

索菲亚(002572)

点评报告

公司研究—其他轻工制造II行业—

证券研究报告

# Q2 盈利能力提升，环比改善趋势明确

——索菲亚中报点评

✍ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
☎ 联系人：史凡可、傅嘉成、姜文镓  
✉ : mali@stocke.com.cn

## 报告导读

公司发布 2020 年中报：20H1 公司实现营收 25.55 亿（同比-18.7%），归母净利润 3.43 亿元（同比-12.35%），扣非归母净利润 2.13 亿元（同比-38.81%），非经常性损益 1.30 亿元（去年同期为 0.43 亿元），系期内投资收益增加较多。20Q2 公司实现营收 17.91 亿（同比-8.48%），归母净利润 3.59 亿元（同比+26.46%），扣非归母净利润 2.79 亿元（同比+3.61%），Q2 扣非净利率同比提升 1.82pct，盈利能力向好。

## 投资要点

### □ 衣柜毛利有所提升，客单价增势较好

期内衣柜及配件实现营收 20.79 亿元（-18.41%），其中 Q2 单季收入 14.20 亿元（-9.68%）；衣柜及配件毛利率 41.26%（+1.31pct），其中 Q2 单季毛利率增加 3.64pct，主要系高毛利产品销售占比提升。得益于经销渠道管理变革提升运营能力，叠加康纯板订单占比由期初的 26.2% 提升到 34%（客户占比由 44% 提升至 49%），衣柜客单价同比增长 12.80% 至 12324 元/单。从渠道来看，我们模糊测算（根据衣柜总收入-大宗收入估算）得到衣柜零售渠道收入 17.71 亿元（-22%），专卖店+大家居门店共计 2895 家（较 19 年末增加 178 家），我们测算单店收入 61.19 万元，主要系疫情影响进店客流所致；此外，公司期内加速渠道下沉，省会/地级/四五线城市门店数占比分别为 15%/29%/57%（较期初-3pct/+1pct/+3pct），贡献收入占比分别为 30%/33%/37%（较期初-2pct/+1pct/+1pct）。

### □ 橱柜品类 Q2 销售回暖，木门业务逆势增长

**(1) 橱柜业务：**期内实现营收 2.54 亿元（-18.45%），其中 Q2 单季收入 2 亿元（-1.85%），环比修复明显，毛利率 23.19%（-4.38pct）。司米橱柜拥有独立专卖店 1055 家（较期初增加 210 家），我们测算橱柜单店收入约 24.1 万元，其零售渠道在一二三线城市已与衣柜实现 90% 匹配，其余城市匹配率近 45%。下半年公司将推进大商帮扶计划、司索联动、打造爆款产品盈利模式等三大重点项目落地，实现经销商盈利能力提升。

**(2) 木门业务：**期内实现营收 0.89 亿元（+9.93%），占收入比重 3.46%（+0.9pct）；其中 Q2 单季收入 0.74 亿（+41.52%）。索菲亚木门重点跟随索菲亚定制柜开大店、推进融入店，期末融入店逾 560 家（较期初增加约 90 家）、独立店 215 家（较期初减少 12 家）；华鹤品牌定制木门门店逾 172 家（较期初增加 9 家），我们测算单店收入 22.87 万元。下半年公司将导入电商流量，同步索菲亚布局整装渠道，形成衣橱木三者联动，推进木门发展。

### □ 全渠道建设持续推进，大宗渠道出货金额大幅增长

**(1) 线上渠道：**上半年公司累计开展将近 600 场直播，3 月的“入驻薇娅直播间”（17 分钟直播观看人次 1200 万）、“发起抖音挑战赛”（总曝光量超 5 亿），4 月的“对话奥运冠军”（观看人次 109 万），5 月的“辣妈直播购”，6 月与董明珠携手直播“强强联合定制健康家”，线上直播引流成效显著，公司 618 活动实现单品类天猫、京东销售四连冠；同时推出线上测量服务及线上确图服务，

## 评级

## 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥24.18

## 单季度业绩

## 元/股

|         |       |
|---------|-------|
| 2Q/2020 | 0.41  |
| 1Q/2020 | -0.03 |
| 4Q/2019 | 0.40  |
| 3Q/2019 | 0.37  |



## 公司简介

公司是定制家居行业的龙头企业之一，主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售

## 相关报告

报告撰写人：马莉

联系人：史凡可、傅嘉成、姜文镓

争取在疫情后可快速成单。

**(2) 线下零售渠道:** 期内经销渠道实现营收 21.38 亿元 (-19.97%)、贡献占比 84.25%，直营渠道实现营收 0.82 亿元 (-14.75%)、贡献占比 3.24%。主要系省会城市（占经销渠道收入的 1/3）管控较严、Q2 收入下滑了 22%，但从前端接单数据来看，线下门店 Q2 接单已恢复正增长，省会城市店面接单增长 10%，有望 Q3 转化成工厂订单、确认收入。

**(3) 大宗渠道:** 期内公司大宗渠道实现营收约 3.09 亿元 (+7%)，占主营业务收入 12.13% (+0.82pct)，截至期末大宗渠道出货金额同比增长 39.85%，因疫情影响工程项目安装延迟，出货金额未能及时确认收入，预计将兑现到 Q3 增量。同时，橱柜、木门品类搭载衣柜的地产商客户体系，工程渠道出货额实现同比较快增长，预计下半年橱柜品类工程渠道有望贡献增量。

**(4) 整装渠道:** 截至期末公司已签约 300 家整装企业，全年计划签约 500 家整装企业。目前整装渠道还处于导入期，伴随公司持续推进打造专属产品、制度、流程和合作伙伴开发等方面，预计 21 年开始高速增长。

#### □ 产品结构优化提升毛利率，Q2 盈利能力显著提升

期内综合毛利率 37.48% (+0.83pct)，其中 Q2 毛利率 40.17% (+2.30pct)，主要系产品结构持续优化，高毛利产品占比提升。期间费用率 26.09% (+3.68pct)，销售费用率 11.95% (同比+0.96pct)，管理+研发费用率 13.53% (同比+2.55pct)，财务费用率 0.61% (同比+0.17pct)。扣非归母净利率 8.34% (同比-2.7pct)，其中 Q2 扣非归母净利率 15.55% (+1.82pct)，为盈利能力显著提升。期末公司账上存货 5.27 亿 (较期初增加 1.88 亿)，存货周转天数同比增加 20.99 天至 48.81 天，主要系疫情导致安装交付滞后，发出商品增加较多；应收账款及票据 10.70 亿 (较期初增加 0.30 亿)，应收账款周转天数同比增加 16.04 天至 42.66 天。期内公司经营性现金流-0.99 亿 (去年同期 2.28 亿)。

#### □ 盈利预测及估值

Q2 以来公司零售端接单持续回暖、工程渠道出货高增，但由于安装及确认收入滞后影响 Q2 表现，我们看好公司 Q3 业绩弹性。中长期来看，康纯板推动公司产品结构持续升级，多品牌多渠道同步推进，且整装业务有望进入放量阶段，持续看好！我们预计 20-22 年分别实现营收 84.89/96.95/110.19 亿，同增 10.44%/14.21%/13.65%；归母净利 12.45/14.17/16.15 亿，同增 15.55%/13.86%/13.95%，当前股价对应 PE 为 17.72X/15.56X/13.66X，首次覆盖给予“买入”评级。

□ **风险提示:** 渠道拓展不达预期，房地产调控超预期

#### 财务摘要

| (百万元)    | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
|----------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入     | 7686.08 | 8488.75 | 9695.11 | 11018.90 |
| (+/-)    | 5.13%   | 10.44%  | 14.21%  | 13.65%   |
| 净利润      | 1077.43 | 1244.98 | 1417.48 | 1615.15  |
| (+/-)    | 12.34%  | 15.55%  | 13.86%  | 13.95%   |
| 每股收益 (元) | 1.18    | 1.36    | 1.55    | 1.77     |
| P/E      | 20.48   | 17.72   | 15.56   | 13.66    |

**图 1：索菲亚季度财务数据一览**

| 单位: 百万元   | 2018Q1   | 2018Q2   | 2018Q3   | 2018Q4   | 2019Q1   | 2019Q2   | 2019Q3   | 2019Q4   | 2020Q1   | 2020Q2   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入     | 1,243.04 | 1,744.91 | 2,117.93 | 2,205.02 | 1,184.93 | 1,957.46 | 2,169.16 | 2,374.52 | 763.39   | 1,791.46 |
| YOY       | 30.32%   | 13.78%   | 20.10%   | 15.42%   | -4.67%   | 12.18%   | 2.42%    | 7.69%    | -35.58%  | -8.48%   |
| 归母净利润     | 103.08   | 265.87   | 322.85   | 267.28   | 106.89   | 284.05   | 328.90   | 357.59   | -16.55   | 359.23   |
| YOY       | 33.48%   | 22.50%   | 14.70%   | -19.26%  | 3.69%    | 6.84%    | 1.87%    | 33.79%   | -115.48% | 26.46%   |
| 扣非归母净利润   | 97.23    | 249.73   | 320.42   | 249.54   | 79.42    | 268.89   | 289.11   | 333.50   | (65.49)  | 278.61   |
| YOY       |          |          | 18.94%   | -23.29%  | -18.32%  | 7.67%    | -9.77%   | 33.65%   | -182.46% | 3.61%    |
| 毛利率       | 34.75%   | 39.76%   | 38.16%   | 36.87%   | 34.39%   | 38.02%   | 38.11%   | 37.50%   | 30.87%   | 40.30%   |
| 期间费用率     | 24.41%   | 20.42%   | 18.32%   | 19.64%   | 26.28%   | 20.07%   | 20.14%   | 17.95%   | 40.74%   | 19.83%   |
| 其中: 销售费用  | 138.63   | 164.54   | 198.84   | 198.32   | 151.38   | 193.90   | 215.28   | 204.73   | 111.81   | 193.38   |
| 销售费用率     | 11.15%   | 9.43%    | 9.39%    | 8.99%    | 12.78%   | 9.91%    | 9.92%    | 8.62%    | 14.65%   | 10.79%   |
| 其中: 管理费用  | 160.70   | 189.20   | 152.63   | 173.01   | 119.67   | 145.63   | 166.63   | 159.42   | 158.91   | 101.34   |
| 研发费用      | 0.00     | 0.00     | 35.28    | 46.19    | 33.55    | 46.13    | 49.07    | 56.37    | 34.85    | 50.49    |
| 管理+研发费用率  | 12.93%   | 10.84%   | 8.87%    | 9.94%    | 12.93%   | 9.80%    | 9.94%    | 9.09%    | 25.38%   | 8.48%    |
| 其中: 财务费用  | 4.07     | 2.63     | 1.25     | 15.45    | 6.80     | 7.17     | 5.88     | 5.66     | 5.47     | 10.06    |
| 财务费用率     | 0.33%    | 0.15%    | 0.06%    | 0.70%    | 0.57%    | 0.37%    | 0.27%    | 0.24%    | 0.72%    | 0.56%    |
| 归母净利润率    | 8.29%    | 15.24%   | 15.24%   | 12.12%   | 9.02%    | 14.51%   | 15.16%   | 15.06%   | -2.17%   | 20.05%   |
| 存货        | 293.81   | 323.22   | 348.73   | 302.89   | 310.90   | 312.55   | 346.01   | 338.85   | 398.90   | 527.33   |
| 较上年同期增减   |          | 12.25%   | 20.22%   | 5.57%    | 5.82%    | -3.30%   | -0.78%   | 11.87%   | 28.30%   | 68.72%   |
| 应收票据      | 0.00     | 11.45    | 125.92   | 189.52   | 205.55   | 298.51   | 331.47   | 346.93   | 413.20   | 552.75   |
| 较上年同期增减   | -0.10    | 10.75    | 125.92   | 189.52   | 205.55   | 287.06   | 205.54   | 157.41   | 207.65   | 254.24   |
| 应收账款      | 290.33   | 405.74   | 428.56   | 406.57   | 462.14   | 523.04   | 548.37   | 693.64   | 584.35   | 517.33   |
| 较上年同期增减   | 171.87   | 271.18   | 248.17   | 182.83   | 171.81   | 117.31   | 119.81   | 287.06   | 122.21   | -5.72    |
| 应付账款及应付票据 | 489.10   | 621.52   | 567.26   | 671.73   | 487.42   | 702.24   | 648.38   | 835.14   | 613.13   | 841.80   |
| 较上年同期增减   | 150.21   | 141.04   | 43.79    | 119.67   | -1.68    | 80.72    | 81.11    | 163.41   | 125.71   | 139.56   |
| 预收账款      | 369.54   | 531.43   | 507.71   | 534.78   | 398.72   | 510.16   | 591.35   | 543.99   | 418.96   | 604.61   |
| 较上年同期增减   | -5.29    | 79.98    | 37.52    | 48.91    | 29.19    | -21.26   | 83.64    | 9.21     | 20.24    | 94.45    |
| 经营性现金流净额  | -249.95  | 582.28   | 184.32   | 583.15   | -418.99  | 646.81   | 375.36   | 698.06   | -619.91  | 520.90   |
| 较上年同期增减   | -79.89   | -4.04    | -256.90  | 197.95   | -169.04  | 64.53    | 191.03   | 114.91   | -200.91  | -125.91  |
| 筹资性现金流净额  | -17.15   | -460.28  | 31.60    | 15.06    | 231.52   | -468.22  | -213.06  | -288.97  | 470.77   | -493.88  |
| 较上年同期增减   | -127.48  | -302.85  | -148.08  | 19.29    | 248.67   | -7.94    | -244.66  | -304.03  | 239.25   | -25.66   |
| 资本开支      | 193.81   | 263.83   | 228.15   | 49.55    | 294.61   | 132.51   | 131.98   | 127.12   | 111.93   | 108.48   |
| 较上年同期增减   | 1.42     | -217.91  | -98.98   | -88.50   | 100.80   | -131.32  | -96.18   | 77.57    | -182.68  | -24.02   |
| ROE       | 2.28%    | 5.91%    | 7.05%    | 5.59%    | 2.30%    | 6.16%    | 6.69%    | 6.79%    | -0.30%   | 6.72%    |
| YOY (±)   | 0.31%    | 0.37%    | 0.02%    | -2.10%   | 0.02%    | 0.24%    | -0.36%   | 1.21%    | -2.60%   | 0.56%    |
| 资产负债率     | 26.09%   | 30.26%   | 27.43%   | 31.41%   | 35.08%   | 33.10%   | 30.80%   | 30.35%   | 30.20%   | 34.04%   |
| YOY (±)   | 3.13%    | 0.88%    | -3.71%   | 1.02%    | 8.99%    | 2.84%    | 3.37%    | -1.06%   | -4.88%   | 0.94%    |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**图 2：索菲亚收入结构一览(单位: 百万元)**

|                    | 19Q1    | 19Q2    | 19H1    | 19Q3    | 19Q4    | 19H2    | 19A     | 20Q1    | 20Q2    | 20H1    |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>衣柜及其配件(索菲亚)</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入(百万元)            | 976.55  | 1571.86 | 2548.41 | 1744.40 | 1882.70 | 3627.09 | 6175.50 | 659.57  | 1419.67 | 2079.24 |
| YOY                | -7.11%  | 9.55%   | 2.50%   | -1.71%  | 4.61%   | 1.47%   | 1.90%   | -32.46% | -9.68%  | -18.41% |
| 占比                 | 82.41%  | 80.30%  | 81.10%  | 80.42%  | 79.29%  | 79.83%  | 80.35%  | 86.40%  | 79.25%  | 81.38%  |
| 大宗渠道               | 98.53   | 189.59  | 288.12  | 182.80  | 284.34  | 467.14  | 755.26  |         |         | 307.84  |
| yoy                | 27%     | 18%     | 178.65% | 82%     | 56%     |         |         |         |         | 7%      |
| 占比                 | 10.09%  | 12.06%  | 11.31%  | 10.48%  | 15.10%  | 12.88%  | 12.23%  |         |         | 12.05%  |
| 零售渠道               | 878.02  | 1382.27 | 2260.29 | 1561.60 | 1598.35 | 3159.95 | 5420.24 |         |         | 1771.40 |
| yoy                | -1.7%   | -3%     | 0.08%   | -3.62%  | -5.85%  | -5%     | -3%     |         |         | -22%    |
| 占比                 | 90%     | 88%     | 89%     | 90%     | 84.90%  | 87%     | 88%     |         |         | 69%     |
| 门店数量               | 2659    | 2646    | 2646    | 2642    | 2717    | 2717    | 2717    |         |         | 2895    |
| 其中: 大家居店           | 137     | 176     | 176     | 191     | 216     | 216     | 216     |         |         | 303     |
| 单店收入(万元/家)         | 33.02   | 52.24   | 85.42   | 59.11   | 58.83   | 116.30  | 199.49  |         |         | 61.19   |
| YOY                | -20.53% | -1.13%  | -9.68%  | -9.93%  | -9.91%  | -8.86%  | -6.99%  |         |         | -28.37% |
| 客单数(万)             | 9.02    | 14.30   | 23.32   | 14.70   | 15.25   | 29.95   | 53.27   |         |         | 16.87   |
| 客单价(元/单)           | 10825   | 10990   | 10926   | 11870   | 12342   | 12111   | 11592   |         |         | 12324   |
| 毛利率                |         |         | 39.95%  |         | 40.24%  | 40.87%  | 40.49%  |         |         | 41.26%  |
| <b>厨柜及其配件(司米)</b>  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入(百万元)            | 108.35  | 203.42  | 311.77  | 238.51  | 300.93  | 539.44  | 851.21  | 54.58   | 199.65  | 254.24  |
| YOY                | 12.98%  | 12.01%  | 12.35%  | 11.89%  | 38.14%  | 25.16%  | 20.14%  | -49.62% | -1.85%  | -18.45% |
| 占比                 | 9.14%   | 10.39%  | 9.92%   | 11.00%  | 12.67%  | 11.87%  | 11.07%  | 7.15%   | 11.14%  | 9.95%   |
| 门店数量               | 822     | 837     | 837     | 814     | 845     | 845     | 845     |         |         | 1055    |
| 单店收入(万元/家)         | 13.18   | 24.30   | 37.25   | 29.30   | 35.61   | 63.84   | 100.73  |         |         | 24.10   |
| YOY                | 0.34%   | 2.51%   | 2.82%   | 12.99%  | 34.38%  | 21.75%  | 16.87%  |         |         | -35.30% |
| 毛利率                |         |         | 27.57%  |         |         | 29.10%  | 28.54%  |         |         | 23.19%  |
| <b>木门业务</b>        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入(百万元)            | 28.38   | 52.13   | 80.51   | 53.87   | 53.46   | 107.33  | 187.84  | 14.73   | 73.77   | 88.51   |
| YOY                | 36.12%  | 33.12%  | 34.16%  | 12.89%  | 5.99%   | 9.34%   | 18.76%  | -48.09% | 41.52%  | 9.93%   |
| 占比                 | 2.40%   | 2.66%   | 2.56%   | 2.48%   | 2.25%   | 2.36%   | 2.44%   | 1.93%   | 4.12%   | 3.46%   |
| 门店数量               | 304     | 299     | 299     | 305     | 390     | 390     | 390     |         |         | 387     |
| 单店收入(万元/家)         | 9.34    | 17.43   | 26.93   | 17.66   | 13.71   | 27.52   | 48.16   |         |         | 22.87   |
| YOY                | 27.61%  | 41.13%  | 42.24%  | 14.74%  | -21.73% | -19.25% | -12.30% |         |         | -15.06% |
| 毛利率                |         |         | 10.29%  |         |         | 20.02%  | 15.85%  |         |         | 9.39%   |
| <b>家具家品</b>        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入(百万元)            | 61.51   | 118.95  | 180.46  | 124.42  | 124.83  | 249.25  | 429.71  | 25.59   | 90.26   | 115.85  |
| YOY                | -10.91% | 48.78%  | 21.13%  | 34.48%  | 36.20%  | 35.33%  | 28.98%  | -58.39% | -24.12% | -35.80% |
| 占比                 | 5.19%   | 6.08%   |         | 5.74%   | 5.26%   | 5.49%   | 5.59%   | 3.88%   | 5.04%   | 4.53%   |
| 毛利率                |         |         | 14.28%  |         |         | 17.21%  | 15.98%  |         |         | 23.14%  |

注: 大宗中包含少量厨柜、木门

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |           |          |          |          |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|
| 单位: 百万元        | 2019      | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
| <b>流动资产</b>    | 4127.57   | 4688.74  | 6211.30  | 8065.11  |
| 现金             | 1339.72   | 2489.04  | 3728.59  | 5191.54  |
| 交易性金融资产        | 1275.23   | 425.08   | 566.77   | 755.69   |
| 应收账款           | 1040.57   | 716.54   | 973.80   | 1176.22  |
| 其它应收款          | 41.00     | 59.01    | 53.45    | 65.38    |
| 预付账款           | 37.74     | 79.70    | 72.92    | 79.78    |
| 存货             | 338.85    | 357.04   | 438.13   | 465.03   |
| 其他             | 54.45     | 562.33   | 377.64   | 331.47   |
| <b>非流动资产</b>   | 4356.45   | 4680.37  | 4885.70  | 4999.77  |
| 金融资产类          | 0.00      | 138.01   | 150.51   | 96.17    |
| 长期投资           | 38.55     | 14.18    | 18.91    | 23.88    |
| 固定资产           | 2731.17   | 3172.41  | 3399.64  | 3626.65  |
| 无形资产           | 540.37    | 608.63   | 627.05   | 637.81   |
| 在建工程           | 527.71    | 440.48   | 373.82   | 299.20   |
| 其他             | 518.64    | 306.66   | 315.77   | 316.06   |
| <b>资产总计</b>    | 8484.01   | 9369.12  | 11097.00 | 13064.88 |
| <b>流动负债</b>    | 2444.45   | 2078.70  | 2368.01  | 2701.98  |
| 短期借款           | 313.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付款项           | 835.14    | 809.76   | 945.65   | 1099.78  |
| 预收账款           | 543.99    | 630.37   | 705.11   | 799.84   |
| 其他             | 752.32    | 638.57   | 717.25   | 802.36   |
| <b>非流动负债</b>   | 130.28    | 118.77   | 122.47   | 123.84   |
| 长期借款           | 30.00     | 30.00    | 30.00    | 30.00    |
| 其他             | 100.28    | 88.77    | 92.47    | 93.84    |
| <b>负债合计</b>    | 2574.73   | 2197.47  | 2490.48  | 2825.82  |
| 少数股东权益         | 464.73    | 482.12   | 499.51   | 516.90   |
| 归属母公司股东权       | 5444.55   | 6689.53  | 8107.01  | 9722.16  |
| <b>负债和股东权益</b> | 8484.01   | 9369.12  | 11097.00 | 13064.88 |
| <b>现金流量表</b>   |           |          |          |          |
| 单位: 百万元        | 2019      | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
| <b>经营活动现金流</b> | 1301.24   | 1355.36  | 1815.24  | 2054.22  |
| 净利润            | 1094.82   | 1262.37  | 1434.87  | 1632.54  |
| 折旧摊销           | 346.85    | 261.10   | 297.75   | 326.71   |
| 财务费用           | 25.51     | 26.71    | 27.05    | 26.73    |
| 投资损失           | (52.10)   | (52.10)  | (52.10)  | (52.10)  |
| 营运资金变动         | 342.08    | (238.24) | 208.35   | 153.32   |
| 其它             | (455.93)  | 95.52    | (100.67) | (32.98)  |
| <b>投资活动现金流</b> | (1400.04) | 97.67    | (583.25) | (574.99) |
| 资本支出           | (279.29)  | (544.45) | (382.82) | (402.18) |
| 长期投资           | 278.95    | (113.65) | (17.22)  | 49.36    |
| 其他             | (1399.70) | 755.76   | (183.22) | (222.17) |
| <b>筹资活动现金流</b> | (738.72)  | (398.75) | (5.26)   | (21.58)  |
| 短期借款           | (113.87)  | (313.00) | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款           | (146.92)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他             | (477.93)  | (85.75)  | (5.26)   | (21.58)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (837.52)  | 1054.28  | 1226.73  | 1457.66  |

| <b>利润表</b>      |         |         |         |          |
|-----------------|---------|---------|---------|----------|
| 单位: 百万元         | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
| <b>营业收入</b>     | 7686.08 | 8488.75 | 9695.11 | 11018.90 |
| 营业成本            | 4817.17 | 5219.17 | 5963.78 | 6773.67  |
| 营业税金及附加         | 72.08   | 79.60   | 90.92   | 103.33   |
| 营业费用            | 765.29  | 843.26  | 914.62  | 1039.50  |
| 管理费用            | 591.34  | 643.45  | 705.80  | 802.18   |
| 研发费用            | 185.11  | 219.01  | 250.13  | 284.29   |
| 财务费用            | 25.51   | 26.71   | 27.05   | 26.73    |
| 资产减值损失          | 17.70   | 4.95    | 27.18   | 34.71    |
| 公允价值变动损益        | 46.08   | 100.00  | 40.00   | 40.00    |
| 投资净收益           | 52.10   | 52.10   | 52.10   | 52.10    |
| 其他经营收益          | 42.44   | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| <b>营业利润</b>     | 1348.20 | 1604.71 | 1807.73 | 2046.61  |
| 营业外收支           | (1.60)  | (1.40)  | (1.92)  | (1.64)   |
| <b>利润总额</b>     | 1346.60 | 1603.30 | 1805.81 | 2044.96  |
| 所得税             | 251.78  | 340.93  | 370.94  | 412.42   |
| <b>净利润</b>      | 1094.82 | 1262.37 | 1434.87 | 1632.54  |
| 少数股东损益          | 17.39   | 17.39   | 17.39   | 17.39    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1077.43 | 1244.98 | 1417.48 | 1615.15  |
| EBITDA          | 1718.57 | 1824.97 | 2158.53 | 2445.98  |
| EPS (最新摊薄)      | 1.18    | 1.36    | 1.55    | 1.77     |
| <b>主要财务比率</b>   |         |         |         |          |
|                 | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |          |
| 营业收入            | 5.13%   | 10.44%  | 14.21%  | 13.65%   |
| 营业利润            | 9.23%   | 19.03%  | 12.65%  | 13.21%   |
| 归属母公司净利润        | 12.34%  | 15.55%  | 13.86%  | 13.95%   |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |          |
| 毛利率             | 37.33%  | 38.52%  | 38.49%  | 38.53%   |
| 净利率             | 14.24%  | 14.87%  | 14.80%  | 14.82%   |
| ROE             | 19.12%  | 19.04%  | 17.97%  | 17.14%   |
| ROIC            | 18.85%  | 18.13%  | 17.97%  | 17.18%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |          |
| 资产负债率           | 30.35%  | 23.45%  | 22.44%  | 21.63%   |
| 净负债比率           | 18.35%  | 4.57%   | 4.91%   | 4.51%    |
| 流动比率            | 1.69    | 2.26    | 2.62    | 2.98     |
| 速动比率            | 1.55    | 2.08    | 2.44    | 2.81     |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |          |
| 总资产周转率          | 0.94    | 0.95    | 0.95    | 0.91     |
| 应收帐款周转率         | 13.97   | 14.04   | 16.39   | 14.94    |
| 应付帐款周转率         | 6.65    | 6.67    | 7.01    | 6.90     |
| <b>每股指标(元)</b>  |         |         |         |          |
| 每股收益            | 1.18    | 1.36    | 1.55    | 1.77     |
| 每股经营现金          | 1.43    | 1.49    | 1.99    | 2.25     |
| 每股净资产           | 5.97    | 7.33    | 8.89    | 10.66    |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |          |
| P/E             | 20.48   | 17.72   | 15.56   | 13.66    |
| P/B             | 4.05    | 3.30    | 2.72    | 2.27     |
| EV/EBITDA       | 10.15   | 10.81   | 8.52    | 6.85     |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>