

买入

索菲亚 (002572.SZ)

收购子公司“司米”剩余股权，整家战略进一步深化

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 轻工制造 · 家居用品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：11月14日，索菲亚公告，拟筹划近期以自有资金人民币3.43亿元收购法国企业SCHMIDT GROUPE（以下简称“SG”）所持司米厨柜有限公司49%股权。本次交易完成后，公司持有司米公司的股权比例将由51%提升至100%，司米公司将由公司控股子公司变更为公司全资子公司。

国信轻工观点：1) 司米为索菲亚旗下高端橱柜品牌，2022年开始布局全品类发展，系公司品牌矩阵及整家战略重要一环，收购估值较为合理；2) 公司坚定推进“全渠道、多品牌、全品类”战略布局，全资控股后有利于独立运营、战略深化、品牌协同，司米品牌未来有望加速成长；3) 风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化；4) 投资建议：我们看好索菲亚的内核实力和市场领先地位，以及持续深化“全渠道、多品牌、全品类”的大家居发展战略下客单价和盈利能力的成长性。司米经公司全资控股及战略调整后，2024年有望重新回到高速增长通道。我们维持对公司的盈利预测，预计2022-2024年的净利润分别为11.5/13.74/16.3亿元，同比增速838.4%/19.4%/18.7%。维持“买入”评级和19.6~22.6元的合理估值区间，合理估值对应2023年13~15xPE。

评论：

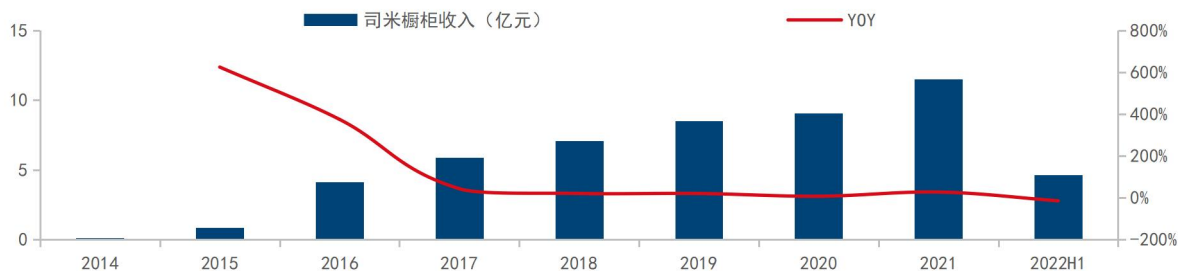
◆ 司米为索菲亚旗下高端橱柜品牌，2022年开始布局全品类发展，系公司品牌矩阵及整家战略重要一环。

司米品牌定位轻高定，未来将以橱柜带动衣柜发展大家居。司米品牌1934年诞生于法国，2014年引入中国，由索菲亚与SG公司共同控股，以橱柜为拳头产品。过去以橱柜单品类发展，2014-2016年增速快，2016年收入体量快速增至4亿；2017年后增速放缓；2021年收入规模12亿。截至2021年底，司米拥有1122家门店，929位经销商。2021年公司制订“全渠道、多品牌、全品类”的战略目标后，司米计划全面转型全品类，定位轻奢品牌，定价2000-5000元/平方米产品。2022年11月14日公司公告股权收购进行中，并披露交易价格等信息。

2022年上半年，司米由于处于战略调整期，门店和经销商数量有所缩减。但基于全品类发展战略，全屋门店达50家，衣柜上样门店数量约101家，客单值提升明显。

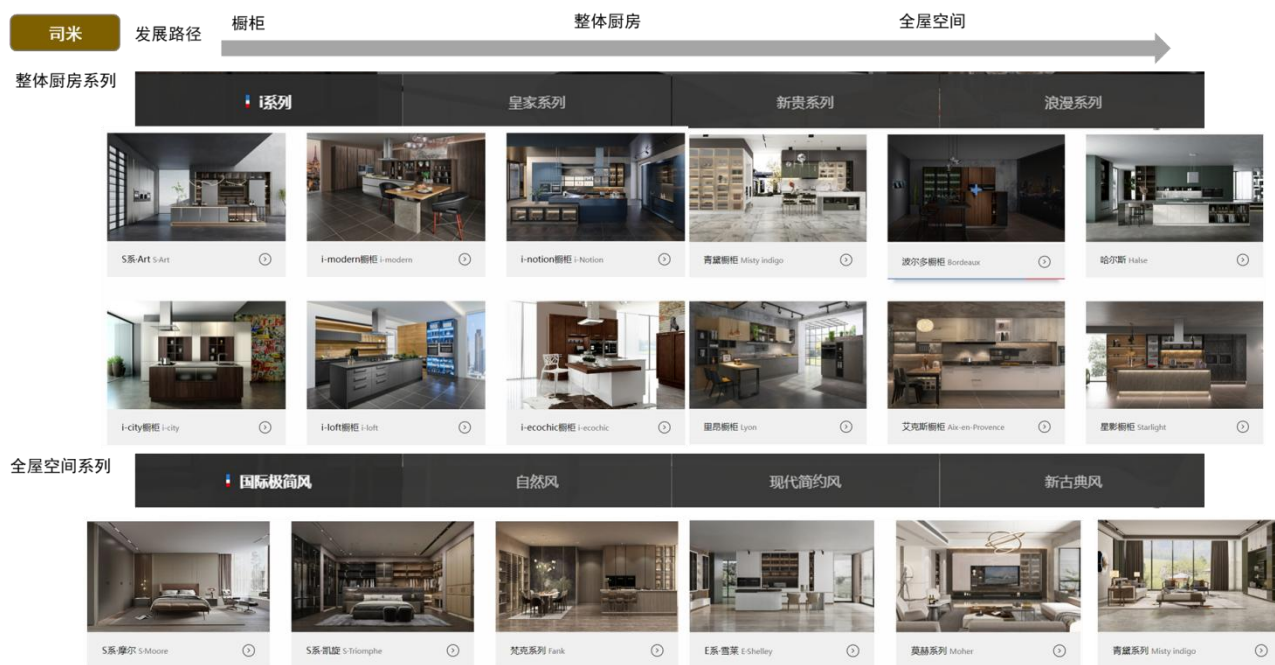
公司以自有资金3.43亿元收购司米49%剩余股权，对应司米2021年ps估值0.59x，pe估值57.2x。行业内以橱柜为主要品类的公司中，金牌厨柜和皮阿诺目前市值对应2021年收入的ps估值分别为1.3x和2.0x，公司收购估值较为合理。司米品牌过去盈利能力较弱，2021年净利率1%，未来改善空间较大。

图1：司米品牌营收增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：司米品牌以整体厨房为主延伸全屋空间



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司坚定推进“全渠道、多品牌、全品类”战略布局，收购后有利于独立运营、战略深化、品牌协同、品牌未来有望加速成长。

我们认为司米由索菲亚全资控股的好处在于：

- 1) 有利于司米品牌继续深化落实全品类的布局，战略和决策上都更加独立；
- 2) 经营方面优化，整体效率提升，人员成本降低，产能利用率提升。目前司米工厂产能为 15 亿，过去未能实现满产，故效率较低；
- 3) 与其他品牌在相同工艺产品间设计、生产的协同效益提升；
- 4) 综合竞争实力加强，重整品牌和渠道战略，定位更加精准，对国内市场敏感度更高。

◆ 投资建议：看好司米品牌及公司战略调整后长期增长空间，维持“买入”评级。

我们看好索菲亚在定制家居领域具有市场领先地位，尤其在衣柜领域深耕多年，拥有强大的产品力、渠道力、品牌力。公司持续深化“全渠道、多品牌、全品类”的大家居发展战略，成果显著，各品牌客单价增速亮眼。整装渠道快速增长；整家定制套餐受到市场广泛认可。产品方面开拓门窗和墙地市场，扩充整家战略品类，通过产品线的丰富提高客单值；渠道方面新开创合伙人模式，灵活度增加，渠道有望进一步扩充；各品牌发展稳步推进。司米经公司全资控股及战略调整后，2024 年有望重新回到高速增长通道。

我们维持对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年的收入分别为 115.82、134.52 和 153.1 亿元，同比增速 11.3%、16.1%、13.8%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 11.5、13.74 和 16.3 亿元，同比增速 838.4%、19.4%、18.7%。我们维持“买入”评级和 19.6~22.6 元的合理估值区间，合理估值对应 2023 年 13~15xPE。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,353	10,407	11,582	13,452	15,310
(+/-%)	8.7%	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%
净利润(百万元)	1192	123	1150	1374	1630
(+/-%)	10.7%	-89.7%	838.4%	19.4%	18.7%
每股收益(元)	1.31	0.13	1.26	1.51	1.79
经营利润率	16.8%	12.8%	12.4%	12.7%	13.1%
净资产收益率(ROE)	19.5%	2.2%	18.3%	19.5%	20.5%
市盈率(PE)	13.4	130.5	13.9	11.6	9.8
EV/EBITDA	11.8	13.2	11.8	10.3	9.0
市净率(PB)	2.61	2.84	2.55	2.27	2.01

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表2：可比公司估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE			
代码	名称	评级	人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002572	索菲亚	买入	17.5	0.1	1.3	1.5	1.8	134.8	13.9	11.6	9.79
同类公司											
603816	顾家家居	买入	36.7	2.7	2.2	2.5	2.9	13.9	16.8	14.9	12.66
603833	欧派家居	买入	106.8	4.4	4.6	5.4	6.4	24.3	23.3	19.8	16.68
603801	志邦家居	买入	26.9	1.6	1.8	2.1	2.4	16.6	15.2	13.1	11.13
300616	尚品宅配	买入	21.5	0.5	0.7	1.1	1.3	47.8	29.6	20.5	16.31
603208	江山欧派	增持	52.1	2.5	0.7	2.7	3.2	21.3	78.9	19.6	16.38
1999	敏华控股	无评级	6.2	0.5	0.7	0.8	1.0	13.4	9.1	7.5	6.39
603008	喜临门	无评级	28.1	1.5	1.6	2.1	2.6	19.4	17.1	13.6	10.94
603313	梦百合	无评级	10.6	-0.6	0.5	0.9	1.2	-18.6	20.6	11.9	6.39
603818	曲美家居	无评级	6.9	0.3	0.5	0.8	1.0	22.1	13.4	8.6	6.70
301061	匠心家居	无评级	30.8	4.6	2.6	2.9	3.6	6.7	11.9	10.5	8.56
603180	金牌厨柜	无评级	28.9	2.3	2.5	3.0	3.7	12.5	11.6	9.5	7.89
603898	好莱客	无评级	12.0	0.2	1.4	1.1	1.3	57.0	8.3	10.5	9.12

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

◆ 风险提示

疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

相关研究报告：

- 《索菲亚（002572.SZ）-定制衣柜龙头，百亿起点再启航》——2022-11-11
- 《索菲亚（002572.SZ）-第三季度收入增长 7%，客单价显著提升》——2022-10-29
- 《索菲亚（002572.SZ）-上半年收入增长 11%，整装和新品牌快速增长》——2022-09-01
- 《索菲亚（002572.SZ）-2022 一季度营收增长稳健，多品牌矩阵品类扩充逐步落地》——2022-04-29
- 《索菲亚（002572.SZ）-收入稳增长，全面实行大家居战略》——2022-04-13

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	2557	2710	2710	3050	3513	营业收入	8353	10407	11582	13452	15310
应收款项	1882	1241	1381	1604	1826	营业成本	5299	6951	7812	9072	10290
存货净额	493	741	830	961	1089	营业税金及附加	69	94	105	122	137
其他流动资产	131	214	186	234	275	销售费用	766	1009	1135	1291	1455
流动资产合计	6022	5543	5744	6487	7341	管理费用	637	777	812	931	1040
固定资产	3316	3754	4294	4917	5693	研发费用	207	290	347	404	455
无形资产及其他	557	1757	1687	1617	1547	财务费用	35	68	49	51	52
投资性房地产	934	1312	1312	1312	1312	投资收益	66	59	65	76	87
长期股权投资	40	61	80	94	113	资产减值及公允价值变动	99	286	(24)	(14)	(2)
资产总计	10868	12428	13118	14427	16005	其他收入	219	(544)	57	82	112
短期借款及交易性金融负债	1053	1399	1290	1000	1000	营业利润	1525	447	1468	1753	2081
应付款项	1315	1558	1744	2021	2289	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	1667	2336	2286	2818	3192	利润总额	1521	446	1467	1752	2080
流动负债合计	4036	5293	5321	5839	6481	所得税费用	297	292	287	342	406
长期借款及应付债券	96	1017	1017	1017	1017	少数股东损益	32	31	31	37	43
其他长期负债	113	181	191	201	211	归属于母公司净利润	1192	123	1150	1374	1630
长期负债合计	210	1198	1208	1218	1228	现金流量表（百万元）					
负债合计	4246	6491	6529	7058	7709	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	499	296	312	333	356	净利润	1192	123	1150	1374	1630
股东权益	6123	5641	6277	7037	7939	资产减值准备	(10)	269	80	43	59
负债和股东权益总计	10868	12428	13118	14427	16005	折旧摊销	316	369	461	542	619
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(99)	(286)	24	14	2
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	35	68	49	51	52
每股收益	1.31	0.13	1.26	1.51	1.79	营运资本变动	(425)	1181	25	460	321
每股红利	0.58	0.68	0.56	0.67	0.80	其它	28	(395)	(63)	(23)	(35)
每股净资产	6.71	6.18	6.88	7.71	8.70	经营活动现金流	1002	1261	1677	2410	2596
ROIC	22%	8%	18%	21%	23%	资本开支	0	(1315)	(1035)	(1152)	(1387)
ROE	19%	2%	18%	20%	21%	其它投资现金流	316	322	0	0	0
毛利率	37%	33%	33%	33%	33%	投资活动现金流	315	(1015)	(1055)	(1166)	(1405)
EBIT Margin	17%	13%	12%	13%	13%	权益性融资	(0)	12	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	16%	17%	17%	负债净变化	66	920	0	0	0
收入增长	9%	25%	11%	16%	14%	支付股利、利息	(533)	(617)	(514)	(614)	(728)
净利润增长率	11%	-90%	838%	19%	19%	其它融资现金流	833	(712)	(109)	(290)	0
资产负债率	44%	55%	52%	51%	50%	融资活动现金流	(100)	(93)	(623)	(904)	(728)
息率	3.9%	4.5%	3.8%	4.5%	5.3%	现金净变动	1217	154	0	340	463
P/E	11.4	111.1	11.8	9.9	8.4	货币资金的期初余额	1340	2557	2710	2710	3050
P/B	2.2	2.4	2.2	1.9	1.7	货币资金的期末余额	2557	2710	2710	3050	3513
EV/EBITDA	10.4	11.8	10.6	9.2	8.1	企业自由现金流	0	696	610	1220	1165
						权益自由现金流	0	903	448	882	1124

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032