

索菲亚(002572)

# 进军整家定制，看好 22 年经营积极变化

——索菲亚点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎️ 分析师：傅嘉成 执业证书编号：S1230521090001  
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

## 报告导读

12月19日，索菲亚举办了品牌焕新暨整家战略定位发布会，品牌 logo 从“柜类定制专家”升级为“衣柜|整家定制”，整家定制战略则包含“七大品类、八大空间”，真正解决消费者一站式购齐问题。

## 投资要点

□ **整家定制是定制企业突破成长瓶颈的必由之路，也将加速行业洗牌**

整家定制的定位介于全屋定制与整装之间，在全屋定制（少量成品家居配套）的基础上要求整合更多 SKU，而又不涉及整装里的基装部分。

**索菲亚坚定推整家定制主要系：**（1）消费需求变化，主流装修群体已转向 90 后，有四个特点：宅、懒、忙、享，本质需求为“好看且好用”和“多、快、好、省”，最好可以在一家店解决所有需求。（2）流量见顶，地产红利消退，流量碎片化、传统客流增长压力较大，而布局整家定制可以引流、加大配套转换率，使得客单产值实现 2-4 倍的提升。（3）差异化的竞争策略，通过难度更高的整家定制，对小品牌进行洗牌。

**做好整家定制需要的能力：**（1）全案设计实力，从卖产品组合到卖空间解决方案。（2）供应链整合+交付能力，整家要求每个 SKU 之间形成深度融合和高度协同，因此需要制定 SKU 与库存战略，打造完美的交付和服务，构建极致的性价比。（3）经销商执行能力，保障整家定制方案和打法能够 1:1 落地。

我们认为，整家定制将为定制企业带来全新的营销逻辑，给渠道带来客流量、客单值、转化率的全面提升，是龙头突破成长瓶颈的必由之路，同时尾部品牌生存空间将越来越小，市场集中度进一步提升。

□ **索菲亚整家定制：将点串联成线，带来深度营销变革**

**索菲亚整家定制围绕七大品类、八大空间展开**，其中**七大品类**包括衣柜、橱柜、木门、墙板、配（家具、家品、软装）、地板瓷砖、电器；**八大空间**包括入户、餐厅、客厅、卧室、多功能房、厨房、卫浴、阳台，此外还有一个特殊的“畸零空间”（装修完后的零散面积）。**同时索菲亚将强化自身能力做到：**（1）强化设计，好看+好用；（2）深挖需求痛点，符合生活逻辑；（3）超高性价比，好货还不贵；（4）供应链全球甄选保障质量；（5）营销端更加狼性，在前欧派营销副总杨鑫总加入后，新设总部销售团队定向辅助需要帮扶的经销商，培训如何开展活动、如何续客、如何落地、如何成交、如何组合产品，销售话术也变得更有吸引力。

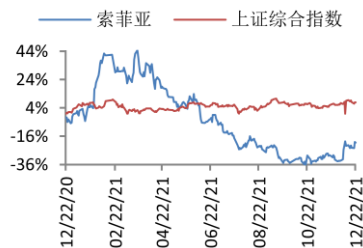
我们认为整家定制对于索菲亚而言，是把过去分散的点（定制、成品、寝具等）串联成线，形成完善的产品矩阵和系统的供应链，把新的营销方案推给渠道和消费者，打造第二增长曲线。在渠道梳理方面，预计一二线实力较强的经销商

## 评级

上次评级 买入  
 当前价格 ¥ 20.28

## 单季度业绩

单季度业绩	元/股
3Q/2021	0.46
2Q/2021	0.37
1Q/2021	0.13
4Q/2020	0.56



## 公司简介

公司是定制家居行业的龙头企业之一，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

## 相关报告

- 1 《【浙商轻工】索菲亚：整装进入放量阶段，轻时尚米兰纳布局顺利》 2021.10.28
- 2 《【浙商轻工】索菲亚：客单价稳步提升，厨木品类融合顺利》 2021.08.29
- 3 《【浙商轻工】索菲亚：Q1 增长符合预期，米兰纳+整装扬帆起航》 2021.04.29

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

主要以门店升级焕新为主，而低线市场有望以整家定制模式招新商、开新店，预计在 22Q1 将看到变革给公司业务带来的积极变化。

□ **展望 22 年：整家定制赋能传统零售，整装/米兰纳培育顺利，大宗预计轻装上阵**

(1) **传统零售业务**：衣柜方面，21 年主要聚焦客单值的持续提升，康纯板订单占比也已提升至 90%，同时以 8% 的速度对全线落后经销商淘汰优化，渠道进一步下沉至四五线城市。厨柜、木门 21 年以提高和衣柜的匹配率为主，厨柜在一二三线城市已与衣柜实现 90% 匹配，其余城市匹配率近 45%；木门索菲亚柜类的花色匹配率达到 70%。22 年索菲亚整家定制的推出将帮助公司客单值、店效的进一步抬升，带动零售业务增长。

(2) **整装渠道**：21 年与整装企业签约计划拓展顺利，Q1-Q3 实现收入 3.13 亿元（同比增长 4 倍），21H1 为 1.35 亿，而单 Q3 已经突破 1.78 亿，有望成为公司 22 年重要的增量点。

(3) **米兰纳定制家居**：截止 21Q3 轻时尚品牌米兰纳加盟商达 297 家，专卖店达 109 家（21H1 为 32 家），21 年公司制定米兰纳品牌收入目标为 1 亿，目前很受 3-6 线城市消费群体欢迎。未来公司计划每年新开 200-300 家，实现一线城市 100% 覆盖、二线城市 70% 覆盖。

(4) **大宗渠道**：持续优化大宗业务客户结构，对于恒大票据公司将主要通过优质房产来置换票据逐步实现回收，对于无法收回的部分我们认为公司也会在 21 年内进行相应处理，看好 22 年轻装上阵、影响趋弱。

□ **盈利预测及估值**

索菲亚作为定制衣柜翘楚，进军整家定制有望在 22 年开始收获成效，持续看好长期成长。我们预计 21-23 年分别实现营收 102.84/122.66/143.8 亿，同增 23.12%/19.28%/17.23%；归母净利 13.53/16.13/18.81 亿，同增 13.47%/19.22%/16.64%，当前股价对应 PE 为 13.68X/11.47X/9.84X，估值性价比十分突出，维持“买入”评级。

□ **风险提示**：渠道拓展不达预期，房地产调控超预期

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	8352.83	10283.75	12266.07	14379.99
(+/-)	8.67%	23.12%	19.28%	17.23%
归母净利润	1192.25	1352.88	1612.86	1881.19
(+/-)	11.23%	13.47%	19.22%	16.64%
每股收益 (元)	1.31	1.48	1.77	2.06
P/E	15.52	13.68	11.47	9.84

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6022	6352	8410	10651	<b>营业收入</b>	8353	10284	12266	14380
现金	2557	3028	4188	6119	营业成本	5299	6676	7969	9338
交易性金融资产	959	745	993	899	营业税金及附加	69	85	101	118
应收账款	1784	1476	2014	2499	营业费用	766	941	1111	1302
其它应收款	98	73	99	129	管理费用	611	704	840	985
预付账款	54	70	76	94	研发费用	207	257	307	359
存货	493	397	665	580	财务费用	35	26	29	29
其他	76	562	376	331	资产减值损失	(22)	5	5	5
<b>非流动资产</b>	4846	4735	4923	5128	公允价值变动损益	91	60	60	60
金额资产类	0	105	35	46	投资净收益	66	66	66	66
长期投资	40	27	35	34	其他经营收益	36	0	0	0
固定资产	3101	3264	3441	3601	<b>营业利润</b>	1525	1725	2041	2379
无形资产	557	549	525	512	营业外收支	(4)	(4)	(3)	(4)
在建工程	215	252	282	305	<b>利润总额</b>	1521	1722	2038	2375
其他	934	537	605	629	所得税	297	337	393	462
<b>资产总计</b>	10868	11086	13333	15779	<b>净利润</b>	1224	1385	1645	1913
<b>流动负债</b>	4036	2882	3480	4012	少数股东损益	32	32	32	32
短期借款	980	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1192	1353	1613	1881
应付款项	1315	1266	1623	1997	EBITDA	1912	1988	2347	2725
预收账款	0	493	486	420	EPS (最新摊薄)	1.31	1.48	1.77	2.06
其他	1741	1123	1371	1595	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	210	197	201	203		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	96	96	96	96	<b>成长能力</b>				
其他	113	101	105	106	营业收入	8.67%	23.12%	19.28%	17.23%
<b>负债合计</b>	4246	3079	3682	4214	营业利润	13.58%	13.14%	18.31%	16.55%
少数股东权益	499	531	563	595	归属母公司净利润	11.23%	13.47%	19.22%	16.64%
归属母公司股东权益	6123	7476	9089	10970	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	10868	11086	13333	15779	毛利率	36.56%	35.09%	35.03%	35.06%
					净利率	14.65%	13.46%	13.41%	13.30%
					ROE	19.03%	18.50%	18.27%	17.73%
					ROIC	17.11%	17.89%	17.73%	17.29%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	39.07%	27.78%	27.61%	26.71%
					净负债比率	27.08%	6.16%	5.30%	4.39%
					流动比率	1.49	2.20	2.42	2.66
					速动比率	1.37	2.07	2.23	2.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.86	0.94	1.00	0.99
					应收帐款周转率	10.89	12.20	12.51	11.84
					应付帐款周转率	5.56	5.83	6.09	5.79
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.31	1.48	1.77	2.06
					每股经营现金	1.26	1.84	1.90	2.49
					每股净资产	6.71	8.19	9.96	12.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.52	13.68	11.47	9.84
					P/B	3.02	2.48	2.04	1.69
					EV/EBITDA	11.38	7.77	6.00	4.50

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“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>