2020 年 08 月 30 日
证券研究报告•2020 年中报点评
索 菲 亚（002572）轻工制造

买入（维持）
当前价：24.18 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩逐步修复，盈利能力显著提升

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020H1 实现营业收入 25.5 亿元，同比下降 18.7%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比下降 12.4%；扣非后归母净利润 2.1 亿元，同比下降 38.8%。Q2 公司实现营业收入 17.9 亿元，同比下降 8.5%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 26.5%；扣非后归母净利润 2.8 亿元，同比增长 3.6%。二季度利润增速转正，盈利能力回升。

- **盈利能力显著提升，在手订单充裕。**2020H1 公司全品类实现毛利率 37.5%，同比增长 1.0pp；Q2 毛利率为 40.2%，同比增长 2.3pp，其中衣柜及其配件毛利率增长 3.6pp。毛利率改善较显著，主要由于产品销售结构变化，毛利较低的特价产品销售占比下降，而毛利率高的产品销售占比上升所致。橱柜和木门毛利率有所下滑，2020H1 橱柜/木门毛利率分别达到 23.2%/9.4%，同比下降 4.4pp/0.9pp，主要由于产量减少带来的规模效应下降。费用方面，2020H1 公司总费用率为 26%，同比增长 3.7pp，其中销售/管理费用率分别为 11.9%/10.2%，同比增长 0.9pp/1.8pp，但从绝对值来看，公司销售和管理费用由于疫情期间广告宣传延期投放及差旅费的减少，分别同比下降 11.6%/1.9%，费用率上升主要由于收入下滑，部分费用偏刚性所致。公司增加了研发人员薪资投入，研发费用同比增长 0.8pp 达到 3.3%；财务费用率由于银行借款及票据贴现增加，同比增长 0.2pp，达到 0.6%。综合来看，公司 2020H1 实现净利率 13.4%，同比增长 1pp，其中 Q2 净利率为 20.1%，同比增长 5.5pp，Q2 盈利能力主要由于毛利率提升而显著改善。现金流方面，2020H1 公司经营活动现金流量净额为-1 亿元，我们判断主要是大宗业务增长较快，导致应收款增加所致。上半年公司应收款达到 10.7 亿元，同比增长 30.3%。 2020H1 公司预收账款 6 亿元，同比增长 18.5%，反映出公司在手订单充足，预计下半年在手订单交付及因疫情延期的装修需求释放后，业绩有望明显修复。

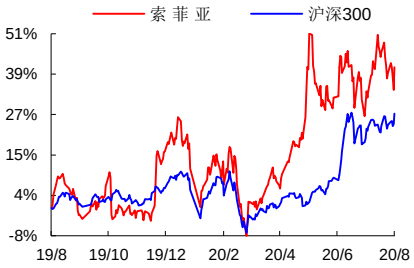
- **衣柜产品结构性升级，多品类协同作用加强。**2020H1 公司衣柜实现收入 20.8 亿元，同比下降 18.4%。截至 2020 年 6 月，索菲亚工厂端实现客单价 12,324 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 12.8%，衣柜客单价持续提升，主要是高毛利产品销售占比提升所致。2020H1 公司橱柜品类实现收入 2.5 亿元，同比下降 18.5%；木门品类实现收入 0.9 亿元，同比增长 9.9%，木门品类逆势增长，主要由于公司积极借力索菲亚工程推动木门工程渠道开拓，实现工程渠道业绩增长。整体来看，公司“柜类定制专家”的品牌升级战略较为成功，衣柜品类客单值较快增长，橱柜木门协同索菲亚品牌实现大型装企进驻，多品类协同作用逐渐增强。

- **经销管理改革成果显现，大宗下半年放量可期。**上半年公司经销商渠道贡献收入占比 84.3%，直营渠道贡献收入占比 3.2%、大宗工程业务贡献收入占比 12.1%。**经销方面**，上半年公司持续进行经销商管理改革和店面升级，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。升级后的店面以及大店能为顾客展示更多的产品和风格，客户体验得以提升，进一步巩固了品牌的实力和龙头地位。**大宗业务方面**，2020H1 公司大宗业务出货金额同比增长 39.85%，出货端增长较快，但

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

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)	16.25-25.85
总市值(亿元)	220.61
总资产(亿元)	87.03
每股净资产(元)	5.78

相关研究

1. 索菲亚（002572）：转战线上强化引流，业绩有望逐季改善 (2020-04-22)
2. 索菲亚（002572）：电商引流占比提升，多渠道建设稳步推进 (2020-03-24)
3. 索菲亚（002572）：单季增速放缓，渠道持续调整优化 (2019-10-31)

受上半年疫情的影响，部分工程项目安装进度延迟，导致已发出的商品因未符合收入确认准则的标准，影响 H1 大宗工程渠道的收入和归母净利润，预计下半年可实现转化。客户开拓上，公司借助衣柜类产品早前与大型地产的深度合作，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。**整装方面**，渠道开发持续推进。2020 年全年公司计划签约 500 家整装企业，截止 2020 年 6 月底，已签约家数达 300 家。整装/家装渠道是 2019 年新开发的渠道，2020 年度主要任务是打造专属产品、制度、流程和合作伙伴开发，目前该渠道还在导入期，预计明年整装/家装渠道会有较快成长。

- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.24 元、1.47 元、1.66 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 15 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7686.08	7950.86	9092.10	10249.22
增长率	5.13%	3.44%	14.35%	12.73%
归属母公司净利润（百万元）	1077.43	1134.18	1337.09	1516.01
增长率	12.34%	5.27%	17.89%	13.38%
每股收益 EPS（元）	1.18	1.24	1.47	1.66
净资产收益率 ROE	18.53%	17.26%	18.15%	18.38%
PE	20	19	16	15
PB	3.73	3.61	3.20	2.83

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7686.08	7950.86	9092.10	10249.22
营业成本	4817.17	5040.15	5724.76	6401.90
营业税金及附加	72.08	79.67	89.82	100.87
销售费用	765.29	683.77	800.10	922.43
管理费用	591.34	755.33	845.57	973.68
财务费用	25.51	13.45	6.37	3.40
资产减值损失	-17.70	0.00	0.00	0.00
投资收益	52.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	46.08	46.08	46.08	46.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1348.20	1424.57	1671.56	1893.01
其他非经营损益	-1.60	1.63	1.48	1.57
利润总额	1346.60	1426.20	1673.04	1894.58
所得税	251.78	292.02	335.96	378.57
净利润	1094.82	1134.18	1337.09	1516.01
少数股东损益	17.39	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1077.43	1134.18	1337.09	1516.01

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1094.82	1134.18	1337.09	1516.01
折旧与摊销	346.85	412.62	487.33	541.83
财务费用	25.51	13.45	6.37	3.40
资产减值损失	-17.70	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	304.01	122.32	54.34	67.73
其他	-452.25	-46.59	-45.87	-46.09
经营活动现金流净额	1301.24	1635.97	1839.26	2082.88
资本支出	-377.23	-550.00	-550.00	-550.00
其他	-1022.80	46.08	46.08	46.08
投资活动现金流净额	-1400.04	-503.92	-503.92	-503.92
短期借款	-113.87	-263.00	0.00	0.00
长期借款	-146.92	0.00	0.00	0.00
股权融资	-182.37	0.00	0.00	0.00
支付股利	-456.27	-512.58	-539.58	-636.11
其他	160.71	-103.88	-6.37	-3.40
筹资活动现金流净额	-738.72	-879.46	-545.95	-639.51
现金流量净额	-837.29	252.59	789.39	939.44

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1339.72	1592.30	2381.69	3321.14
应收和预付款项	1119.32	1009.70	1186.97	1352.43
存货	338.85	352.76	399.19	449.15
其他流动资产	1329.69	1330.75	1338.71	1346.79
长期股权投资	38.55	38.55	38.55	38.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3258.89	3417.15	3500.71	3529.76
无形资产和开发支出	564.77	551.65	538.52	525.40
其他非流动资产	494.24	486.48	478.71	470.95
资产总计	8484.01	8779.33	9863.06	11034.17
短期借款	313.00	50.00	50.00	50.00
应付和预收款项	1725.48	1739.84	1986.76	2239.08
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00
其他负债	506.24	389.63	428.93	467.80
负债合计	2574.73	2209.46	2495.68	2786.88
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	3267.27	3888.88	4686.38	5566.29
归属母公司股东权益	5444.55	6105.14	6902.65	7782.55
少数股东权益	464.73	464.73	464.73	464.73
股东权益合计	5909.28	6569.87	7367.38	8247.28
负债和股东权益合计	8484.01	8779.33	9863.06	11034.17

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	5.13%	3.44%	14.35%	12.73%
销售收入增长率	9.23%	5.66%	17.34%	13.25%
营业利润增长率	13.54%	3.60%	17.89%	13.38%
净利润增长率	11.26%	7.56%	17.00%	12.61%
EBITDA 增长率				
获利能力	37.33%	36.61%	37.04%	37.54%
毛利率	17.98%	18.27%	18.17%	18.53%
三费率	14.24%	14.26%	14.71%	14.79%
净利率	18.53%	17.26%	18.15%	18.38%
ROE	12.90%	12.92%	13.56%	13.74%
ROA	27.26%	27.86%	31.97%	35.36%
ROIC	22.39%	23.28%	23.81%	23.79%
EBITDA/销售收入				
营运能力	0.94	0.92	0.98	0.98
总资产周转率	2.99	2.63	2.69	2.96
固定资产周转率	13.97	12.74	14.80	14.16
应收账款周转率	14.66	14.26	14.93	14.83
存货周转率	108.42%	—	—	—
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构	30.35%	25.17%	25.30%	25.26%
资产负债率	13.32%	3.62%	3.21%	2.87%
带息债务/总负债	1.69	2.06	2.24	2.44
流动比率	1.55	1.89	2.07	2.27
速动比率	42.35%	45.19%	40.35%	41.96%
股利支付率				
每股指标	1.18	1.24	1.47	1.66
每股收益	6.48	6.69	7.57	8.53
每股净资产	1.43	1.79	2.02	2.28
每股经营现金	0.50	0.56	0.59	0.70
每股股利	5.13%	3.44%	14.35%	12.73%

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1720.57	1850.64	2165.26	2438.24
PE	20.48	19.45	16.50	14.55
PB	3.73	3.61	3.20	2.83
PS	2.87	2.77	2.43	2.15
EV/EBITDA	11.33	10.19	8.34	7.02
股息率	2.07%	2.32%	2.45%	2.88%

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@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