

索菲亚 (002572.SZ)

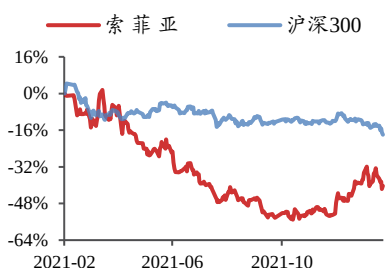
2022 年 02 月 07 日

2021 年收入破百亿，业绩触底待重新出发
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2022/1/28
当前股价(元)	21.70
一年最高最低(元)	38.40/16.25
总市值(亿元)	197.98
流通市值(亿元)	138.34
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.38
近 3 个月换手率(%)	229.45

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-Q3 业绩符合预期，风险逐步释放，整装迅速放量》
-2021.10.30

《公司信息更新报告-收入稳步增长，盈利能力阶段性承压》-2021.8.29

《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

● 公司发布业绩预告，2021 年收入符合预期，维持“买入”评级

2021 年预计实现营业收入 100.23 亿元-104.41 亿元，同比增长 20%-25%，归母净利润 1 亿元-1.5 亿元，同比下滑 91.61%-87.42%，扣非归母净利润 0.2 亿元-0.7 亿元，同比下滑 98.09%-93.33%，若剔除信用减值影响，预计归母净利润同比下降约 18%-14%，扣非归母净利润同比下降约 14%-10%；2021Q4 预计营业收入同比下滑约 14.70%-1.88%，归母净利润同比下滑约 251.22%-241.12%，扣非归母净利润同比下滑约 265.50%-254.76%。收入符合预期，信用减值导致短期业绩承压，下调盈利预测，我们预计 2021-2023 年归母净利润 1.16/15.63/18.64 亿元（原为 13.54/16.19/19.30 亿元），对应 EPS 为 0.13/1.71/2.04 元，当前股价对应 PE 为 171.4/12.7/10.6 倍。考虑到公司整家定制业务顺利推进预计带来业绩放量，持续优化零售渠道有望进一步提升公司竞争力，维持“买入”评级。

● 2021Q4 大宗业务下滑，整装业务带动零售增长，信用减值影响短期业绩

大宗业务受地产商现金流紧张影响有所下滑，整装、米兰纳收入表现优秀。利润端，2021H2 受原材料价格上升、让利经销商影响，毛利率有所下降；公司拟对某地产客户应收款项计提特别信用减值损失，预计公司 2021 年信用减值损失较 2020 年同期增加约 9 亿元；公司持续进行全品类、多渠道、多品牌扩张，不断加大营销投入，人工费用、差旅费等销售费用以及广告宣传等市场费用持续增加。

● 整家定制战略推进品类延伸，全品牌同时发力，渠道优化提升公司竞争力

公司发布整家定制战略，提出 7 大品类，8 大空间，整家定制的 10 配标准，为消费者提供更为全面的一站式套餐，整家定制的推行有望带动品类延伸、客单值提升，2022Q1 经销商进行门店升级、整家定制产品上新有望带来零售业务积极变化、成为公司新的增长驱动力；公司不断完善品类矩阵，索菲亚、司米、米兰纳、华鹤 4 大品牌全渠道、全品类推进，覆盖高中低端市场；公司不断优化供应链，推进信息化发展，同时持续优化零售渠道，强化对经销商的考核和管理。

● 风险提示：行业需求回暖、新业务拓展不及预期，产品价格调整不及预期。
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	10,416	11,999	13,805
YOY(%)	5.1	8.7	24.7	15.2	15.0
归母净利润(百万元)	1,077	1,192	116	1,563	1,864
YOY(%)	12.3	10.7	-90.3	1252.5	19.3
毛利率(%)	37.3	36.6	32.0	36.5	36.7
净利率(%)	14.0	14.3	1.1	13.0	13.5
ROE(%)	18.5	18.5	1.9	21.9	21.8
EPS(摊薄/元)	1.18	1.31	0.13	1.71	2.04
P/E(倍)	18.4	16.6	171.4	12.7	10.6
P/B(倍)	3.6	3.2	3.5	2.9	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司发布业绩预告，2021 年收入符合预期.....	3
2、 充分计提信用减值后公司释放风险、轻装上阵.....	3
3、 利润率水平短期承压，多措施并举改善盈利能力.....	3
4、 抓住零售端流量变化，全渠道、多品牌、多品类发力.....	3
5、 盈利预测与投资建议	4
6、 风险提示	4
附：财务预测摘要	5

图表目录

图 1： 公司新品发布会宣布“整家定制”，未来有望成为公司新的增长极	4
--	---

1、公司发布业绩预告，2021 年收入符合预期

2021 年预计实现营业收入 100.23 亿元-104.41 亿元，同比增长 20%-25%，归母净利润 1 亿元-1.5 亿元，同比下滑 91.61%-87.42%，扣非归母净利润 0.2 亿元-0.7 亿元，同比下滑 98.09%-93.33%，若剔除信用减值影响，预计归母净利润同比下降约 18%-14%，扣非归母净利润同比下降约 14%-10%；2021Q4 预计营业收入同比下滑约 14.70%-1.88%，归母净利润同比下滑约 251.22%-241.12%，扣非归母净利润同比下滑约 265.50%-254.76%。

2、充分计提信用减值后公司释放风险、轻装上阵

预计 2021 年信用减值损失增加约 9 亿元，充分计提减值后应收账款风险已充分释放。公司对某大宗客户及其成员企业应收款项的可回收性发出商品进行评估，认为减值迹象明显，拟对该客户计提特别信用减值损失，预计 2021 年信用减值损失增加约 9 亿元。截止至 2021 年 12 月 31 日，公司对该客户应收账款及发出商品余额合计 11.85 亿元，其中应收账款余额 4.62 亿元（含已逾期尚未兑付商业承兑汇票转入应收账款金额 2.18 亿元），未到期商业承兑汇票余额为 3.40 亿元，以应收票据购买房产预付购房款 3.52 亿元，发出商品余额 0.30 亿元。充分计提减值后未来公司充分释放风险，得以轻装上阵，未来公司将继续积极采取沟通协调、法律诉讼等方式催收。

3、利润率水平短期承压，多措施并举改善盈利能力

剔除信用减值计提影响，公司 2021 年利润率水平预计有所承压。主要原因系：（1）2021 年下半年原材料价格上涨幅度较大，公司成本上升，但产品销售价格没有进行同步调整；（2）米兰纳、直营整装推出，短时间 SKU 大幅提升，叠加米兰纳多品牌运作，导致生产效率有所下降；（3）为推动新业务，公司 2021 年给予经销商大力度支持，包括给予新品上样的返利、特价的康纯板；（4）公司继续实施全渠道、多品牌、全品类战略，将整装作为重要方向，并不断加大投入，广告宣传费用有所增加，同时为储备大量营销、设计人才，工资费用亦有所增长，人工、营销增长；（5）工程渠道方面，由于与某地产客户的合作时间较长，生产效率方面也有很好的控制，停止对该客户业务后，毛利率水平有所拉低。

公司未来将多措施并举，提升盈利能力。（1）实施价格调整，减少引流花色，引流花色的板件量占总板件量会有较大比例的下降，有助于提升总体的毛利率；（2）在设计生产端，对于一些流量较小的花色进行淘汰。通过建立标准化模块产品库和标准化设计，加快标准化生产的进程，以提升人效，采取上述措施后将有效的提升生产环节的人效和总体的生产效率；（3）2021 年末公司的市场化人员已陆续到位，未来将进行市场化运作，执行点将收费制，弥补人工费用和差旅费用的增加，2022 年直营整装和米兰纳预计将进一步成长，逐步实现规模化运营预计将有效控制费用率；（4）未来工程客户的结构预计将持续优化，更多聚焦优质核心地产商，工程端业务提出不少新的尝试，逐步加大经销商占比，利于公司防范风险和建立更完善的工程业务风控体系，充分发挥供应链的优势。

4、抓住零售端流量变化，全渠道、多品牌、多品类发力

2022 年公司将在零售端继续发力，公司发布整家定制战略，提出 7 大品类，8

大空间，整家定制的 10 配标准，为消费者提供更为全面的一站式套餐，整家定制的推行有望带动品类延伸、客单值提升，2022Q1 经销商进行门店升级、整家定制产品上新有望带来零售业务积极变化、成为公司新的增长驱动力，继续实行 C6 计划，即 2022 年实现客单值达到 6 万元，目前已全国范围进行布局，加大对经销商的落地帮扶、培训，实现流量价值最大化；不断完善品类矩阵，索菲亚、司米、米兰纳、华鹤 4 大品牌全渠道、全品类推进，覆盖高中低端市场；公司不断优化供应链，推进信息化发展，同时持续优化零售渠道，强化对经销商的考核和管理。

图1：公司新品发布会宣布“整家定制”，未来有望成为公司新的增长极



资料来源：公司官方公众号

5、盈利预测与投资建议

2021 年收入符合预期，信用减值导致短期业绩承压，下调盈利预测，我们预计 2021-2023 年归母净利润 1.16/15.63/18.64 亿元（原为 13.54/16.19/19.30 亿元），对应 EPS 为 0.13/1.71/2.04 元，当前股价对应 PE 为 171.4/12.7/10.6 倍。考虑到公司整家定制业务顺利推进预计带来业绩放量，持续优化零售渠道有望进一步提升公司竞争力，维持“买入”评级。

6、风险提示

行业需求回暖、新业务拓展不及预期，产品价格调整不及预期。

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	5442	5734	7803
现金	1340	2557	1913	1605	3436
应收票据及应收账款	1041	1784	1738	2319	2349
其他应收款	42	98	76	125	107
预付账款	38	54	60	72	80
存货	339	493	619	577	796
其他流动资产	1329	1036	1036	1036	1036
非流动资产	4356	4846	5417	5788	6154
长期投资	39	40	40	41	42
固定资产	2731	3101	3593	3901	4239
无形资产	546	559	596	634	635
其他非流动资产	1041	1146	1188	1212	1237
资产总计	8484	10868	10859	11522	13956
流动负债	2444	4036	4460	4014	5056
短期借款	313	980	508	557	589
应付票据及应付账款	835	1315	1187	1691	1502
其他流动负债	1296	1741	2765	1766	2965
非流动负债	130	210	206	194	177
长期借款	30	96	92	80	63
其他非流动负债	100	113	113	113	113
负债合计	2575	4246	4666	4208	5232
少数股东权益	465	499	502	539	582
股本	912	912	912	912	912
资本公积	1304	1304	1304	1304	1304
留存收益	3267	3930	3993	4844	5864
归属母公司股东权益	5445	6123	5691	6775	8142
负债和股东权益	8484	10868	10859	11522	13956

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1301	1145	1233	807	3005
净利润	1095	1224	118	1600	1906
折旧摊销	347	366	337	361	413
财务费用	26	35	42	51	44
投资损失	-52	-66	-46	-49	-53
营运资金变动	-82	-381	882	-1097	769
其他经营现金流	-32	-33	-100	-59	-74
投资活动现金流	-1400	-417	-761	-623	-652
资本支出	686	447	570	370	365
长期投资	-781	-84	-0	-1	-1
其他投资现金流	-1495	-55	-192	-254	-287
筹资活动现金流	-739	456	-1116	-491	-523
短期借款	-114	667	-472	49	32
长期借款	-147	66	-4	-12	-17
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	-640	-528	-538
现金净增加额	-837	1183	-644	-307	1830

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7686	8353	10416	11999	13805
营业成本	4817	5299	7083	7619	8746
营业税金及附加	72	69	102	114	127
营业费用	765	766	1177	1164	1311
管理费用	591	611	831	876	1008
研发费用	185	207	240	276	318
财务费用	26	35	42	51	44
资产减值损失	-18	-8	937	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	150	2007	2379
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	149	2005	2377
所得税	252	297	31	405	471
净利润	1095	1224	118	1600	1906
少数股东损益	17	32	2	37	42
归母净利润	1077	1192	116	1563	1864
EBITDA	1674	1876	467	2348	2752
EPS(元)	1.18	1.31	0.13	1.71	2.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	8.7	24.7	15.2	15.0
营业利润(%)	9.2	13.1	-90.1	1234.6	18.5
归属于母公司净利润(%)	12.3	10.7	-90.3	1252.5	19.3
获利能力					
毛利率(%)	37.3	36.6	32.0	36.5	36.7
净利率(%)	14.0	14.3	1.1	13.0	13.5
ROE(%)	18.5	18.5	1.9	21.9	21.8
ROIC(%)	18.0	16.5	1.6	21.1	21.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	39.1	43.0	36.5	37.5
净负债比率(%)	-13.3	-20.1	-19.6	-11.8	-30.7
流动比率	1.7	1.5	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.5	1.3	1.1	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
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	0.13	1.71	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	1.26	1.35	0.88	3.29
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.71	6.24	7.43	8.92
估值比率					
P/E	18.4	16.6	171.4	12.7	10.6
P/B	3.6	3.2	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	10.9	9.6	38.8	7.9	6.1

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（underperform）	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（underperform）	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

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

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

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