消费升级与娱乐研究中心

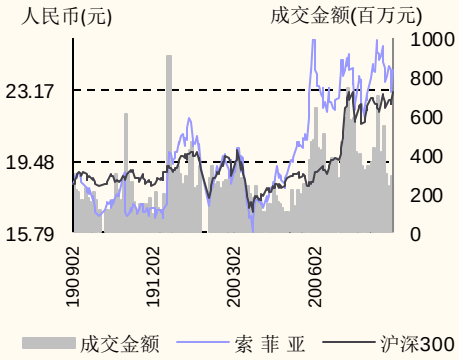
索菲亚 (002572.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：24.18 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.12
已上市流通 A 股(亿股)	6.37
总市值(亿元)	220.61
年内股价最高最低(元)	25.79/22.96
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



相关报告

1.《二季度开始修复，维持买入评级-二季度开始修复，维持买入评级》，2020.4.21

2.《收入增长环比放缓，期待渠道优化兑现-索菲亚三季报点评》，2019.10.30

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

Q2 利润表现优异，全渠道体系亟待收获

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	8,228	9,593	11,035
营业收入增长率	18.66%	5.13%	7.05%	16.59%	15.03%
归母净利润(百万元)	959	1,077	1,174	1,374	1,603
归母净利润增长率	5.77%	12.34%	8.93%	17.09%	16.63%
摊薄每股收益(元)	1.039	1.181	1.286	1.506	1.757
每股经营性现金流净额	1.19	1.43	1.20	1.93	2.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.85%	19.79%	19.09%	19.71%	20.20%
P/E	16.13	17.74	18.80	16.05	13.76
P/B	3.20	3.51	3.59	3.16	2.78

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布半年报，2020H1 实现营收 25.6 亿元，同比-18.7%，实现归母净利润 3.4 亿元，同比-12.4%。其中 Q2 实现营收 17.9 亿元，同比-8.5%，依托毛利率提升及证券投资带来的公允价值变动净收益（0.9 亿元）使得归母净利润达 3.6 亿元，同比+26.5%，扣非归母净利润 2.8 亿元，同比+3.6%。

经营分析

- **Q2 收入改善明显，全渠道布局逐步完善：**公司 Q2 整体接单已实现正增长，而安装进度受部分省会城市疫情管控影响使得 Q2 收入小幅下滑，但下滑幅度环比明显收窄。公司为应对流量碎片化以及疫情冲击，加速开辟新渠道，依托逐步完善的全渠道营销体系，各品类均已显示积极信号。索菲亚衣柜方面，上半年收入 20.8 亿元，同比-18.4%，其经销渠道门店新增 68 家至 2592 家（含轻奢店），其中大家居店已达 303 家，在疫情冲击下客单价表现亮眼同比+12.8%至 12324 元/单（工厂端），体现出公司较强的营销能力，随着下半年客流逐步恢复正常，公司衣柜经销业务有望实现较好增长。此外，工程渠道 H1 出货金额+39.9%，由于安装进度延迟预计可为 Q3 业绩奠定较好基础。整装渠道 H1 已新签约 300 家整装公司，预计全年可签至 500+家。司米橱柜方面，H1 收入 2.5 亿元，同比-18.5%，经销渠道 H1 门店新增 126 家至 1055 家，继续加大覆盖。工程渠道上依托索菲亚与大型地产商的深度合作，上半年出货已实现较快增长。木门方面，H1 收入 8850.6 万，同比+9.9%，索菲亚·华鹤独立店共 387 家，融合店达 560 家（+90 家），疫情下木门仍然实现收入增长一方面是由于经销渠道上衣柜与木门联动明显增强，接单能力提升，另一方面木门工程渠道已开始作出贡献。
- **毛利率表现优异驱动 Q2 利润正增长：**公司上半年整体毛利率同比上升 0.8pct 至 37.5%，其中 Q2 毛利率同比提升 2.3pct 至 40.3%，其中衣柜及配件 Q2 毛利率提升 3.6pct 为整体毛利率提升作出重要贡献驱动 Q2 利润同比转正。Q2 衣柜毛利率提升明显主要由高毛利产品占比提升所致，截止 6 月底，无甲醛康纯板客户占比已上升至 49%（去年同期 20%+），订单占比已上升至 34%。费用率方面，上半年期间费用率同比+3.7pct 至 26.1%，主要是由于在营收下滑的同时刚性工资支出仍然较多，其中销售费用率同比+1pct 至 11.9%，管理费用率（含研发费用）同比+2.5pct 至 13.5%，财务费用率同比+0.2pct 至 0.6%。
- **经销渠道产品优化延续，期待大宗+整装放量：**随着疫情的全面控制叠加竣工回暖，外部经营环境逐步改善。公司自身在疫情冲击下仍能通过产品结构升级驱动盈利能力提升体现出营销体系能力与产品品质，预计随着消费者对于健康的越发重视，康纯板收入占比有望进一步提升驱动盈利提升。此外，公司全渠道布局逐步完善，大宗渠道有望依托索菲亚衣柜带动其余品类顺利开拓迎来高增，整装渠道依托合作公司逐步扩容有望迎来放量，两者将进一步打开公司规模增长空间。

盈利调整和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年 EPS 为 1.29、1.51 元、1.76 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 19、16 和 14 倍，看好公司在产品、渠道等方面持续展现龙头实力，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复；招商不达预期；工程渠道橱柜进展不畅

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,161**	**7,311**	**7,686**	**8,228**	**9,593**	**11,035**
增长率		18.7%	5.1%	7.0%	16.6%	15.0%
主营业务成本	-3,810	-4,564	-4,817	-5,145	-5,977	-6,849
%销售收入	61.8%	62.4%	62.7%	62.5%	62.3%	62.1%
毛利	2,352	2,747	2,869	3,082	3,616	4,186
%销售收入	38.2%	37.6%	37.3%	37.5%	37.7%	37.9%
营业税金及附加	-68	-76	-72	-77	-90	-103
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-519	-700	-765	-889	-978	-1,137
%销售收入	8.4%	9.6%	10.0%	10.8%	10.2%	10.3%
管理费用	-606	-566	-591	-716	-758	-872
%销售收入	9.8%	7.7%	7.7%	8.7%	7.9%	7.9%
研发费用	0	-191	-185	-156	-158	-154
%销售收入	0.0%	2.6%	2.4%	1.9%	1.7%	1.4%
息税前利润（EBIT）	1,159	1,213	1,255	1,245	1,631	1,920
%销售收入	18.8%	16.6%	16.3%	15.1%	17.0%	17.4%
财务费用	-10	-23	-26	-22	-17	-19
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-8	-11	-18	-13	-13	-13
公允价值变动收益	0	0	46	150	25	25
投资收益	34	32	52	60	50	50
%税前利润	2.9%	2.6%	3.9%	4.1%	2.9%	2.5%
营业利润	1,182	1,234	1,348	1,464	1,719	2,007
营业利润率	19.2%	16.9%	17.5%	17.8%	17.9%	18.2%
营业外收支	0	-3	-2	1	1	1
税前利润	1,181	1,231	1,347	1,465	1,720	2,008
利润率	19.2%	16.8%	17.5%	17.8%	17.9%	18.2%
所得税	-277	-267	-252	-274	-322	-375
所得税率	23.4%	21.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
净利润	905	964	1,095	1,191	1,399	1,632
少数股东损益	-2	5	17	17	25	29
归属于母公司的净利润	**907**	**959**	**1,077**	**1,174**	**1,374**	**1,603**
净利率	14.7%	13.1%	14.0%	14.3%	14.3%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	905	964	1,095	1,191	1,399	1,632
少数股东损益	-2	5	17	17	25	29
非现金支出	219	300	365	350	396	457
非经营收益	-35	-5	-80	-183	-24	-27
营运资金变动	154	-159	-78	-260	-6	119
经营活动现金净流	**1,243**	**1,100**	**1,301**	**1,098**	**1,765**	**2,181**
资本开支	-1,139	-723	-683	-732	-849	-1,049
投资	184	371	-780	150	25	25
其他	35	34	63	60	50	50
投资活动现金净流	**-920**	**-318**	**-1,400**	**-522**	**-774**	**-974**
股权募资	101	80	3	0	0	0
债权募资	386	112	-208	425	-10	-106
其他	-358	-623	-533	-507	-602	-690
筹资活动现金净流	**129**	**-431**	**-738**	**-82**	**-612**	**-796**
现金净流量	**452**	**351**	**-837**	**494**	**378**	**411**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,813	2,165	1,340	1,834	2,212	2,624
应收款项	294	628	1,082	1,144	1,322	1,512
存货	287	303	339	339	394	452
其他流动资产	1,209	572	1,367	1,528	1,595	1,546
流动资产	3,602	3,668	4,128	4,845	5,524	6,133
%总资产	51.0%	47.0%	48.7%	50.4%	51.3%	51.2%
长期投资	101	317	264	264	264	264
固定资产	2,655	2,980	3,259	3,659	4,114	4,707
%总资产	37.6%	38.1%	38.4%	38.1%	38.2%	39.3%
无形资产	597	677	642	655	668	681
非流动资产	3,458	4,144	4,356	4,767	5,235	5,841
%总资产	49.0%	53.0%	51.3%	49.6%	48.7%	48.8%
资产总计	**7,060**	**7,812**	**8,484**	**9,613**	**10,758**	**11,974**
短期借款	316	504	442	868	857	752
应付款项	1,101	1,297	1,595	1,549	1,798	2,063
其他流动负债	398	387	407	430	487	553
流动负债	1,815	2,188	2,444	2,846	3,143	3,368
长期贷款	253	177	30	30	30	30
其他长期负债	78	88	100	106	106	106
负债	**2,145**	**2,454**	**2,575**	**2,982**	**3,279**	**3,504**
普通股股东权益	**4,471**	**4,832**	**5,445**	**6,149**	**6,973**	**7,935**
其中：股本	923	923	912	912	912	912
未分配利润	1,827	2,315	2,894	3,598	4,423	5,385
少数股东权益	443	526	465	482	506	536
负债股东权益合计	**7,060**	**7,812**	**8,484**	**9,613**	**10,758**	**11,974**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.982	1.039	1.181	1.286	1.506	1.757
每股净资产	4.842	5.233	5.967	6.739	7.643	8.697
每股经营现金净流	1.346	1.191	1.426	1.203	1.934	2.390
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.515	0.602	0.703
回报率						
净资产收益率	20.28%	19.85%	19.79%	19.09%	19.71%	20.20%
总资产收益率	12.84%	12.28%	12.70%	12.21%	12.77%	13.39%
投入资本收益率	16.18%	15.70%	15.94%	13.39%	15.80%	16.82%
增长率						
主营业务收入增长率	36.02%	18.66%	5.13%	7.05%	16.59%	15.03%
EBIT增长率	41.84%	4.65%	3.46%	-0.84%	31.05%	17.72%
净利润增长率	36.56%	5.77%	12.34%	8.93%	17.09%	16.63%
总资产增长率	32.25%	10.65%	8.60%	13.30%	11.92%	11.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	15.7	26.1	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	26.6	23.6	24.3	24.3	24.3	24.3
应付账款周转天数	46.3	48.9	54.9	54.9	54.9	54.9
固定资产周转天数	129.4	120.0	129.7	125.6	113.6	108.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.31%	-27.70%	-36.26%	-33.35%	-34.76%	-36.80%
EBIT利息保障倍数	115.9	51.8	49.2	56.9	94.6	98.5
资产负债率	30.39%	31.41%	30.35%	31.02%	30.48%	29.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH