2021 年 04 月 12 日
证券研究报告•2020 年年报点评
索 菲 亚（002572）轻工制造

买入（维持）
当前价：35.15 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

渠道变革成效显现，品牌矩阵完备

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2020 年年报及 2021 年 Q1 业绩预告，2020 年公司实现营业收入 83.5 亿元，同比增长 8.7%；实现归母净利润 11.9 亿元，同比增长 10.7%；实现扣非归母净利润 10.5 亿元，同比增长 8.1%。其中，2020Q4 实现营收 32.6 亿元，同比增长 37.2%；实现归母净利润为 4.9 亿元，同比增长 38.5%。预计 2021 年 Q1 实现营业收入 16-18.3 亿元，同比增长 110%到 140%；实现归母净利润约 1.1-1.3 亿元，同比实现扭亏为盈。

- **衣柜毛利率保持上行，费用控制能力良好。**2020 年公司整体毛利率为 36.6%，同比下降 0.8pp，小幅下滑。其中，衣柜及其配件毛利率为 40.4%，同比上升 1.5pp；橱柜及其配件毛利率为 22.7%，同比下降 5.9pp；木门毛利率为 14.6%，同比下降 1.3pp，公司整体毛利率小幅下降的主要原因是主要是橱柜、木门两个品类大宗渠道占比较高，公司为拓展大宗业务毛利率短期下行。费用方面，2020 年公司总费用率为 19.4%，同比下降 1pp，控费效果良好。其中销售和管理费用率分别为 9.2%、7.3%，分别同比下降 0.8pp/0.4pp；研发费用率同比增长 0.1pp 至 2.5%，主要由于公司加大研发投入，研发人员薪酬增加。财务费用率同比增长 0.1pp，达到 0.4%，主要由于银行借款及票据贴现增加。综合来看，公司 2020 年实现净利率 14.3%，同比增长 0.3pp，盈利能力良好。应收款项 17.8 亿元，同比增长 71.5%，主要由于公司大宗业务快速扩张所致。现金流方面，2020 年公司经营活动现金流量净额为 11.4 亿元，同比下降 12%；单 Q4 公司经营活动现金流量净额为 6.6 亿元，全年来看现金流逐季改善。

- **深化大家居战略，多品类产品齐头并进。**分产品来看，衣柜及其配套产品实现收入 67 亿元，同比增长 1.5%，衣柜业务增速放缓，主要由于衣柜零售占比较高，且定制产品需上门量尺安装等入户服务，受疫情冲击后零售端较工程业务恢复更慢，以及公司在一二线城市收入占比较高，而这些区域受疫情影响更大，拖累上半年业绩。司米橱柜实现收入 12.1 亿元，同比增长 42.3%，占比由 19 年的 11.1%增至 14.5%；木门实现收入 2.9 亿元，同比增长 55.4%，占比由 19 年的 2.4%增至 3.5%，橱柜和木门快速放量，主要由于公司大宗渠道的快速推进，侧面体现了公司零售端品牌实力较强，帮助公司在大宗渠道快速获得客户订单。预计在 21 年公司大宗渠道优势持续加强，橱柜和木门有望成为公司新的增长点。在客单价方面，截止至 2020 年底，索菲亚工厂端实现客单价 13095 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 13.0%。客单价较快提升，主要由于公司康纯板用户占比提升，截至 2020 年 12 月底，索菲亚康纯板的客户占比已上升到 74%，订单占比已上升至 66%。

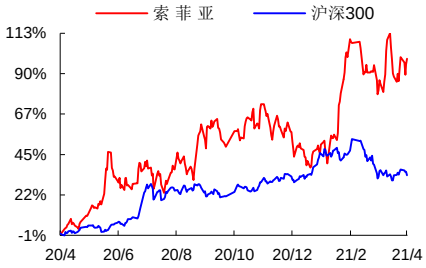
- **积极推动全渠道营销体系，多重引流效果显著。**分渠道收入方面，经销渠道收入 65.3 亿元，同比增长 1.9%。直营渠道收入 2.5 亿元，同比增长 5.2%；大宗渠道收入（含衣柜、橱柜、木门及其他）达 15 亿元，同比增长 99.1%，占主营业务收入比达到 18.1%，多渠道引流效果显著。**经销方面**，2020 年“索菲亚”柜类定制产品拥有专卖店 2719 家，“索菲亚”木门独立店 339 家（含在装修门店），融入店逾 631 家，司米专卖店达 1108 家，“华鹤”木门专卖店（含在装修店铺）243 家。此外推出主打中低端价位的米兰纳定制家居，2021 年独立招商，

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：zhlt@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)	18.14-37.7
总市值(亿元)	320.70
总资产(亿元)	108.68
每股净资产(元)	6.71

相关研究

1. 索菲亚（002572）：业绩超预期，渠道调整成效显现 (2021-01-27)
2. 索菲亚（002572）：盈利能力恢复，大宗渠道表现亮眼 (2020-10-31)
3. 索菲亚（002572）：业绩逐步修复，盈利能力显著提升 (2020-08-30)
4. 索菲亚（002572）：转战线上强化引流，业绩有望逐季改善 (2020-04-22)

全年目标 350 家店，一线城市 100%覆盖、二线城市 70%覆盖以及部分优秀三线城市有取舍的覆盖。整体来看公司重视传统线下渠道布局，注重下沉市场开发，进一步巩固了品牌的实力和龙头地位。**大宗业务方面**，2020 年公司大宗业务在公司强大的柔性化制造与全屋收纳设计能力支撑下持续高速发展，专职团队已逾 1600 人，其中橱柜、木门业务实现高速增长。**整装方面**，渠道开发持续推进。2020 年全年完成 500 家整装企业签约计划（含直营直签和经销商直签），并实现销售额 7417.3 万元，整装、家装渠道 2020 年拓展顺利。总体来看，渠道管理变革显现成效，多重引流使得公司 2020 年度经营效果逐季明显改善。

- **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 23 倍、20 倍和 18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

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	1387.58	1599.50	1800.26
增长率	10.66%	16.38%	15.27%	12.55%
每股收益 EPS（元）	1.31	1.52	1.75	1.97
净资产收益率 ROE	18.48%	17.27%	16.60%	15.75%
PE	27	23	20	18
PB	4.84	4.26	3.51	2.93

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8352.83	9609.49	10969.22	12219.12
营业成本	5298.97	6008.64	6856.18	7632.50
营业税金及附加	68.77	86.34	96.53	107.13
销售费用	766.35	1047.43	1195.64	1307.45
管理费用	611.35	797.59	910.44	1014.19
财务费用	35.25	35.96	17.69	13.78
资产减值损失	-7.75	0.00	0.00	0.00
投资收益	65.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	91.49	91.49	91.49	91.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1524.94	1725.02	1984.22	2235.57
其他非经营损益	-3.92	0.97	0.97	0.91
利润总额	1521.02	1725.99	1985.19	2236.47
所得税	297.01	338.41	385.69	436.21
净利润	1224.01	1387.58	1599.50	1800.26
少数股东损益	31.76	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1192.25	1387.58	1599.50	1800.26

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1224.01	1387.58	1599.50	1800.26
折旧与摊销	366.19	344.99	405.01	458.04
财务费用	35.25	35.96	17.69	13.78
资产减值损失	-7.75	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	11.91	-990.19	-57.43	-41.95
其他	-484.57	-87.62	-92.12	-91.82
经营活动现金流净额	1145.05	690.72	1872.65	2138.31
资本支出	-71.77	-550.00	-550.00	-550.00
其他	-345.65	91.49	91.49	91.49
投资活动现金流净额	-417.42	-458.51	-458.51	-458.51
短期借款	666.73	-929.73	0.00	0.00
长期借款	66.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-277.41	-85.95	-17.69	-13.78
筹资活动现金流净额	455.82	-1015.68	-17.69	-13.78
现金流量净额	1183.16	-783.47	1396.45	1666.02

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2556.51	1773.04	3169.49	4835.51
应收和预付款项	1936.63	2084.34	2429.09	2707.63
存货	492.75	487.76	572.00	643.73
其他流动资产	1035.69	1023.71	1032.83	1041.21
长期股权投资	39.88	39.88	39.88	39.88
投资性房地产	25.82	25.82	25.82	25.82
固定资产和在建工程	3316.25	3538.47	3700.66	3809.83
无形资产和开发支出	578.31	567.18	556.05	544.92
其他非流动资产	886.19	880.12	874.04	867.97
资产总计	10868.02	10420.31	12399.85	14516.50
短期借款	979.73	50.00	50.00	50.00
应付和预收款项	1882.06	1778.55	2109.46	2380.84
长期借款	96.50	96.50	96.50	96.50
其他负债	1287.40	461.78	510.91	555.91
负债合计	4245.69	2386.82	2766.87	3083.24
股本	912.37	912.37	912.37	912.37
资本公积	1303.90	1303.90	1303.90	1303.90
留存收益	3930.16	5317.74	6917.23	8717.50
归属母公司股东权益	6122.84	7534.00	9133.50	10933.76
少数股东权益	499.49	499.49	499.49	499.49
股东权益合计	6622.33	8033.49	9632.99	11433.25
负债和股东权益合计	10868.02	10420.31	12399.85	14516.50

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	8.67%	15.04%	14.15%	11.39%
营业利润增长率	13.11%	13.12%	15.03%	12.67%
净利润增长率	11.80%	13.36%	15.27%	12.55%
EBITDA 增长率	11.96%	9.32%	14.29%	12.48%
获利能力				
毛利率	36.56%	37.47%	37.50%	37.54%
三费率	16.92%	19.57%	19.36%	19.11%
净利率	14.65%	14.44%	14.58%	14.73%
ROE	18.48%	17.27%	16.60%	15.75%
ROA	11.26%	13.32%	12.90%	12.40%
ROIC	30.32%	29.12%	28.32%	30.17%
EBITDA/销售收入	23.06%	21.92%	21.94%	22.16%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.90	0.96	0.91
固定资产周转率	2.86	2.92	3.08	3.30
应收账款周转率	10.89	11.29	11.63	11.29
存货周转率	12.63	12.21	12.85	12.49
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.19%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	39.07%	22.91%	22.31%	21.24%
带息债务/总负债	25.35%	6.14%	5.29%	4.75%
流动比率	1.49	2.47	2.82	3.21
速动比率	1.37	2.24	2.59	2.99
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	1.31	1.52	1.75	1.97
每股净资产	7.26	8.26	10.01	11.98
每股经营现金	1.26	0.76	2.05	2.34
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1926.39	2105.98	2406.92	2707.39
PE	26.90	23.11	20.05	17.81
PB	4.84	4.26	3.51	2.93
PS	3.84	3.34	2.92	2.62
EV/EBITDA	14.95	13.57	11.29	9.43
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	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	高级销售经理	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
	林芷豌	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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn