

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

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

零售稳健，整家战略推动客单价显著提升

2022年10月28日

事件:公司公告三季报, 2022年前三季度实现营收79.34亿元, 同比+9.53%; 归母净利润8.03亿元, 同比-5.35%; 扣非后归母净利润7.51亿元, 同比-4.98%。Q3单季度实现营收31.53亿元, 同比+7.10%; 归母净利润3.92亿元, 同比-2.82%; 扣非归母净利润3.83亿元, 同比+0.16%。

点评:

- **零售业务稳健，整装、米兰纳保持高增。**2022Q1-Q3 公司各品牌稳步发展，零售业务增长稳健，整家战略推动客单值提升，其中“索菲亚”/“司米”/“米兰纳”品牌客单值分别提升34.89%/6%/14%，整装渠道、米兰纳快速增长。**1) 分品牌来看**，“索菲亚”品牌收入67.70亿元，同比+11.19%，“司米”品牌收入7.21亿元，“华鹤”品牌收入1.21亿元，同比+23.07%，“米兰纳”品牌收入1.96亿元，同比+276.82%。**2) 分渠道来看**，经销商渠道收入65.34亿元，同比+12.99%，大宗业务渠道收入10.6亿元，直营零售渠道收入2.03亿元，整装渠道收入同比+120.66%，疫情压力下，公司持续发力渠道建设，经销渠道实现稳定增长。**3) 门店方面**，截至2022Q3 公司终端门店超过4000家，覆盖1800个城市和区域，“索菲亚”/“司米”/“华鹤”/“米兰纳”品牌分别拥有经销商1776/663/326/455位，分别拥有专卖店2808/584/309/315家。
- **原材料涨价、产品结构变化影响毛利率，经营性现金流水平大幅提升。****1) 毛利率方面**，Q1-Q3 综合毛利率为32.84%，同比-2.31pct。单Q3 来看，综合毛利率为34.17%，同比-1.58pct，Q1-Q3 毛利率下滑主要受产品结构变化、大宗业务毛利率下降、原材料价格上涨以及经销商装修补贴增加影响，Q4 伴随公司提升板材利用率毛利率水平有望修复。**2) 费用率方面**，Q1-Q3 公司期间费用率为20.17%，同比-0.10pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为9.86%/6.42%/3.21%/0.68%，同比分别变动+0.32pct/-0.88pct/+0.34pct/+0.12pct。单Q3 期间费用率为18.09%，同比+0.04pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为8.53%/5.82%/3.13%/0.62%，同比变动-0.18pct/-0.24pct/+0.44pct/+0.02pct，Q1-Q3 公司销售费用率提升，主要由于公司加大广告投入、营销人员工资、差旅费增加，管理费用率、研发费用率稳定。**3) 净利率方面**，Q1-Q3 公司归母净利率为10.13%，同比-1.59pct，扣非归母净利率为9.47%，同比-1.44pct，Q3 单季度归母净利率为12.42%，同比-1.27pct，扣非归母净利率为12.14%，同比-0.84pct。**4) 营运方面**，Q1-Q3 经营活动现金流净额为8.66亿元，同比+64.22%，单Q3 经营活动现金流净额为7.18亿元，同比+62.47%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司持续坚持整家战略，进一步激发渠道活力，强化终端竞争力。随着“全渠道、多品牌、全品类”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2022年收入

端实现较好发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 12.23 亿元、14.35 亿元、16.73 亿元，目前股价对应 2022 年、2024 年 PE 分别为 10x、8x，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8,353	10,407	11,559	13,232	15,208
增长率 YoY%	8.7%	24.6%	11.1%	14.5%	14.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,192	123	1,223	1,435	1,673
增长率 YoY%	10.7%	-89.7%	897.7%	17.3%	16.6%
毛利率%	36.6%	33.2%	33.0%	34.0%	34.1%
净资产收益率ROE%	19.5%	2.2%	19.4%	20.3%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	1.31	0.13	1.34	1.57	1.83
市盈率 P/E(倍)	10.73	104.36	10.46	8.92	7.65
市净率 P/B(倍)	2.09	2.27	2.03	1.81	1.60

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,022	5,543	6,686	7,007	9,218	
货币资金	2,557	2,710	3,707	3,916	5,812	
应收票据	944	152	95	109	125	
应收账款	840	1,028	1,108	1,088	1,250	
预付账款	54	92	102	116	133	
存货	493	741	743	838	961	
其他	1,134	820	931	941	938	
非流动资产	4,846	6,884	7,004	7,150	7,368	
长期股权投	40	61	61	61	61	
固定资产	3,101	3,162	3,449	3,687	3,905	
无形资产	557	1,757	1,757	1,757	1,757	
其他	1,149	1,903	1,737	1,644	1,644	
资产总计	10,868	12,428	13,690	14,156	16,586	
流动负债	4,036	5,293	5,281	5,502	6,198	
短期借款	980	1,302	1,076	1,053	1,466	
应付票据	187	211	191	120	137	
应付账款	1,129	1,347	1,379	1,436	1,373	
其他	1,741	2,433	2,634	2,893	3,222	
非流动负债	210	1,198	1,498	598	998	
长期借款	96	1,017	1,317	417	817	
其他	113	181	181	181	181	
负债合计	4,246	6,491	6,779	6,101	7,196	
少数股东权益	499	296	608	975	1,402	
归属母公司	6,123	5,641	6,303	7,081	7,987	
负债和股东权益	10,868	12,428	13,690	14,156	16,586	
重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	8,353	10,407	11,559	13,232	15,208	
同比(%)	8.7%	24.6%	11.1%	14.5%	14.9%	
归属母公司净利润	1,192	123	1,223	1,435	1,673	
同比	10.7%	-89.7%	897.7%	17.3%	16.6%	
毛利率(%)	36.6%	33.2%	33.0%	34.0%	34.1%	
ROE%	19.5%	2.2%	19.4%	20.3%	20.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.31	0.13	1.34	1.57	1.83	
P/E	10.73	104.36	10.46	8.92	7.65	
P/B	2.09	2.27	2.03	1.81	1.60	
EV/EBITDA	6.44	7.01	6.68	4.91	3.87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	8,353	10,407	11,559	13,232	15,208	
营业成本	5,299	6,951	7,745	8,739	10,020	
营业税金及附加	69	94	105	120	138	
销售费用	766	1,009	1,063	1,217	1,399	
管理费用	611	730	695	796	915	
研发费用	207	290	287	318	365	
财务费用	35	68	50	26	16	
减值损失合计	-8	-277	0	0	0	
投资净收益	66	59	92	106	122	
其他	102	-600	158	66	76	
营业利润	1,525	447	1,865	2,189	2,553	
营业外收支	-4	-1	8	8	8	
利润总额	1,521	446	1,873	2,197	2,561	
所得税	297	292	337	395	461	
净利润	1,224	154	1,536	1,801	2,100	
少数股东损益	32	31	313	367	428	
归属母公司净利润	1,192	123	1,223	1,435	1,673	
EBITDA	1,767	1,795	1,745	2,143	2,441	
EPS(当年)(元)	1.31	0.13	1.34	1.57	1.83	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,145	1,419	1,661	1,985	2,068	
净利润	1,224	154	1,536	1,801	2,100	
折旧摊销	366	462	80	100	70	
财务费用	44	88	78	64	61	
投资损失	-66	-59	-92	-106	-122	
营运资金变动	-356	488	167	134	-33	
其它	-67	286	-108	-8	-8	
投资活动现金流	-417	-1,767	-100	-131	-158	
资本支出	-445	-1,971	-192	-237	-280	
长期投资	-84	70	-100	0	0	
其他	112	134	192	106	122	
筹资活动现金流	456	493	-565	-1,644	-14	
吸收投资	3	12	0	0	0	
借款	1,551	2,609	74	-923	813	
支付利息或股息	-533	-617	-639	-721	-827	
现金流净增加额	1,183	143	996	209	1,896	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

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。