

整装与大宗渠道持续推进, 业绩符合预期

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2021 第一季报, 2021 年 Q1 公司实现营业收入 17.6 亿元, 同比增长 135.6%, 相比 2019 年 Q1 增长 48.5%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 812.3%, 相比 2019 年 Q1 增长 10.3%; 实现扣非归母净利润为 1 亿元, 同比增长 254.5%, 相比 2019 年 Q1 增长 27.8%, 业绩符合预期。
- 费用管控能力改善, 盈利能力仍有提升空间。** 2021 年 Q1, 公司毛利率为 31.2%, 同比增长 0.3pp, 较 2019 年毛利率下降 3.2pp。费用方面, 2021 年 Q1 公司整体费用率为 23.8%, 同比下降 16.9pp, 较 2019 年 Q1 下降 2.5pp, 公司整体费用控制能力改善。21 年 Q1 公司销售费用率为 10.7%, 同比下降 3.9pp, 较 2019 年 Q1 下降 2pp。21 年 Q1 管理费用率为 9.4%, 同比下降 10.4pp, 较 2019 年 Q1 下降 0.7pp。21 年 Q1 公司财务费用率为 0.5%, 同比下降 0.2pp, 较 2019 年 Q1 基本持平; 研发费用率为 3.2%, 同比下降 1.4pp, 较 2019 年 Q1 增长 0.3pp。综合来看, 21 年 Q1 公司净利率为 6.7%, 同比增长 8.9pp, 较 2019 年 Q1 下降 2.3pp。整体来看公司一季度净利率与 19 年无疫情影响情况相比有下滑, 主要由于一季度公司为推广米兰纳品牌和研发新品投入较多、原材料价格波动及一季度新增产能利用率不足所致, 预计未来随着公司各品类和渠道的进一步复苏, 公司盈利能力有望恢复正常水平。此外, 公司 2021Q1 应收款项为 18.2 亿元, 同比增长 82.8%; 经营活动产生的现金流量净额为 -6.6 亿元, 同比下降 6.7%, 主要因为公司大宗业务发展迅速, 而大宗客户回款周期较长导致; 合同负债 6.1 亿元, 同比增长 45%, 在手订单较为充裕。
- 整装与大宗渠道稳步推进。** 分渠道来看, 2021 年 Q1 公司的经销商零售渠道收入占比 74.5%, 直营渠道收入占比 4.3%, 大宗业务渠道收入占比 20.7%。零售方面, 公司持续实行经销商下沉战略, 以索菲亚柜类定制产品为例, 索菲亚柜类定制产品省会城市门店贡献收入占比 34%, 地级城市门店贡献收入占比 25%, 四五线城市门店贡献收入占比 41%。整装方面, 2021 年 Q1 整装企业签约计划拓展顺利, 实现销售额 3990.7 万元, 2021 年度整装渠道有望成为公司新增长点。大宗渠道方面, 2021 年 Q1 橱柜、木门业务高速增长带动大宗业务收入增长, 公司大宗业务渠道收入(含衣柜、橱柜、木门及其他)达 3.6 亿元, 同比上年增长 226.2%, 增速亮眼。
- 开店步伐稳健, 客单价持续提升。** 公司开店方面, 截止 2021 年 Q1, 索菲亚柜类定制产品专卖店达 2779 家; 司米拥有橱柜专卖店 1118 家; 索菲亚”木门独立店达 408 家, 融入店逾 661 家; “华鹤”木门共有 277 家专卖店(含在装修店铺); 2021 年独自招商后, 米兰纳定制家居共有门店 60 家(含在已营业门店 4 家), 已发展加盟商 59 家。与 2020 年年末相比, 索菲亚柜类定制产品专卖店司米橱柜专卖店, 索菲亚木门独立店, 索菲亚木门融入店, 华鹤木门门店分别净增加 60、160、69、30 和 34 家。公司开店步伐稳健。截止至 2021 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), 同比增长 5.7%; 截至 2021 年 3 月底, 索菲亚康纯板的客户占比已上升到 79%, 订单占比已上升至 76%, 康纯板占比增加带动客单价提升。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.52 元、1.75 元、1.97 元, 对应 PE 分别为 19 倍、17 倍和 15 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 房地产市场变化风险、原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧风险。

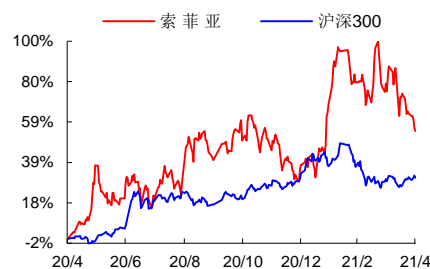
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8352.83	9609.49	10969.22	12219.12
增长率	8.67%	15.04%	14.15%	11.39%
归属母公司净利润(百万元)	1192.25	1386.96	1597.49	1796.61
增长率	10.66%	16.33%	15.18%	12.46%
每股收益 EPS(元)	1.31	1.52	1.75	1.97
净资产收益率 ROE	18.48%	18.55%	18.95%	18.95%
PE	22	19	17	15
PB	4.01	3.81	3.35	2.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.12
流通 A 股(亿股)	6.37
52 周内股价区间(元)	18.85-37.7
总市值(亿元)	265.68
总资产(亿元)	110.98
每股净资产(元)	6.86

相关研究

1. 索菲亚(002572): 渠道变革成效显著, 品牌矩阵完备 (2021-04-12)
2. 索菲亚(002572): 业绩超预期, 渠道调整成效显著 (2021-01-27)
3. 索菲亚(002572): 盈利能力恢复, 大宗渠道表现亮眼 (2020-10-31)
4. 索菲亚(002572): 业绩逐步修复, 盈利能力显著提升 (2020-08-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8352.83	9609.49	10969.22	12219.12	净利润	1224.01	1386.96	1597.49	1796.61
营业成本	5298.97	6008.64	6856.18	7632.50	折旧与摊销	366.19	457.57	517.59	570.61
营业税金及附加	68.77	86.34	96.53	107.13	财务费用	35.25	36.74	20.18	18.32
销售费用	766.35	1047.43	1195.64	1307.45	资产减值损失	-7.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	611.35	797.59	910.44	1014.19	经营营运资本变动	11.91	-990.19	-57.43	-41.95
财务费用	35.25	36.74	20.18	18.32	其他	-484.57	-87.62	-92.12	-91.82
资产减值损失	-7.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1145.05	803.45	1985.71	2251.77
投资收益	65.90	0.00	0.00	0.00	资本支出	-71.77	-550.00	-550.00	-550.00
公允价值变动损益	91.49	91.49	91.49	91.49	其他	-345.65	91.49	91.49	91.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-417.42	-458.51	-458.51	-458.51
营业利润	1524.94	1724.25	1981.73	2231.03	短期借款	666.73	-929.73	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.92	0.97	0.97	0.91	长期借款	66.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	1521.02	1725.21	1982.70	2231.94	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	297.01	338.26	385.21	435.33	支付股利	-501.80	-555.28	-645.96	-744.02
净利润	1224.01	1386.96	1597.49	1796.61	其他	224.40	-86.72	-20.18	-18.32
少数股东损益	31.76	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	455.82	-1571.73	-666.14	-762.33
归属母公司股东净利润	1192.25	1386.96	1597.49	1796.61	现金流量净额	1183.16	-1226.79	861.06	1030.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2556.51	1329.71	2190.77	3221.70	成长能力				
应收和预付款项	1936.63	2084.34	2429.09	2707.63	销售收入增长率	8.67%	15.04%	14.15%	11.39%
存货	492.75	487.76	572.00	643.73	营业利润增长率	13.11%	13.07%	14.93%	12.58%
其他流动资产	1035.69	1023.71	1032.83	1041.21	净利润增长率	11.80%	13.31%	15.18%	12.46%
长期股权投资	39.88	39.88	39.88	39.88	EBITDA 增长率	11.96%	15.17%	13.57%	11.93%
投资性房地产	25.82	25.82	25.82	25.82	获利能力				
固定资产和在建工程	3316.25	3428.67	3481.06	3480.43	毛利率	36.56%	37.47%	37.50%	37.54%
无形资产和开发支出	578.31	564.41	550.50	536.59	三费率	16.92%	19.58%	19.38%	19.15%
其他非流动资产	886.19	880.12	874.04	867.97	净利率	14.65%	14.43%	14.56%	14.70%
资产总计	10868.02	9864.41	11195.99	12564.96	ROE	18.48%	18.55%	18.95%	18.95%
短期借款	979.73	50.00	50.00	50.00	ROA	11.26%	14.06%	14.27%	14.30%
应付和预收款项	1882.06	1778.55	2109.46	2380.84	ROIC	30.32%	29.46%	29.18%	31.65%
长期借款	96.50	96.50	96.50	96.50	EBITDA/销售收入	23.06%	23.09%	22.97%	23.08%
其他负债	1287.40	461.78	510.91	555.91	营运能力				
负债合计	4245.69	2386.82	2766.87	3083.24	总资产周转率	0.86	0.93	1.04	1.03
股本	912.37	912.37	912.37	912.37	固定资产周转率	2.86	2.97	3.23	3.56
资本公积	1303.90	1303.90	1303.90	1303.90	应收账款周转率	10.89	11.29	11.63	11.29
留存收益	3930.16	4761.84	5713.37	6765.96	存货周转率	12.63	12.21	12.85	12.49
归属母公司股东权益	6122.84	6978.10	7929.63	8982.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.19%	—	—	—
少数股东权益	499.49	499.49	499.49	499.49	资本结构				
股东权益合计	6622.33	7477.59	8429.12	9481.71	资产负债率	39.07%	24.20%	24.71%	24.54%
负债和股东权益合计	10868.02	9864.41	11195.99	12564.96	带息债务/总负债	25.35%	6.14%	5.29%	4.75%
					流动比率	1.49	2.26	2.43	2.65
					速动比率	1.37	2.04	2.21	2.43
					股利支付率	42.09%	40.04%	40.44%	41.41%
					每股指标				
					每股收益	1.31	1.52	1.75	1.97
					每股净资产	7.26	7.65	8.69	9.84
					每股经营现金	1.26	0.88	2.18	2.47
					每股股利	0.55	0.61	0.71	0.82
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1926.39	2218.55	2519.50	2819.96					
PE	22.28	19.16	16.63	14.79					
PB	4.01	3.81	3.35	2.96					
PS	3.18	2.76	2.42	2.17					
EV/EBITDA	12.09	10.60	8.99	7.67					
股息率	1.89%	2.09%	2.43%	2.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn