

2021年09月01日

## Q2 业绩高增，全渠道多品类继续发力

### 索菲亚(002572)

评级:	买入	股票代码:	002572
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	38.4/17.94
目标价格:		总市值(亿)	169.06
最新收盘价:	18.53	自由流通市值(亿)	118.13
		自由流通股数(百万)	637.53

#### 事件概述

索菲亚发布 2021 年中报，2021H1 公司实现营收 43.00 亿元，同比+68.30%，较 2019H1+36.84%；实现归母净利润 4.46 亿元，同比+30.12%，较 2019H1+14.06%；实现扣非净利润 4.08 亿元，同比+91.60%，较 2019H1+17.23%。单季度看，2021Q2 公司实现营收 25.40 亿元，同比+41.76%，较 2019Q2+29.74%；实现归母净利润 3.28 亿元，同比-8.68%，较 2019Q2+15.49%；实现扣非净利润 3.07 亿元，同比+10.25%，较 2019Q2+14.23%。公司深化全渠道+多品牌+全品类的集团战略，业绩同比高增长。

#### ► 收入端：大宗渠道高速增长，整装渠道成新看点。

分渠道看，2021H1 经销商零售渠道、大宗工程渠道、直营渠道收入分别约为 33.81、7.29、1.47 亿元，同比分别+58.11%、+136.83%、+79.32%，占比分别 79.10%、17.06%、3.45%。公司持续深耕传统经销商渠道，以索菲亚、司米、米兰纳及华鹤 3+1 品牌组合多品类抢占全屋定制家居中低端市场，公司“索菲亚”柜类定制产品拥有经销商 1710 家，专卖店 2770 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%）。2021H1 司米橱柜拥有 949 家经销商和 1081 家专卖店；“索菲亚”木门共有 884 家经销商、496 家独立店（含在装修门店）和逾 729 家融入店；“华鹤”木门共有 267 家经销商和 286 家专卖店（含在装修店铺）；旗下互联网轻时尚品牌米兰纳共有经销商 214 家和 32 家专卖店。

分产品看，2021H1 衣柜及其配套产品实现收入 34.59 亿元，同比+57.56%；橱柜实现收 5.6 亿元，同比+121.06%；木门实现收入 1.72 亿元，同比+93.81%。经销商运营效率在新架构、新管理流程、新绩效考核、新营销政策和新打法下得到提升，经销商单店提货额同比+39.48%，较 2019H1+11.81%。截止至 2021 年 6 月底，索菲亚工厂端实现客单价 13133.7 元/单（不含司米橱柜、木门），同比+6.56%，较 2019H1+20.37%；索菲亚康纯板的客户占比升至 86%，订单占比升至 87%。

#### ► 利润端：费用管控卓有成效。

2021H1 公司毛利率、净利率分别为 34.74%、10.59%，同比-2.74pct、-2.98pct。2021Q2 公司毛利率、净利率分别为 37.17%、13.39%，同比-3.13pct、-7.47pct，环比+5.94pct、6.84pct。公司毛利率下滑主要是因为毛利率较低的橱柜和木门业务在公司的业务结构中的占比有所提升；分品类看，公司衣柜、橱柜、木门业务毛利率分别为 37.96%、24.38%、16.16%，同比-2.34pct、+1.19pct、+6.77pct。净利率略有下滑主要系公司上半年信用减值损失 2314.42 万元，同比大幅提升。期间费用方面，2021H1 公司费用率同比减少 4.30pct 至 21.78%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.84/-2.04/-0.34/-0.09pct 至 10.10%/8.15%/3.00%/0.52%。Q2 单季度公司期间费用率同比增加 0.54pct 至 20.37%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.14/+1.65/+0.07/-0.04pct 至 9.65%/7.31%/2.89%/0.52%。公司管理费用率的增加主要是因为本报告期人工费用折旧费用增加。研发费用率增加主要为研发人员薪酬增加所致。

#### ► 首次实施回购部分社会公众股，将用于股权激励或员工持股计划。

2021 年 6 月，公司第四届董事会第二十二次会议审议通过了《关于回购部分社会公众股份方案的议案》，同意公司使用自有资金不低于 5000 万元（含）且不超过 10000 万元（含），以集中竞价交易方式回购部分社会公众股份，回购股份价格不超过 30 元/股，回购股份将用于实施公司股权激励或员工持股计划，回购期限自公司

董事会审议通过本次回购方案之日起不超过 12 个月。2021 年 7 月 6 日，公司首次以集中竞价方式实施回购股份，回购股份数量 42.41 万股，占公司总股本 91237 万股的 0.0465%；其中，最高成交价为 23.35 元/股，最低成交价 23.03 元/股，成交总金额为 983.03 万元（不含交易费用）。本次回购符合公司既定的回购方案。

### 投资建议

公司延续对渠道优化，加快门店布局，推进大家居战略，全渠道、多品牌、全品类发展，营收和净利润均保持了正增长，我们仍然看好索菲亚未来发展空间。考虑到目前公司业务持续发展，大宗渠道增速迅猛，我们维持盈利预测，2021-2023 年公司营收分别为 100.09、114.85、131.67 亿元，归母净利润分别为 14.00、16.12、18.01 亿元，对应 PE 分别为 12、11、10 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 地产政策收紧，导致家居需求出现下滑。2) 市场竞争加剧，产品定价可能出现下调。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,686	8,353	10,009	11,485	13,167
YoY (%)	5.1%	8.7%	19.8%	14.8%	14.6%
归母净利润(百万元)	1,077	1,192	1,400	1,612	1,801
YoY (%)	12.3%	10.7%	17.4%	15.2%	11.7%
毛利率 (%)	37.3%	36.6%	36.2%	36.1%	35.5%
每股收益 (元)	1.18	1.31	1.53	1.77	1.97
ROE	19.8%	19.5%	20.2%	20.7%	20.3%
市盈率	16.11	14.56	12.40	10.77	9.64

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系人：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,353	10,009	11,485	13,167	净利润	1,224	1,422	1,638	1,830
YoY (%)	8.7%	19.8%	14.8%	14.6%	折旧和摊销	366	319	286	291
营业成本	5,299	6,381	7,340	8,487	营运资金变动	-356	-134	51	75
营业税金及附加	69	82	95	108	经营活动现金流	1,145	1,596	1,958	2,176
销售费用	766	901	1,020	1,153	资本开支	-445	-1,226	-1,011	-1,047
管理费用	611	728	830	945	投资	-84	0	0	0
财务费用	35	43	45	43	投资活动现金流	-417	-1,146	-925	-957
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	3	0	0	0
投资收益	66	80	86	90	债务募资	1,551	0	0	0
营业利润	1,525	1,769	2,038	2,276	筹资活动现金流	456	-669	-808	-808
营业外收支	-4	0	0	0	现金净流量	1,183	-218	225	411
利润总额	1,521	1,769	2,038	2,276	<b>主要财务指标</b>				
所得税	297	347	399	446	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,224	1,422	1,638	1,830	营业收入增长率	8.7%	19.8%	14.8%	14.6%
归属于母公司净利润	1,192	1,400	1,612	1,801	净利润增长率	10.7%	17.4%	15.2%	11.7%
YoY (%)	10.7%	17.4%	15.2%	11.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.31	1.53	1.77	1.97	毛利率	36.6%	36.2%	36.1%	35.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	14.7%	14.2%	14.3%	13.9%
货币资金	2,557	2,338	2,563	2,975	总资产收益率 ROA	11.0%	11.6%	12.0%	12.0%
预付款项	54	65	75	87	净资产收益率 ROE	19.5%	20.2%	20.7%	20.3%
存货	493	593	683	789	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2,918	3,271	3,603	3,983	流动比率	1.49	1.44	1.43	1.44
流动资产合计	6,022	6,268	6,925	7,833	速动比率	1.35	1.28	1.27	1.28
长期股权投资	40	40	40	40	现金比率	0.63	0.54	0.53	0.55
固定资产	3,101	3,796	4,320	4,876	资产负债率	39.1%	38.1%	37.7%	37.4%
无形资产	557	757	957	1,157	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	4,846	5,753	6,478	7,234	总资产周转率	0.77	0.83	0.86	0.87
资产合计	10,868	12,021	13,403	15,067	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	980	980	980	980	每股收益	1.31	1.53	1.77	1.97
应付账款及票据	1,315	1,584	1,822	2,107	每股净资产	6.71	7.59	8.54	9.71
其他流动负债	1,741	1,802	2,047	2,335	每股经营现金流	1.26	1.75	2.15	2.39
流动负债合计	4,036	4,366	4,849	5,422	每股股利	0.00	0.66	0.81	0.81
长期借款	96	96	96	96	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	113	113	113	113	PE	14.56	12.40	10.77	9.64
非流动负债合计	210	210	210	210	PB	3.86	2.51	2.23	1.96
负债合计	4,246	4,576	5,059	5,632					
股本	912	912	912	912					
少数股东权益	499	522	548	577					
股东权益合计	6,622	7,445	8,344	9,435					
负债和股东权益合计	10,868	12,021	13,403	15,067					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。