

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

索菲亚 (002572)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

- 1、《索菲亚 (002572) : 22 年客单显著提升, 多品牌全渠道布局深化》
- 2、《索菲亚 (002572) : Q4 营收稳增, 整家战略驱动持续增长》
- 3、《索菲亚 (002572) : 零售稳健, 整家战略推动客单价显著提升》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

毛利提升带动 Q2 利润超预期

2023 年 08 月 31 日

事件: 索菲亚发布半年报, 2023 年上半年实现营业收入 47.44 亿元, 同比下降 0.78%, 实现归母净利润 5 亿元, 同比增长 21.31%, 扣非归母净利润 4.68 亿元, 同比增长 27.14%。公司单 Q2 实现营业收入 29.39 亿元, 同比增长 5.63%, 实现归母净利润 3.95 亿元, 同比增长 32.93%, 扣非归母净利润 3.79 亿元, 同比增长 44.45%。

点评:

- **上半年整装渠道高增, 整家推进带动客单价上升趋势延续。**公司 2023 年上半年实现营业收入 47.44 亿元, 同比下降 0.78%, 单 Q2 实现营业收入 29.39 亿元, 同比增长 5.63%。公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地。分产品看, 上半年公司衣柜及配套品、厨柜及配件、木门分别实现收入 38.76 亿元、4.81 亿元、2.23 亿元, 分别同比-1.02%、-10.66%、+21.69%。2022 年开始公司逐步推出索菲亚橱柜、系统门窗、卫浴等全新品类, 抢占旧改流量中的高频需求产品, 通过产品迭代升级、系统提效、产能扩充、物流整合等提高供给效率。分渠道看, 上半年公司经销、直营、大宗、其他渠道分别实现收入 38.67 亿元、1.16 亿元、6.39 亿元、0.33 亿元, 分别同比-0.22%、-14.35%、-7.95%、+117.95%, 其中上半年公司整装渠道实现收入同比增长 89.34%, 直营整装事业部已合作装企数量 184 家, 较年初增长 24 家。公司上半年开发出毛坯拎包、拎包 2.0 等全新业务模式, 以用户为中心, 以社区服务中心为支撑, 提供全装修生命周期产品及服务。分品牌看, 上半年索菲亚、米兰纳分别实现收入 42.77 亿元、1.68 亿元, 分别同比+5.01%、+58.64%。各品牌持续释放动力, 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, 工厂端平均客单价 18,639 元, 同比增长 6.55%; 米兰纳工厂端平均客单价 13,659 元, 同比增长 10.59%。
- **Q2 毛利率提升拉动盈利高增, 经营现金流显著改善。**1) **毛利率方面**, 公司上半年实现毛利率 34.79%, 同比+2.82pct; 单 Q2 实现毛利率 35.74%, 同比+3.31pct。分渠道看, 上半年公司经销、直营、大宗、其他渠道毛利率分别为 36.1%、68.6%、16.2%、30.1%, 分别同比+2.5pct、+5.9pct、+2.0pct、+14.5pct。2) **期间费用方面**, 公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.14%、6.96%、3.98%、0.60%, 同比变化-0.6pct、+0.1pct、+0.7pct、-0.1pct。销售费用率变化主要为广告投放节奏调整所致。3) **净利润方面**, 公司上半年实现归母净利润 5 亿元, 同比增长 21.31%, 归母净利率为 10.53%, 同比+1.9pct, 扣非归母净利润 4.68 亿元, 同比增长 27.14%。单 Q2 归母净利润 3.95 亿元, 同比增长 32.93%, 归母净利率 13.94%, 同比+2.8pct, 扣非归母净利润 3.79 亿元, 同比增长 44.45%。4) **运营方面**, 公司上半年实现经营现金流为 14 亿元, 同比增长 858%; 投资活动现金流-8 亿元, 主要购买结构性存款; 筹资活动现金流-0.4 亿元, 主要是增加银行借款及本期到期需偿还的借款减少。

- **盈利预测与投资评级:** 看好公司制造优势加持下业务布局不断丰富, 随着“全渠道、多品牌、多品类”战略深化, 主品牌客单值提升、子品牌和整装渠道加快拓展, 有望共同带动收入稳健增长。我们预计2023-2025年归母净利分别为13.55亿元、15.74亿元、18.46亿元, 分别同比+27.3%、+16.1%、+17.3%, 目前股价对应23年、24年PE分别为13X、11X, 维持“买入”评级。

风险因素: 市场竞争风险, 原材料价格波动风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,407	11,223	11,949	13,649	15,628
增长率 YoY %	24.6%	7.8%	6.5%	14.2%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	123	1,064	1,355	1,574	1,846
增长率 YoY%	-89.7%	768.3%	27.3%	16.1%	17.3%
毛利率%	33.2%	33.0%	35.3%	35.0%	34.9%
净资产收益率ROE%	2.2%	18.4%	21.0%	21.8%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	0.13	1.17	1.49	1.72	2.02
市盈率 P/E(倍)	165.24	15.57	12.92	11.13	9.48
市净率 P/B(倍)	3.59	2.87	2.71	2.42	2.15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年08月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5,543	4,655	5,670	6,929	8,634	
货币资金	2,710	2,114	3,084	4,073	5,480	
应收票据	152	52	55	63	72	
应收账款	1,028	1,306	1,290	1,401	1,521	
预付账款	92	50	52	59	68	
存货	741	636	655	751	861	
其他	820	497	535	582	632	
非流动资产	6,884	7,402	7,146	6,824	6,521	
长期股权投资	61	85	85	85	85	
固定资产(合计)	3,162	3,619	3,502	3,314	3,092	
无形资产	1,757	1,694	1,694	1,694	1,694	
其他	1,903	2,004	1,865	1,731	1,651	
资产总计	12,428	12,057	12,815	13,753	15,155	
流动负债	5,293	4,580	5,154	5,499	6,122	
短期借款	1,302	872	1,343	1,196	1,263	
应付票据	211	65	66	76	87	
应付账款	1,347	1,511	1,555	1,784	2,044	
其他	2,433	2,132	2,190	2,442	2,728	
非流动负债	1,198	1,433	933	733	583	
长期借款	1,017	1,270	770	570	420	
其他	181	164	164	164	164	
负债合计	6,491	6,013	6,087	6,232	6,705	
少数股东权益	296	261	276	292	312	
归属母公司	5,641	5,782	6,453	7,229	8,139	
负债和股东权益	12,428	12,057	12,815	13,753	15,155	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,407	11,223	11,949	13,649	15,628	
同比(%)	24.6%	7.8%	6.5%	14.2%	14.5%	
归属母公司净利润	123	1,064	1,355	1,574	1,846	
同比(%)	-89.7%	768.3%	27.3%	16.1%	17.3%	
毛利率(%)	33.2%	33.0%	35.3%	35.0%	34.9%	
ROE%	2.2%	18.4%	21.0%	21.8%	22.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.13	1.17	1.49	1.72	2.02	
P/E	165.24	15.57	12.92	11.13	9.48	
P/B	3.59	2.87	2.71	2.42	2.15	
EV/EBITDA	17.48	9.03	8.02	6.58	5.25	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,407	11,223	11,949	13,649	15,628	
营业成本	6,951	7,520	7,736	8,878	10,169	
营业税金及附加	94	90	96	109	125	
销售费用	1,009	1,116	1,195	1,338	1,516	
管理费用	730	758	807	922	1,056	
研发费用	290	358	478	525	586	
财务费用	68	69	60	43	23	
减值损失合计	-277	-95	-10	-10	-10	
投资净收益	59	30	18	20	23	
其他	-600	41	54	60	68	
营业利润	447	1,287	1,639	1,904	2,234	
营业外收支	-1	4	5	5	5	
利润总额	446	1,291	1,644	1,909	2,239	
所得税	292	215	274	319	374	
净利润	154	1,075	1,369	1,590	1,865	
少数股东损益	31	11	14	17	19	
归属母公司	123	1,064	1,355	1,574	1,846	
EBITDA	1,146	1,867	2,093	2,348	2,662	
EPS(当年)(元)	0.13	1.17	1.49	1.72	2.02	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,419	1,363	1,962	2,351	2,669	
净利润	154	1,075	1,369	1,590	1,865	
折旧摊销	462	511	456	471	486	
财务费用	88	90	86	78	70	
投资损失	-59	-30	-18	-20	-23	
营运资金变动	488	-316	69	231	270	
其它	286	32	0	1	2	
投资活动现金流	-1,767	-881	-182	-130	-161	
资本支出	-1,971	-870	-200	-151	-185	
长期投资	70	-185	-30	-30	-30	
其他	134	174	48	50	53	
筹资活动现金流	493	-1,126	-810	-1,232	-1,100	
吸收投资	12	7	0	0	0	
借款	2,609	1,610	-29	-347	-84	
支付利息或股息	-617	-671	-781	-885	-1,016	
现金流净增加额	143	-644	971	989	1,407	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。