

# 索菲亚（002572）：大家居战略持续演绎，未来业绩弹性可期

2023年4月12日

推荐/维持

索菲亚

公司报告

**事件：**索菲亚发布2022年度报告。2022年公司营收112.2亿元，同比+7.8%；归母净利润10.6亿元，扣非归母9.4亿元，还原21年恒大减值后分别同比+6.3%，+2.9%。其中Q4营收32.9亿元，同比+4.0%；归母净利润2.6亿元，扣非归母1.9亿元，还原21年恒大减值后分别同比+70.9%，+55.0%。

**四大品牌体系梳理清晰，大家居战略推动客单价提升。**2022年四大品牌均开始以独立事业部运作，定位明晰。其中索菲亚定位中高端市场；米兰纳成立于2021年，定位互联网轻奢时尚品牌，价格低于索菲亚品牌；司米和华鹤定位高精人群，价格定位高于索菲亚品牌，司米2022年基本完成与索菲亚品牌的切割，开始独立发展。公司推进大家居战略，各品牌均在增加品类。品类的拓展以及新品牌米兰纳的高速开拓助力公司收入逆势增长，未来空间依然广阔。**分品牌看，1) 索菲亚：**2022年推出橱柜、门窗产品，品类布局更加完善。整家套餐进一步推进品类协同销售，工厂端平均客单价同比增长28%至18498元。门店净增长99家至2829家。2022年疫情影响较大，其中省会城市平均开业时间仅9个月，收入占比由33%下降至24%，对索菲亚品牌短期有所冲击。整体来看，索菲亚品牌2022年收入95.1亿元，品牌零售业务增长稳健，未来店效恢复及品类拓展带来弹性。**2) 米兰纳：**收入3.2亿元，同比+242.6%，增势迅猛。2022年米兰纳门店338家，净开126家，预计仍将保持高速拓店态势。品牌持续拓品类，平均客单价同比提升17%至13023元，目前仍以衣柜为主，未来拓展空间大。品类与门店同步拓展下，收入持续高增长可期。**3) 司米：**2022年原有的部分经销商转入索菲亚品牌内，基本完成与索菲亚品牌的切割，当前经销商重叠率较低，未来将在体系外招商。收入10.4亿元，依然承压。少量门店实现多品类销售，橱柜产品平均客单价12197元，而全屋产品平均客单价32067元，成长空间大。司米预计今年仍承压，明年起随切割影响消除及品类拓展落地，重回高增可期。**4) 华鹤：**品牌从木门向墙柜类产品拓展，稳步推进；门店净增54家至319家，同时全品类门店数量提高至148家。收入1.69亿元，同比增14.1%。多品牌、全品类的大家居体系已梳理清晰，而今年消费环境已转好，品类以及品牌的拓展未来将助推公司零售业务持续增长。

**从品类视角看，衣柜为核心的整家产品逆势增长，多品类共振可期。**衣柜及配件、橱柜及配件、木门分别实现收入91.8、12.7、4.34亿元，同比+11.0%、-10.4%、-5.3%。衣柜及配件品类包含衣柜及配套家具产品，客单价的提升及米兰纳品牌的高速成长是品类逆势增长的原因。公司2022年成立家具家品事业部，赋能各品牌提升客单价，预计公司平均客单价仍将持续提升。随着各品牌均发力橱柜及木门业务，两品类有望快速增长。

**从渠道视角看，零售渠道稳步增长，整装渠道处高速拓展期。**收入分渠道看，**1) 零售渠道：**收入95.0亿元，同比+9.2%。各品牌品类的拓展以及米兰纳品牌的快速增长，助力零售业务逆势增长。**2) 整装渠道：**收入约5亿元，同比+115.1%，持续高速拓展。公司仍在模式优化阶段，2022年仅覆盖93个城市及区域，未来空白市场覆盖空间大，预计持续保持高增速。**3) 大宗渠道：**收入15.3亿元，同比-4.9%。公司强化风险控制，重点拓展国企及优质民企，2022年优质客户收入占比已达55%。保交楼政策对2022年大宗业务有提振，使得业务收入在高基数下实现微降。公司推动大宗业务稳健发展，预计未来业务收入稳中有降。大宗收入占比13.6%，毛利占比7.0%，对公司整体业绩

## 公司简介：

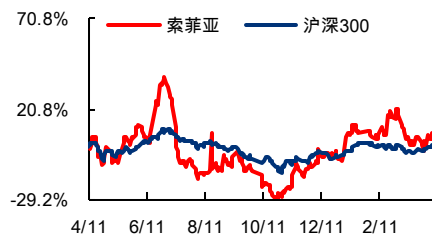
公司是一家主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售的公司。“索菲亚”已经成为国内定制衣柜的代表品牌。根据行业内逐步向全屋家具定制发展的趋势，公司提出“定制家索菲亚”的全新战略，产品品类和系列不断拓宽，并且出资成立了司米厨柜有限公司，正式进军橱柜领域。未来公司将把定制衣柜及其他配套家具做精、做大、做强，并加快推进橱柜业务，不断深化公司“定制家”的战略，成为国内领先的“大家居解决方案提供者”。

资料来源：公司公告、同花顺

## 交易数据

52周股价区间（元）	27.5-13.72
总市值（亿元）	189.77
流通市值（亿元）	132.87
总股本/流通A股（万股）	91,237/91,237
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.63

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

影响有限。

**毛利率受原材料+新品推出短期压制，费用率有望降低，利润率弹性可期。**公司毛利率 32.99%，同比-0.2pct，近两年毛利率处于低位。低毛利配套品占比提升是主因，同时原材料价格上涨压制毛利率。原材料价格自去年下半年起已有回落。近两年公司发力大家居，推出新品较多，公司加大利润考核，减少低销量新品，同时配套品规模提升也将提振毛利率。负面影响均有改善，毛利率自 22Q3 起已有改善，预计毛利率今年同比提升，长期将维稳。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别+0.2、-0.3、+0.4pct，整体费用率稍有承压，主要因费用投放集中在年初确定，而收入因消费环境承压。今年消费环境恢复，费用率降低可期。长期来看，客单价提升有望使费用率持续下降。2022 全年计提资产减值准备 1.6 亿元，包括应收减值、存货减值等，推测主要因部分地产客户风险暴露及低销量新品被优化而产生，均为短期影响。总体来看，2022 年净利率 9.5%，还原减值后 10.9%，同比约+1pct（还原 21 及 22 年减值准备）。我们认为今年利润弹性可期，未来随整家产品规模提升，盈利能力将稳步提升。

**投资建议：**索菲亚营销网络根基强，多品牌、全品类的大家居体系已逐步梳理清晰，大家居布局行业领先，品类、渠道及品牌的拓展将推动公司持续提升份额，实现长期成长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.5、16.0、18.8 亿元人民币，增速分别为 27.0%、18.1%、18.0%，目前股价对应 PE 分别为 13.6、11.6、9.9 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**地产销售回暖不及预期，原材料价格大幅波动。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,407.09	11,222.54	13,236.21	15,304.21	17,590.39
增长率（%）	24.59%	7.84%	17.94%	15.62%	14.94%
归母净利润（百万元）	122.58	1,064.30	1,351.81	1,596.84	1,883.55
增长率（%）	-89.72%	768.28%	27.01%	18.13%	17.96%
净资产收益率（%）	2.17%	18.41%	19.14%	18.89%	18.70%
每股收益（元）	0.13	1.17	1.53	1.79	2.11
PE	160.00	17.78	13.63	11.59	9.87
PB	3.36	3.28	2.69	2.25	1.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	5543	4655	6369	7892	9685	营业收入	10407	11223	13236	15304	17590						
货币资金	2710	2114	3309	4591	6012	营业成本	6951	7520	8809	10199	11743						
应收账款	1028	1306	1269	1468	1687	营业税金及附加	94	90	106	122	141						
其他应收款	61	71	83	96	111	营业费用	1009	1116	1271	1454	1653						
预付款项	92	50	50	21	33	管理费用	730	758	887	1018	1161						
存货	741	636	724	838	965	财务费用	68	69	127	101	60						
其他流动资产	87	44	64	85	85	研发费用	290	358	397	459	528						
非流动资产合计	6884	7402	6954	6728	6530	资产减值损失	276.93	95.26	20.00	0.00	0.00						
长期股权投资	61	85	94	103	113	公允价值变动收益	8.83	35.76	22.30	0.00	0.00						
固定资产	3162	3619	3522	3373	3252	投资净收益	58.84	29.83	44.34	37.08	40.71						
无形资产	1757	1694	1597	1506	1421	加:其他收益	41.57	46.24	43.90	45.07	44.48						
其他非流动资产	144	317	100	100	100	营业利润	447	1287	1727	2031	2387						
资产总计	12428	12057	13322	14621	16215	营业外收入	1.78	9.46	5.62	7.54	6.58						
流动负债合计	5293	4580	4586	4455	4388	营业外支出	2.62	5.53	4.08	4.80	4.44						
短期借款	1302	872	941	453	0	利润总额	446	1291	1729	2033	2390						
应付账款	1347	1511	1715	2003	2296	所得税	292	215	337	397	466						
预收款项	0	0	0	0	18	净利润	154	1075	1392	1637	1924						
一年内到期的非流	97	189	0	0	0	少数股东损益	31	11	40	40	40						
非流动负债合计	1198	1433	1366	1367	1366	归属母公司净利润	123	1064	1352	1597	1884						
长期借款	1017	1270	1270	1270	1270	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E							
负债合计	6491	6013	5952	5822	5754	成长能力											
少数股东权益	296	261	301	341	381	营业收入增长	24.59%	7.84%	17.94%	15.62%	14.94%						
实收资本(或股本)	912	912	912	912	912	营业利润增长	-70.70	188.06%	34.22%	17.55%	17.57%						
资本公积	1320	968	968	968	968	归属于母公司净利	-89.72	768.28%	27.01%	18.13%	17.96%						
未分配利润	3029	3489	4286	5213	6286	获利能力											
归属母公司股东权	5641	5782	7063	8452	10074	毛利率(%)	33.21%	32.99%	33.45%	33.36%	33.24%						
负债和所有者权益	12428	12057	13322	14621	16215	净利率(%)	1.48%	9.58%	10.52%	10.70%	10.94%						
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	0.99%	8.83%	10.15%	10.92%	11.62%						
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	2.17%	18.41%	19.14%	18.89%	18.70%						
经营活动现金流	1419	1363	1810	2132	2338	偿债能力											
净利润	154	1075	1392	1637	1924	资产负债率(%)	52%	50%	45%	40%	35%						
折旧摊销	419.43	458.55	410.33	415.30	420.90	流动比率	1.05	1.02	1.39	1.77	2.21						
财务费用	68	69	127	101	60	速动比率	0.91	0.88	1.23	1.58	1.99						
应收账款减少	-188	-278	36	-198	-219	营运能力											
预收帐款增加	0	0	0	0	18	总资产周转率	0.89	0.92	1.04	1.10	1.14						
投资活动现金流	-1767	-881	-317	-69	-159	应收账款周转率	11	10	10	11	11						
公允价值变动收益	9	36	22	0	0	应付账款周转率	8.41	7.85	8.21	8.23	8.18						
长期投资减少	0	0	-9	-9	-10	每股指标(元)											
投资收益	59	30	44	37	41	每股收益(最新摊	0.13	1.17	1.53	1.79	2.11						
筹资活动现金流	493	-1126	-297	-781	-758	每股净现金流(最	0.16	-0.71	1.31	1.41	1.56						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.18	6.34	7.74	9.26	11.04						
长期借款增加	920	253	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	160.00	17.78	13.63	11.59	9.87						
资本公积增加	16	-352	0	0	0	P/B	3.36	3.28	2.69	2.25	1.88						
现金净增加额	145	-644	1196	1282	1421	EV/EBITDA	21.13	10.89	7.94	6.35	4.98						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526