

2023 年 11 月 01 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

22.5

公司基本资讯

产业别	轻工制造
A 股价(2023/10/31)	18.03
深证成指(2023/10/31)	9863.80
股价 12 个月高/低	22.89/13.21
总发行股数(百万)	912.37
A 股数(百万)	638.79
A 市值(亿元)	115.17
主要股东	江淦钧(20.50%)
每股净值(元)	6.68
股价/账面净值	2.70
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.0 -4.4 34.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-09-01	19.04	买进
2023-04-10	20.80	买进

产品组合

衣柜及配件	83.3%
定制橱柜及配件	10.3%
木门	4.8%
其他	1.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.6%
一般法人	19.9%

股价相对大盘走势



索非亚(002572.SZ)

BUY 买进

3Q 稳健增长，客单价持续提升

结论与建议：

业绩概要：

公告前三季度实现营收 82 亿，同比增 3.4%，录得净利润 9.5 亿，同比增 18.5%，毛利率同比提升 2.78pcts 至 35.62%；3Q 实现营收 34.6 亿，同比增 9.6%，录得净利润 4.5 亿，同比增 15.6%，毛利率同比提升 2.6pcts 至 36.8%。3Q 业绩符合预期。

点评：

- 公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地，实现收入逐季提速增长。前三季度索非亚品牌实现收入 74 亿，同比增 9.3%，工厂端客单价同比增 6.7%至 19352 元；米兰纳品牌实现收入 3.2 亿，同比增 63%，工厂端客单价同比提升 13.65%至 14343 元；司米品牌整家策略效果持续体现，已转型门店中定制衣柜、橱柜等产品工厂端平均客单价达 40468 元，同比增 10.8%；华鹤品牌持续招纳优质经销商、强化中端赋能，并推进新渠道建设以开拓新流量。渠道看，公司整装业务经过前期铺垫，今年已逐渐进入收获期，前三季度整装渠道营收同比增 86.4%，合作装企 202 个，覆盖全国 173 个城市及区域；大宗业务方面，公司坚持优化客户结构，优质客户收入贡献保持稳定。
- 成本方面，受益原材料价格下行，报告期毛利率同比上升 2.6pct 至 36.8%，释放公司盈利空间。费用方面，期间费用率同比上升 0.88pcts 至 18.96%，其中，销售费用率同比增 0.89pcts 至 9.42%，我们认为受渠道引流、营销推广等费用增加影响；利息收入增加使财务费用率同比下降 0.35pcts 至 0.27%；其他费用方面，管理费用率同比上升 0.26pcts，研发费用率同比上升 0.06pcts。
- 3Q 末公司合同负债余额 12 亿，同比增 14.9%，表明公司在手订单充裕，叠加行业利好政策落地发酵，成本面压力温和，我们预计 4Q 公司低基数下有望呈较快增长。
- 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 13.1 亿、15.4 亿和 17.6 亿（原为 12.9 亿、16.3 亿和 19 亿），分别同比增 22.8%、17.6%和 14.6%，EPS 分别为 1.43 元、1.68 元和 1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 13 倍、11 倍和 9 倍，估值不高，维持“买进”。
- 风险提示：新渠道发展不及预期，原材料涨价，行业竞争加剧，地产景气不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1192	123	1064	1307	1537	1760
同比增减	%	10.66	-89.72	768.28	22.82	17.56	14.56
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.31	0.13	1.17	1.43	1.68	1.93
同比增减	%	11.02	-90.08	800.00	22.45	17.56	14.56
市盈率(P/E)	X	13.76	138.69	15.41	12.58	10.70	9.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.60	0.70	0.72	0.84	0.96
股息率 (Yield)	%	3.33	3.33	3.88	3.97	4.67	5.35

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	8353	10407	11223	12769	14358	15961
经营成本	5299	6951	7520	8411	9455	10483
营业税金及附加	69	94	90	114	128	142
销售费用	766	1009	1116	1270	1424	1583
管理费用	611	730	758	886	992	1103
财务费用	35	68	69	55	55	61
资产减值损失	-8	-277	-95	-23	-65	-15
投资收益	66	59	30	13	28	28
营业利润	1525	447	1287	1617	1853	2121
营业外收入	0	2	9	1	1	1
营业外支出	4	3	6	3	1	0
利润总额	1521	446	1291	1614	1853	2122
所得税	297	292	215	275	278	318
少数股东损益	32	31	11	32	39	43
归属于母公司所有者的净利润	1192	123	1064	1307	1537	1760

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	2557	2710	2114	2369	2800	3326
应收账款	840	1028	1306	1567	1802	1982
存货	493	741	636	732	805	845
流动资产合计	6022	5543	4655	5353	6129	6987
长期股权投资	40	61	85	94	98	98
固定资产	3101	3162	3619	3981	4299	4557
在建工程	215	592	524	497	473	449
非流动资产合计	4846	6884	7402	8142	8793	9321
资产总计	10868	12428	12057	13495	14923	16309
流动负债合计	4036	5293	4580	5511	6093	6566
非流动负债合计	210	1198	1433	1548	1625	1658
负债合计	4246	6491	6013	7059	7718	8224
少数股东权益	499	296	261	274	288	302
股东权益合计	6123	5641	5782	6436	7204	8085
负债及股东权益合计	10868	12428	12057	13495	14923	16309

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	1145	1419	1363	1915	2297	2602
投资活动产生的现金流量净额	-417	-1767	-881	-1022	-1149	-1277
筹资活动产生的现金流量净额	456	493	-1126	-638	-718	-798
现金及现金等价物净增加额	1183	143	-644	255	431	527

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。