

索菲亚 (002572.SZ)

21Q1 收入翻倍增长，第二曲线清晰明确，看好全年趋势性增长

事件：公司发布 2020 年年报及 21Q1 业绩预告：公司 2020 年实现收入 83.53 亿元，同比+8.67%；归母净利润为 11.92 亿元，同比+10.66%；其中，20Q4 实现收入 32.59 亿元，同比+37.23%，归母净利润 4.95 亿元，同比+38.49%。公司预计 2021Q1 实现收入 16.03~18.32 亿元，同比增速+110%~140%；归母净利润为 1.05~1.30 亿元

2020 年增长趋势明确，橱柜木门高增长，大宗起量、整装模式清晰。竣工叠加疫情后家装刚需复苏，大宗、整装渠道积极布局，公司 2020 年全年逐季度增长态势明确，2020Q1~Q4 收入同比-35.58%/-8.48%/17.07%/39.6%。**1) 分产品：**全年衣柜/橱柜/木门分别实现收入 67.02/12.11/2.92 亿元，分别同增 1.46%/42.26%/ 55.36%，大宗驱动橱柜、木门高增长，衣柜增速较慢，主要来自于疫情影响一二线重点城市。从品类角度，米兰纳全方位重点布局，橱柜木门同时受大宗驱动，看好全品类多价格带并进；**2) 分渠道：**经销/大宗/直营分别实现收入 65.6/15.04/2.5 亿元，占比分别为 78.54%/18.08%/ 3.01%，整装业务实现销售额 0.74 亿元，2020 年全年完成 500 家整装企业签约。公司零售渠道质量优异，经销商团队综合素质高，我们看好整装业务在 2021 年开始进入收获期，大宗业务持续高增长，第二曲线清晰明确。

21Q1 收入翻倍增长，利润率趋势向上。21Q1 收入增速高于利润，我们判断主要系 1 季度季节性开工率较低，叠加新产能投入以及司米、米兰纳等事业部扩张，对全年指导意义较弱，预计 2 季度开始回归合理利润率。2020 年公司实现毛利率/净利率分别为 36.56%/14.65%，分别同比-0.77/+0.41pct；2020Q4 季度毛利率/净利率分别为 34.21%/15.62%，分别同比-3.29/+0.21pct；毛利率略微下降主要系渠道结构变化，大宗渠道（毛利率较低）占比提升 5.85pct 至 18.08%所致。公司 2020 年期间费用率为 19.39%，同比下降 1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.17%/7.32%/2.48%/0.42%，分别同比-0.79/-0.37/+0.07/ +0.09pct，公司费用率微降，净利率保持稳定。

公司经销商体系基本盘扎实，全渠道、全品牌、全品类第二曲线清晰。公司积极迎接行业变化，以传统衣柜体系优势，逐步向多品牌、品类、渠道延伸，增长逻辑清晰，大宗业务在 2020 年开始成规模贡献利润，驱动橱柜、木门增长。整装渠道提升至战略高度迎接未来行业趋势，2020 年签约 500 家整装企业，2021 年开始进入收获期。公司前端渠道、品类、品牌开拓，基于多年打磨中后台以及集团运营能力。我们预计公司 2021~2023 年归母净利润 13.7/15.5/19.2 亿元，同比增长 14.7%/13.1%/23.9%，对应 PE 21.1X/18.7X/15.1X，维持“买入”评级。

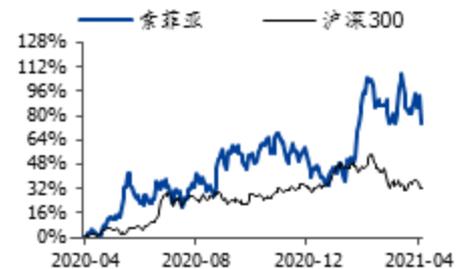
风险提示：疫情持续蔓延、需求恢复不及预期、竣工和交房不及预期、渠道和产品拓展不及预期。

买入（维持）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	买入
04 月 12 日收盘价	31.65
总市值(百万元)	28,876.51
总股本(百万股)	912.37
其中自由流通股(%)	69.87
30 日日均成交量(百万股)	7.66

股价走势



作者

分析师 马远方

执业证书编号：S0680520090002

邮箱：mayuanfang@gszq.com

相关研究

- 1、《索菲亚 (002572.SZ)：2020Q3 经营修复，在手订单充足 Q4 增长可期》2020-10-30
- 2、《索菲亚 (002572.SZ)：中报表现符合预期，下半年大宗订单有望放量》2020-08-30
- 3、《索菲亚 (002572.SZ)：疫情短暂影响销售，乘交房东风再创佳绩》2020-04-22



财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,686	8,353	9,684	11,105	13,132
增长率 yoy (%)	5.1	8.7	15.9	14.7	18.3
归母净利润(百万元)	1,077	1,192	1,367	1,547	1,916
增长率 yoy (%)	12.3	10.7	14.7	13.1	23.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.18	1.31	1.50	1.70	2.10
净资产收益率(%)	18.5	18.5	18.5	18.4	19.5
P/E(倍)	26.8	24.2	21.1	18.7	15.1
P/B(倍)	5.3	4.7	4.2	3.6	3.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4128	6022	6995	7803	9404
现金	1340	2557	3901	3674	5385
应收票据及应收账款	1041	1784	1491	2265	2176
其他应收款	42	98	64	122	98
预付账款	38	54	52	70	75
存货	339	493	451	637	635
其他流动资产	1329	1036	1036	1036	1036
非流动资产	4356	4846	5132	5460	5939
长期投资	39	40	42	44	46
固定资产	2731	3101	3348	3611	4043
无形资产	546	559	596	634	635
其他非流动资产	1041	1146	1147	1171	1215
资产总计	8484	10868	12127	13263	15344
流动负债	2444	4036	4471	4528	5169
短期借款	313	980	980	980	980
应付票据及应付账款	835	1315	1125	1689	1602
其他流动负债	1296	1741	2366	1860	2587
非流动负债	130	210	198	187	174
长期借款	30	96	85	73	61
其他非流动负债	100	113	113	113	113
负债合计	2575	4246	4669	4715	5343
少数股东权益	465	499	515	538	571
股本	912	912	912	912	912
资本公积	1304	1304	1304	1304	1304
留存收益	3267	3930	4668	5503	6546
归属母公司股东权益	5445	6123	6943	8010	9430
负债和股东权益	8484	10868	12127	13263	15344

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1301	1145	2526	851	2990
净利润	1095	1224	1383	1570	1949
折旧摊销	347	366	327	338	391
财务费用	26	35	22	12	4
投资损失	-52	-66	-30	-45	-48
营运资金变动	-82	-381	859	-981	748
其他经营现金流	-32	-33	-34	-43	-54
投资活动现金流	-1400	-417	-548	-578	-769
资本支出	686	447	284	326	477
长期投资	-781	-84	-2	-2	-2
其他投资现金流	-1495	-55	-266	-254	-293
筹资活动现金流	-739	456	-633	-500	-510
短期借款	-114	667	0	0	0
长期借款	-147	66	-12	-11	-12
普通股增加	-11	0	0	0	0
资本公积增加	-171	0	0	0	0
其他筹资现金流	-296	-277	-622	-489	-497
现金净增加额	-837	1183	1344	-227	1711

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7686	8353	9684	11105	13132
营业成本	4817	5299	6014	6934	8108
营业税金及附加	72	69	95	105	131
营业费用	765	766	899	1055	1208
管理费用	591	611	789	858	1051
研发费用	185	207	181	260	299
财务费用	26	35	22	12	4
资产减值损失	-18	-8	0	0	0
其他收益	44	35	0	0	0
公允价值变动收益	46	91	34	43	54
投资净收益	52	66	30	45	48
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	1348	1525	1749	1969	2433
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	3	4	3	4	4
利润总额	1347	1521	1747	1966	2430
所得税	252	297	364	397	481
净利润	1095	1224	1383	1570	1949
少数股东损益	17	32	15	23	33
归属母公司净利润	1077	1192	1367	1547	1916
EBITDA	1674	1876	2039	2253	2747
EPS (元)	1.18	1.31	1.50	1.70	2.10

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	8.7	15.9	14.7	18.3
营业利润(%)	9.2	13.1	14.7	12.6	23.5
归属于母公司净利润(%)	12.3	10.7	14.7	13.1	23.9
获利能力					
毛利率(%)	37.3	36.6	37.9	37.6	38.3
净利率(%)	14.0	14.3	14.1	13.9	14.6
ROE(%)	18.5	18.5	18.5	18.4	19.5
ROIC(%)	18.0	16.5	16.7	16.7	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	39.1	38.5	35.5	34.8
净负债比率(%)	-13.3	-20.1	-36.7	-29.5	-42.4
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	9.4	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	6.4	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.31	1.50	1.70	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	1.26	2.77	0.93	3.28
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.71	7.61	8.78	10.34
估值比率					
P/E	26.8	24.2	21.1	18.7	15.1
P/B	5.3	4.7	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	16.3	14.4	12.6	11.5	8.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月12日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com