

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

- 1、《索菲亚 (002572) : Q4 营收稳增, 整家战略驱动持续增长》
- 2、《索菲亚 (002572) : 零售稳健, 整家战略推动客单价显著提升》
- 3、《索菲亚 (002572) : 上半年整家战略成效显著, 新渠道建设发力》

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

22 年客单显著提升, 多品牌全渠道布局深化

2023 年 04 月 10 日

事件: 公司发布年报, 2022 年实现营业收入 112.23 亿元, 同比增长 7.84%, 实现归母净利润 10.64 亿元, 同比增长 768%, 实现扣非归母净利润 9.37 亿元, 同比增长 2859%。单 Q4 实现营业收入 32.89 亿元, 同比增长 3.96%, 实现归母净利润 2.61 亿元, 同比增长 136%。

点评:

- **全年稳健收官, 整家驱动客单值提升显著、整装&米兰纳高增。** 公司 2022 年实现营业收入 112.23 亿元, 同比增长 7.84%, 单 Q4 实现营业收入 32.89 亿元, 同比增长 3.96%。2022 年公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地, 在疫情影响零售渠道的背景下仍实现稳健正向增长。**分产品看**, 22 年公司**衣柜及其配套产品**实现收入 91.77 亿元, 同比增长 10.98%; **橱柜及其配套件**实现收入 12.72 亿元, 同比下降 10.41%; **木门**实现收入 4.34 亿元, 同比下降 5.26%。**分渠道看**, 22 年公司**经销商渠道**实现收入 92.25 亿元, 同比增长 10.34%; **直营渠道**实现收入 27.71 亿元, 同比下降 19.06%; **大宗渠道**实现收入 15.25 亿元, 同比下降 4.91%; **其他渠道 (出口)**实现收入 0.35 亿元, 同比下降 4.25%。**新渠道方面**, 公司整装渠道 (含零售、直营) 营业收入同比增长 115.14%, 直营整装事业部已合作装企数量 160 个, 门店数量 425 家, 覆盖全国 93 个城市及区域。**分品牌看**, 22 年公司**索菲亚品牌**实现收入 95.09 亿元, 工厂端平均客单价 18498 元, 同比增长 28%; **米兰纳品牌**实现收入 3.2 亿元, 同比增长 242.60%, 工厂端平均客单价 13023 元, 同比增长 17%。**司米品牌**实现收入 10.40 亿元, 在已转型整家策略的门店中, 订购衣柜、橱柜等全屋产品的工厂端平均客单价达 32067 元, 整家策略提升客单值的效果明显。**华鹤品牌**实现收入 1.69 亿元, 同比增长 14.09%。
- **22 年毛利率、费用率稳健, 23 年轻装而行盈利能力回升可期。** 1) **毛利率:** 22 年公司实现毛利率 32.99%, 同比-0.2pct, 其中衣柜及其配套产品、橱柜及其配件、木门分别实现毛利率 34.32%、25.18%、23.95%, 分别同比-1.4pct、-1.09pct、+6.81pct。2) **期间费用:** 22 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.9%、6.8%、3.2%、0.6%, 分别同比+0.2pct、-0.3pct、+0.4pct、+0pct。3) **净利润:** 2022 年实现归母净利润 10.64 亿元, 同比增长 768%, 实现扣非归母净利润 9.37 亿元, 同比增长 2859%, 归母净利率为 9.58%。公司利润同比增长幅度较大主要由于公司 2021 年 Q4 计提大额信用减值损失及资产减值损失。3) **现金流:** 22 年公司实现经营活动现金流 13.63 亿元, 同比-3.95%; 实现投资活动现金流 8.81 亿元, 同比-50.15%, 主要为上年同期支付全球发展中心土地款; 实现筹资活动现金流-11.26 亿元, 同比-328.27%, 主要是本期偿还借款所致。
- **盈利预测与投资评级:** 看好 23 年行业环境回暖背景下, 公司制造优势

加持下业务布局不断丰富，随着“全渠道、多品牌、多品类”战略深化，主品牌客单值提升、子品牌和整装渠道加快拓展，有望共同带动收入稳健增长。我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 13.69 亿元、16.06 亿元、19.02 亿元，分别同比+28.6%、+17.3%、+18.4%，目前股价对应 23 年 PE 为 14x，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,407	11,223	13,199	15,249	17,541
增长率 YoY %	24.6%	7.8%	17.6%	15.5%	15.0%
归属母公司净利润 (百万元)	123	1,064	1,369	1,606	1,902
增长率 YoY%	-89.7%	768.3%	28.6%	17.3%	18.4%
毛利率%	33.2%	33.0%	33.0%	32.9%	32.9%
净资产收益率ROE%	2.2%	18.4%	21.2%	22.1%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.13	1.17	1.50	1.76	2.08
市盈率 P/E(倍)	165.24	15.57	13.86	11.82	9.98
市净率 P/B(倍)	3.59	2.87	2.94	2.62	2.32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 07 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	5,870	7,050	8,700	
货币资金	2,710	2,114	3,028	3,879	5,183	
应收票据	152	52	61	70	81	
应收账款	1,028	1,306	1,426	1,568	1,710	
预付账款	92	50	59	68	79	
存货	741	636	748	866	997	
其他	820	497	547	598	651	
非流动资产	6,884	7,402	7,417	7,301	7,186	
长期股权投资	61	85	85	85	85	
固定资产(合)	3,162	3,619	3,773	3,791	3,756	
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	13,287	14,351	15,886	
流动负债	5,293	4,580	5,619	6,073	6,801	
短期借款	1,302	872	1,343	1,196	1,263	
应付票据	211	65	76	88	101	
应付账款	1,347	1,511	1,776	2,057	2,366	
其他	2,433	2,132	2,423	2,732	3,071	
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	6,552	6,806	7,385	
少数股东权益	296	261	276	293	313	
归属母公司股	5,641	5,782	6,459	7,252	8,188	
负债和股东权益	12,428	12,057	13,287	14,351	15,886	

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	13,199	15,249	17,541	
同比(%)	24.6%	7.8%	17.6%	15.5%	15.0%	
归属母公司净利润	123	1,064	1,369	1,606	1,902	
同比(%)	-89.7%	768.3%	28.6%	17.3%	18.4%	
毛利率(%)	33.2%	33.0%	33.0%	32.9%	32.9%	
ROE%	2.2%	18.4%	21.2%	22.1%	23.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.13	1.17	1.50	1.76	2.08	
P/E	165.24	15.57	13.86	11.82	9.98	
P/B	3.59	2.87	2.94	2.62	2.32	
EV/EBITDA	17.48	8.91	8.66	7.12	5.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,407	11,223	13,199	15,249	17,541	
营业成本	6,951	7,520	8,838	10,237	11,775	
营业税金及附加	94	90	106	122	140	
销售费用	1,009	1,116	1,312	1,485	1,670	
管理费用	730	758	892	1,030	1,185	
研发费用	290	358	421	487	560	
财务费用	68	69	59	41	21	
减值损失合	-277	-95	-10	-10	-10	
投资净收益	59	30	35	41	47	
其他	-600	41	59	66	75	
营业利润	447	1,287	1,655	1,943	2,302	
营业外收支	-1	4	5	5	5	
利润总额	446	1,291	1,660	1,948	2,307	
所得税	292	215	277	325	385	
净利润	154	1,075	1,383	1,623	1,922	
少数股东损益	31	11	14	17	20	
归属母公司净利润	123	1,064	1,369	1,606	1,902	
EBITDA	1,146	1,891	2,115	2,404	2,759	
EPS(当年)(元)	0.13	1.17	1.50	1.76	2.08	

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	2,197	2,461	2,821	
净利润	154	1,075	1,383	1,623	1,922	
折旧摊销	462	511	485	516	548	
财务费用	88	90	86	78	70	
投资损失	-59	-30	-35	-41	-47	
营运资金变	488	-316	277	282	325	
其它	286	32	1	2	3	
投资活动现金流	-1,767	-881	-466	-361	-389	
资本支出	-1,971	-870	-501	-402	-436	
长期投资	70	-185	-30	-30	-30	
其他	134	174	65	71	77	
筹资活动现金流	493	-1,126	-817	-1,249	-1,129	
吸收投资	12	7	0	0	0	
借款	2,609	1,610	-29	-347	-84	
支付利息或股息	-617	-671	-788	-902	-1,045	
现金流净增加额	143	-644	915	851	1,303	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。