

轻工制造

2021年07月21日

报告原因：有信息公布需要点评

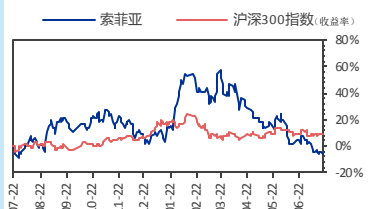
买入（维持）

市场数据：	2021年07月20日
收盘价（元）	21.53
一年内最高/最低（元）	38.4/21.03
市净率	3.1
息率（分红/股价）	2.79
流通A股市值（百万元）	13726
上证指数/深证成指	3536.79/15011.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2021年03月31日
每股净资产（元）	6.86
资产负债率%	39.05
总股本/流通A股（百万）	912/638
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《索菲亚（002572）点评：回购股份彰显公司信心，2021年零售增长可期》
2021/06/16

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com
周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com

研究支持

黄莎 A0230121010003
huanqsha@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

索菲亚 (002572)

——收回河南恒大子公司股权，提升全国各基地运营效率

投资要点：

- **公司公告受让控股子公司河南恒大索菲亚少数股东股权。**公司公告公司受让控股子公司河南恒大索菲亚40%股权，以1倍PB定价，即受让价格1.60亿元，受让完成后标的公司将成为公司全资子公司。转让价款将以恒大地产对公司的债权债务抵销，无需以实际的现金款项支付对价。
- **子公司股权收回，恒大业务合作比例进一步降低。**2017年公司与河南恒大合资设立河南恒大索菲亚，其中公司出资2.4亿占比60%，河南恒大出资1.6亿占比40%。截止2021年6月末河南恒大索菲亚净资产4.17亿元，此次受让40%少数股东股权对价1.60亿元，对应PB估值为0.96倍。支付价款以索菲亚对恒大地产下子公司（广州恒大材料/深圳恒大材料）债权相互抵销的方式进行处理，债权债务抵销后本次股权转让将无需以实际的现金款项转让支付。此次股权转让完成后，河南子公司将成为公司全资子公司，有效提升公司各基地产能的生产效率；同时采用债权债务方式抵消支付价款，降低公司应收账款回收压力。
- **公司产品、品牌、渠道战略清晰化，2021年增速确定性恢复。**
- **1) 品牌战略：**多品牌覆盖多类消费客群。推出大众品牌米兰纳，依托于领先行业的智能化制造水平，产品单平米价格低至600-800元，实现品牌进一步下沉，降维打击中小品牌市场，截止至2021年6月底，米兰纳已招商260家，今年招商任务已经提前完成，预计3季度实现开店100家。
- **2) 渠道战略：**把握整装渠道，激活经销商积极性，捕捉全渠道流量。重点发展整装渠道，2020年底完成500家整装公司签约；2021年继续在全国范围，鼓励经销商与实力较强的装企开展合作，预计全年整装渠道贡献收入达到5亿元。2020年索菲亚全国建店（全新开店、重装及整改）数量达2519家，门店上新新品，提升终端门店竞争力。
- **3) 产品战略：**凭借领先的康纯板战略及高端产品占比有效提升，2021年3月末客单价达到1.3万元，康纯板客户数占比已达到79%（2019年初占比14%）。
- **4) 大宗业务积极调整客户结构：**公司推进大宗业务客户多元化建设，降低单一大客户收入占比，有效分散单一客户的经营风险。
- **2021年，传统经销商渠道借力门店换新、经销商换商，竞争实力提升，增速恢复；米兰纳、整装渠道等零售新增长点发力，零售业务将成为公司收入增长的核心驱动力；引入行业内优秀人才，为零售持续增长注入人才新力量，回购用于员工激励，进一步实现核心高管利益绑定。定制衣柜行业龙头，产品、品牌、渠道战略梳理完成，看好新品牌与新渠道带来的增长，维持买入！**
- **盈利预测与估值：**维持公司2021-2023年归母净利润的盈利预测为14.13/16.97/20.07亿元（+18.5%/+20.1%/+18.2%），目前股价/市值（21.53元/196亿元）对应PE为14X/12X/10X，我们预计公司仍将延续增速改善趋势，有望有效带动估值修复，给予布局良机，维持“买入”评级！
- **风险提示：**零售终端竞争加剧；大宗客户稳定性的风险。

财务数据及盈利预测

	2020	2021Q1	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	8,353	1,760	10,137	12,178	14,413
同比增长率（%）	8.7	130.6	21.4	20.1	18.4
归母净利润（百万元）	1,192	118	1,413	1,697	2,007
同比增长率（%）	10.7	-	18.5	20.1	18.2
每股收益（元/股）	1.31	0.13	1.55	1.86	2.20
毛利率（%）	36.6	31.2	37.1	37.2	37.3
ROE（%）	19.5	1.9	20.2	21.3	22.3
市盈率	16		14	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,686	8,353	10,137	12,178	14,413
其中: 营业收入	7,686	8,353	10,137	12,178	14,413
减: 营业成本	4,817	5,299	6,376	7,654	9,039
减: 税金及附加	72	69	81	97	115
主营业务利润	2,797	2,985	3,680	4,427	5,259
减: 销售费用	765	766	963	1,133	1,340
减: 管理费用	591	611	750	889	1,052
减: 研发费用	185	207	253	304	360
减: 财务费用	26	35	40	70	73
经营性利润	1,230	1,365	1,674	2,031	2,434
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-25	-8	-7	-9
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-18	-8	0	0	0
加: 投资收益及其他	141	193	137	143	142
营业利润	1,348	1,525	1,803	2,167	2,566
加: 营业外净收入	-2	-4	2	2	3
利润总额	1,347	1,521	1,805	2,169	2,569
减: 所得税	252	297	359	432	514
净利润	1,095	1,224	1,446	1,737	2,056
少数股东损益	17	32	33	40	49
归属于母公司所有者的净利润	1,077	1,192	1,413	1,697	2,007
全面摊薄总股本	912	912	912	912	912
每股收益 (元)	1.18	1.31	1.55	1.86	2.20

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。