

索菲亚 (002572.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

3Q 主品牌增长领先同行，整装贡献越发明显

业绩简评

10月30日公司发布2023年三季报，23Q1-3公司实现营收82.0亿元，同比+3.4%；归母净利润9.5亿元，同比+18.5%。其中3Q实现营收34.6亿元，同比+9.6%，实现归母净利/扣非归母净利4.5/4.4亿元，同比+15.6%/+14.4%，整体业绩表现较为优异。

经营分析

主品牌3Q收入增长超15%，整装渠道拓展成效显著：分品牌来看，索菲亚品牌前三季度收入同比增长9.3%至74.0亿元，其客单价前三季度同比+6.7%，已成为重要增长驱动力。其中3Q索菲亚品牌收入同比+15.7%至31.2亿元，3Q主品牌增长领先同行，预计除多品类扩张带动客单价提升拉动外，其整装渠道3Q收入同比增长或超80%，并且大宗业务拖累减弱。米兰纳品牌前三季度收入同比+63.0%至3.2亿元，其中3Q收入同比+68.9%至1.5亿元，延续较优增长态势。而司米品牌仍处渠道调整期，预计3Q收入同比下滑仍较为明显。此外，华鹤品牌由于部分门店调整优化，3Q收入预计同比保持相对稳定。

3Q毛利率延续改善趋势，普惠产品对盈利影响有限：公司23Q1-3毛利率同比+2.8pct至35.6%，其中3Q毛利率同比+2.6pct至36.8%，预计主因原材料成本压力缓解叠加降本增效成果显现。费用率方面，3Q公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.9/+0.3/+0.1pct至9.4%/6.1%/3.2%，销售费用率提升预计主因公司三季度加大米兰纳688元/m²普惠产品及索菲亚39800整家套餐的营销宣传力度。

战略思路清晰，后续增长驱动力充足：今年以来公司在严峻的外部环境下，始终坚定推进“多品牌、全品类、全渠道”发展战略，积极寻求应对举措。目前公司主品牌依托品类扩张叠加整装渠道开拓，依然具备较强的增长驱动力，并且子品牌中米兰纳品牌发育顺利，增长势能强劲，司米品牌也逐渐进入渠道调整的尾声，明年有望恢复理想增长。展望4Q及明年，公司在发展战略清晰，并且组织架构可完美匹配战略推进的背景下，整体增长驱动力充足，市场份额有望逐步提升，持续成长可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年EPS为1.45/1.64/1.86元，当前股价对应PE分别为12/11/10倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料大幅上涨，整装渠道竞争加剧；子品牌发展不畅。

轻工组

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.95元

相关报告：

- 《索菲亚公司点评：Q1业绩基本符合预期，后续逐季改善确定性较强》，2023.4.28
- 《索菲亚公司点评：22年业绩符合预期，23年增长有望逐季提速》，2023.4.9
- 《索菲亚公司点评：4Q收入增长显韧性，司米调整期拖累利润》，2023.1.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,407	11,223	11,851	13,402	15,128
营业收入增长率	24.59%	7.84%	5.60%	13.09%	12.88%
归母净利润(百万元)	123	1,064	1,326	1,499	1,694
归母净利润增长率	-89.72%	768.28%	24.61%	13.02%	12.99%
摊薄每股收益(元)	0.134	1.167	1.454	1.643	1.856
每股经营性现金流净额	1.21	1.33	1.43	2.37	2.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.17%	18.41%	19.86%	19.78%	19.71%
P/E	165.24	15.57	12.35	10.93	9.67
P/B	3.59	2.87	2.45	2.16	1.91

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8,353	10,407	11,223	11,851	13,402	15,128
增长率		24.6%	7.8%	5.6%	13.1%	12.9%
主营业务成本	-5,299	-6,951	-7,520	-7,684	-8,683	-9,800
%销售收入	63.4%	66.8%	67.0%	64.8%	64.8%	64.8%
毛利	3,054	3,456	3,703	4,166	4,719	5,328
%销售收入	36.6%	33.2%	33.0%	35.2%	35.2%	35.2%
营业税金及附加	-69	-94	-90	-108	-122	-138
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-766	-1,009	-1,116	-1,138	-1,300	-1,483
%销售收入	9.2%	9.7%	9.9%	9.6%	9.7%	9.8%
管理费用	-611	-730	-758	-770	-898	-1,021
%销售收入	7.3%	7.0%	6.8%	6.5%	6.7%	6.8%
研发费用	-207	-290	-358	-344	-402	-454
%销售收入	2.5%	2.8%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,400	1,332	1,381	1,807	1,997	2,233
%销售收入	16.8%	12.8%	12.3%	15.2%	14.9%	14.8%
财务费用	-35	-68	-69	-134	-111	-91
%销售收入	0.4%	0.7%	0.6%	1.1%	0.8%	0.6%
资产减值损失	0	0	0	-22	-2	-13
公允价值变动收益	91	9	36	0	0	0
投资收益	66	59	30	25	10	10
%税前利润	4.3%	13.2%	2.3%	1.5%	0.5%	0.5%
营业利润	1,525	447	1,287	1,675	1,894	2,139
营业利润率	18.3%	4.3%	11.5%	14.1%	14.1%	14.1%
营业外收支	-4	-1	4	1	1	1
税前利润	1,521	446	1,291	1,676	1,895	2,140
利润率	18.2%	4.3%	11.5%	14.1%	14.1%	14.1%
所得税	-297	-292	-215	-335	-379	-428
所得税率	19.5%	65.5%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,224	154	1,075	1,341	1,516	1,712
少数股东损益	32	31	11	15	17	18
归属于母公司的净利润	1,192	123	1,064	1,326	1,499	1,694
净利率	14.3%	1.2%	9.5%	11.2%	11.2%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,224	154	1,075	1,341	1,516	1,712
少数股东损益	32	31	11	15	17	18
非现金支出	366	419	459	474	505	570
非经营收益	-97	39	-3	133	138	113
营运资金变动	-356	488	-316	-642	4	114
经营活动现金净流	1,137	1,099	1,215	1,306	2,163	2,509
资本开支	-445	-1,971	-870	-704	-749	-749
投资	-84	70	-185	0	0	0
其他	112	134	174	25	10	10
投资活动现金净流	-417	-1,767	-881	-679	-739	-739
股权募资	3	12	7	100	0	0
债权募资	985	1,240	-405	29	-378	-393
其他	-533	-760	-728	-686	-749	-801
筹资活动现金净流	456	492	-1,126	-557	-1,127	-1,194
现金净流量	1,175	-176	-791	71	298	577

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,557	2,710	2,114	2,184	2,482	3,058
应收款项	1,882	1,241	1,428	2,466	2,735	3,036
存货	493	741	636	695	785	886
其他流动资产	1,090	851	477	490	559	512
流动资产	6,022	5,543	4,655	5,835	6,561	7,493
%总资产	55.4%	44.6%	38.6%	43.3%	45.4%	48.1%
长期投资	723	892	891	891	891	891
固定资产	3,316	3,754	4,142	4,389	4,634	4,824
%总资产	30.5%	30.2%	34.4%	32.5%	32.1%	31.0%
无形资产	639	1,857	1,795	1,797	1,799	1,801
非流动资产	4,846	6,884	7,402	7,651	7,898	8,091
%总资产	44.6%	55.4%	61.4%	56.7%	54.6%	51.9%
资产总计	10,868	12,428	12,057	13,486	14,459	15,583
短期借款	1,053	1,399	1,061	620	343	50
应付款项	1,529	1,822	1,989	1,806	2,042	2,305
其他流动负债	1,454	2,072	1,529	2,203	2,400	2,620
流动负债	4,036	5,293	4,580	4,629	4,785	4,975
长期贷款	96	1,017	1,270	1,740	1,640	1,540
其他长期负债	113	181	164	164	164	164
负债	4,246	6,491	6,013	6,532	6,588	6,678
普通股股东权益	6,123	5,641	5,782	6,678	7,578	8,594
其中：股本	912	912	912	912	912	912
未分配利润	3,496	3,029	3,489	4,285	5,184	6,200
少数股东权益	499	296	261	276	293	311
负债股东权益合计	10,868	12,428	12,057	13,486	14,459	15,583

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.307	0.134	1.167	1.454	1.643	1.856
每股净资产	6.711	6.182	6.338	7.320	8.305	9.419
每股经营现金净流	1.247	1.205	1.332	1.432	2.371	2.750
每股股利	0.450	0.500	0.550	0.581	0.657	0.743
回报率						
净资产收益率	19.47%	2.17%	18.41%	19.86%	19.78%	19.71%
总资产收益率	10.97%	0.99%	8.83%	9.83%	10.37%	10.87%
投入资本收益率	14.43%	5.49%	13.69%	15.48%	16.17%	16.98%
增长率						
主营业务收入增长率	8.67%	24.59%	7.84%	5.60%	13.09%	12.88%
EBIT 增长率	11.58%	-4.85%	3.61%	30.86%	10.53%	11.80%
净利润增长率	10.66%	-89.72%	768.28%	24.61%	13.02%	12.99%
总资产增长率	28.10%	14.35%	-2.98%	11.86%	7.21%	7.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.5	32.8	38.0	34.5	33.0	32.0
存货周转天数	28.6	32.4	33.4	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	65.6	65.0	69.4	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	135.5	110.9	117.7	114.4	102.4	91.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.73%	-15.70%	-2.04%	-2.37%	-10.67%	-20.32%
EBIT 利息保障倍数	39.7	19.6	20.0	13.5	18.0	24.5
资产负债率	39.07%	52.23%	49.87%	48.44%	45.56%	42.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-12	买入	20.40	N/A
2	2022-04-21	买入	20.26	30.40~30.40
3	2022-04-28	买入	18.77	N/A
4	2022-08-31	买入	17.09	N/A
5	2022-10-28	买入	14.02	N/A
6	2023-01-29	买入	20.85	N/A
7	2023-04-09	买入	20.80	N/A
8	2023-04-28	买入	19.78	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806