

2021 年三季报点评: 米兰纳+整装发力, 业绩增长稳健

增持 (维持)

2021 年 10 月 29 日

证券分析师 张潇

执业证号: S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号: S0600521060001

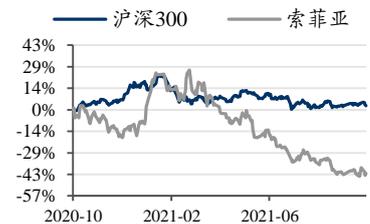
zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,353	10,450	12,453	14,545
同比 (%)	8.7%	25.1%	19.2%	16.8%
归母净利润 (百万元)	1,192	1,367	1,657	1,961
同比 (%)	10.7%	14.6%	21.2%	18.3%
每股收益 (元/股)	1.31	1.50	1.82	2.15
P/E (倍)	12.93	11.28	9.30	7.86

投资要点

- **业绩符合我们预期, 营收及利润增长亮眼。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 72.44 亿元, 同比+42.2%; 归母净利润 8.49 亿元, 同比+21.8%。其中 2021Q3 实现营业收入 29.44 亿元, 同比+15.9%; 归母净利润 4.03 亿元, 同比+13.7%。受益于“全渠道+多品牌+全品类”的战略布局, 公司业绩增长亮眼, 符合我们预期。
- **米兰纳+整装助力零售渠道拓展, 整装渠道走向放量。**分渠道来看, 2021Q3 公司经销商渠道/直营渠道/大宗渠道分别实现营业收入 24.2/0.9/4.3 亿元, 同比分别+19.2%/+15.4%/+0.8%, 零售 (经销商) 渠道表现靓丽, 大宗业务增速放缓。1) **零售渠道: 木门及米兰纳拓店迅速, 索菲亚品牌完成板材升级。**截至 2021Q3 末, 索菲亚全屋定制/司米橱柜/索菲亚木门/华鹤木门/米兰纳定制家居门店数分别为 2698/1099/1344/244/109 家; 较 2021H1 末分别-72/+18/+119/-42/+77 家。产品端来看, 截至 2021Q3 末, 索菲亚品牌康纯板的客户及订单占比已近 9 成, 索菲亚品牌完成板材升级。2) **整装渠道持续推进, 收入快速放量。**2021Q1-3 公司整装渠道实现收入 3.13 亿元, 是 2020 年全年整装收入的 4 倍。3) **大宗渠道方面,**2021Q1-3 大宗渠道实现收入 11.54 亿元, 同比+58.21%; 其中 2021Q3 大宗渠道收入同比+0.8%。大宗业务单季收入增速回落较多主要由于受恒大事件影响, 公司在大宗业务方面采取更加谨慎的接单策略。
- **盈利能力环比改善。**盈利能力方面, 公司 2021Q1-3 毛利率为 35.15%, 同比-2.9pp; 销售净利率为 12.10%, 同比-1.9pp。公司 2021Q3 毛利率为 35.75%, 同比-2.9pp; 销售净利率为 14.31%, 同比-0.2pp, **环比+0.92pp**。受原材料价格及人工成本上升影响, 盈利能力同比有所下降, **但环比改善较为明显**。
- **盈利预测与投资评级:**改革调整后, 公司经销渠道质量取得提升, 开店速度恢复, 新品牌米兰纳及整装渠道为后续增长提供驱动。我们维持此盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.7、16.6、19.6 亿元, 对应 PE11、9、8X。盈利能力短期受原材料影响略有回落, 后续随着原材料价格趋稳及产能利用率提升, 盈利能力有望持续恢复, 当前估值具有较高性价比, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**招商开店不及我们预期, 原材料价格持续上涨, 行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.89
一年最低/最高价	16.25/38.40
市净率(倍)	2.43
流通 A 股市值(百万元)	10685.24

基础数据

每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	44.98
总股本(百万股)	912.37
流通 A 股(百万股)	632.64

相关研究

- 1、《索菲亚 (002572): 2021 中报点评: 业绩符合市场预期, 盈利能力环比回升》2021-08-31

索菲亚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,022	7,014	8,346	10,296	营业收入	8,353	10,450	12,453	14,545
现金	2,557	2,925	4,159	5,509	减:营业成本	5,299	6,817	8,149	9,547
应收账款	1,784	2,396	2,304	2,891	营业税金及附加	69	86	103	120
存货	493	556	651	713	营业费用	766	927	1,068	1,218
其他流动资产	1,188	1,137	1,232	1,183	管理费用	611	733	849	963
非流动资产	4,846	5,464	5,861	6,212	研发费用	207	261	311	364
长期股权投资	40	42	44	46	财务费用	35	35	8	-15
固定资产	3,101	3,670	4,140	4,477	资产减值损失	8	17	20	20
在建工程	215	214	209	209	加:投资净收益	66	51	51	51
无形资产	559	597	591	593	其他收益	35	50	35	35
其他非流动资产	931	942	876	886	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	10,868	12,477	14,207	16,508	营业利润	1,525	1,720	2,092	2,481
流动负债	4,036	4,266	4,326	4,650	加:营业外净收支	-4	-2	-3	-3
短期借款	980	573	622	725	利润总额	1,521	1,717	2,089	2,478
应付账款	1,315	1,358	1,452	1,579	减:所得税费用	297	335	408	484
其他流动负债	1,741	2,335	2,252	2,346	少数股东损益	32	15	25	34
非流动负债	210	207	195	177	归属母公司净利润	1,192	1,367	1,657	1,961
长期借款	96	94	82	64	EBIT	1,510	1,688	2,025	2,379
其他非流动负债	113	113	113	113	EBITDA	1,876	2,122	2,513	2,908
负债合计	4,246	4,473	4,521	4,828	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	499	515	539	573	每股收益(元)	1.31	1.50	1.82	2.15
归属母公司股东权益	6,123	7,489	9,146	11,107	每股净资产(元)	6.71	8.21	10.02	12.17
负债和股东权益	10,868	12,477	14,207	16,508	发行在外股份(百万股)	912	912	912	912
					ROIC(%)	39.2%	37.3%	39.7%	39.9%
					ROE(%)	18.5%	17.3%	17.4%	17.1%
					毛利率(%)	36.6%	34.8%	34.6%	34.4%
					销售净利率(%)	14.3%	13.1%	13.3%	13.5%
					资产负债率(%)	39.1%	35.8%	31.8%	29.2%
					收入增长率(%)	8.7%	25.1%	19.2%	16.8%
					净利润增长率(%)	10.7%	12.9%	21.7%	18.6%
					P/E	12.93	11.28	9.30	7.86
					P/B	2.52	2.06	1.68	1.39
					EV/EBITDA	7.26	6.04	4.63	3.58

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>