

索菲亚(002572)

Q4 表现超预期，看好 21 年全渠道多品牌战略发力

——索菲亚点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎️ 联系人：傅嘉成、姜文镗
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 20A 业绩预增公告：(1) 收入端：20A 预计增长 5-15% 至 80.7 亿-88.39 亿，中位数 84.55 亿 (+10%)；20Q4 单季度预计增长 25%-58%，中位数 33.6 亿 (+42%)。(2) 利润端：20A 预计增长 5-15% 至 11.3 亿-12.4 亿，中位数 11.85 亿 (+10%)；20Q4 单季度预计增长 21%-52%，中位数 4.88 亿 (+37%)。

投资要点

□ Q4 表现显著超预期，衣柜零售&大宗业务预计贡献主要增量

进入 20Q4 以来，定制家居上半年积压的需求持续释放，且有望延续到 21 年上半年。我们跟踪索菲亚 Q4 零售订单情况持续保持快速增长，预计索菲亚衣柜零售增长超过 30%，除行业性因素外，我们认为更重要的是：(1) 公司经历了 18 年以来对渠道大刀阔斧改革，积极引进高潜力优质经销商、完善精细化考核制度，激发了终端销售活力；(2) 在疫情背景下逆势加大开店力度 (20 年 1-9 月衣柜专卖店新增 165 家至 2666 家)，看好公司零售端 21 年持续发力；(3) 康纯板+中高价位套餐销售占比提升，驱动客单价稳步提升 (我们估计双位数增长接近 1.3 万元/单)，抵消了客流下滑的不利影响。大宗业务方面公司将重心逐渐转移至厨柜、木门，驱动业绩快速增长，20Q3 单季度+131%、预计 20Q4 延续翻倍增长态势。

□ 展望 21 年：全渠道全品牌策略继续推进，看好增长动能

全渠道战略：(1) 整装业务高速发展，预计 20 年底已经签约 500+ 家家装公司合作，21 年将围绕上述家装公司强化导入培训，此外与圣都装饰开展合作 (3 年采购金额不低于 6 亿)，预计 21 年整装业务有望取得突破性增长至 4-5 亿 (20 年预计 1 亿)。(2) 电商引流，积极培育抖音、小红书、微信、快手获客渠道，全网私域流量的粉丝超过 2000 万，转化率也在持续提升；(3) 大宗业务，20 年与保利、融创等多家 TOP20 房企签署合作协，21 年有望放量。

全品牌战略：20Q4 公司推出高性价比的米兰纳品牌攻打低线城市中低端市场，21 年计划招商 300 家以上，有望收割部分地方小品牌份额。形成了低端 (米兰纳)、中端 (索菲亚)、高端 (索菲亚、华鹤、司米) 的品牌梯队，覆盖客群更加广泛。此外，公司 1 月宣布品牌新代言人为当红流量明星邓伦，有望对品牌曝光度和引流带来提升。

□ 盈利预测及估值

Q4 公司零售端显著回暖、工程渠道高增，我们持续看好公司 21 业绩弹性。中长期来看，公司产品结构持续升级、多品牌多渠道同步推进，且整装业务有望进入放量阶段，持续看好成长！我们预计 20-22 年分别实现营收 84.81 /100.74 /117.68 亿，同增 10.34% /18.79% /16.81%；归母净利润 11.86 /14.01/16.19 亿，同增 10.11% /18.08% /15.54%，当前股价对应 PE 为 23.48X /19.88X /17.21X，维持“买入”评级。

□ 风险提示：渠道拓展不达预期，房地产调控超预期

评级

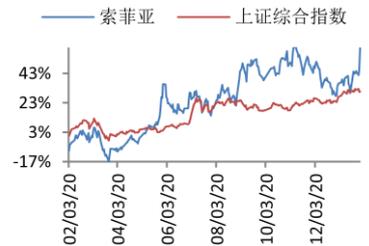
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 30.53

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.40
 2Q/2020 0.41
 1Q/2020 -0.03
 4Q/2019 0.40



公司简介

公司是定制家居行业的龙头企业之一，主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售

相关报告

- 1 《【浙商轻工】索菲亚：经销改革收获成效，Q3 扣非利润增长超预期》 2020.10.30
- 2 《【浙商轻工】索菲亚：Q2 盈利能力提升，环比改善趋势明确》 2020.08.31

报告撰写人：史凡可、马莉
 联系人：傅嘉成、姜文镗

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	7686.08	8480.87	10074.05	11767.86
(+/-)	5.13%	10.34%	18.79%	16.81%
净利润	1077.43	1186.39	1400.94	1618.62
(+/-)	12.34%	10.11%	18.08%	15.54%
每股收益 (元)	1.18	1.30	1.54	1.77
P/E	25.85	23.48	19.88	17.21

图 1：索菲亚业绩预告拆分

单位：百万元	2019A	20Q1-Q3	2020Q4下限	2020Q4中位数	2020Q4上限	2020预告下限	2020预告中位数	2020预告上限
营收	7686.08	5094.25	2976.13	3360.44	3744.74	8070.38	8454.69	8838.99
同比(%)	5%	-4%	25%	42%	58%	5%	10%	15%
归母净利	1077.43	697.04	434.26	488.13	542.01	1131.30	1185.17	1239.05
同比(%)	12%	-3%	21%	37%	52%	5%	10%	15%
非经常性损益	106.51	112.98	(1.14)	4.18	9.51	111.84	117.16	122.49
扣非归母净利	970.92	584.06	435.40	483.95	532.50	1019.46	1068.01	1116.56
同比(%)	6%	-8%	31%	45%	60%	5%	10%	15%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4128	4647	6243	8193
现金	1340	2434	3674	5174
交易性金融资产	1275	425	567	756
应收账款	1041	716	1012	1256
其它应收款	41	59	56	70
预付账款	38	81	78	88
存货	339	369	479	518
其他	54	562	378	331
非流动资产	4356	4680	4890	5008
金融资产类	0	138	151	96
长期投资	39	14	19	24
固定资产	2731	3172	3400	3627
无形资产	540	609	627	638
在建工程	528	440	374	299
其他	519	307	320	324
资产总计	8484	9327	11133	13201
流动负债	2444	2095	2479	2910
短期借款	313	0	0	0
应付款项	835	824	1009	1215
预收账款	544	630	733	854
其他	752	641	737	841
非流动负债	130	119	122	124
长期借款	30	30	30	30
其他	100	89	92	94
负债合计	2575	2214	2601	3034
少数股东权益	465	482	500	517
归属母公司股东权	5445	6631	8032	9650
负债和股东权益	8484	9327	11133	13201
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1301	1301	1773	2042
净利润	1095	1204	1418	1636
折旧摊销	347	261	298	327
财务费用	26	27	27	27
投资损失	(52)	(52)	(52)	(52)
营运资金变动	342	(222)	258	203
其它	(456)	83	(176)	(98)
投资活动现金流	(1400)	98	(583)	(575)
资本支出	(279)	(544)	(383)	(402)
长期投资	279	(114)	(17)	49
其他	(1400)	756	(183)	(222)
筹资活动现金流	(739)	(399)	(5)	(22)
短期借款	(114)	(313)	0	0
长期借款	(147)	0	0	0
其他	(478)	(86)	(5)	(22)
现金净增加额	(838)	999	1185	1445

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7686	8481	10074	11768
营业成本	4817	5311	6366	7483
营业税金及附加	72	80	94	110
营业费用	765	851	932	1077
管理费用	591	617	723	833
研发费用	185	212	252	294
财务费用	26	27	27	27
资产减值损失	18	5	5	5
公允价值变动损益	46	100	60	60
投资净收益	52	52	52	52
其他经营收益	42	0	0	0
营业利润	1348	1530	1787	2051
营业外收支	(2)	(1)	(2)	(2)
利润总额	1347	1529	1785	2049
所得税	252	325	367	413
净利润	1095	1204	1418	1636
少数股东损益	17	17	17	17
归属母公司净利润	1077	1186	1401	1619
EBITDA	1719	1751	2099	2408
EPS (最新摊薄)	1.18	1.30	1.54	1.77
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5.13%	10.34%	18.79%	16.81%
营业利润	9.23%	13.51%	16.77%	14.78%
归属母公司净利润	12.34%	10.11%	18.08%	15.54%
获利能力				
毛利率	37.33%	37.38%	36.81%	36.41%
净利率	14.24%	14.19%	14.08%	13.90%
ROE	19.12%	18.22%	17.91%	17.31%
ROIC	18.85%	17.42%	17.55%	16.99%
偿债能力				
资产负债率	30.35%	23.74%	23.37%	22.98%
净负债比率	18.35%	4.54%	4.70%	4.20%
流动比率	1.69	2.22	2.52	2.82
速动比率	1.55	2.04	2.33	2.64
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.95	0.98	0.97
应收帐款周转率	13.97	14.03	16.67	15.13
应付帐款周转率	6.65	6.73	7.16	7.01
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.30	1.54	1.77
每股经营现金	1.43	1.43	1.94	2.24
每股净资产	5.97	7.27	8.80	10.58
估值比率				
P/E	25.85	23.48	19.88	17.21
P/B	5.12	4.20	3.47	2.89
EV/EBITDA	10.15	14.61	11.55	9.37

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>