

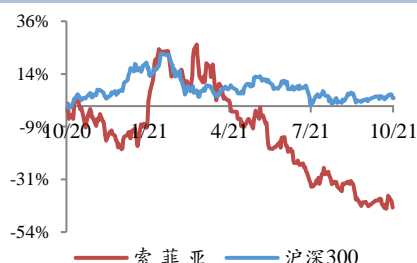
Q3 表现符合预期，整装和米兰纳品牌推进顺利

投资评级：增持（维持）

报告日期： 2021-10-28

收盘价（元）	16.48
近 12 个月最高/最低（元）	36.89/16.32
总股本（百万股）	912
流通股本（百万股）	638
流通股比例（%）	69.88
总市值（亿元）	150
流通市值（亿元）	105

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 全渠道多品牌齐发力，收入增速亮眼，盈利暂承压 2021-08-30
2. Q1 符合预期，客单价持续提升，新渠道发力 2021-04-29
3. 2020 全年业绩符合预期，Q1 营收翻倍高增 2021-04-12

主要观点：

● 事件：索菲亚发布 2021 年三季报，总体表现符合预期。

公司发布三季报，2021 前三季度实现收入 72.44 亿元，yoy+42.2%；归母净利润 8.49 亿元，yoy+21.8%；扣非归母净利润 7.91 亿元，yoy+35.3%。对应 2021Q3 实现收入 29.44 亿元，yoy+15.9%，归母净利润 4.03 亿元，yoy+13.7%，扣非归母净利润 3.82 亿元，yoy+3%。

● 整装业务和米兰纳品牌持续推进，客单价同比提升 5.74%。

分渠道来看，2021Q1-3 经销商零售渠道收入占比 80.31%，直营渠道收入占比 3.31%，大宗业务渠道收入占比 16.02%，零售渠道依然是公司最重要的收入来源。同期公司整装渠道贡献收入 3.13 亿元，即等同于去年全年收入的 4 倍。上半年索菲亚经销商合作装企叠加公司直签装企逾 1700 家，整装将成为公司未来渠道拓展的重要发力点。

截至 Q3 期末，索菲亚衣柜/司米橱柜/索菲亚木门/华鹤木门/米兰纳的经销商数量和门店数量分别为 1728/949/938/307/297 和 2698/1099/531/244/109，其中门店数环比 Q2 末分别变动 -2/+18/+35/-42/+77 家，米兰纳品牌推进顺利。

产品方面，公司康纯板的客户以及订单占比已近 9 成，索菲亚品牌已完成板材升级。前三季度索菲亚工厂端实现客单价 13443 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 5.74%。

● 收入结构变化与原材料成本上涨使得毛利率承压，费用投放优化。

公司 Q3 单季度实现综合毛利率 35.75%，同比下降 2.9 个 pct/环比下降 1.42 个 pct，实现净利率 14.31%，同比下降 0.2 个 pct，环比增加 0.92 个 pct。我们认为毛利率承压与其新业务增长较快使得收入结构的产生变化以及原材料和人工成本上涨有关。

费用方面，公司 2021Q3 期间费用率/销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 18.05%/8.71%/6.06%/2.68%/0.60%，同比变动了 -1.03/-0.32/+0.37/+0.16/-0.82 个 pct。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年收入为 105.95/122.19/140.25 亿元，同比分别增加 26.8%/15.3%/14.8%，归母净利润为 13.60/15.64/18.29 亿元，同比分别增加 14.1%/15.0%/16.9%。2021 年 10 月 27 日收盘价 16.48 元对应 2021-2023 年估值分别为 11.05X/9.61X/8.22X。索菲亚 Q3 持续推进“全渠道、多品牌、全品类”的战略布局，专注“柜类定制专家”品牌战略，整装业务与米兰纳品牌发展顺利。预计 2021 年公司收入有望

突破百亿大关，维持“增持”评级。

● 风险提示

新品牌招商开店不达预期，新业务新渠道发展不达预期。地产调控日趋严对下游家居消费需求产生负面冲击。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8353	10595	12219	14025
收入同比 (%)	8.7%	26.8%	15.3%	14.8%
归属母公司净利润	1192	1360	1564	1829
净利润同比 (%)	10.7%	14.1%	15.0%	16.9%
毛利率 (%)	36.6%	34.6%	34.8%	34.9%
ROE (%)	19.5%	19.6%	19.9%	20.4%
每股收益 (元)	1.31	1.49	1.71	2.00
P/E	19.82	11.05	9.61	8.22
P/B	3.86	2.17	1.92	1.67
EV/EBITDA	12.58	6.79	5.20	3.93

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6022	8057	10205	11862	营业收入	8353	10595	12219	14025
现金	2557	3689	4956	5903	营业成本	5299	6929	7971	9134
应收账款	840	1161	1506	1729	营业税金及附加	69	90	104	119
其他应收款	98	174	234	307	销售费用	766	975	1136	1304
预付账款	54	74	85	98	管理费用	611	795	929	1052
存货	493	664	830	1051	财务费用	35	11	-8	-45
其他流动资产	1979	2295	2593	2774	资产减值损失	-8	-8	-8	-8
非流动资产	4846	4478	4052	3614	公允价值变动收益	-91	-80	-80	-80
长期投资	40	41	42	43	投资净收益	66	85	98	112
固定资产	3101	2829	2546	2253	营业利润	1525	1739	2000	2322
无形资产	557	557	457	357	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	1149	1051	1007	961	营业外支出	4	6	7	8
资产总计	10868	12535	14257	15476	利润总额	1521	1735	1995	2316
流动负债	4036	4855	5623	5666	所得税	297	340	391	440
短期借款	980	800	900	200	净利润	1224	1395	1604	1876
应付账款	1129	1519	1791	2102	少数股东损益	32	35	40	47
其他流动负债	1927	2536	2932	3364	归属母公司净利润	1192	1360	1564	1829
非流动负债	210	210	210	210	EBITDA	1767	1813	2145	2418
长期借款	96	96	96	96	EPS (元)	1.31	1.49	1.71	2.00
其他非流动负债	113	113	113	113					
负债合计	4246	5065	5833	5876					
少数股东权益	499	534	574	621	主要财务比率				
股本	912	912	912	912	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1304	1304	1304	1304	成长能力				
留存收益	3907	4719	5633	6763	营业收入	8.7%	26.8%	15.3%	14.8%
归属母公司股东权益	6123	6936	7850	8979	营业利润	13.1%	14.1%	15.0%	16.1%
负债和股东权益	10868	12535	14257	15476	归属于母公司净利	10.7%	14.1%	15.0%	16.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.6%	34.6%	34.8%	34.9%
					净利率 (%)	14.3%	12.8%	12.8%	13.0%
					ROE (%)	19.5%	19.6%	19.9%	20.4%
					ROIC (%)	14.5%	14.7%	14.9%	16.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	39.1%	40.4%	40.9%	38.0%
					净负债比率 (%)	64.1%	67.8%	69.2%	61.2%
					流动比率	1.49	1.66	1.82	2.09
					速动比率	1.35	1.50	1.65	1.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.85	0.86	0.91
					应收账款周转率	9.94	9.13	8.11	8.11
					应付账款周转率	4.70	4.56	4.45	4.35
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.31	1.49	1.71	2.00
					每股经营现金流薄)	1.26	1.60	1.70	2.25
					每股净资产	6.71	7.60	8.60	9.84
					估值比率				
					P/E	19.82	11.05	9.61	8.22
					P/B	3.86	2.17	1.92	1.67
					EV/EBITDA	12.58	6.79	5.20	3.93

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。