

索菲亚(002572)

报告日期: 2023年04月27日

Q1 整装&米兰纳延续高增, 现金流表现靓丽

——索菲亚点评报告

投资要点

□ 索菲亚发布 2023 年一季报:

22Q1 实现营收 18.05 亿 (-9.70%), 归母净利润 1.04 亿 (-8.86%), 扣非归母净利润 0.90 亿 (-15.58%), 主要系 12-1 月前端接单受疫情影响, 分业务来看, 经营亮点突出:

- 1) 整装渠道表现靓丽, 23Q1 收入 2.27 亿 (+78%), 占比提升至 13%, 22 年合作装企 160 个、门店数量 425 家, 预计是 23 年增长的重要贡献。同时存量装企如点石、爱空间等份额持续深挖, 23 年继续开拓新的家装企业合作、并鼓励经销商开拓整装业务。我们认为家装作为重要流量渠道, 未来占比公司收入有望提升至 20-30%。
- 2) 米兰纳品牌下沉蓝海市场, 优质新商支持业绩倍增增长。22 年门店数 338 家 (+126 家), 23 年环境转好预计开店加速。
- 3) 索菲亚主品牌 Q1 客单值继续提升, 开拓橱卫、门窗和墙地市场。
- 4) 华鹤加快“整家定制”战略转型升级, 强化招商、建店, 推动收入稳步增长。
- 5) 司米持续优化招商, 从橱柜单品向全屋策略, 今年调整期过后 24 年有望恢复增长。
- 6) 23Q1 大宗收入 2.97 亿 (-10%), 公司控风险、地产商客户结构调整优化。直营+经销 23Q1 收入 14.99 亿 (-9.64%)。

□ 财务指标: 毛利率提升显著, 经营性现金流大幅改善

(1) 毛利率: 23Q1 为 33.25% (+1.93pct), 得益于原材料价格下行、板材利用率提升。

(2) 期间费用率: 23Q1 为 25.73% (+1.77pct), 其中销售费用率 11.28% (-0.90pct), 管理+研发费用率 13.32% (+2.38pct), 财务费用率 1.14% (+0.3pct), 费用率提升主要系收入规模效应未体现。

(3) 经营性现金流: 23Q1 为 1.93 亿 (22Q1 为 -2.83 亿) 现金流大幅改善, 应收账款+合同资产 12.3 亿 (同比+14%, 但环比 22Q4-9%), 大宗收款加速; 合同负债 9.98 亿 (同比+6%、环比+42%), 终端零售订单增长亮眼、铺垫 Q2 收入。

□ 盈利预测与估值

展望 23 年, 整家定制继续推升客单值 (增加地门窗品类融合), 米兰纳、整装延续高增, 叠加地产数据、线下客流回暖, 看好公司多品牌多渠道战略收获成效。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 13.64X、11.58X、9.99X, 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	16.96	13.64	11.58	9.99

投资评级: 买入(维持)

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

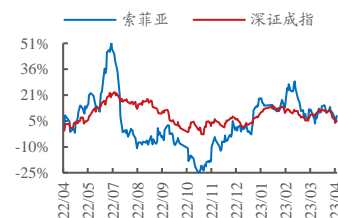
分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 19.78
总市值(百万元)	18,046.68
总股本(百万股)	912.37

股票走势图



相关报告

- 1 《客单值拉升显著, 米兰纳、整装放量高增, 23 年增长可期》 2023.04.10
- 2 《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
- 3 《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

资料来源：浙商证券研究所

图 1：索菲亚收入分产品拆分一览

单位：百万元	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023Q1
总收入	2962.14	1224.45	2615.99	3840.44	1908.24	3244.56	5152.80	2035.25	3353.53	5388.78	805.74
YOY	21.75%	6.57%	44.27%	29.65%	55.84%	24.03%	34.17%	6.66%	3.36%	4.58%	6.20%
归母净利润	329.43	50.69	344.75	395.44	151.76	353.76	505.52	157.78	378.95	536.72	51.54
YOY	20.71%	-53.99%	57.23%	20.04%	199.42%	2.61%	27.84%	3.96%	7.12%	6.17%	0.49%
整体厨柜											
收入	2117.11	811.81	1686.79	2498.60	1087.04	1847.12	2934.17	1016.68	1719.93	2736.61	318.37
YOY	9.80%	-5.05%	33.65%	18.02%	33.90%	9.50%	17.43%	-6.47%	-6.89%	-6.73%	-12.79%
占比	71.47%	66.30%	64.48%	65.06%	56.97%	56.93%	56.94%	49.95%	51.29%	50.78%	39.51%
毛利率(%)	42.43%	-	-	41.54%	41.81%	39.73%	40.50%	41.19%	41.32%	41.27%	46.48%
门店数	1535	1597	1576	1576	1676	1691	1691	1745	1722	1722	1731
定制衣柜											
收入	734.44	343.80	797.07	1,140.87	680.66	1079.12	1,759.78	834.28	1268.46	2102.74	352.62
YOY	70.80%	-	58.13%	55.34%	97.98%	35.39%	54.25%	22.57%	17.55%	19.49%	6.80%
占比	24.79%	28.08%	30.47%	29.71%	35.67%	33.26%	34.15%	40.99%	37.82%	39.02%	43.76%
毛利率(%)	31.62%	-	-	33.40%	33.17%	35.22%	34.43%	35.38%	40.59%	38.52%	35.55%
门店数	1078	1237	1366	1366	1528	1619	1619	1718	1726	1726	1741
木门											
收入	27.63	11.44	31.93	43.37	30.02	139.80	169.82	74.06	153.80	227.86	40.37
YOY	0.93%	0.93%	1.22%	1.13%	1.57%	4.31%	3.30%	3.64%	4.59%	4.23%	5.01%
占比	0.93%	0.93%	1.22%	1.13%	1.57%	4.31%	3.30%	3.64%	4.59%	4.23%	5.01%
YOY	-3.62%	-	-	15.98%	15.98%	13.04%	13.04%	10.74%	10.19%	10.37%	6.73%
门店数	156	-	-	203	260	399	399	654	748	748	780

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：索菲亚季度数据一览

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	1,760.28	2,539.64	2,943.85	3,163.32	1,998.51	2,782.50	3,152.83	3,288.71	1,804.73
YOY	130.59%	41.76%	15.93%	-2.92%	13.53%	9.56%	7.10%	3.96%	-9.70%
归母净利润	117.87	328.04	402.95	(726.28)	114.48	297.37	391.60	260.85	104.34
YOY	812.35%	-8.68%	13.71%	-246.66%	-2.87%	-9.35%	-2.82%	-135.92%	-8.86%
扣非归母净利润	101.17	307.17	382.17	(758.83)	106.24	262.04	382.79	186.06	89.69
YOY	254.49%	10.25%	3.03%	-263.00%	5.01%	-14.66%	0.16%	-124.52%	-15.58%
毛利率	31.23%	37.17%	35.75%	28.75%	31.32%	32.43%	34.17%	33.35%	33.25%
期间费用率	23.81%	20.37%	18.06%	19.89%	23.96%	19.79%	18.09%	21.31%	25.73%
其中：销售费用	189.25	245.20	256.37	318.40	243.45	269.67	269.05	333.39	203.51
销售费用率	10.75%	9.65%	8.71%	10.07%	12.18%	9.69%	8.53%	10.14%	11.28%
其中：管理费用	164.99	185.52	178.37	201.06	152.95	172.78	183.35	248.98	161.27
研发费用	55.57	73.47	78.98	81.88	65.72	90.74	98.53	103.11	79.11
管理+研发费用率	12.53%	10.20%	8.74%	8.94%	10.94%	9.47%	8.94%	10.71%	13.32%
其中：财务费用	9.30	13.13	17.80	27.78	16.73	17.43	19.55	15.36	20.50
财务费用率	0.53%	0.52%	0.60%	0.88%	0.84%	0.63%	0.62%	0.47%	1.14%
归母净利率	6.70%	12.92%	13.69%	-22.96%	5.73%	10.69%	12.42%	7.93%	5.78%
存货	547.68	660.81	722.60	741.10	731.27	665.70	655.23	636.44	564.36
较上年同期增减	148.79	133.48	113.94	248.36	183.58	4.89	-67.37	-104.67	-166.91
应收票据	1,000.21	1,102.55	657.53	151.68	145.34	90.32	74.51	51.73	41.74
较上年同期增减	587.01	549.80	56.88	-791.96	-854.87	-1012.23	-583.02	-99.95	-103.59
应收账款	858.75	903.87	929.82	1,062.86	1,083.26	1,223.82	1,362.69	1,347.98	1,230.27
较上年同期增减	274.39	386.54	464.09	201.99	224.51	319.96	432.87	285.12	147.01
应付账款及应付票据	1247.78	1378.16	1502.03	1558.17	1396.93	1387.40	1577.80	1575.75	1169.43
较上年同期增减	634.64	536.36	489.50	242.75	149.15	9.25	75.78	17.59	-227.49
预收账款	607.47	779.99	822.84	984.63	943.32	1006.89	1046.24	701.73	998.25
较上年同期增减	607.47	779.99	822.84	191.43	335.85	226.91	223.40	-282.90	54.93
经营性现金流净额	-661.71	747.23	441.98	891.61	-283.40	431.58	718.10	496.72	192.55
较上年同期增减	-41.80	226.33	-137.45	226.98	378.30	-315.65	276.12	-394.89	475.96
筹资性现金流净额	653.99	-228.22	305.86	-238.14	-141.65	-507.52	-144.78	-332.53	609.82
较上年同期增减	183.22	265.66	94.05	-505.26	-795.64	-279.31	-450.64	-94.40	751.47
资本开支	178.62	730.01	795.56	269.25	205.80	189.51	257.72	245.21	133.71
较上年同期增减	66.70	621.52	681.74	156.94	27.18	-540.50	-537.84	-24.04	-72.09
ROE	1.90%	5.34%	6.50%	-12.11%	2.01%	5.29%	6.88%	4.47%	1.79%
YOY(±)	2.21%	-1.38%	-0.01%	-20.56%	0.11%	-0.05%	0.38%	16.58%	-0.22%
资产负债率	39.05%	43.88%	44.98%	52.23%	49.81%	51.92%	51.37%	49.87%	51.26%
YOY(±)	8.85%	9.85%	9.13%	13.17%	10.76%	8.04%	6.39%	-2.36%	1.45%

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	12057	14033	16077	18155
流动负债	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
非流动负债	1433	1422	1436	1430
长期借款	1270	1270	1270	1270
其他	164	153	166	161
负债合计	6013	6722	7208	7479
少数股东权益	261	105	105	105
归属母公司股东权益	5782	7206	8764	10571
负债和股东权益	12057	14033	16077	18155

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	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
营业利润	1287	1592	1869	2168
营业外收支	4	5	5	5
利润总额	1291	1597	1875	2173
所得税	215	267	313	363
净利润	1075	1330	1562	1810
少数股东损益	11	7	4	4
归属母公司净利润	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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	16.96	13.64	11.58	9.99
P/B	3.12	2.50	2.06	1.71
EV/EBITDA	9.45	8.27	6.72	5.33

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	(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
现金净增加额	(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>