

2023年09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(2023/8/31)	19.04
深证成指(2023/8/31)	10418.21
股价 12 个月高/低	22.89/12.94
总发行股数(百万)	912.37
A 股数(百万)	638.79
A 市值(亿元)	121.63
主要股东	江淦钧(20.50%)
每股净值(元)	6.19
股价/账面净值	3.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.0 11.6 7.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-04-10	20.80	买进

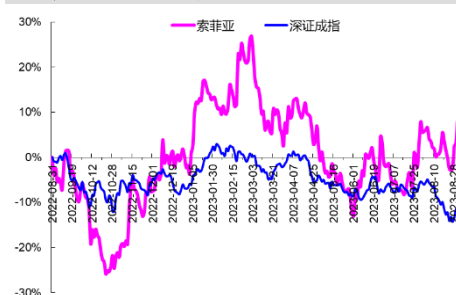
产品组合

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



索菲亚(002572.SZ)

BUY 买进

H1 超预期，整装渠道高增长

结论与建议：

业绩概要：

公告 H1 实现营收 47.4 亿，同比下降 0.8%，录得净利润 5 亿，同比增 21.3%，毛利率同比上升 2.82pcts 至 34.79%；2Q 实现收入 29.4 亿，同比增 5.6%，录得净利润 3.95 亿，同比增 32.9%，毛利率同比上升 3.3pcts 至 35.7%。2Q 业绩超预期。

点评：

- 通过明确和升级四大品牌定位，持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地，2Q 收入恢复增长。上半年来看，索菲亚品牌在整家定制 3.0 战略迭代下，实现收入 42.8 亿，同比增 5%，工厂端客单价同比提升 6.6% 至 18639 元；米兰纳下沉蓝海市场，升级“新一代·5A 硬核整家”战略，实现收入 1.68 亿，同比增 58.64%，工厂端客单价同比提升 10.6% 至 13659 元；司米全面向高端整家定制转型，已转型门店中，衣柜、橱柜等工厂端平均客单价达 40737 元；华鹤品牌以“东方美学，始于木作”为品牌核心，实现收入 0.69 亿。品类看，上半年衣柜、橱柜、木门及其他主营收入分别同比变动-1%、-10.7%、21.7%和-7.9%。
- 2Q 业绩超预期主要由于客单价上升、材料单价同比下降及板材利用率提高，导致报告期毛利率同比大幅上升。此外，广告费投放节奏调整及利息收入增加，使期间费用率同比小幅下降 0.6pcts 至 19.19%。
- 伴随整装战略持续深入推进，上半年整装渠道营收同比增 89.3%，直营整装事业部已合作装企数量达 184 个，覆盖全国 167 个城市及区域。我们预计 H2 整装将维持高速增长，此外，新战略落地和碎片化流量多元化触达在带来公司营销和渠道运营的全面升级，2Q 末合同负债余额同比增 29%，表明在手订单较充裕，叠加公司提前布局存量，抢占旧改流量中的高频需求产品，在政策利好下，我们预计公司全年经营向好。
- 预计 2023-2025 年将分别实现净利润 12.9 亿、16.3 亿和 19 亿，分别同比增 21.6%，25.9%和 17.2%，EPS 分别为 1.42 元、1.79 元和 2.09 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”的投资建议。
- 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	1294	1630	1909
同比增减	%	10.66	-89.72	768.28	21.60	25.91	17.17
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.31	0.13	1.17	1.42	1.79	2.09
同比增减	%	11.02	-90.08	800.00	21.24	25.91	17.17
市盈率(P/E)	X	14.53	146.46	16.27	13.42	10.66	9.10
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.60	0.70	0.71	0.89	1.05
股息率 (Yield)	%	3.15	3.15	3.68	3.73	4.69	5.50

【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	13000	15089	17472
经营成本	5299	6951	7520	8634	9999	11524
营业税金及附加	69	94	90	113	131	152
销售费用	766	1009	1116	1260	1484	1718
管理费用	611	730	758	891	1040	1204
财务费用	35	68	69	73	77	90
资产减值损失	-8	-277	-95	-19	4	4
投资收益	66	59	30	15	28	28
营业利润	1525	447	1287	1566	1903	2229
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	1564	1903	2230
所得税	297	292	215	257	257	301
少数股东损益	32	31	11	13	17	20
归属于母公司所有者的净利润	1192	123	1064	1294	1630	1909

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	2374	2826	3403
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	5213	5891	6687
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	13356	14685	16008
流动负债合计	4036	5293	4580	5378	5815	6151
非流动负债合计	210	1198	1433	1548	1625	1658
负债合计	4246	6491	6013	6926	7440	7809
少数股东权益	499	296	261	274	288	302
股东权益合计	6123	5641	5782	6429	7244	8199
负债及股东权益合计	10868	12428	12057	13356	14685	16008

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	1950	2414	2848
投资活动产生的现金流量净额	-417	-1767	-881	-1040	-1207	-1398
筹资活动产生的现金流量净额	456	493	-1126	-650	-754	-874
现金及现金等价物净增加额	1183	143	-644	260	453	577

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)有限公司相信用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对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可能会或会在没有事先通知前变更。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

份报告内描述之证券持意见或立场，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券。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。