

2023年08月30日

Q2 利润端强劲，多元品牌战略效果显现

索菲亚(002572)

评级:	买入	股票代码:	002572
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	23.8/13.46
目标价格:		总市值(亿)	175.08
最新收盘价:	19.19	自由流通市值(亿)	122.58
		自由流通股数(亿)	638.79

事件概述

公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营收/归母净利/扣非后归母净利分别为 47.4/5.0/4.7 亿元，同比-0.8%/+21.3%/+27.1%。单季度看，Q2 单季度公司实现营收/归母净利/扣非后归母净利分别为 29.4/4.0/3.8 亿元，同比+5.6%/+32.9%/+44.5%。上半年公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地，各品牌释放动力，业绩实现稳步增长。现金流方面，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 14.2 亿元，同比+858.3%，主要是销售商品、提供劳务产生的现金流入增加所致。

分析判断:

► 收入端：客单值持续提升，整装渠道快速增长

分产品看，23H1 公司衣柜及其配套产品/橱柜及其配件/木门/其他主营业务分别实现营收 38.8/4.8/2.2/0.7 亿元，同比分别-1.0%/-10.7%/+21.7%/-9.8%，占营收比分别为 81.7%/10.2%/4.7%/1.6%。分渠道看，经销商渠道/直营渠道/大宗渠道/其他渠道分别实现营收 38.7/1.2/6.4/0.3 亿元，同比分别-0.2%/-14.4%/-8.0%/+118.0%，占营收比分别为 81.5%/2.4%/13.5%/0.7%。此外，上半年公司整装渠道建设持续发力，实现营收同比增长 89.34%，截至 6 月底公司直营整装事业部已合作装企数量 184 个，覆盖全国 167 个城市及区域，后续公司将继续深化现有合作并加快全品类产品布局；同时上半年公司还开发出毛坯拎包、拎包 2.0 等全新业务模式，前瞻性布局存量市场。

分品牌看，1) 23H1 索菲亚品牌实现营收 42.77 亿元、同比增长 5.01%，工厂端平均客单价 18639 元、同比增长 6.55%，经销商 1673 个，专卖店 2768 家，索菲亚品牌在整家定制 3.0 战略的迭代下，客单值持续提升，开拓橱柜、卫浴、门窗和墙地市场。2) 米兰纳品牌 23H1 实现收入 1.68 亿元、同比增长 58.64%，工厂端平均客单价 13659 元、同比增长 10.59%，经销商 487 个，专卖店 463 家，米兰纳品牌下沉蓝海市场，升级“新一代·5A 硬核整家”战略，为业绩增长增添新动力。3) 司米品牌拥有经销商 210 个，专卖店 258 家，其中整家门店 120 家，衣柜上样门店数量达 172 家；在公司“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率进一步降低，上半年司米品牌在已转型整家策略的门店中，定制衣柜、橱柜等整家产品的工厂端平均客单价达 40737 元，整家策略提升客单值的效果持续体现。4) 华鹤品牌实现营收 0.69 亿元，经销商 321 位，专卖店 323 家，下半年华鹤将继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设来开拓新流量。

► 利润端：盈利能力同比提升，期间费用率相对稳定

盈利能力方面，2023H1 公司毛利率 34.8%，同比+2.8pct，净利率 10.8%，同比+2.0pct。分产品看，23H1 公司衣柜及其配套品/橱柜及其配件/木门/其他主营业务毛利率分别为 36.5%/22.2%/25.2%/15.4%，同比分别+2.5pct/0.3pct/8.6pct/4.3pct，各产品毛利率均有提升。期间费用方面，2023H1 公司期间费用率 21.7%，同比+0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.1%/7.0%/4.0%/0.6%，同比分别-0.6pct/+0.1pct/+0.7pct/-0.1pct；销售费用率下降主要系广告费用投放节奏调整所致，研发费用率同比提升系公司加大研发投入所致。

投资建议：

公司持续深化大家居战略，深耕传统经销商渠道，不断整合公司资源，并通过与全国范围内实力较强的装企开展合作较早切入客流渠道，家装、整装渠道迈向高速发展轨道，米兰纳品牌持续拓展，驱动公司业绩同比快速增长，看好索菲亚未来发展空间，我们维持此前的盈利预测，23-25年营收分别为132.70、153.28、176.38亿元；23-25年EPS分别为1.45、1.71、2.00元，对应2023年8月30日19.19元/股收盘价，PE分别为13/11/10倍，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 原材料成本上涨风险，2) 汇率波动风险，3) 行业竞争加剧风险，4) 新客户开拓不及预期，海运费波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,407	11,223	13,270	15,328	17,638
YoY (%)	24.6%	7.8%	18.2%	15.5%	15.1%
归母净利润(百万元)	123	1,064	1,319	1,557	1,823
YoY (%)	-89.7%	768.3%	23.9%	18.1%	17.1%
毛利率 (%)	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%	32.9%
每股收益 (元)	0.13	1.17	1.45	1.71	2.00
ROE	2.2%	18.4%	20.3%	21.3%	21.7%
市盈率	142.84	16.45	13.28	11.25	9.61

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,223	13,270	15,328	17,638	净利润	1,075	1,429	1,685	1,951
YoY (%)	7.8%	18.2%	15.5%	15.1%	折旧和摊销	511	461	393	406
营业成本	7,520	8,886	10,270	11,843	营运资金变动	-316	212	202	233
营业税金及附加	90	106	123	150	经营活动现金流	1,363	2,433	2,585	2,895
销售费用	1,116	1,154	1,349	1,552	资本开支	-870	-1,442	-1,140	-1,211
管理费用	758	823	981	1,129	投资	-185	0	0	0
财务费用	69	103	36	29	投资活动现金流	-881	-1,349	-1,048	-1,105
研发费用	358	318	353	406	股权募资	7	0	0	0
资产减值损失	-95	-298	-334	-350	债务募资	1,610	0	0	0
投资收益	30	93	92	106	筹资活动现金流	-1,126	-725	-800	-800
营业利润	1,287	1,734	2,044	2,365	现金净流量	-644	360	737	990
营业外收支	4	-2	-2	-1					
利润总额	1,291	1,732	2,042	2,364	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	215	303	357	413	成长能力				
净利润	1,075	1,429	1,685	1,951	营业收入增长率	7.8%	18.2%	15.5%	15.1%
归属于母公司净利润	1,064	1,319	1,557	1,823	净利润增长率	768.3%	23.9%	18.1%	17.1%
YoY (%)	768.3%	23.9%	18.1%	17.1%	盈利能力				
每股收益	1.17	1.45	1.71	2.00	毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	32.9%
					净利率	9.6%	10.8%	11.0%	11.1%
					总资产收益率 ROA	8.8%	9.8%	10.4%	10.8%
					净资产收益率 ROE	18.4%	20.3%	21.3%	21.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	2,114	2,473	3,210	4,201	流动比率	1.02	1.04	1.13	1.24
预付款项	50	59	69	79	速动比率	0.86	0.88	0.96	1.06
存货	636	752	869	1,002	现金比率	0.46	0.48	0.56	0.65
其他流动资产	1,855	2,106	2,373	2,673	资产负债率	49.9%	49.0%	47.9%	46.6%
流动资产合计	4,655	5,391	6,521	7,955	经营效率				
长期股权投资	85	85	85	85	总资产周转率	0.93	0.98	1.02	1.04
固定资产	3,619	4,384	4,930	5,534	每股指标 (元)				
无形资产	1,694	1,894	2,094	2,294	每股收益	1.17	1.45	1.71	2.00
非流动资产合计	7,402	8,083	8,495	8,949	每股净资产	6.34	7.13	8.02	9.21
资产合计	12,057	13,474	15,016	16,903	每股经营现金流	1.49	2.67	2.83	3.17
短期借款	872	872	872	872	每股股利	0.00	0.66	0.81	0.81
应付账款及票据	1,576	1,862	2,152	2,482	估值分析				
其他流动负债	2,132	2,434	2,740	3,086	PE	16.45	13.28	11.25	9.61
流动负债合计	4,580	5,168	5,764	6,440	PB	2.87	2.69	2.39	2.08
长期借款	1,270	1,270	1,270	1,270					
其他长期负债	164	164	164	164					
非流动负债合计	1,433	1,433	1,433	1,433					
负债合计	6,013	6,601	7,197	7,873					
股本	912	912	912	912					
少数股东权益	261	372	500	628					
股东权益合计	6,044	6,873	7,819	9,030					
负债和股东权益合计	12,057	13,474	15,016	16,903					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年6月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。