受到较大冲击，中小厂商的订单数较龙头企业差，我们预计行业集中度有所提升。结合行业景气度提升，我们认为索菲亚作为定制行业第一梯队企业，将极大地受益于集中度与景气度提升，预计公司橱柜、衣柜订单将有所回暖。预计公司20-22年衣柜业务实现收入64.89、74.27、84.22亿元，预计订单增速分别为2%、10%、9%；橱柜业务实现收入8.86、10.89、12.48亿元，预计销量增速分别为6.29%、21.62%、13.49%。因此我们上调公司2021、2022年盈利预测，预计公司2020-2022年EPS分别为1.30、1.54、1.81元/股。考虑公司产品结构升级，行业景气度回暖，基于公司2021年20x合理估值，对应合理价值30.8元/股，维持“买入”评级。

表 2：公司核心业务收入情况

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>衣柜收入（百万元）</b>	<b>6060.61</b>	<b>6175.50</b>	<b>6489.24</b>	<b>7426.55</b>	<b>8421.97</b>
YoY					
订单（万）	55.40	53.27	54.34	59.77	65.15
YoY	3.55%	-3.84%	2.00%	10.00%	9.00%
每个订单出厂价（元）	10939.73	11592.00	11942.08	12424.54	12926.49
<b>橱柜收入（百万元）</b>	<b>708.52</b>				
YoY	20.05%	20.11%	4.17%	22.84%	14.62%
销量（万套）	7.29	9.30	9.89	12.03	13.65
YoY	26.04%	27.64%	6.29%	21.62%	13.49%
单套出厂价（元）	9721.33	9148.08	8965.12	9054.77	9145.32

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	当前股价（元）	EPS（元）			PE（x）		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300616.SZ	尚品宅配	63.52	2.66	2.76	3.14	23.88	23.01	20.23
603833.SH	欧派家居	105.62	3.37	3.97	4.68	31.34	26.60	22.57
603801.SH	志邦家居	37.05	1.48	1.52	1.98	25.03	24.38	18.71

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；

注：盈利预测为广发证券轻工组预测

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 五、风险提示

行业竞争加剧，渠道开拓不及预期，行业景气度修复不及预期

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,668</b>	<b>4,128</b>	<b>4,286</b>	<b>4,792</b>	<b>5,636</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,100</b>	<b>1,301</b>	<b>1,598</b>	<b>1,753</b>	<b>2,113</b>
货币资金	2,165	1,340	1,668	1,957	2,594	净利润	964	1,095	1,179	1,385	1,643
应收及预付	658	1,078	908	1,057	1,207	折旧摊销	289	347	322	398	448
存货	303	339	335	387	437	营运资金变动	-159	-78	20	-11	22
其他流动资产	542	1,371	1,375	1,391	1,398	其它	6	-62	77	-18	0
<b>非流动资产</b>	<b>4,144</b>	<b>4,356</b>	<b>4,595</b>	<b>4,978</b>	<b>5,182</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-318</b>	<b>-1,400</b>	<b>-645</b>	<b>-744</b>	<b>-632</b>
长期股权投资	4	39	39	39	39	资本支出	-723	-683	-827	-782	-652
固定资产	2,403	2,731	2,973	3,183	3,263	投资变动	371	-780	0	0	0
在建工程	577	528	704	781	850	其他	34	63	182	38	20
无形资产	565	540	621	716	772	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-431</b>	<b>-739</b>	<b>-625</b>	<b>-720</b>	<b>-844</b>
其他长期资产	596	519	258	258	258	银行借款	112	-208	-13	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,812</b>	<b>8,484</b>	<b>8,881</b>	<b>9,770</b>	<b>10,818</b>	股权融资	80	3	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>2,188</b>	<b>2,444</b>	<b>2,116</b>	<b>2,321</b>	<b>2,551</b>	其他	-623	-533	-612	-720	-844
短期借款	427	313	300	300	300	<b>现金净增加额</b>	<b>351</b>	<b>-838</b>	<b>328</b>	<b>290</b>	<b>637</b>
应付及预收	1,207	1,379	1,222	1,336	1,482	<b>期初现金余额</b>	<b>1,793</b>	<b>2,144</b>	<b>1,340</b>	<b>1,668</b>	<b>1,957</b>
其他流动负债	555	752	594	685	769	<b>期末现金余额</b>	<b>2,144</b>	<b>1,307</b>	<b>1,668</b>	<b>1,957</b>	<b>2,594</b>
<b>非流动负债</b>	<b>265</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>						
长期借款	177	30	30	30	30						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	88	100	105	105	105						
<b>负债合计</b>	<b>2,454</b>										
股本	923	912	912	912	912						
资本公积	1,475	1,304	1,304	1,304	1,304						
留存收益	2,612	3,267	3,956	4,656	5,481						
归属母公司股东权益	4,832	5,445	6,172	6,873	7,697						
少数股东权益	526	465	457	441	434						
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,812</b>	<b>8,484</b>	<b>8,881</b>	<b>9,770</b>	<b>10,818</b>						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	<b>7,311</b>	<b>7,686</b>	<b>8,117</b>	<b>9,451</b>		<b>成长能力</b>					
营业成本	4,564	4,817	5,096	5,883	6,647	营业收入增长	18.7%	5.1%	5.6%	16.4%	14.3%
营业税金及附加	76	72	73	85	97	营业利润增长	4.4%	9.2%	7.3%	17.7%	18.6%
销售费用	700	765	787	907	1,037	归母净利润增长	5.8%	12.3%	10.2%	17.9%	17.7%
管理费用	566	591	625	718	821	<b>获利能力</b>					
研发费用	191	185	195	217	248	毛利率	37.6%	37.3%	37.2%	37.8%	38.5%
财务费用	23	26	56	21	-3	净利率	13.2%	14.2%	14.5%	14.7%	15.2%
资产减值损失	-11	18	-36	0	0	ROIC	26.7%	27.1%	27.2%	30.3%	34.6%
公允价值变动收益	0	46	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
投资净收益	32	52	80	38	20	资产负债率	31.4%	30.3%	25.4%	25.1%	24.8%
<b>营业利润</b>	<b>1,234</b>	<b>1,348</b>	<b>1,446</b>	<b>1,702</b>	<b>2,019</b>	净负债比率	8.7%	5.6%	3.7%	3.4%	3.1%
营业外收支	-3	-2	3	0	0	流动比率	1.68	1.69	2.03	2.06	2.21
<b>利润总额</b>	<b>1,231</b>					速动比率	1.51	1.53	1.85	1.88	2.02
所得税	267					<b>营运能力</b>					
<b>净利润</b>	<b>964</b>	<b>1,095</b>	<b>1,179</b>	<b>1,385</b>	<b>1,643</b>	总资产周转率	0.98	0.94	0.93	1.01	1.05
少数股东损益	5	17	-8	-16	-6	应收账款周转率	17.84	9.39	9.36	9.36	9.36
<b>归属母公司净利润</b>	<b>959</b>	<b>1,077</b>	<b>1,188</b>	<b>1,401</b>	<b>1,649</b>	存货周转率	15.48	15.01	15.21	15.21	15.21
EBITDA	1,502	1,602	1,663	2,039	2,399	<b>每股指标 (元)</b>					
EPS (元)	1.04	1.18	1.30	1.54	1.81	每股收益	1.04	1.18	1.30	1.54	1.81
						每股净资产	5.23	5.97	6.77	7.53	8.44
						<b>估值比率</b>					
						P/E	16.13	17.74	21.96	18.62	15.82
						P/B	3.20	3.51	4.23	3.80	3.39
						EV/EBITDA	9.31	11.39	14.88	12.00	9.93

## 广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。  
张兆函：研究助理，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。