

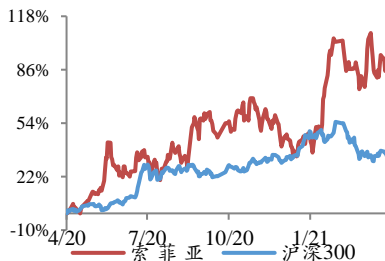
## 2020 全年业绩符合预期，Q1 营收翻倍高增

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-04-11

收盘价（元）	35.15
近 12 个月最高/最低（元）	37.70/18.14
总股本（百万股）	912
流通股本（百万股）	637
流通股比例（%）	69.87
总市值（亿元）	321
流通市值（亿元）	224

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

### 相关报告

1.Q4 收入利润高增，2021 改善趋势有望延续 2021-01-27

2.Q2 利润高增，产品结构优化助力毛利率提升 2020-12-10

3.Q3 扣非净利润高增，整装探索迈向新征程 2020-10-30

### 主要观点：

#### ● 事件：索菲亚发布 2020 年年报与 2021 年 Q1 业绩预增公告。

公司发布 2020 年年报，全年实现收入 83.53 亿元，同比增长 8.67%，实现归母净利润 11.92 亿元，同比增长 10.66%，实现扣非净利润 10.50 亿元，同比增加 8.11%，接近业绩预增公告中业绩增速区间的中枢。对应 2020 年 Q4 营业收入 32.59 亿元，同比增长 37.23%，归母净利润 4.95 亿元，同比增长 38.49%，扣非净利润同比增长 39.60%。

新冠疫情在较大程度上影响了公司 2020 年 Q1 各品类前端的设计、生产、安装各环节，2021 年同期受益国内疫情的有效防控，装修需求恢复，索菲亚在全渠道、多品牌、全品类齐发力，营收大幅增长。根据业绩预增公告，预计公司 2021 年 Q1 实现营业收入 16.03-18.32 亿元，同比增长 110%-140%；Q1 实现归母净利润 1.05 亿-1.3 亿元，上年同期为亏损 1654.61 万元；考虑到 2020 年受疫情影响业绩基数较低，若与 2019 年对比，公司 2021 年 Q1 的营业收入同比增长了 35.28%-54.61%，归母净利润同比增长了 -1.87%-21.50%。

#### ● 分品类：衣柜业务客单价增长 12.96%，橱柜和木门分别实现收入高增长。

分品类拆分，2020 年索菲亚衣柜及其配套产品/橱柜及其配件/木门分别实现收入 67.02/12.11/2.92 亿元，同比增长 1.46%/42.26%/55.36%，分别占收入的 80.23%/14.50%/3.50%。2020 年，三项业务的毛利率分别为 40.44%/22.67%/14.57%，分别较上年同期增加了 1.55/-5.87/-1.28 个 pct。

衣柜及其配套产品收入增长较慢的原因主要是 1) 公司在一二线城市（尤其是重点城市）的销售占比最大，这些区域受疫情影响更大，上半年业绩拖累大；2) 衣柜不是精装房交楼标准的必选项，大宗工程的增速不明显；3) 新渠道和新品牌还在导入期，收入贡献有限。

不过，索菲亚工厂端实现客单价 13,095 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 12.96%。康纯板的客户占比已上升至 74%，订单占比上升至 66%。截至 2020 年末，“索菲亚”柜类定制产品共拥有经销商 1,652 家，专卖店达 2,719 家，较 2019 年净增加 215 家门店。预计在家居消费恢复的大背景下，衣柜业务的订单数有望恢复增长。其客单价也有望伴随产品结构的优化、店面升级以及康纯板占比的持续提升再创新高。

此外，2021 年公司的互联网轻时尚品牌米兰纳将独立招商。在传统线下渠道，其目标是全年开店 350 家店，实现一线城市 100%覆盖、二线城市 70%覆盖以及部分优秀三线城市有取舍覆盖。新品牌的招商和开店有望在未来贡献衣柜业务增长的新动力。

橱柜业务与木门业务的快速增长一方面来源于渠道的不断拓展,另一方面也源自 2020 年两者的大宗业务实现了高速增长。

公司 2020 年完成了多品牌矩阵的规划和初步布局,还进行了组织变革,分别成立了索菲亚柜类定制事业部、司米橱柜事业部、木门事业部、工程事业部、直营整装事业部、米兰纳事业部六大事业部,其他职能中心以矩阵架构赋能六大事业部。

● **分渠道: 大宗业务高速增长占比提升至 18.08%, 下半年经销和直营渠道恢复增长。**

分渠道来看,2020 年公司的经销商零售渠道收入占比 78.54%,直营渠道收入占比 3.01%,大宗业务渠道收入占比 18.08%,占比较上年同期分别增加了-5.32/-0.43/5.85 个 pct;对应收入 65.60/2.51/15.10 亿元,同比上年分别增加了 1.78%/-5.07%/60.64%。

此外,公司 2020 全年共完成 500 家整装企业签约计划(含直营直签和经销商直签),并实现销售额 7417.31 万元。公司先后与星艺装饰、圣都家装等头部装企签署深度合作协议,推出渠道专属产品与价格体系,与零售渠道形成区隔;同时也推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。预计未来公司的整装业务有望贡献较大增长动能。

● **投资建议**

**持续推荐索菲亚,维持“增持”评级。**预计公司 2021-2023 年收入为 101.25/118.85/137.69 亿元,同比分别增加 21.2%/17.4%/15.9%,归母净利润为 14.03/16.50/19.18 亿元,同比分别增加 17.7%/17.6%/16.2%。2021 年 4 月 9 日收盘价 35.15 元对应 2021-2023 年估值分别为 22.86X/19.43X/16.72X。

公司上市以来共募集金额约 22 亿元,累计分红 31.08 亿元,多次推出员工股权激励和经销商持股计划,充分体现了其“创新分享”的企业核心价值观。经过 2018 年开始的调整,索菲亚已形成“全渠道、多品牌、全品类”的战略布局:以索菲亚、司米、米兰纳及华鹤 3+1 品牌组合多品类抢占全屋定制家居高中低端市场,专注“柜类定制专家”品牌战略,形成集团内相互呼应的产品研发和供应体系,覆盖衣柜门全品类。预计伴随公司经营的改善以及家居消费的整体复苏,2021 年公司收入有望突破百亿大关,维持“增持”评级。

● **风险提示**

新品牌招商开店不达预期,新业务新渠道发展不达预期。地产调控日趋严对下游家居消费需求产生负面冲击。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8353	10125	11885	13769
收入同比 (%)	8.7%	21.2%	17.4%	15.9%
归属母公司净利润	1192	1403	1650	1918
净利润同比 (%)	10.7%	17.7%	17.6%	16.2%
毛利率 (%)	36.6%	35.9%	35.8%	35.7%
ROE (%)	19.5%	20.1%	20.7%	20.9%
每股收益 (元)	1.31	1.54	1.81	2.10
P/E	26.90	22.86	19.43	16.72
P/B	5.24	4.60	4.02	3.49
EV/EBITDA	17.36	15.68	12.44	10.41

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6022	7867	10151	11935	<b>营业收入</b>	8353	10125	11885	13769
现金	2557	3669	5040	6086	营业成本	5299	6494	7626	8858
应收账款	840	1110	1465	1698	营业税金及附加	69	86	101	117
其他应收款	98	166	228	302	销售费用	766	932	1070	1239
预付账款	54	69	82	95	管理费用	611	759	903	1033
存货	493	623	794	1019	财务费用	35	11	-9	-47
其他流动资产	1979	2230	2542	2735	资产减值损失	-8	-8	-8	-8
<b>非流动资产</b>	4846	4478	4052	3614	公允价值变动收益	-91	-80	-80	-80
长期投资	40	41	42	43	投资净收益	66	81	95	110
固定资产	3101	2829	2546	2253	<b>营业利润</b>	1525	1794	2110	2434
无形资产	557	557	457	357	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	1149	1051	1007	961	营业外支出	4	6	7	8
<b>资产总计</b>	10868	12344	14203	15548	<b>利润总额</b>	1521	1790	2105	2428
<b>流动负债</b>	4036	4620	5436	5515	所得税	297	351	413	461
短期借款	980	800	900	200	<b>净利润</b>	1224	1439	1693	1967
应付账款	1129	1423	1713	2039	少数股东损益	32	36	42	49
其他流动负债	1927	2397	2822	3276	<b>归属母公司净利润</b>	1192	1403	1650	1918
<b>非流动负债</b>	210	210	210	210	EBITDA	1767	1874	2258	2532
长期借款	96	96	96	96	EPS (元)	1.31	1.54	1.81	2.10
其他非流动负债	113	113	113	113					
<b>负债合计</b>	4246	4830	5646	5725					
少数股东权益	499	535	578	627	<b>主要财务比率</b>				
股本	912	912	912	912	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	1304	1304	1304	1304	<b>成长能力</b>				
留存收益	3907	4762	5763	6980	营业收入	8.7%	21.2%	17.4%	15.9%
归属母公司股东权益	6123	6979	7979	9197	营业利润	13.1%	17.6%	17.6%	15.3%
<b>负债和股东权益</b>	10868	12344	14203	15548	归属于母公司净利	10.7%	17.7%	17.6%	16.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	36.6%	35.9%	35.8%	35.7%
					净利率 (%)	14.3%	13.9%	13.9%	13.9%
					ROE (%)	19.5%	20.1%	20.7%	20.9%
					ROIC (%)	14.5%	15.2%	15.7%	17.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	39.1%	39.1%	39.8%	36.8%
					净负债比率 (%)	64.1%	64.3%	66.0%	58.3%
					流动比率	1.49	1.70	1.87	2.16
					速动比率	1.35	1.55	1.70	1.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.77	0.82	0.84	0.89
					应收账款周转率	9.94	9.13	8.11	8.11
					应付账款周转率	4.70	4.56	4.45	4.35
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.31	1.54	1.81	2.10
					每股经营现金流薄)	1.26	1.58	1.82	2.36
					每股净资产	6.71	7.65	8.75	10.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26.90	22.86	19.43	16.72
					P/B	5.24	4.60	4.02	3.49
					EV/EBITDA	17.36	15.68	12.44	10.41

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和日用品板块。

## 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。