

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2021年04月29日

21Q1 收入实现高增长，客单价持续提升，多品牌拓展顺利

公司发布 21 年一季报，21Q1 公司实现收入 17.6 亿，同比+130.6%，较 19Q1 增长 48.6%；21Q1 归母净利 1.2 亿元，同比+812.3%，较 19Q1 增长 10.3%；21Q1 扣非归母净利 1.0 亿元，同比+254.5%，较 19Q1 增长 27.4%。公司全渠道、多品牌、全品类共同发力，推动 21Q1 收入实现高增长。

多品牌持续发力，零售渠道门店数稳定增长。公司以索菲亚、司米、米兰纳及华鹤构成的品牌矩阵抢占全屋定制高中低端市场。截至 21Q1，公司终端门店数超过 4600 家，其中索菲亚柜类/司米橱柜/索菲亚木门/华鹤木门/米兰纳分别拥有门店数 2779 家/1118 家/408 家（独立店）/227 家/60 家，21Q1 分别新增 60 家/10 家/69 家/34 家/60 家。其中，司米橱柜从 21Q1 开始布局全屋门店的招商和建设。公司推出面向年轻人的互联网轻时尚品牌米兰纳，全年目标新增门店数 350 家，截至 21 年 3 月共新增门店 60 家（含已营业门店 4 家），加盟商 59 家。

全渠道变革成效明显，大宗业务持续高速发展，整装/家装渠道顺利拓展。分渠道看，21Q1 零售/直营/大宗渠道占主营业务收入比例分别为 74.5%/4.3%/20.7%。大宗业务 21Q1 收入达 3.6 亿元，同比增长 226.2%，其中橱柜、木门品类实现高速增长。21Q1 整装业务实现销售额 3990.7 万元，对比 20 年全年销售额为 7417.3 万元，整装/家装渠道拓展顺利，有望成为 21 年新增长点。

康纯板占比持续提升，客单价进一步增长。截至 21 年 3 月，索菲亚柜类定制产品的康纯板客户占比上升至 79%，较 20 年底提升 5pct；订单占比 76%，较 20 年底提升 10pct，康纯板占比进一步提升。截至 21 年 3 月，索菲亚工厂端实现客单价 13268 元/单（不含司米橱柜、木门），同比+5.7%，较 20 年末提升 1.3%，客单价延续 20 年趋势持续上行。

费用管控得当，盈利能力具备提升空间。公司 21Q1 的毛利率为 31.2%，同比+0.4pct，较 19Q1 下滑 3.2pct；净利率为 6.6%，同比+10.1pct，较 19Q1 下滑 1.5pct。通常一季度固定费用摊销较多，我们认为随着全国七大生产基地产能利用率逐步提升，全年利润率具备回升空间。21Q1 销售费用率为 10.8%，同比-3.9pct；管理费用率 9.4%，同比-11.4pct，原因为 20Q1 产能利用不充分，折旧费用导致管理费用率较高，21Q1 大幅改善。21Q1 研发费用率为 3.2%，同比-1.4pct；财务费用率为 0.5%，同比-0.2pct。

盈利预测与估值：我们预计公司 21/22 年分别实现归母净利润 14.3/16.5 亿元，同比分别+20.2%/+15.5%，对应 PE 分别为 19.3/16.7X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料风险，行业竞争加剧，新品拓展不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,686.08	8,352.83	10,093.07	11,616.88	13,420.96
增长率(%)	5.13	8.67	20.83	15.10	15.53
EBITDA(百万元)	1,848.59	2,088.68	1,975.69	2,266.26	2,604.42
净利润(百万元)	1,077.43	1,192.25	1,433.09	1,654.60	1,918.83
增长率(%)	12.34	10.66	20.20	15.46	15.97
EPS(元/股)	1.18	1.31	1.57	1.81	2.10
市盈率(P/E)	25.66	23.19	19.29	16.71	14.41
市净率(P/B)	5.08	4.52	3.88	3.31	2.79
市销率(P/S)	3.60	3.31	2.74	2.38	2.06
EV/EBITDA	9.16	9.98	11.42	10.01	7.26

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.49 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	912.37
流通 A 股股本(百万股)	637.44
A 股总市值(百万元)	26,905.79
流通 A 股市值(百万元)	18,798.22
每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	39.05
一年内最高/最低(元)	38.40/17.95

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《索菲亚-年报点评报告:Q4 收入业绩提速，全渠道+多品牌+全品类齐发力》 2021-04-13
- 2 《索菲亚-季报点评:Q3 业绩持续改善，客单价显著提升》 2020-10-31
- 3 《索菲亚-半年报点评:二季度业绩提速，盈利能力稳中有升》 2020-09-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,339.72	2,556.51	4,917.97	4,868.19	8,747.71
应收票据及应收账款	1,040.57	1,784.10	447.29	1,897.46	811.43
预付账款	37.74	54.30	99.79	52.83	123.68
存货	338.85	492.75	404.65	652.50	546.17
其他	1,370.69	1,133.91	1,208.26	1,189.98	1,170.84
流动资产合计	4,127.57	6,021.56	7,077.96	8,660.95	11,399.83
长期股权投资	38.55	39.88	39.88	39.88	39.88
固定资产	2,731.17	3,101.02	3,069.05	3,020.14	2,948.06
在建工程	527.71	215.23	165.14	147.08	118.25
无形资产	545.83	559.37	533.35	507.33	481.31
其他	513.18	930.95	532.13	615.62	667.04
非流动资产合计	4,356.45	4,846.46	4,339.55	4,330.06	4,254.55
资产总计	8,484.01	10,868.02	11,419.18	12,991.57	15,655.12
短期借款	313.00	979.73	533.60	667.00	833.80
应付票据及应付账款	835.14	1,315.42	796.13	1,779.67	1,303.00
其他	1,296.31	1,740.57	2,171.73	1,382.60	2,813.76
流动负债合计	2,444.45	4,035.72	3,501.46	3,829.27	4,950.56
长期借款	30.00	96.50	166.00	150.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.28	113.47	100.71	104.82	106.33
非流动负债合计	130.28	209.97	266.71	254.82	206.33
负债合计	2,574.73	4,245.69	3,768.17	4,084.09	5,156.89
少数股东权益	464.73	499.49	521.25	553.08	591.93
股本	912.37	912.37	912.37	912.37	912.37
资本公积	1,303.90	1,303.90	1,303.90	1,303.90	1,303.90
留存收益	4,571.17	5,234.05	6,217.40	7,442.04	8,993.94
其他	(1,342.88)	(1,327.47)	(1,303.90)	(1,303.90)	(1,303.90)
股东权益合计	5,909.28	6,622.33	7,651.01	8,907.48	10,498.23
负债和股东权益总计	8,484.01	10,868.02	11,419.18	12,991.57	15,655.12

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,094.82	1,224.01	1,433.09	1,654.60	1,918.83
折旧摊销	346.85	366.19	168.08	172.99	176.93
财务费用	39.03	43.80	30.00	32.00	35.00
投资损失	(52.10)	(65.90)	(50.05)	(56.02)	(57.32)
营运资金变动	154.01	246.88	1,583.28	(1,523.23)	2,055.45
其它	(281.37)	(669.93)	22.91	32.37	39.74
经营活动现金流	1,301.24	1,145.05	3,187.31	312.71	4,168.62
资本支出	561.02	375.21	72.77	75.89	48.49
长期投资	34.55	1.34	0.00	0.00	0.00
其他	(1,995.61)	(793.96)	(84.39)	(98.76)	(41.35)
投资活动现金流	(1,400.04)	(417.42)	(11.62)	(22.87)	7.14
债权融资	472.42	1,149.80	792.88	915.76	1,022.33
股权融资	(68.38)	(19.85)	(6.42)	(32.00)	(35.00)
其他	(1,142.77)	(674.13)	(1,600.68)	(1,223.38)	(1,283.57)
筹资活动现金流	(738.72)	455.82	(814.22)	(339.62)	(296.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(837.52)	1,183.46	2,361.47	(49.78)	3,879.52

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,686.08	8,352.83	10,093.07	11,616.88	13,420.96
营业成本	4,817.17	5,298.97	6,419.39	7,376.34	8,531.58
营业税金及附加	72.08	68.77	80.74	92.94	107.37
营业费用	765.29	766.35	888.19	1,022.29	1,181.04
管理费用	591.34	611.35	726.70	836.42	952.89
研发费用	185.11	207.03	222.05	255.57	281.84
财务费用	25.51	35.25	30.00	32.00	35.00
资产减值损失	(17.70)	(7.75)	(1.56)	(3.93)	(3.93)
公允价值变动收益	46.08	91.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.10	65.90	50.05	56.02	57.32
其他	(199.10)	(309.48)	(100.09)	(112.03)	(114.64)
营业利润	1,348.20	1,524.94	1,777.60	2,061.28	2,392.50
营业外收入	1.67	0.48	1.00	1.00	1.00
营业外支出	3.28	4.40	3.00	5.00	5.00
利润总额	1,346.60	1,521.02	1,775.60	2,057.28	2,388.50
所得税	251.78	297.01	319.61	370.31	429.93
净利润	1,094.82	1,224.01	1,455.99	1,686.97	1,958.57
少数股东损益	17.39	31.76	22.91	32.37	39.74
归属于母公司净利润	1,077.43	1,192.25	1,433.09	1,654.60	1,918.83
每股收益(元)	1.18	1.31	1.57	1.81	2.10

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.13%	8.67%	20.83%	15.10%	15.53%
营业利润	9.23%	13.11%	16.57%	15.96%	16.07%
归属于母公司净利润	12.34%	10.66%	20.20%	15.46%	15.97%
获利能力					
毛利率	37.33%	36.56%	36.40%	36.50%	36.43%
净利率	14.02%	14.27%	14.20%	14.24%	14.30%
ROE	19.79%	19.47%	20.10%	19.81%	19.37%
ROIC	33.77%	38.37%	44.32%	83.66%	58.57%
偿债能力					
资产负债率	30.35%	39.07%	33.00%	31.44%	32.94%
净负债率	-14.68%	-21.24%	-53.92%	-44.37%	-73.59%
流动比率	1.69	1.49	2.02	2.26	2.30
速动比率	1.55	1.37	1.91	2.09	2.19
营运能力					
应收账款周转率	9.39	5.91	9.05	9.91	9.91
存货周转率	23.95	20.09	22.49	21.98	22.39
总资产周转率	0.94	0.86	0.91	0.95	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.18	1.31	1.57	1.81	2.10
每股经营现金流	1.43	1.26	3.49	0.34	4.57
每股净资产	5.97	6.71	7.81	9.16	10.86
估值比率					
市盈率	25.66	23.19	19.29	16.71	14.41
市净率	5.08	4.52	3.88	3.31	2.79
EV/EBITDA	9.16	9.98	11.42	10.01	7.26
EV/EBIT	10.89	11.76	12.48	10.84	7.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com