

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

毛利提升带动 Q2 利润超预期

索菲亚(002572): 22 年客单显著提升,
多品牌全渠道布局深化

Q4 营收稳增, 整家战略驱动持续增长

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

员工持股计划显信心, 低估白马持续推荐

2024 年 03 月 03 日

事件: 索菲亚发布 2024 年度员工持股计划(草案), 业绩考核年度为以 2023 年营业收入、归母净利润为基数, 公司 2024 年营业收入、归母净利润增长率不低于 10%, 2025 年营业收入、归母净利润增长率不低于 20%。

点评:

- **2024-2025 年员工持股激励明确收入、利润年化增长目标, 广泛调动各层员工积极性。** 公司本次员工持股计划拟受让的股份总数合计 不超过 11,344,458 股, 占激励计划草案公告时公司股本总额的 1.18%, 其中公司高管人员拟分配比例占持股计划股份比例为 15.43%, 公司其他核心员工(不超过 195 人)拟分配比例占持股计划股份比例为 84.57%。本次员工持股计划受让公司回购股份的价格为 8.59 元/股, 计划拟募集资金总额不超过 9,744.89 万元, 每份份额为 1.00 元, 参与本次员工持股计划的员工合计认购份额不超过 9,744.89 万份。业绩考核年度共 2 年, 分别为以 2023 年营业收入、归母净利润为基数, 2024 年营业收入、归母净利润增长率不低于 10%, 2025 年营业收入、归母净利润增长率不低于 20%, 彰显公司发展信心。
- **2023 年前三季度营收增长逐季提升, 各品牌高质量发展; 盈利能力不断优化。** 1) **营收端:** 2023 年前三季度实现营业收入 82 亿元, 同比增长 3.36%, 单 Q3 实现营业收入 34.57 亿元, 同比增长 9.64%。分品牌, 索菲亚品牌 2023 年前三季度实现收入 73.96 亿元, 同比+9.26%, 工厂端平均客单价 19352 元, 同比+6.72%; 米兰纳品牌前三季度实现收入 3.2 亿元, 同比+63.01%, 工厂端平均客单价 14343 元, 同比+13.65%。司米品牌持续优化调整, 转型整家策略的门店中, 定制衣柜、橱柜等整家产品的工厂端平均客单价达 40468 元, 同比+10.79%, 整家策略提升客单值的效果持续体现。分渠道, 整装渠道保持高增长, 前三季度收入同比增长 86.40%。大宗渠道持续优化客户结构, 并通过高端零售、工程项目和经销商等形式布局海外市场。2) **盈利端:** 公司 2023 年前三季度实现归母净利 9.52 亿元, 同比增长 18.54%, 单 Q3 实现归母净利 4.53 亿元, 同比增长 15.63%。盈利增长较高, 主要为成本改善、板材利用率提高及降本增效贡献。
- **盈利预测与投资评级:** 公司作为家居行业优质白马, 品牌和制造优势业内领先, 随着“全渠道、多品牌、多品类”战略深化, 各品牌客单值提升、整装和海外加快拓展, 有望共同带动收入稳健增长, 盈利能力随着规模效应仍有释放空间。我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 13.03 亿元、15.18 亿元、17.67 亿元, 分别同比+22.4%、+16.5%、+16.4%, 目前股价对 24 年 PE 为 10X, 估值处于历史低位, 维持“买入”评级。

风险因素: 市场竞争风险, 房地产市场大幅波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,407	11,223	11,788	13,392	15,251
增长率 YoY %	24.6%	7.8%	5.0%	13.6%	13.9%
归属母公司净利润 (百万元)	123	1,064	1,303	1,518	1,767
增长率 YoY%	-89.7%	768.3%	22.4%	16.5%	16.4%
毛利率%	33.2%	33.0%	35.2%	34.9%	34.9%
净资产收益率ROE%	2.2%	18.4%	20.3%	21.2%	22.0%
EPS(摊薄)(元)	0.13	1.17	1.43	1.66	1.94
市盈率 P/E(倍)	165.24	15.57	11.40	9.79	8.40
市净率 P/B(倍)	3.59	2.87	2.31	2.07	1.85

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 1 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	5,601	6,806	8,437	
货币资金	2,710	2,114	3,045	3,995	5,348	
应收票据	152	52	54	62	70	
应收账款	1,028	1,306	1,272	1,374	1,484	
预付账款	92	50	51	58	66	
存货	741	636	647	738	840	
其他	820	497	533	579	628	
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	12,747	13,630	14,959	
流动负债	5,293	4,580	5,112	5,429	6,018	
短期借款	1,302	872	1,343	1,196	1,263	
应付票据	211	65	66	75	85	
应付账款	1,347	1,511	1,535	1,752	1,996	
其他	2,433	2,132	2,168	2,406	2,675	
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	6,045	6,163	6,602	
少数股东权益	296	261	275	291	310	
归属母公司	5,641	5,782	6,427	7,177	8,048	
负债和股东权益	12,428	12,057	12,747	13,630	14,959	

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	11,788	13,392	15,251	
同比 (%)	24.6%	7.8%	5.0%	13.6%	13.9%	
归属母公司净利润	123	1,064	1,303	1,518	1,767	
同比 (%)	-89.7%	768.3%	22.4%	16.5%	16.4%	
毛利率 (%)	33.2%	33.0%	35.2%	34.9%	34.9%	
ROE%	2.2%	18.4%	20.3%	21.2%	22.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.13	1.17	1.43	1.66	1.94	
P/E	165.24	15.57	11.40	9.79	8.40	
P/B	3.59	2.87	2.31	2.07	1.85	
EV/EBITDA	17.48	9.03	6.93	5.60	4.42	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,40	11,223	11,788	13,392	15,251	
营业成本	6,951	7,520	7,639	8,719	9,930	
营业税金及附加	94	90	95	107	122	
销售费用	1,009	1,116	1,191	1,312	1,489	
管理费用	730	758	802	911	1,037	
研发费用	290	358	472	516	572	
财务费用	68	69	60	44	24	
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	59	66	
营业利润	447	1,287	1,591	1,853	2,157	
营业外收支	-1	4	-5	-5	-5	
利润总额	446	1,291	1,586	1,848	2,152	
所得税	292	215	270	314	366	
净利润	154	1,075	1,316	1,534	1,786	
少数股东损益	31	11	14	16	19	
归属母公司净利润	123	1,064	1,303	1,518	1,767	
EBITDA	1,146	1,867	2,047	2,299	2,588	
EPS(当年)(元)	0.13	1.17	1.43	1.66	1.94	

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	1,906	2,294	2,585	
净利润	154	1,075	1,316	1,534	1,786	
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	55	220	255	
其它	286	32	10	11	12	
投资活动现金流	-1,767	-881	-192	-141	-172	
资本支出	-1,971	-870	-210	-161	-195	
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	-783	-1,203	-1,060	
吸收投资	12	7	0	0	0	
借款	2,609	1,610	-29	-347	-84	
支付利息或股利	-617	-671	-754	-857	-976	
现金流净增加额	143	-644	931	950	1,353	

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。