

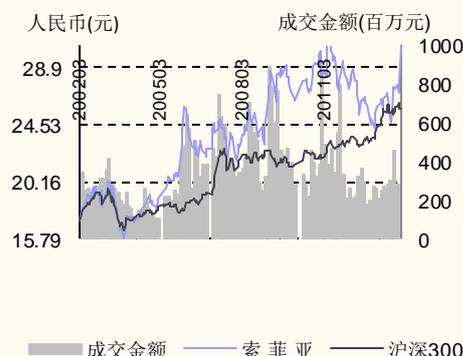
索菲亚 (002572.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.53 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.12
已上市流通 A 股(亿股)	6.37
总市值(亿元)	278.55
年内股价最高最低(元)	30.62/15.79
沪深 300 指数	5528
中小板综	13421



全方位调整已现成效，向上趋势进一步确立

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	8,381	10,026	11,811
营业收入增长率	18.66%	5.13%	9.04%	19.63%	17.81%
归母净利润(百万元)	959	1,077	1,194	1,424	1,690
归母净利润增长率	5.77%	12.34%	10.81%	19.27%	18.70%
摊薄每股收益(元)	1.039	1.181	1.309	1.561	1.853
每股经营性现金流净额	1.19	1.43	1.23	1.89	2.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.85%	19.79%	19.38%	20.30%	21.05%
P/E	16.13	17.74	23.33	19.56	16.48
P/B	3.20	3.51	4.52	3.97	3.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年业绩预告, 预计全年实现收入 80.7~88.4 亿元, 同比+5~15%; 全年归母净利润为 11.3~12.4 亿元, 同比+5%~15%; 全年扣非归母净利润为 10.2~11.2 亿元, 同比+5%~15%。其中 4Q 预计公司营收同比+25.3%~57.7%, 归母净利润同比+21.4%~51.6%, 扣非归母净利润同比+30.6%~59.7%, 业绩超市场预期。

经营分析

- **管理变革红利释放, 4Q 业绩凸显实力:** 公司在疫情影响下全年取得明显超越行业整体增速的成绩, 我们认为一方面是由于行业中小品牌退出带来的份额被动集中, 另外一方面, 公司依托过去两年对于经销商管理体系的变革、全渠道体系与产品矩阵的打造, 主动调整成效逐步体现, 疫情后展现出强大势能, 4Q 优异业绩吹响了王者归来的号角。
- **分产品来看, 衣柜方面, 受上半年疫情影响全年客户数预计仍有下滑, 但客单价预计仍有双位数增长 (主要由于康纯板客户占比提升), 从而驱动整体衣柜全年仍能实现正增长; 橱柜、木门方面依托产品研发体系与衣柜逐渐打通, 驱动衣柜更好带动橱柜、木门发展, 并且两大品类在工程渠道认可度也逐渐确立, 预计两者全年均仍取得中高速增长。此外, 2020 年公司在整装渠道顺利与 500 家装企达成合作, 虽然目前业绩贡献仍有限, 但在这一渠道的加紧布局完善公司全渠道运营的体系, 2021 年有望作出更大贡献。**
- **品牌与产品矩阵越发完备, 渠道调整布局将释放更大动能:** 2021 年从行业层面来看, 我们认为被疫情中断的竣工回暖趋势将会延续并且由于疫情催化, 中小品牌加速退出, 份额加速向头部企业集中的进程已正式开启, 2021 年头部企业将继续受益。从公司层面来看, 公司在中小品牌逐步退出市场的情况下顺势推出米兰纳品牌, 覆盖低端市场需求, 逐渐形成低中高的多品牌矩阵, 并且打通橱柜木产品研发体系, 在品牌与产品矩阵逐渐完备的情况下, 公司全渠道运营体系将释放更大动能, 公司中期成长空间进一步打开。

盈利调整和投资建议

- 考虑到公司品牌、产品、渠道全方位的调整逐渐到位, 业绩向上趋势确立, 我们将 2020-2022 年公司 EPS 分别上调 3.1%/4.9%/6.8% 至 1.31/1.56/1.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 23、19、16 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复; 竣工回暖不及预期; 整装渠道拓展不及预期。

相关报告

1. 《3Q 零售展现良好态势, 管理变革红利有望释放-索菲亚三季报点评》, 2020.10.30
2. 《Q2 利润表现优异, 全渠道体系亟待收获-索菲亚中报点评》, 2020.8.31
3. 《二季度开始修复, 维持买入评级-二季度开始修复, 维持买入评级》, 2020.4.21

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓 联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,161	7,311	7,686	8,381	10,026	11,811	货币资金	1,813	2,165	1,340	1,871	2,349	2,853
增长率	18.7%	5.1%	9.0%	19.6%	17.8%		应收款项	294	628	1,082	1,175	1,406	1,656
主营业务成本	-3,810	-4,564	-4,817	-5,315	-6,339	-7,412	存货	287	303	339	351	418	489
%销售收入	61.8%	62.4%	63.4%	63.2%	62.8%		其他流动资产	1,209	572	1,367	1,530	1,601	1,552
毛利	2,352	2,747	2,869	3,066	3,687	4,399	流动资产	3,602	3,668	4,128	4,927	5,774	6,549
%销售收入	38.2%	37.6%	37.3%	36.6%	36.8%	37.2%	%总资产	51.0%	47.0%	48.7%	50.8%	52.4%	52.9%
营业税金及附加	-68	-76	-72	-79	-94	-111	长期投资	101	317	264	264	264	264
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,655	2,980	3,259	3,659	4,114	4,707
销售费用	-519	-700	-765	-838	-993	-1,169	%总资产	37.6%	38.1%	38.4%	37.7%	37.4%	38.0%
%销售收入	8.4%	9.6%	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	无形资产	597	677	642	655	668	681
管理费用	-606	-566	-591	-696	-792	-933	非流动资产	3,458	4,144	4,356	4,767	5,235	5,841
%销售收入	9.8%	7.7%	7.7%	8.3%	7.9%	7.9%	%总资产	49.0%	53.0%	51.3%	49.2%	47.6%	47.1%
研发费用	0	-191	-185	-193	-221	-260	资产总计	7,060	7,812	8,484	9,694	11,008	12,390
%销售收入	0.0%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	短期借款	316	504	442	890	948	880
息税前利润 (EBIT)	1,159	1,213	1,255	1,261	1,587	1,926	应付款项	1,101	1,297	1,595	1,589	1,896	2,224
%销售收入	18.8%	16.6%	16.3%	15.0%	15.8%	16.3%	其他流动负债	398	387	407	436	507	585
财务费用	-10	-23	-26	-22	-20	-25	流动负债	1,815	2,188	2,444	2,916	3,351	3,689
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	长期贷款	253	177	30	30	30	30
资产减值损失	-8	-11	-18	-4	-1	-1	其他长期负债	78	88	100	106	106	106
公允价值变动收益	0	0	46	150	100	100	负债	2,145	2,454	2,575	3,051	3,487	3,825
投资收益	34	32	52	60	70	70	普通股股东权益	4,471	4,832	5,445	6,161	7,015	8,030
%税前利润	2.9%	2.6%	3.9%	4.0%	3.9%	3.3%	其中：股本	923	923	912	912	912	912
营业利润	1,182	1,234	1,348	1,489	1,781	2,114	未分配利润	1,827	2,315	2,894	3,611	4,465	5,479
%销售收入	19.2%	16.9%	17.5%	17.8%	17.8%	17.9%	少数股东权益	443	526	465	482	506	536
营业外收支	0	-3	-2	1	1	1	负债股东权益合计	7,060	7,812	8,484	9,694	11,008	12,390
税前利润	1,181	1,231	1,347	1,490	1,782	2,115							
利润率	19.2%	16.8%	17.5%	17.8%	17.8%	17.9%	比率分析						
所得税	-277	-267	-252	-279	-333	-395		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	23.4%	21.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	每股指标						
净利润	905	964	1,095	1,211	1,449	1,720	每股收益	0.982	1.039	1.181	1.309	1.561	1.853
少数股东损益	-2	5	17	17	25	29	每股净资产	4.842	5.233	5.967	6.753	7.689	8.801
归属于母公司的净利润	907	959	1,077	1,194	1,424	1,690	每股经营现金净流	1.346	1.191	1.426	1.230	1.890	2.393
净利率	14.7%	13.1%	14.0%	14.2%	14.2%	14.3%	每股股利	0.450	0.500	0.550	0.523	0.624	0.741
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.28%	19.85%	19.79%	19.38%	20.30%	21.05%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	12.84%	12.28%	12.70%	12.32%	12.94%	13.64%
净利润	905	964	1,095	1,211	1,449	1,720	投入资本收益率	16.18%	15.70%	15.94%	13.50%	15.14%	16.48%
少数股东损益	-2	5	17	17	25	29	增长率						
非现金支出	219	300	365	340	383	444	主营业务收入增长率	36.02%	18.66%	5.13%	9.04%	19.63%	17.81%
非经营收益	-35	-5	-80	-182	-115	-115	EBIT增长率	41.84%	4.65%	3.46%	0.43%	25.93%	21.32%
营运资金变动	154	-159	-78	-248	7	134	净利润增长率	36.56%	5.77%	12.34%	10.81%	19.27%	18.70%
经营活动现金净流	1,243	1,100	1,301	1,122	1,724	2,183	总资产增长率	32.25%	10.65%	8.60%	14.27%	13.55%	12.55%
资本开支	-1,139	-723	-683	-732	-849	-1,049	资产管理能力						
投资	184	371	-780	150	100	100	应收账款周转天数	10.2	15.7	26.1	33.0	33.0	33.0
其他	35	34	63	60	70	70	存货周转天数	26.6	23.6	24.3	24.3	24.3	24.3
投资活动现金净流	-920	-318	-1,400	-522	-679	-879	应付账款周转天数	46.3	48.9	54.9	54.9	54.9	54.9
股权募资	101	80	3	0	0	0	固定资产周转天数	129.4	120.0	129.7	123.3	108.7	101.3
债权募资	386	112	-208	447	58	-68	偿债能力						
其他	-358	-623	-533	-516	-626	-732	净负债/股东权益	-25.31%	-27.70%	-36.26%	-33.52%	-35.18%	-37.57%
筹资活动现金净流	129	-431	-738	-69	-568	-800	EBIT利息保障倍数	115.9	51.8	49.2	56.3	79.1	77.6
现金净流量	452	351	-837	532	477	504	资产负债率	30.39%	31.41%	30.35%	31.48%	31.67%	30.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	8	28	57
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

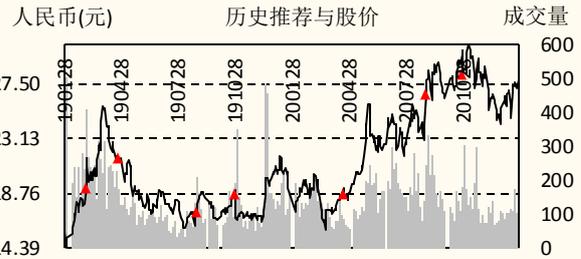
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-04	买入	18.70	N/A
2	2019-04-26	买入	21.84	N/A
3	2019-08-29	买入	17.67	N/A
4	2019-10-30	买入	19.51	N/A
5	2020-04-21	买入	19.75	23.56~23.56
6	2020-08-31	买入	24.18	N/A
7	2020-10-30	买入	30.16	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402