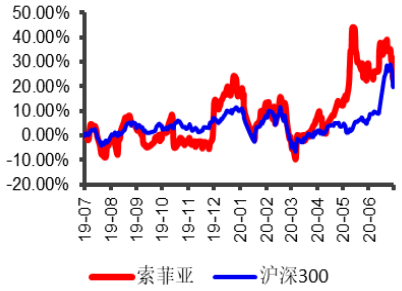
轻工/家具　索菲亚（002572.SZ）　上调评级

报告原因：业绩点评　**Q2 业绩超预期，盈利能力大幅提升、大宗步入释放期**　**买入**

2020 年 8 月 31 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 8 月 28 日

收盘价(元)：	24.18
年内最高/最低（元）：	15.74/26.75
流通 A 股/总股本（亿）：	6.37/9.12
流通 A 股市值（亿）：	221
总市值（亿）：	221

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.38
摊薄每股收益：	0.38
每股净资产(元)：	5.78
净资产收益率：	6.40%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel：15011180295

Email：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】索菲亚（002572.SZ）：拟设立供应链子公司+华南智能工厂，辐射全国、协同发力》2020-7-20

事件描述

➢ **8 月 27 日晚间，公司发布 2020 年半年度报告：**报告期内，公司实现营业收入 25.55 亿元，同比下降 18.70%；归母净利润 3.43 亿元，同比下降 12.35%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.13 亿元，同比下降 38.81%。业绩基本符合预期。

事件点评

➢ **Q2 业绩环比 Q1 大幅提升，净利润同比增长 26.46%，实现扭亏为盈，Q2 前端接单恢复正增长，预计 Q3 转化为工厂订单。**2020Q2，公司实现营业收入 17.91 亿元，同比下滑 8.48%，实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 26.46%；实现扣非后归母净利润 2.79 亿元，同比增长 3.61%。从前端接单的数据来看，线下门店在 Q2 的接单已经恢复了正增长，尤其是省会城市，店面接单增长 10%。店面接单传导到工厂订单需要 2-3 个月，因此 Q2 的接单有望在 Q3 转化成工厂订单。2020Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 7.63 亿元（-35.58%）、-1654.61 万元（-115.48%）、-6549.10 亿元(-182.46%)，Q2 各项增速环比分别提升 27.10、141.94、186.07 个百分点。

➢ **盈利能力显著优化：2020H1 毛利率净利率均实现提升，其中 Q2 净利率同比增加 5.88pct 至 20.86%。**2020H1，毛利率、净利率分别为 37.48%、13.57%，较去年同期分别提升 0.83、1.19pct，其中 Q2 单季度毛利率为 40.30%（同比+2.28pct）、、净利率为 20.86%（同比+5.88pct）；2020H1，公司销售期间费用率为 26.08%，较去年同期增加 3.67pct。其中，销售费用率 11.95%（+0.96pct）；管理费用率 13.53%（+2.55pct），其中包含研发费用 0.85 亿元，同比增长 7.11%；财务费用率 0.61%（+0.17pct）。分品类来看，上半年全品类毛利率实现了 1.05 pct 的增长，其中定制衣柜及其配件毛利率为 41.26%（+1.31 pct），定制橱柜及其配件毛利率为 23.19%（-4.38pct），木门毛利率为 9.39%（-0.90pct）。Q2 报告期内，全品类毛利率为 40.17%（+2.30pct），衣柜及其配件毛利率实现了 3.64pct 的增长，主要受益于产品销售结构变化，本期毛利较低特价产品销售占比下降，毛利率高的产品销售占比上升。Q2 橱柜及其配件毛利率为 24.18%（-6.98pct）；木门毛利率为 9.85%（-8.74pct）；家具家品毛利率为 23.22%（+11.80pct）。

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

➢ **持续推进全屋定制多品类布局，高端系列、轻奢产品、康纯板等热卖再次证明了公司研发设计的前瞻性、品牌力和产品力。**分产品品类来看，2020H1，定制衣柜及其配件实现收入 20.79 亿元（-18.41%），收入占比提升 0.28pct 至 81.38%，家具家品实现收入 1.16 亿元（-35.80%）；橱柜及其配件实现收入 2.54 亿元（-18.45%），收入占比提升 0.03pct 至 9.95%；木门实现收入 0.89 亿元（+9.93%），收入占比提升 0.90pct 至 3.46%。2020 年上半年公司新增 7 个系列、21 个花色、7 款门款。截至 2020 年 6 月底，索菲亚康纯板的客户占比已上升到 49%，订单占比已上升至 34%。

➢ **积极打造全渠道营销体系，加强对经销商渠道的精细化管理，上半年工厂端客单价同比增长 12.80%。**上半年公司主营业务收入中，经销商渠道贡献收入 84.25%，直营渠道贡献收入 3.24%、大宗工程业务贡献收入 12.13%。上半年索菲亚新增门店 68 家，司米新增门店 126 家，两个品牌全新整改店面达 110 家，新品上样门店达 803 家。截至 2020 年 6 月 30 日，“索菲亚”柜类定制产品拥有经销商 1500 多位，专卖店达 2592 家（含轻奢店）。截止至 2020 年 6 月，索菲亚工厂端实现客单价 12324 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 12.80%。

➢ **大宗业务步入收获期，整装业务加速开拓，积极部署和拓展全国各地头部地产客户、家装和整装公司，看好未来增长动能。**2020 年上半年，大宗业务占公司主营业务收入 12.13%，出货金额同比去年增长 39.85%。借助衣柜类产品早前与大型地产的深度合作，公司积极开拓橱柜、木门品类的百强地产战略及项目开发，上半年橱柜、木门类产品在工程渠道出货额同比上年有较快增长。公司同时推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作，实现全渠道营销。2020 年全年计划签约 500 家整装企业，截止 2020 年 6 月底，已签约家数达 300 家。

投资建议

➢ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 12.06、14.26、15.68 亿元，同比增长 11.94%、18.22%、10.00%，对应 EPS 为 1.32/1.56/1.72 元，PE 为 18.29/15.47/14.07 倍，上调至“买入”评级。

存在风险

➢ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新品推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		7,310.89	7,686.08	8,185.67	9,249.81	10,128.54
	同比增长	18.66%	5.13%	6.50%	13.00%	9.50%
归母净利润（百万元）		959.07	1,077.43	1,206.10	1,425.85	1,568.49
	同比增长	5.77%	12.34%	11.94%	18.22%	10.00%
每股收益（元）		1.04	1.18	1.32	1.56	1.72
PE		23.28	20.48	18.29	15.47	14.07
PB		4.62	4.05	3.29	2.71	2.32

数据来源：wind、山西证券研究所

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7,310.9**	**7,686.1**	**8,185.7**	**9,249.8**	**10,128.5**
减:营业成本	4,564.0	4,817.2	5,094.8	5,748.8	6,291.8
营业税费	76.5	72.1	76.1	86.4	94.4
销售费用	700.3	765.3	818.6	915.7	992.6
管理费用	566.4	591.3	645.8	707.6	767.7
财务费用	23.4	25.5	-10.0	1.0	1.0
资产减值损失	11.3	-17.7	-10.0	9.0	-1.9
加:公允价值变动收益	-	**46.1**	-90.2	-55.0	-70.0
投资和汇兑收益	32.1	52.1	0.3	26.2	13.2
营业利润	**1,234.3**	**1,348.2**	**1,480.4**	**1,752.5**	**1,926.0**
加:营业外净收支	-3.4	-1.6	-2.5	-2.1	-2.3
利润总额	**1,230.9**	**1,346.6**	**1,477.9**	**1,750.5**	**1,923.7**
减:所得税	266.7	251.8	271.8	324.6	355.3
净利润	**959.1**	**1,077.4**	**1,206.1**	**1,425.9**	**1,568.5**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,165.0	1,339.7	2,523.6	3,675.4	5,145.1
交易性金融资产	-	1,275.2	1,185.0	1,130.0	1,060.0
应收帐款	437.7	734.6	478.2	540.3	591.7
应收票据	189.5	346.9	-	-	-
预付帐款	62.0	37.7	89.2	100.6	110.1
存货	302.9	338.8	697.9	787.5	861.9
其他流动资产	506.1	54.5	56.1	57.8	59.5
可供出售金融资产	313.5	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	4.0	38.5	38.5	38.5	38.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,402.8	2,731.2	3,029.9	3,368.0	3,573.3
在建工程	576.8	527.7	533.6	550.2	420.1
无形资产	579.2	545.8	516.5	487.1	457.8
其他非流动资产	169.6	416.6	429.1	442.0	455.2
资产总额	**7,812.0**	**8,484.0**	**9,622.3**	**11,199.4**	**12,793.9**
短期借款	426.9	313.0	350.3	350.3	360.1
应付票据	-	59.0	62.8	71.0	77.7
应付账款	671.7	776.2	760.7	858.3	939.4
其他流动负债	88.4	100.3	105.3	110.6	116.1
长期借款	176.9	30.0	-	-	-
其他非流动负债	88.4	100.3	105.3	110.6	116.1
负债总额	**2,453.6**	**2,574.7**	**2,456.4**	**2,607.6**	**2,802.0**
股本	923.4	912.4	912.4	912.4	912.4
资本公积与留存收益	2,612.2	3,267.3	4,473.4	5,899.2	7,310.9
少数股东权益	526.0	464.7	464.7	464.7	464.7
股东权益	**5,358.4**	**5,909.3**	**7,166.0**	**8,591.8**	**9,991.9**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	964.2	1,094.8	1,206.1	1,425.9	1,568.5
加:折旧和摊销	11.3	17.7	-	-	-
资产减值准备	288.8	346.9	274.8	274.8	454.5
公允价值变动损失	-	-46.1	-90.2	-55.0	-70.0
财务费用	38.4	39.0	-10.0	1.0	1.0
投资收益	-32.1	-52.1	-0.3	-26.2	-13.2
少数股东损益	5.2	17.4	-	-	-
营运资金的变动	386.5	154.2	236.4	-2.8	34.5
经营活动产生现金流量	**1,099.8**	**1,301.2**	**1,616.8**	**1,617.7**	**1,975.2**
投资活动产生现金流量	**-317.9**	**-1,400.0**	**-371.4**	**-464.9**	**-345.9**
融资活动产生现金流量	**-430.8**	**-738.7**	**-98.8**	**-1.0**	**-169.4**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	18.7%	5.1%	6.5%	13.0%	9.5%
营业利润增长率	4.4%	9.2%	9.8%	18.4%	9.9%
净利润增长率	22.6%	10.3%	-5.6%	16.2%	17.4%
EBITDA增长率	20.2%	9.2%	-5.5%	19.3%	9.9%
EBIT增长率	8.0%	13.4%	7.4%	19.0%	10.0%
NOPLAT增长率	5.8%	12.3%	11.9%	18.2%	10.0%
投资资本增长率	-2.5%	-1.0%	2.5%	10.1%	-0.1%
净资产增长率	9.0%	10.3%	21.3%	19.9%	16.3%
利润率					
毛利率	37.6%	37.3%	37.8%	37.9%	37.9%
营业利润率	16.9%	17.5%	18.1%	18.9%	19.0%
净利润率	13.1%	14.0%	14.7%	15.4%	15.5%
EBITDA/营业收入	22.9%	24.1%	21.3%	21.9%	23.5%
EBIT/营业收入	19.5%	20.2%	18.0%	19.0%	19.0%
投资回报率					
ROE	19.8%	19.8%	18.0%	17.5%	16.5%
ROA	12.3%	12.9%	12.5%	12.7%	12.3%
ROIC	29.1%	33.8%	36.7%	42.6%	42.5%
费用率					
销售费用率	9.6%	10.0%	10.0%	9.9%	9.8%
管理费用率	7.7%	7.7%	7.9%	7.7%	7.6%
财务费用率	0.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	17.6%	18.0%	17.8%	17.6%	17.4%
运营效率					
固定资产周转天数	113	120	127	125	123
流动资产周转天数	179	183	201	220	251
应收帐款周转天数	18	27	53	53	44
存货周转天数	23	24	37	47	36
总资产周转天数	366	382	398	405	426
偿债能力					
资产负债率	31.4%	30.3%	25.5%	23.3%	21.9%
负债权益比	45.8%	43.6%	34.3%	30.3%	28.0%
流动比率	1.68	1.69	2.14	2.52	2.92
速动比率	1.54	1.55	1.84	2.21	2.59
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.04	1.18	1.32	1.56	1.72
BVPS(元)	5.23	5.97	7.34	8.91	10.44
PE(X)	23.3	20.5	18.3	15.5	14.1
PB(X)	4.6	4.1	3.3	2.7	2.3
P/FCF	19.3	24.4	22.0	20.3	14.0
P/S	3.1	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.3	9.2	10.7	8.7	6.8
CAGR(%)	13.9%	12.7%	10.1%	13.9%	12.7%
PEG	167.2%	160.8%	181.7%	111.1%	110.5%

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336