

索菲亚(002572)

报告日期: 2023年04月10日

# 客单值拉升显著, 米兰纳、整装放量高增, 23年成长可期

## ——索菲亚点评报告

### 投资要点

#### □ 索菲亚发布 2022 年业绩:

2022 全年营收 112.23 亿元 (+7.84%), 归母净利润 10.64 亿元 (+768.28%, 在预告偏上区间), 扣非归母净利润 9.37 亿元。其中单 22Q4 营收 32.89 亿 (+3.96%)、归母净利润 2.61 亿 (去年同期-7.26 亿元), 扣非净利润 1.86 亿 (去年同期-7.59 亿元), Q4 利润率受部分资产减值一次性影响, 但收入在感染高峰背景下逆势稳增。

#### □ 索菲亚主品牌客单价+28%, 米兰纳高增。

分品牌来看: (1) 索菲亚主品牌 22 年收入 95.09 亿, 客单价为 18498 元 (+28%), 整家定制拉动显著, 门店数 2829 家 (+99 家)。(2) 米兰纳收入 3.2 亿 (+242.60%, 其中 22Q4+199.6%), 客单价 13023 元 (+17%), 门店数 338 家 (+126 家)。(3) 司米收入 10.4 亿, 主要系战略调整、从橱柜单品向全屋策略, 全屋产品客单价可达 32067 元, 门店数 614 家 (21 年 1122 家), 其中全屋店已达到 77 家, 23 年有望触底回暖。(4) 华鹤收入 1.69 亿 (+14.09%, 其中 22Q4-3.64%), 平均客单价 8211 元, 专卖店 319 家、融入店 148 家。

#### □ 整装渠道发力, 零售表现稳健。

(1) 整装渠道 22 年收入 11.38 亿元 (+115%), 其中 Q4 为 4.47 亿 (+107%), 预计经销商和直营部分各占 50%, 合作装企 160 个、门店数量 425 家;  
 (2) 零售业务 (不含整装) 22 年收入 85.59 亿 (+3.44%), 其中 Q4 为 23.76 亿 (-4.86%)、受到感染高峰影响;  
 (3) 大宗渠道 22 年收入 15.25 亿 (-5%), 其中 Q4 为 4.65 亿 (+3%), 环比回升。

#### □ 整家+整装+下沉品牌多点开花, 23 年成长动能充沛 展望 23 年收入端:

- 1) 整家定制继续推进贡献客单值增长。22 年索菲亚整家定制元年, 23 年选购套餐比例预计仍将稳步上升, 并在厨衣+软体的基础上增加护墙板、地板、门窗等品类的融合销售。
- 2) 渠道端继续翻新门店, 司米调整到位不再拖累。我们预计索菲亚主品牌继续保持 700-800 家的翻新计划, 司米经历 22 年调整后、23 年计划重新招商, 下滑态势有望收敛。
- 3) 下沉品牌米兰纳 22 年实现突破式增长, 且成熟门店单店表现优秀, 23 年预计延续高增。
- 4) 整装渠道 23 年直营整装+经销商整装继续双轮驱动发力。

#### □ Q4 毛利率显著回升, 预收款&现金流表现亮眼

毛利率: 22A 公司实现毛利率 32.99% (-0.22pct), 主要系板材、装饰纸、包材等原材料价格上涨, 低毛利配套成品收入占比提升。22Q4 单季度毛利率为 33.35% (+4.6pct), 表现优秀, 系公司下半年开始在提升板材利用率。

费用率: 22Q4 单季度期间费用率为 21.31% (+1.42pct), 其中销售费用率 10.14% (+0.07pct); 管理+研发费用率 10.71% (+1.77pct); 财务费用率 0.47% (-0.41pct)。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

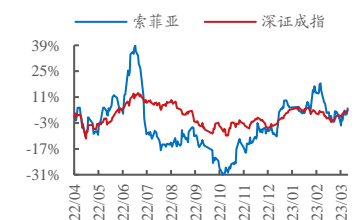
分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 20.80
总市值(百万元)	18,977.30
总股本(百万股)	912.37

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《22 年业绩符合预期、减值影响利润, 不改成长本色——索菲亚点评报告》 2023.01.31
- 2 《Q3 扣非利润优于预期, 预收款&现金流靓丽——索菲亚点评报告》 2022.10.28
- 3 《整家战略拉动客单值显著提升, 整装&米兰纳放量——索菲亚点评报告》 2022.08.31

**现金流:** 22年经营活动现金流净额为13.63亿(-4%)，其中22Q4单季度为4.97亿(-44.28%)，预计疫情期间终端经销商打款节奏影响。期末预收账款7.02亿(-28.73%)，应收账款为13.48亿(+26.81%)，存货为6.36亿(-14.17%)。

#### □ 盈利预测与估值

索菲亚推行整家战略以来，客单值提升明显、且未来提升空间仍然较大，同时多品牌、多渠道战略逐渐收获成效。预计23-25年收入130.59/150.24/173.57亿元，同比增长16.36%/15.04%/15.53%，归母净利润13.23/15.58/18.06亿元，同比增长24.35%/17.74%/15.92%，当前市值对应23-25年PE为14.34X、12.18X、10.51X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示: 房地产市场复苏不及预期，行业竞争加剧，渠道建设不达预期

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11222.54	13058.92	15023.50	17357.06
(+/-) (%)	7.84%	16.36%	15.04%	15.53%
归母净利润	1064.30	1323.48	1558.27	1806.37
(+/-) (%)	768.28%	24.35%	17.74%	15.92%
每股收益(元)	1.17	1.45	1.71	1.98
P/E	17.83	14.34	12.18	10.51

资料来源: 浙商证券研究所

图1: 索菲亚收入分品牌拆分一览

单位: 亿元	2021H1	2021Q3	2021Q1-3	2021Q4	2021A	2022H1	2022Q3	2022Q1-3	2022Q4	2022A
1、索菲亚	36.40	24.48	60.89			40.73	26.97	67.70	27.39	95.09
yoy						11.89%	10.15%	11.19%		
平均客单价					14491	17494		18133		18498
yoy					9.63%	29.00%		34.89%		28.00%
销量yoy						-13.26%		-17.57%		
门店数量					2730	2652		2808		2829
2、司米	5.47	-	-			4.64	2.57	7.21	3.19	10.40
yoy						-15.19%		-		
橱柜平均客单价						13590		12132		12197
yoy								6.00%		
订购衣柜、橱柜全屋产品客单价						34351		36528		32067
门店数量					1122	812		584		614
3、华鹤	0.57	0.41	0.98	0.50	1.48	0.69	0.52	1.21	0.48	1.69
yoy						20.94%	26.01%	23.07%	-3.64%	14.09%
平均客单价						8792		7189		8211
门店数量						304		309		319
4、米兰纳	0.17	0.35	0.52	0.41	0.93	1.06	0.90	1.96	1.24	3.20
yoy						536.21%	154.57%	276.82%	199.60%	242.60%
平均客单价					11131	12351		12620		13023
yoy								14.00%		17.00%
销量yoy								230.54%		192.82%
门店数量	32	109			212	305		315		338

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**图 2: 索菲亚收入分产品拆分一览**

单位: 百万元	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	21A	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22A
大宗渠道收入	363.97	370.03	420.00	449.73	1603.73	330.00	364.41	365.55	465.13	1525.09
YOY	226%	87%	1%	-49%	6.6%	-9%	-2%	-13%	3%	-5%
占比	20.68%	14.57%	14.27%	14.22%	15.41%	16.51%	13.10%	11.59%	14.14%	13.59%
整装渠道收入	39.91	95.09	178.00	216.00	529.00	127.00	234.00	329.67	447.42	1138.09
YOY					613.2%	218%	146%	85%	107%	115%
占比	2.27%	3.74%	6.05%	6.83%	5.08%	6.35%	8.41%	10.46%	13.60%	10.14%
米兰纳门店数量			109	212	212	277	305	315	338	338
衣柜及其配件(索菲亚)					8268.98					9177.28
收入(百万元)										
YOY					1.46%					10.98%
占比					79.46%					81.78%
专卖店数量	2779	2770	2698	2730	2730	2571	2652		2829	2829
客单价(元/单)	13268	13134	13443	14491	14491					18498
毛利率					35.71%					34.32%
厨柜及其配件(司米)					1419.88					1272.08
收入(百万元)										
YOY					17.25%					-10.41%
占比					13.64%					11.34%
门店数量	1118	1081	1099	1122	1122	994	812	584	614	614
毛利率					26.26%					25.18%
木门业务					457.78					433.72
收入(百万元)										
YOY					55.36%					-5.26%
占比					4.40%					3.86%
门店数量	685	782	775	799	799	296	445		319(仅华鹤)	319(仅华鹤)
毛利率					17.14%					23.95%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**图 3: 索菲亚季度数据一览**

单位: 百万元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业总收入	2,539.40	3,258.58	1,760.28	2,539.64	2,943.85	3,163.32	1,998.51	2,782.50	3,152.83	3,288.71
YOY	17.07%	37.23%	130.59%	41.76%	15.93%	-2.92%	13.53%	9.56%	7.10%	3.96%
归母净利润	354.36	495.21	117.87	328.04	402.95	(726.28)	114.48	297.37	391.60	260.85
YOY	7.74%	38.49%	812.35%	-8.68%	13.71%	-246.66%	-2.87%	-9.35%	-2.82%	135.92%
扣非归母净利润	370.94	465.55	101.17	307.17	382.17	(758.83)	106.24	262.14	382.79	186.06
YOY	28.30%	39.60%	254.49%	10.25%	3.03%	-263.00%	5.01%	-14.66%	0.16%	124.52%
毛利率	38.65%	34.21%	31.23%	37.17%	35.75%	28.75%	31.32%	32.43%	34.17%	33.35%
期间费用率	18.88%	14.56%	23.81%	20.37%	18.06%	19.89%	23.96%	19.79%	18.09%	21.31%
其中: 销售费用	247.38	213.79	189.25	245.20	256.37	318.40	243.45	269.67	269.05	333.39
销售费用率	9.74%	6.56%	10.75%	9.65%	8.71%	10.07%	12.18%	9.69%	8.53%	10.14%
其中: 管理费用	162.13	188.98	164.99	185.52	178.37	201.06	152.95	172.78	183.35	248.98
研发费用	58.71	62.97	55.57	73.47	78.98	81.88	65.72	90.74	98.53	103.11
管理+研发费用率	8.70%	7.73%	12.53%	10.20%	8.74%	8.94%	10.94%	9.47%	8.94%	10.71%
其中: 财务费用	11.13	8.59	9.30	13.13	17.80	27.78	16.73	17.43	19.55	15.36
财务费用率	0.44%	0.26%	0.53%	0.52%	0.60%	0.88%	0.84%	0.63%	0.62%	0.47%
归母净利率	13.95%	15.20%	6.70%	12.92%	13.69%	-22.96%	5.73%	10.69%	12.42%	7.93%
存货	608.66	492.75	547.68	660.81	722.60	741.10	731.27	665.70	655.23	636.44
较上年同期增减	262.65	153.90	148.79	133.48	113.94	248.36	183.58	4.89	-67.37	-104.67
应收票据	600.65	943.64	1,000.21	1,102.55	657.53	151.68	145.34	90.32	74.51	51.73
较上年同期增减	269.18	596.71	587.01	549.80	56.88	-791.96	-854.87	-1012.23	-583.02	-99.95
应收账款	465.73	860.87	858.75	903.87	929.82	1,062.86	1,083.26	1,223.82	1,362.69	1,347.98
较上年同期增减	-82.64	167.23	274.39	386.54	464.09	201.99	224.51	319.96	432.87	285.12
应付账款及应付票据	1012.52	1315.42	1247.78	1378.16	1502.03	1558.17	1396.93	1387.40	1577.80	1575.75
较上年同期增减	364.15	480.28	634.64	536.36	489.50	242.75	149.15	9.25	75.78	17.59
预收账款	0.00	793.20	607.47	779.99	822.84	984.63	943.32	1006.89	1046.24	701.73
较上年同期增减	-591.35	249.21	607.47	779.99	822.84	191.43	335.85	226.91	223.40	-282.90
经营性现金流净额	579.43	664.63	-661.71	747.23	441.98	891.61	-283.40	431.58	718.10	496.72
较上年同期增减	204.07	-33.43	-41.80	226.33	-137.45	226.98	378.30	-315.65	276.12	-394.89
筹资性现金流净额	211.81	267.13	653.99	-228.22	305.86	-238.14	-141.65	-507.52	-144.78	-332.53
较上年同期增减	424.86	556.09	183.22	265.66	94.05	-505.26	-795.64	-279.31	-450.64	-94.40
资本开支	113.83	112.31	178.62	730.01	795.56	269.25	205.80	189.51	257.72	245.21
较上年同期增减	-18.15	-14.81	66.70	621.52	681.74	156.94	27.18	-540.50	-537.84	-24.04
ROE	6.52%	8.45%	1.90%	5.34%	6.50%	-12.11%	2.01%	5.29%	6.88%	4.47%
YOY(±)	-0.18%	1.65%	2.21%	-1.38%	-0.01%	-20.56%	0.11%	-0.05%	0.38%	16.58%
资产负债率	35.84%	39.07%	39.05%	43.88%	44.98%	52.23%	49.81%	51.92%	51.37%	49.87%
YOY(±)	5.04%	8.72%	8.85%	9.85%	9.13%	13.17%	10.76%	8.04%	6.39%	-2.36%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4655	6423	7830	9547
现金	2114	2544	3976	5436
交易性金融资产	340	646	541	509
应收账款	1357	1950	1921	2303
其它应收款	71	104	101	121
预付账款	50	88	101	104
存货	636	531	816	743
其他	86	560	375	329
<b>非流动资产</b>	7402	7610	8247	8608
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	85	62	70	72
固定资产	3619	3800	3928	4096
无形资产	1694	2036	2496	2724
在建工程	524	499	479	463
其他	1481	1213	1275	1252
<b>资产总计</b>	12057	14033	16077	18155
<b>流动负债</b>	4580	5299	5772	6049
短期借款	872	1051	1087	962
应付款项	1576	1990	2225	2561
预收账款	0	0	0	0
其他	2132	2258	2460	2526
<b>非流动负债</b>	1433	1422	1436	1430
长期借款	1270	1270	1270	1270
其他	164	153	166	161
<b>负债合计</b>	6013	6722	7208	7479
少数股东权益	261	105	105	105
归属母公司股东权	5782	7206	8764	10571
<b>负债和股东权益</b>	12057	14033	16077	18155

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	11223	13059	15024	17357
营业成本	7520	8755	10099	11691
营业税金及附加	90	131	150	174
营业费用	1116	1277	1446	1662
管理费用	758	858	980	1123
研发费用	358	392	451	521
财务费用	69	26	28	28
资产减值损失	(132)	(99)	(60)	(40)
公允价值变动损益	36	40	30	20
投资净收益	30	30	30	30
其他经营收益	41	0	0	0
<b>营业利润</b>	1287	1592	1869	2168
营业外收支	4	5	5	5
<b>利润总额</b>	1291	1597	1875	2173
所得税	215	267	313	363
<b>净利润</b>	1075	1330	1562	1810
少数股东损益	11	7	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	1064	1323	1558	1806
EBITDA	1775	2110	2410	2748
EPS (最新摊薄)	1.17	1.45	1.71	1.98

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.84%	16.36%	15.04%	15.53%
营业利润	188.06%	23.68%	17.44%	15.99%
归属母公司净利润	768.28%	24.35%	17.74%	15.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.99%	32.96%	32.78%	32.64%
净利率	9.58%	10.19%	10.40%	10.43%
ROE	17.77%	19.82%	19.26%	18.48%
ROIC	13.40%	15.28%	15.07%	15.11%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.87%	47.90%	44.83%	41.20%
净负债比率	38.76%	36.31%	34.57%	31.81%
流动比率	1.02	1.21	1.36	1.58
速动比率	0.88	1.11	1.22	1.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	1.00	1.00	1.01
应收账款周转率	9.62	9.74	10.09	9.91
应付账款周转率	5.26	5.33	5.34	5.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.17	1.45	1.71	1.98
每股经营现金	1.49	1.48	2.33	2.47
每股净资产	6.34	7.90	9.61	11.59
<b>估值比率</b>				
P/E	17.83	14.34	12.18	10.51
P/B	3.28	2.63	2.17	1.80
EV/EBITDA	9.45	8.71	7.11	5.67

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1363	1354	2124	2255
净利润	1075	1330	1562	1810
折旧摊销	459	332	362	387
财务费用	69	26	28	28
投资损失	(30)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(495)	(523)	626	27
其它	284	218	(424)	32
<b>投资活动现金流</b>	(881)	(1082)	(802)	(710)
资本支出	(389)	(396)	(371)	(441)
长期投资	(29)	26	(8)	(4)
其他	(464)	(711)	(423)	(265)
<b>筹资活动现金流</b>	(1126)	74	(955)	(115)
短期借款	(430)	179	36	(125)
长期借款	253	0	0	0
其他	(949)	(105)	(991)	10
<b>现金净增加额</b>	(644)	347	366	1430

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>