

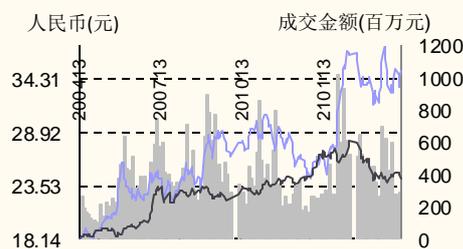
索菲亚 (002572.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 35.15 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)	320.70
年内股价最高最低(元)	37.70/18.14
沪深 300 指数	5035
深证成指	13813



成交金额 索菲亚 沪深300

相关报告

- 《全方位调整已现成效，向上趋势进一步确立-索菲亚 2020 年业绩...》，2021.1.27
- 《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
- 《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
- 《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

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

调整初显成效，期待下一个“辉煌十年”

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,686	8,353	10,113	12,117	14,358
营业收入增长率	5.13%	8.67%	21.07%	19.82%	18.50%
归母净利润(百万元)	1,077	1,192	1,434	1,713	2,024
归母净利润增长率	12.34%	10.66%	20.31%	19.45%	18.14%
摊薄每股收益(元)	1.181	1.307	1.572	1.878	2.219
每股经营性现金流净额	1.43	1.24	1.51	2.22	2.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.79%	19.47%	20.54%	21.39%	21.94%
P/E	17.74	19.82	22.36	18.72	15.84
P/B	3.51	3.86	4.59	4.00	3.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月11日公司发布2020年报及2021年一季度业绩预告，2020年公司实现营收83.5亿元，同比+8.7%；全年归母净利润为11.9亿元，同比+10.7%。其中4Q公司营收同比+37.2%，归母净利润同比+38.5%。2020年分红方案为每10股派发现金红利6元(含税)。此外，公司2021年1Q预计营收较2019年同期+35.3%~54.6%，归母净利润较2019年同期-1.8%~+21.6%。

经营分析

- 2020 顺利收官，2021 开局亮眼：**公司2020年在疫情影响下，仍取得理想增长实属难得。分渠道看，2020年零售渠道营收同比-1.2%至68.4亿元，大宗渠道营收同比+99.1%至15.0亿元，整装渠道也顺利完成500家签约计划。其中4Q零售/大宗营收分别同比+18.8%/+172.8%，零售渠道调整效果逐步体现，大宗渠道也已展现强劲增长势能。分产品看，2020年衣柜/橱柜/木门分别同比+1.5%/+42.3%/+55.4%，其中衣柜主要依托客单价提升(同比+13.0%)驱动整体增长。经过渠道调整后，2020年衣柜/橱柜/木门(索菲亚+华鹤)门店数分别增加218/263/192家至2719/1108/582家，我们认为这也是除大宗渠道继续发力外，驱动21年1Q营收快速增长的关键原因。
- 费用管控优异，净利率小幅提升：**依托优秀的费用管控，2020年公司净利率同比+0.4pct至14.7%。毛利率2020年同比-0.8pct至36.6%，其中4Q毛利率同比-3.3pct至34.2%，主要受大宗渠道收入占比提升所致(4Q大宗业务占比为23.8%)。费用率方面，2020年公司整体期间费用率同比-1.0pct至19.4%，4Q期间费用率下降3.4pct至14.6%，其中4Q销售费用率同比-2.1pct至6.6%，管理费用率(含研发)同比-1.4pct至7.7%。
- 全方位调整逐步到位，持续增长可期：**随着竣工回暖逻辑逐步兑现叠加疫情后份额加速向头部企业集中，头部阵营将明显受益。公司随着2020年整装顺利布局，大宗渠道依托橱、木发力，整体渠道布局逐渐完善，并且2020年推出覆盖中低端市场的米兰纳品牌，逐渐形成高中低的多品牌矩阵，并且打通橱衣木产品研发体系，品牌、产品、渠道全方位调整逐步到位，公司有望迎来下一个“辉煌十年”。

盈利调整和投资建议

- 我们预计2021-2023年公司EPS为1.57元/1.88元/2.22元，当前股价对应PE分别为22、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。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,311	7,686	8,353	10,113	12,117	14,358	货币资金	2,165	1,340	2,557	2,529	3,038	3,606
增长率		5.1%	8.7%	21.1%	19.8%	18.5%	应收款项	628	1,082	1,882	2,082	2,495	2,956
主营业务成本	-4,564	-4,817	-5,299	-6,434	-7,731	-9,184	存货	303	339	493	529	635	755
%销售收入	62.4%	62.7%	63.4%	63.6%	63.8%	64.0%	其他流动资产	572	1,367	1,090	1,226	1,329	1,254
毛利	2,747	2,869	3,054	3,678	4,386	5,174	流动资产	3,668	4,128	6,022	6,366	7,496	8,571
%销售收入	37.6%	37.3%	36.6%	36.4%	36.2%	36.0%	%总资产	47.0%	48.7%	55.4%	55.7%	58.2%	60.2%
营业税金及附加	-76	-72	-69	-83	-99	-118	长期投资	317	264	723	723	723	723
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,980	3,259	3,316	3,682	3,999	4,266
销售费用	-700	-765	-766	-930	-1,103	-1,278	%总资产	38.1%	38.4%	30.5%	32.2%	31.0%	29.9%
%销售收入	9.6%	10.0%	9.2%	9.2%	9.1%	8.9%	无形资产	677	642	639	654	672	689
管理费用	-566	-591	-611	-743	-885	-1,048	非流动资产	4,144	4,356	4,846	5,060	5,394	5,677
%销售收入	7.7%	7.7%	7.3%	7.4%	7.3%	7.3%	%总资产	53.0%	51.3%	44.6%	44.3%	41.8%	39.8%
研发费用	-191	-185	-207	-253	-303	-359	资产总计	7,812	8,484	10,868	11,426	12,890	14,248
%销售收入	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	504	442	1,053	893	735	212
息税前利润 (EBIT)	1,213	1,255	1,400	1,669	1,997	2,371	应付款项	1,297	1,595	1,529	1,513	1,817	2,158
%销售收入	16.6%	16.3%	16.8%	16.5%	16.5%	16.5%	其他流动负债	387	407	1,454	1,344	1,610	1,907
财务费用	-23	-26	-35	-40	-12	6	流动负债	2,188	2,444	4,036	3,750	4,162	4,277
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%	长期贷款	177	30	96	96	96	96
资产减值损失	-11	-18	8	0	0	0	其他长期负债	88	100	113	79	79	79
公允价值变动收益	0	46	91	100	100	100	负债	2,454	2,575	4,246	3,926	4,337	4,452
投资收益	32	52	66	30	30	30	普通股股东权益	4,832	5,445	6,123	6,984	8,012	9,226
%税前利润	2.6%	3.9%	4.3%	1.7%	1.4%	1.2%	其中：股本	923	912	912	912	912	912
营业利润	1,234	1,348	1,525	1,803	2,159	2,551	未分配利润	2,315	2,894	3,496	4,357	5,385	6,599
营业利润率	16.9%	17.5%	18.3%	17.8%	17.8%	17.8%	少数股东权益	526	465	499	517	541	571
营业外收支	-3	-2	-4	1	1	1	负债股东权益合计	7,812	8,484	10,868	11,426	12,890	14,248
税前利润	1,231	1,347	1,521	1,804	2,160	2,552							
利润率	16.8%	17.5%	18.2%	17.8%	17.8%	17.8%	比率分析						
所得税	-267	-252	-297	-352	-422	-498		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	21.7%	18.7%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	每股指标						
净利润	964	1,095	1,224	1,452	1,738	2,054	每股收益	1.039	1.181	1.307	1.572	1.878	2.219
少数股东损益	5	17	32	17	25	29	每股净资产	5.233	5.967	6.711	7.654	8.781	10.112
归属于母公司的净利润	959	1,077	1,192	1,434	1,713	2,024	每股经营现金净流	1.191	1.426	1.238	1.512	2.221	2.797
净利率	13.1%	14.0%	14.3%	14.2%	14.1%	14.1%	每股股利	0.450	0.500	0.550	0.629	0.751	0.887
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.85%	19.79%	19.47%	20.54%	21.39%	21.94%
净利润	964	1,095	1,224	1,452	1,738	2,054	总资产收益率	12.28%	12.70%	10.97%	12.55%	13.29%	14.21%
少数股东损益	5	17	32	17	25	29	投入资本收益率	15.70%	15.94%	14.43%	15.82%	17.12%	18.88%
非现金支出	300	365	358	366	416	467	增长率						
非经营收益	-5	-80	-97	59	-76	-98	主营业务收入增长率	18.66%	5.13%	8.67%	21.07%	19.82%	18.50%
营运资金变动	-159	-78	-356	-497	-52	131	EBIT增长率	4.65%	3.46%	11.58%	19.18%	19.63%	18.75%
经营活动现金净流	1,100	1,301	1,130	1,379	2,026	2,552	净利润增长率	5.77%	12.34%	10.66%	20.31%	19.45%	18.14%
资本开支	-723	-683	-445	-737	-749	-749	总资产增长率	10.65%	8.60%	28.10%	5.13%	12.82%	10.54%
投资	371	-780	-84	100	100	100	资产管理能力						
其他	34	63	112	30	30	30	应收账款周转天数	15.7	26.1	33.5	33.0	33.0	33.0
投资活动现金净流	-318	-1,400	-417	-607	-619	-619	存货周转天数	23.6	24.3	28.6	30.0	30.0	30.0
股权募资	80	3	3	0	0	0	应付账款周转天数	48.9	54.9	65.6	66.0	66.0	66.0
债权募资	112	-208	985	-160	-159	-523	固定资产周转天数	120.0	129.7	135.5	117.9	101.9	87.7
其他	-623	-533	-533	-639	-740	-842	偿债能力						
筹资活动现金净流	-431	-738	456	-799	-899	-1,365	净负债/股东权益	-27.70%	-36.26%	-35.73%	-33.31%	-37.01%	-43.45%
现金净流量	351	-837	1,168	-27	509	568	EBIT利息保障倍数	51.8	49.2	39.7	41.6	165.3	-416.5
							资产负债率	31.41%	30.35%	39.07%	34.36%	33.65%	31.24%

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	3	5	26	62
增持	1	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.17	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。

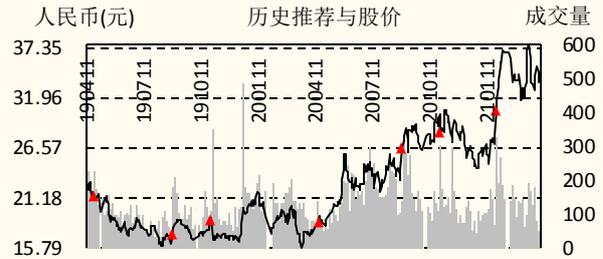
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-04-26	买入	21.84	N/A
2	2019-08-29	买入	17.67	N/A
3	2019-10-30	买入	19.51	N/A
4	2020-04-21	买入	19.75	23.56~23.56
5	2020-08-31	买入	24.18	N/A
6	2020-10-30	买入	30.16	N/A
7	2021-01-27	买入	27.75	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