

索菲亚（002572）：收入端持续回暖，多渠道布局有所突破

2021年04月14日

推荐/维持

索菲亚 公司报告

公司公布 2020 年业绩：全年实现收入 83.53 亿元，同比+8.67%；归母净利润 11.92 亿元，同比+10.66%。第四季度，公司实现收入 32.59 亿元，同比+37.23%；归母净利润 4.95 亿元，同比+38.49%。同时，公司发布 2021 年一季度业绩预告：预计 Q1 实现收入 16.03 亿-18.32 亿元，同比增长 110%-140%，相比 2019 年同期增长 35.29%-54.62%；归母净利润 1.05 亿-1.30 亿元，同比扭亏为盈，相比 2019 年同期变动-1.77%至+21.62%。

零售端逐步回暖，大宗业务实现突破。收入增长主要来自大宗业务，收入同比+99.1%（+7.49 亿元），其中下半年同比+146.0%。衣柜 2B 销售稳步增长的同时，橱柜、木门在 B 端实现突破。零售端上半年受疫情影响显著（尤其占公司收入比重较大的一二线城市），下半年以来逐渐恢复，2021 年将进一步回暖。疫情中部分中小企业遭到淘汰，而头部企业稳健经营能力得到体现，促使经销商更加倾向与其合作，公司市占率将进一步提升。

产品与渠道结构变化影响下毛利率略降。全年毛利率 36.56%，同比下降 0.77 个百分点，主要由于毛利率相对较低的橱柜、木门收入占比提升。衣柜板块毛利率同比+1.55 个百分点，受益客单价同比增长 12.96%，康纯板客户占比由 44%提升至 74%。橱柜/木门板块毛利率同比-5.87/-1.28 个百分点，主要由于大宗业务占比提升，后续有望随规模效应释放而回升。全年费用控制良好，期间费用率同比下降 1 个百分点。2021 年 Q1 净利率预告中值 6.84%，相比 2019 年同期下降 2.18 个百分点，或由于新品牌、新渠道开拓初期费用投入所致，且大宗业务占比相较此前有所提升。

大宗业务与整装渠道有望打开各品类增长空间。公司顺应行业渠道多元化趋势，以多渠道布局推动多品类发展。（1）精装房渗透率提升背景下，B 端成为橱柜、木门行业主要增量市场。B 端客户重视供应商的成本控制、生产交付与资金周转能力，索菲亚作为具备规模与资金优势的头部家具企业将有望取得更大份额，享受 B 端市场增长红利。（2）整装渠道方面，公司在全国范围与实力较强的装企开展合作，并推动经销商和当地小型整装公司等合作，目前已完成 500 家整装企业签约计划。整装模式下家装企业需要与定制家居企业合作补齐供应链短板，亦需要借助其品牌力提升整装产品吸引力。公司柜类专家的品牌力可以有效补齐家装公司短板，与之达成深度合作；伴随整装模式兴起，未来有望快速放量。

多品牌布局确立，持续开拓高精人群与大众市场。公司新推出互联网轻时尚品牌米兰纳，定位于大众市场，形成中高端（索菲亚）+高精人群（司米、华鹤）+大众市场（米兰纳）的分层级品牌布局。考虑到索菲亚已成为中高端领军品牌，公司在继续深耕中高端市场的同时，增加对高精人群与大众市场的品牌覆盖，长期来看有望突破单品牌发展天花板。

盈利预测与投资评级：我们看好定制家具行业回暖，未来公司有望保持大宗业务高增，各品类零售端稳步推进，整装渠道迎来放量。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.04、16.79、19.79 亿元人民币，EPS 为 1.54、1.84、

公司简介：

公司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，“索菲亚”已经成为国内定制衣柜的代表品牌。根据行业内逐步向全屋家具定制发展的趋势，公司产品品类和系列不断拓宽，进军橱柜、木门领域。
资料来源：Wind，东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-04-29 披露 2021 年一季度报
2021-05-13 召开股东大会

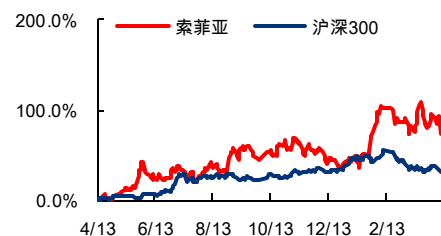
发债及交叉持股介绍：

通过子公司持有丰林集团（601996.SH）5.7%股份

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元） | 17.30-38.40 |
| 总市值（亿元） | 288.8 |
| 流通市值（亿元） | 201.8 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 91,237/63,744 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 2.03 |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

研究助理：常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070055

2.17 元，目前股价对应 PE 分别为 20.57、17.20、14.59 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产调控力度超预期，行业各渠道竞争加剧

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 7,686.08 | 8,352.83 | 10,208.55 | 12,222.12 | 14,434.12 |
| 增长率(%) | 5.13% | 8.67% | 22.22% | 19.72% | 18.10% |
| 归母净利润(百万元) | 1,077.43 | 1,192.25 | 1,404.16 | 1,679.30 | 1,978.94 |
| 增长率(%) | 13.54% | 11.80% | 17.77% | 19.60% | 17.84% |
| 净资产收益率(%) | 19.79% | 19.47% | 19.15% | 19.14% | 18.90% |
| 每股收益(元) | 1.18 | 1.31 | 1.54 | 1.84 | 2.17 |
| PE | 26.82 | 24.16 | 20.57 | 17.20 | 14.59 |
| PB | 5.30 | 4.72 | 3.94 | 3.29 | 2.76 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|--|--|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 流动资产合计 | 4128 | 6022 | 7271 | 8660 | 10113 | 营业收入 | 7686 | 8353 | 10209 | 12222 | 14434 | | |
| 货币资金 | 1340 | 2557 | 3063 | 3667 | 4330 | 营业成本 | 4817 | 5299 | 6478 | 7782 | 9230 | | |
| 应收账款 | 694 | 840 | 1119 | 1406 | 1740 | 营业税金及附加 | 72 | 69 | 84 | 101 | 119 | | |
| 其他应收款 | 41 | 98 | 120 | 144 | 170 | 营业费用 | 765 | 766 | 919 | 1076 | 1241 | | |
| 预付款项 | 38 | 54 | 54 | 54 | 54 | 管理费用 | 591 | 611 | 715 | 856 | 1010 | | |
| 存货 | 339 | 493 | 621 | 746 | 885 | 财务费用 | 26 | 35 | 44 | 37 | 25 | | |
| 其他流动资产 | 53 | 56 | 56 | 56 | 56 | 研发费用 | 185 | 207 | 255 | 306 | 361 | | |
| 非流动资产合计 | 4356 | 4846 | 5146 | 5505 | 5904 | 资产减值损失 | -17.70 | -7.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 长期股权投资 | 39 | 40 | 40 | 40 | 40 | 公允价值变动收益 | 46.08 | 91.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 固定资产 | 2731 | 3101 | 3242 | 3479 | 3776 | 投资净收益 | 52.10 | 65.90 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | | |
| 无形资产 | 540 | 557 | 533 | 511 | 490 | 加: 其他收益 | 44.29 | 35.35 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | | |
| 其他非流动资产 | 24 | 9 | 9 | 9 | 9 | 营业利润 | 1348 | 1525 | 1794 | 2145 | 2528 | | |
| 资产总计 | 8484 | 10868 | 12417 | 14166 | 16017 | 营业外收入 | 1.67 | 0.48 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | | |
| 流动负债合计 | 2444 | 4036 | 4340 | 4602 | 4704 | 营业外支出 | 3.28 | 4.40 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | | |
| 短期借款 | 313 | 980 | 893 | 791 | 487 | 利润总额 | 1347 | 1521 | 1791 | 2142 | 2525 | | |
| 应付账款 | 776 | 1129 | 1420 | 1706 | 2023 | 所得税 | 252 | 297 | 350 | 418 | 493 | | |
| 预收款项 | 544 | 793 | 814 | 838 | 867 | 净利润 | 1095 | 1224 | 1442 | 1724 | 2032 | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 129 | 74 | 74 | 74 | 74 | 少数股东损益 | 17 | 32 | 37 | 45 | 53 | | |
| 非流动负债合计 | 130 | 210 | 210 | 210 | 210 | 归属母公司净利润 | 1077 | 1192 | 1404 | 1679 | 1979 | | |
| 长期借款 | 30 | 96 | 96 | 96 | 96 | 主要财务比率 | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 负债合计 | 2575 | 4246 | 4550 | 4812 | 4914 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 465 | 499 | 537 | 582 | 634 | 营业收入增长 | 5.13% | 8.67% | 22.22% | 19.72% | 18.10% | | |
| 实收资本(或股本) | 912 | 912 | 912 | 912 | 912 | 营业利润增长 | 9.23% | 13.11% | 17.67% | 19.56% | 17.82% | | |
| 资本公积 | 1304 | 1304 | 1304 | 1304 | 1304 | 归属于母公司净利润增长 | 12.34% | 10.66% | 17.77% | 19.60% | 17.84% | | |
| 未分配利润 | 2894 | 3496 | 4619 | 5963 | 7546 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 5445 | 6123 | 7331 | 8772 | 10469 | 毛利率(%) | 37.33% | 36.56% | 36.55% | 36.33% | 36.05% | | |
| 负债和所有者权益 | 8484 | 10868 | 12417 | 14166 | 16017 | 净利率(%) | 14.24% | 14.65% | 14.12% | 14.11% | 14.08% | | |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 12.70% | 10.97% | 11.31% | 11.85% | 12.36% | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | ROE(%) | 19.79% | 19.47% | 19.15% | 19.14% | 18.90% | | |
| 经营活动现金流 | 1301 | 1145 | 1475 | 1726 | 2119 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 1095 | 1224 | 1442 | 1724 | 2032 | 资产负债率(%) | 30% | 39% | 37% | 34% | 31% | | |
| 折旧摊销 | 346.85 | 366.19 | 392.26 | 436.00 | 496.31 | 流动比率 | 1.69 | 1.49 | 1.68 | 1.88 | 2.15 | | |
| 财务费用 | 26 | 35 | 44 | 37 | 25 | 速动比率 | 1.55 | 1.37 | 1.53 | 1.72 | 1.96 | | |
| 应收帐款减少 | -287 | -147 | -278 | -288 | -334 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 9 | 249 | 20 | 24 | 29 | 总资产周转率 | 0.94 | 0.86 | 0.88 | 0.92 | 0.96 | | |
| 投资活动现金流 | -1400 | -417 | -628 | -731 | -831 | 应收账款周转率 | 14 | 11 | 10 | 10 | 9 | | |
| 公允价值变动收益 | 46 | 91 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 10.62 | 8.77 | 8.01 | 7.82 | 7.74 | | |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | |
| 投资收益 | 52 | 66 | 50 | 50 | 50 | 每股收益(最新摊薄) | 1.18 | 1.31 | 1.54 | 1.84 | 2.17 | | |
| 筹资活动现金流 | -739 | 456 | -341 | -391 | -625 | 每股净现金流(最新摊薄) | -0.92 | 1.30 | 0.55 | 0.66 | 0.73 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 5.97 | 6.71 | 8.03 | 9.62 | 11.47 | | |
| 长期借款增加 | -147 | 66 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | -11 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 26.82 | 24.16 | 20.57 | 17.20 | 14.59 | | |
| 资本公积增加 | -171 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 5.30 | 4.72 | 3.94 | 3.29 | 2.76 | | |
| 现金净增加额 | -838 | 1183 | 506 | 604 | 664 | EV/EBITDA | 16.81 | 14.64 | 12.28 | 10.14 | 8.37 | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|--|------------|
| 公司普通报告 | 索菲亚 (002572.SZ): 渠道优化叠加多品类联动, 期待营收增速改善 | 2020-03-26 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526