

索菲亚 (002572.SZ)

收入稳步增长, 盈利能力阶段性承压

2021年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

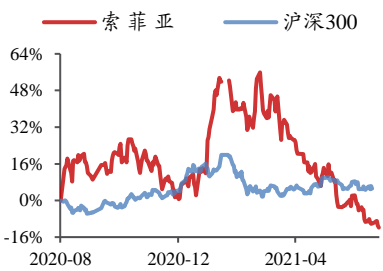
wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/8/27
当前股价(元)	19.03
一年最高最低(元)	38.40/18.48
总市值(亿元)	173.62
流通市值(亿元)	121.32
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.38
近3个月换手率(%)	121.15

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q1 业绩高于预告中枢, 预计全年净利率保持稳定》- 2021.4.28

《公司信息更新报告-经销回暖、大宗提速, 完善品牌矩阵加速抢占市场》- 2021.4.12

《公司信息更新报告-Q4 业绩增长提速, 看好新品牌、新渠道红利释放》- 2021.1.26

● 收入稳步增长, 盈利能力阶段性承压, 维持“买入”评级

2021 H1, 公司收入 43.00 亿元 (+68.3); 归母净利润 4.46 亿元 (+30.1%); 归母扣非净利润 4.08 亿元 (+91.6%)。其中 2021 Q2, 公司收入 25.40 亿元 (+41.8%), 相较 2019 年增长 29.74%; 归母扣非净利润 3.07 亿元 (+10.3%), 相较 2019 年增长 14.23%。公司盈利能力阶段性承压, 下调盈利预测, 我们预计 2021-2023 年归母净利润 13.92/17.31/20.54 亿元 (原为 14.99/17.77/21.03 亿元), 对应 EPS 为 1.53/1.90/2.25 元, 当前股价对应 PE 为 12.5/10.0/8.5 倍。公司盈利能力有望逐步恢复, 股价已调整至具有性价比的位置, 维持“买入”评级。

● 分品类: 衣柜逐渐回暖, 客单价继续提升; 橱柜、木门快速增长

衣柜 2021H1 收入 34.6 亿元, 同比增长 57.6%, 公司衣柜客单价仍在不断提升。2021H1, 索菲亚客单价 (出厂口径, 不含橱柜、木门) 同比增长 6.6% 至 13133.7 元/单, 相较 2019H1 增长 20.4%。截至 2021H1 末, 公司康纯板客户占比提升至 86%, 订单占比提升至 87%, 2020H2 康纯板占比继续提升。橱柜 2021H1 收入 5.6 亿元, 同比增长 121.1%。木门 2021H1 收入 1.7 亿元, 同比增长 93.8%。

● 分渠道: 经销稳健增长, 大宗发力, 整装顺利起步

经销渠道 2021H1 收入 34.0 亿元, 同比增长 58.2%。其中, 2021H1 公司单店提货额同比增长 39.48%; 同比 2019 年增长 11.81%。2018 年渠道改革后, 公司经销商能力、管理效率得到显著提升。工程渠道 2021H1 收入 3.1 亿元, 同比增长约 136.8%。经销商合作装企叠加公司直装装企逾 1700 家, 贡献收入 1.35 亿元。

● 盈利能力: 毛利率受原材料涨价和工程占比提升影响, 阶段性承压

2021H1, 公司毛利率为 34.7%, 同比下降 2.8pct。公司 2021H1 归母净利率为 10.4% (-3.05pct), 扣非后净利率为 9.5% (+1.15pct), 其中 2020Q2 扣非净利率为 12.1% (-3.5pct)。归母净利率下滑幅度相对较大, 主要系 2020H1 股票投资收益高基数影响。2021Q2 公司计提了 2150 万的应收账款坏账损失 (2020H1 为 32.9 万元)。

● 风险提示: 行业需求回暖不及预期, 米兰纳、整装拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,686	8,353	10,445	12,346	14,571
YOY(%)	5.1	8.7	25.1	18.2	18.0
归母净利润(百万元)	1,077	1,192	1,392	1,731	2,054
YOY(%)	12.3	10.7	16.8	24.3	18.7
毛利率(%)	37.3	36.6	35.8	36.8	37.0
净利率(%)	14.0	14.3	13.3	14.0	14.1
ROE(%)	18.5	18.5	19.0	20.2	20.2
EPS(摊薄/元)	1.18	1.31	1.53	1.90	2.25
P/E(倍)	16.1	14.6	12.5	10.0	8.5
P/B(倍)	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 收入稳健增长，盈利能力阶段性承压	3
2、 分品类：衣柜逐渐回暖，厨柜+木门快速增长	3
3、 全渠道发力：经销稳步增长，工程、整装发力	3
4、 盈利能力：毛利率受工程渠道收入占比提升影响	4
5、 现金流有所改善，应收账款及票据有所增长	5
6、 开店情况：木门加速开店，米兰纳拓展顺利	5
7、 盈利预测与投资建议	5
8、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 2021H1 橱柜、木门品类快速增长，衣柜维持稳健增长	3
--	---

1、收入稳健增长，盈利能力阶段性承压

2021年H1，公司实现营业收入43.00亿元，同比上升68.30%；归母净利润4.46亿元，同比上升30.12%；归母扣非净利润4.08亿元，同比增长91.60%。其中2021年Q2，公司实现营业收入25.40亿元，同比2019年增长29.74%；同比2020年增长41.76%；归母扣非净利润3.07亿元，同比2019年增长14.23%，同比2020年增长10.25%。

2、分品类：衣柜逐渐回暖，厨柜+木门快速增长

分主要品类拆分公司收入：

（1）衣柜及其配套品：

2021H1收入34.6亿元，同比增长57.6%，公司衣柜客单价仍在不断提升。2021H1，索菲亚客单价（出厂口径，不含橱柜、木门）同比增长6.6%至13133.7元/单，相较2019H1增长20.4%。截至2021H1末，公司康纯板客户占比提升至86%，订单占比提升至87%，2020H2康纯板占比继续提升。

新品牌米兰纳顺利推进，2021年上半年完成214家招商工作，下半年继续完成全年招商300家任务，继续全年开设100家门店。

（2）橱柜：

2021H1收入5.6亿元，同比增长121.1%。依靠大宗业务发力以及经销渠道稳步拓展，公司橱柜业务实现高速增长。

（3）木门：

2021H1收入1.7亿元，同比增长93.8%。公司木门品类大宗发力，经销渠道与柜类联动加深。报告期内，华鹤木门与索菲亚柜类的花色匹配率达到70%，系列匹配率达到73.3%。

表1：2021H1橱柜、木门品类快速增长，衣柜维持稳健增长

		2017	2018	2019	2020	2021H1
衣柜及配套	收入（亿元）	54.4	63.9	66.1	67.0	34.6
	同比增速	33.3%	17.5%	3.3%	1.5%	57.6%
橱柜	收入（亿元）	5.9	7.1	8.5	12.1	5.6
	同比增速	42.9%	20.2%	20.0%	42.3%	121.1%
木门	收入（亿元）	0.7	1.6	1.9	2.9	1.7
	同比增速		116.4%	19.0%	55.3%	93.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、全渠道发力：经销稳步增长，工程、整装发力

分主要渠道看：

（1）经销渠道：

经销渠道2021H1收入34.0亿元，同比增长58.2%。其中，2021H1公司单店提货额同比增长39.48%；同比2019年增长11.81%。2018年渠道改革后，公司经销商

能力、管理效率得到显著提升。

(2) 工程渠道:

工程渠道 2021H1 收入 3.1 亿元, 同比增长约 136.8%。公司稳步推进工程渠道业务, 持续优化大宗业务客户结构, 注重开拓支付能力有保障的工程客户, 同步做好风控, 做好应收账款追缴以及应收票据风险管控。

(3) 整装/家装渠道:

经销商合作装企叠加公司直签装企逾 1700 家, 贡献收入 1.35 亿元; 收入比 2020 年全年实现翻倍增长。

4、盈利能力: 毛利率受工程渠道收入占比提升影响

2021H1, 公司毛利率为 34.7%, 同比下降 2.8pct, 2021Q2 毛利率为 37.2%, 同比下降 3.1pct, 毛利率下降或主要系工程渠道收入占比提升和原材料涨价影响。

分产品看:

(1) 衣柜: 2021H1 毛利率同比下降 2.3pct 至 38.0%。

(2) 橱柜: 2021H1 毛利率同比提升 1.2pct 至 24.4%。

(3) 木门: 2021H1 毛利率同比提升 6.8pct 至 16.6%。

衣柜毛利率下降我们认为主要系原材料涨价等影响。橱柜和木门规模效应显著提升, 在原材料涨价和工程渠道收入占比提升的情况下, 毛利率同比仍有所上升。

2020 年公司控费力度有所提升。

(1) 销售费用率达 10.10% (-1.85pct)。受新业务拓展影响, 公司人员薪酬费用提升较为明显。但由于公司广告费用投入有所收缩且收入快速增长, 因此公司销售费用率仍得到了较好控制。

(2) 管理费用率达 8.15% (-2.04pct), 主要受益于收入增长带来的规模效应。

(3) 研发费用率达 3.00% (-0.34pct)。

(4) 财务费用率达 0.52% (-0.09pct)。

整体来看, 公司 2021H1 归母净利率为 10.4% (-3.05pct) 扣非后净利率为 9.5% (+1.15pct), 其中 2020Q2 扣非净利率为 12.1% (-3.5pct)。2021H1 公司归母净利率下滑幅度相对较大, 主要系 2020H1 同期股票投资收益高基数影响。2021Q2, 公司扣非净利率下滑明显, 主要系 2021Q2 公司毛利率下降、管理费用率提升以及公司计提了 2150 万的应收账款坏账损失 (2020H1 为 32.9 万元)。

5、现金流有所改善，应收账款及票据有所增长

(1) 现金流：经营性现金流有所改善

2021H1 公司经营性现金流净额 0.86 亿元，同比下降 186.4%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 44.97 亿元，同比增长 66.1%。

(2) 应收账款：受大宗业务增长影响，周转率有所下降

2021H1，公司应收账款及应收票据合计 19.78 亿元，同比增长 84.8%，其中应收票据 11.03 亿元，同比增长 99.5%。公司应收账款及应收票据的增速基本与公司大宗业务增速相匹配。截至 2021 年 6 月 30 日，公司未履约承兑商业承兑汇票共 856.9 万元，至公司 2021 年中报披露日已履约清还 182.9 万元。

6、开店情况：木门加速开店，米兰纳拓展顺利

索菲亚衣柜：2021H1 末拥有经销商 1,710 家，专卖店 2,770 家（相较 2020 年末增加 51 家），其中省会城市门店数占比 14%（贡献收入占比 34%），地级城市门店数占比 22%（贡献收入占比 25%），四五线城市门店数占比 64%（贡献收入占比 41%）。

司米橱柜：拥有经销商 949 家，专卖店 1081 家，相较 2020 年末增加 27 家。**木门：**2021H1 期末，“索菲亚”木门共有独立店达 496 家（含在装修门店），融入店逾 729 家；“华鹤”木门共有 286 家专卖店（含在装修店铺）。2021H1，分别净开 157、98 和 43 家，合计净开 298 家。**米兰纳：**米兰纳共有经销商 214 家，专卖店 32 家。

7、盈利预测与投资建议

公司盈利能力阶段性承压，下调盈利预测，我们预计 2021-2023 年归母净利润 13.92/17.31/20.54 亿元（原为 14.99/17.77/21.03 亿元），对应 EPS 为 1.53/1.90/2.25 元，当前股价对应 PE 为 12.5/10.0/8.5 倍。公司盈利能力有望逐步恢复，股价已调整至具有性价比的位置，维持“买入”评级。

8、风险提示

竣工数据和家居消费需求回暖不及预期；米兰纳、整装拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4128	6022	6522	7321	9192
现金	1340	2557	3041	2988	4680
应收票据及应收账款	1041	1784	1748	2427	2501
其他应收款	42	98	77	130	114
预付账款	38	54	61	75	85
存货	339	493	560	665	776
其他流动资产	1329	1036	1036	1036	1036
非流动资产	4356	4846	5428	5925	6447
长期投资	39	40	40	41	42
固定资产	2731	3101	3602	4020	4498
无形资产	546	559	596	634	635
其他非流动资产	1041	1146	1190	1230	1272
资产总计	8484	10868	11950	13246	15639
流动负债	2444	4036	4247	4258	5061
短期借款	313	980	508	557	589
应付票据及应付账款	835	1315	1054	1894	1458
其他流动负债	1296	1741	2686	1808	3014
非流动负债	130	210	206	198	183
长期借款	30	96	93	84	70
其他非流动负债	100	113	113	113	113
负债合计	2575	4246	4453	4456	5244
少数股东权益	465	499	529	571	617
股本	912	912	912	912	912
资本公积	1304	1304	1304	1304	1304
留存收益	3267	3930	4689	5632	6756
归属母公司股东权益	5445	6123	6968	8220	9777
负债和股东权益	8484	10868	11950	13246	15639

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1301	1145	2356	1152	3000
净利润	1095	1224	1422	1772	2100
折旧摊销	347	366	337	366	429
财务费用	26	35	25	16	9
投资损失	-52	-66	-46	-49	-53
营运资金变动	-82	-381	718	-893	589
其他经营现金流	-32	-33	-100	-59	-74
投资活动现金流	-1400	-417	-773	-755	-823
资本支出	686	447	581	496	521
长期投资	-781	-84	-0	-1	-1
其他投资现金流	-1495	-55	-192	-259	-303
筹资活动现金流	-739	456	-1099	-450	-484
短期借款	-114	667	-472	49	32
长期借款	-147	66	-4	-8	-15
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	-623	-491	-502
现金净增加额	-837	1183	485	-53	1692

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7686	8353	10445	12346	14571
营业成本	4817	5299	6706	7803	9180
营业税金及附加	72	69	102	117	134
营业费用	765	766	968	1124	1326
管理费用	591	611	752	889	1064
研发费用	185	207	240	284	364
财务费用	26	35	25	16	9
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	100	59	74
投资净收益	52	66	46	49	53
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	1348	1525	1798	2223	2621
营业外收入	2	0	2	1	1
营业外支出	3	4	3	4	4
利润总额	1347	1521	1796	2220	2619
所得税	252	297	374	448	519
净利润	1095	1224	1422	1772	2100
少数股东损益	17	32	30	42	47
归母净利润	1077	1192	1392	1731	2054
EBITDA	1674	1876	2098	2531	2970
EPS(元)	1.18	1.31	1.53	1.90	2.25

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	8.7	25.1	18.2	18.0
营业利润(%)	9.2	13.1	17.9	23.6	17.9
归属于母公司净利润(%)	12.3	10.7	16.8	24.3	18.7
获利能力					
毛利率(%)	37.3	36.6	35.8	36.8	37.0
净利率(%)	14.0	14.3	13.3	14.0	14.1
ROE(%)	18.5	18.5	19.0	20.2	20.2
ROIC(%)	18.0	16.5	18.2	19.3	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	39.1	37.3	33.6	33.5
净负债比率(%)	-13.3	-20.1	-31.2	-25.5	-37.6
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
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	5.7	5.3	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.31	1.53	1.90	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	1.26	2.58	1.26	3.29
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.71	7.64	9.01	10.72
估值比率					
P/E	16.1	14.6	12.5	10.0	8.5
P/B	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.4	8.3	7.0	5.8	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn