



Q2 疫情影响犹存，H2 复苏有望提速

索菲亚（002572）2020 年中报点评 | 2020.9.1

中信证券研究部

核心观点



李鑫
首席轻工分析师
S1010510120016



肖昊
轻工分析师
S1010519070002

2020H1 公司营收/归属净利润分为 25.5/3.4 亿元，同比-18.7%/-12.3%；单 Q2 收入/归属净利润增速分为-8.5%/+26.5%，收入符合预期，业绩超预期主要系毛利率提升+公允价值变动收益同增 1.1 亿元。疫情影响 Q2 仍在持续，但伴随零售业务回暖、大宗业务较高出货增长逐步兑现收入，H2 基本面有望继续改善，维持“买入”评级。

2020Q2 收入符合预期，疫情影响持续延缓恢复进度。20Q2 整体营收 17.9 亿元，同比-8.5%，符合预期，其中索菲亚衣柜收入 14.2 亿元、YOY-9.7%，家具家品 0.86 亿元、YOY-27.5%，司米橱柜 2.0 亿元、YOY-1.9%，定制木门 0.74 亿元、YOY+41.5%。我们预计 Q2 索菲亚衣柜中工程渠道收入增速接近 15%，低于我们此前预期的 20%+，主要系 Q2 部分工厂出货未能及时验收兑现收入；零售渠道收入同比下滑超 10%，恢复进度偏慢，主要系疫情影响下部分城市上门安装服务仍受阻，订单履约周期尚未恢复正常。而橱柜/木门 Q2 恢复情况优于衣柜，判断缘于工程渠道拓展效益开始释放。

2020Q2 归属净利润超预期，主要系综合毛利率提升+公允价值变动收益增加。20Q2 归属净利润 3.6 亿元，同比+26.5%，超出我们预期，主要系：1) Q2 综合毛利率同增 2.3pcts，其中衣柜受益于产品结构升级，康纯板订单占比增至 34%，带动毛利率同比+3.6pcts，对综合毛利率提升形成主要拉动，而家具家品/橱柜/木门毛利率同比+11.8/-7.0/-8.7pcts；2) Q2 公允价值变动收益为 0.9 亿元，由奥飞数据的股票投资贡献，同增 1.1 亿元，对利润拉动较为明显。20Q2 期间费用率同比-0.2pct 至 19.8%，其中管理(含研发)费用率同比-1.3pcts，主要受益于国家社保减免政策，而销售/财务费用率同比+0.9/+0.2pct。20Q2 经营性现金流 5.21 亿元，但 H1 合计仅-0.99 亿元，后续仍有待改善。

零售回暖+工程发力，助力 H2 基本面兑现向上弹性。索菲亚衣柜方面，截至 20H1 整装渠道已签约 300 家整装/家装公司，全年计划签约数 500 家，但鉴于该渠道尚处导入期，今年收入贡献料有限，下调全年收入预测至 0.2 亿元（原预测 1.5 亿元），则衣柜全年收入预测下调至 62.3 亿元（原预测 63.6 亿元），同比+0.8%，其中零售/工程收入增速分为-3.3%/30.0%。鉴于 H1 家具家品销售恢复较慢，下调全年收入预测至 4.3 亿元（原预测 5.4 亿元）。维持司米橱柜/定制木门全年收入预测 10.2 亿/2.4 亿元。综上，下调主营收入预测至 79.2 亿元（原预测 81.6 亿元），同比+3.6%，对应 H2 增速接近 20%。

风险因素：疫情影响持续；地产调控趋严；经销渠道增速低于预期；大宗业务坏账增加；整装渠道拓展低于预期。

投资建议：鉴于衣柜整装渠道和家具家品收入预测减少，下调 2020 年营收预测至 79.7 亿元（原预测 82.0 亿元），维持 2021-2022 年营收预测 91.9 亿/104.1 亿元。维持 2020-2022 年 EPS 预测 1.25/1.39/1.55 元。伴随零售和工程渠道继续回暖，公司基本面有望逐季改善，维持“买入”评级。

索菲亚	002572
评级	买入(维持)
当前价	24.18 元
总股本	912 百万股
流通股本	637 百万股
52 周最高/最低价	25.85/16.25 元
近 1 月绝对涨幅	2.28%
近 12 月绝对涨幅	41.67%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	7,965	9,194	10,406
营业收入增长率	18.7	5.1	3.6	15.4	13.2
净利润(百万元)	959	1077	1143	1267	1414
净利润增长率	5.8	12.3	6.0	10.8	11.7
每股收益 EPS(基本)(元)	1.05	1.18	1.25	1.39	1.55
净资产收益率 ROE%	19.8	19.6	19.7	19.7	19.8
PE	23	20	19	17	16

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,311	7,686	7,965	9,194	10,406
营业成本	4,564	4,817	4,984	5,760	6,525
毛利率	37.57%	37.33%	37.42%	37.35%	37.30%
营业税金及附加	76	72	83	94	108
营业费用	700	765	790	899	1,015
营业费用率	9.58%	9.96%	9.92%	9.78%	9.75%
管理费用	757	776	800	915	1,032
管理费用率	10.35%	10.10%	10.05%	9.95%	9.92%
财务费用	23	26	20	29	31
财务费用率	0.32%	0.33%	0.25%	0.32%	0.30%
投资收益	32	52	55	53	50
营业利润	1,234	1,388	1,467	1,605	1,794
营业利润率	16.88%	18.06%	18.41%	17.46%	17.24%
营业外收入	1	2	2	3	3
营业外支出	4	3	2	2	2
利润总额	1,231	1,386	1,467	1,606	1,795
所得税	267	252	308	321	359
所得税率	21.66%	18.16%	21.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	5	17	16	18	22
归属于母公司股东的净利润	959	1,077	1,143	1,267	1,414
每股收益(元)(摊薄)	1.05	1.18	1.25	1.39	1.55

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	959	1,077	1,143	1,267	1,414
少数股东损益	5	17	16	18	22
折旧和摊销	289	347	367	404	425
营运资金减少	-159	-82	-70	-96	-45
其他	6	-58	-114	-33	-25
经营现金流	1,100	1,301	1,342	1,560	1,790
资本支出	-735	-686	-645	-735	-525
投资收益	34	63	55	53	50
资产变卖	12	3	-7	-9	-2
其他	371	-780	80	16	12
投资现金流	-318	-1,400	-517	-675	-465
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	112	-208	307	119	35
股息支出	-455	-496	-533	-594	-661
其他	-88	-34	-20	-29	-31
融资现金流	-431	-739	-246	-505	-658
现金净增加额	351	-838	578	381	667

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,165	1,340	1,918	2,299	2,966
存货	303	339	332	382	434
应收账款	407	694	719	830	960
其他流动资产	794	1,755	1,783	1,849	1,932
流动资产	3,668	4,128	4,751	5,360	6,292
固定资产	2,403	2,731	2,939	3,200	3,230
长期股权投资	4	39	39	39	39
无形资产	565	540	620	695	765
其他长期资产	1,173	1,046	1,074	1,110	1,143
非流动资产	4,144	4,356	4,672	5,044	5,178
资产总计	7,812	8,484	9,423	10,403	11,469
短期借款	427	313	500	619	653
应付账款	672	776	803	927	1,050
其他流动负债	1,090	1,355	1,329	1,367	1,493
流动负债	2,188	2,444	2,632	2,913	3,196
长期负债	177	30	150	150	150
其他长期负债	88	100	107	115	123
非流动性负债	265	130	257	265	273
负债合计	2,454	2,575	2,888	3,178	3,469
股本	923	912	912	912	912
资本公积	1,307	1,304	1,304	1,304	1,304
股东权益合计	4,843	5,484	6,093	6,765	7,519
少数股东权益	526.03	464.73	480.95	499.20	520.73
负债股东权益总计	7,812	8,484	9,423	10,403	11,469

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18.7	5.1	3.6	15.4	13.2
营业利润	4.4	12.4	5.7	9.4	11.8
净利润	5.8	12.3	6.0	10.8	11.7
毛利率	37.6	37.3	37.4	37.4	37.3
EBITDA Margin	20.5	20.8	21.0	21.0	20.7
净利率	13.1	14.0	14.3	13.8	13.6
净资产收益率	19.8	19.6	19.7	19.7	19.8
总资产收益率	13.2	14.1	13.5	13.4	13.6
资产负债率	31.4	30.3	30.6	30.5	30.2
所得税率	21.7	18.2	21.0	20.0	20.0
股利支付率	47.6	46.6	46.7	46.9	46.7

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。