

索菲亚 (002572.SZ)

单值提升推动索菲亚稳健增长，米兰纳、整装亮眼

2023年04月10日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

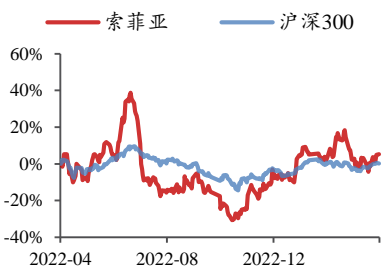
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/10
当前股价(元)	20.88
一年最高最低(元)	28.39/13.46
总市值(亿元)	190.50
流通市值(亿元)	133.38
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.39
近3个月换手率(%)	98.28

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《预计2022年收入稳健增长，看好客单价持续提升——公司信息更新报告》
-2023.1.30

《客单价提升推动收入稳增，米兰纳、整装表现靓丽——公司信息更新报告》
-2022.10.27

《客单价提升推动收入稳增，米兰纳、整装表现靓丽——公司信息更新报告》
-2022.9.1

● **业绩符合预期，多品牌、全品类、全渠道战略稳步推进，维持“买入”评级**
2022年营收112.23亿元/+7.84%，归母净利润10.64亿元/+768.28%，扣非归母净利润9.37亿元/+2859.01%。还原减值影响后2022年归母净利润11.96亿元/+13.96%。2022Q4营收32.89亿元/+3.96%，归母净利润2.61亿元/+135.92%，同比增速转正，还原减值影响后2022Q4归母净利润3.68亿元/+115%。2022年公司业绩符合预期，我们微调盈利预测，新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为13.40/15.86/18.47亿元（2023-2024年原值为12.94/15.61亿元），对应EPS为1.47/1.74/2.02元，当前股价对应PE为14.2/12.0/10.3倍，公司“多品牌、全品类、全渠道”战略稳步推进，维持“买入”评级。

● **客单价提升推动索菲亚稳健增长，米兰纳、整装收入表现靓丽**
分品牌：2022年索菲亚/司米/华鹤/米兰纳收入分别为95.09/10.40/1.69/3.20亿元，其中华鹤/米兰纳收入同比+14.09%/+242.60%，其中索菲亚工厂端平均客单价18498元/+28%，整家定制套餐销售带动客单价提升逻辑逐步兑现；米兰纳基数下高速增长。**分渠道：**2022年经销/工程/直营/整装渠道收入分别为92.25/15.25/2.77/11.38亿元，分别+10.34%/-4.91%/-19.06%/+115.14%，经销渠道逆势稳健增长，整装渠道增速依然靓丽，地产持续疲软下工程渠道略承压。

● **还原减值影响后净利率同比提升，受春节错位影响合同负债下滑**
毛利率：2022年毛利率为32.99%/-0.22pct，略降主要系上半年原材料价格较高，同时主品牌推新品较多拉低制造效率；2022Q4毛利率33.35%/+4.60pct。**费用率：**2022年期间费用率同比+0.35pct至20.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率同比+0.24/-0.26/0.41/-0.04pct。**净利率：**2022年净利率9.48%，2022Q4公司归母净利率7.93%。还原2021、2022年减值影响后，2022年净利率10.66%/+0.57pct。2022年经营性现金流13.63亿元/-3.95%，应收票据及应收账款周转率8.85次/+1.82次，存货周转率10.92次/-0.35次，**合同负债**7.02亿元/-28.73%（下滑主要源于2023年春节较早，经销商预排单减少）。

● **风险提示：**行业需求回暖、新业务和新品牌拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,407	11,223	13,090	15,132	17,402
YOY(%)	24.6	7.8	16.6	15.6	15.0
归母净利润(百万元)	123	1,064	1,340	1,586	1,847
YOY(%)	-89.7	768.3	25.9	18.4	16.4
毛利率(%)	33.2	33.0	33.8	33.9	33.9
净利率(%)	1.2	9.5	10.2	10.5	10.6
ROE(%)	2.6	17.8	21.7	21.0	21.3
EPS(摊薄/元)	0.13	1.17	1.47	1.74	2.02
P/E(倍)	155.4	17.9	14.2	12.0	10.3
P/B(倍)	3.4	3.3	2.9	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、客单价提升推动收入逆势稳增，米兰纳、整装表现靓丽.....	3
1.1、分品牌：客单价提升推动索菲亚稳健增长，米兰纳收入高增.....	3
1.2、分品类：衣柜及其配套品稳增长，地产疲软下橱柜及配件承压.....	3
1.3、分渠道：经销渠道逆势稳健增长，整装渠道增速依然靓丽.....	4
2、盈利能力：还原减值影响后净利率同比提升.....	4
3、运营情况：现金流良好，受春节错位影响合同负债下降.....	4
4、开店情况：整体开店速度放缓，体系优化为重点.....	5
5、盈利预测与投资建议.....	6
6、风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

图表目录

图 1：2022 年公司收入同比+7.84%.....	3
图 2：2022 年公司归母净利润同比+768.28%.....	3
图 3：2022 年应收票据及应收账款周转率同比+1.82 次.....	5
表 1：2022 年公司经营性现金流净额同比略降.....	5

1、客单价提升推动收入逆势稳增，米兰纳、整装表现靓丽

2022 年公司实现营收 112.23 亿元/+7.84%，归母净利润 10.64 亿元/+768.28%，扣非归母净利润 9.37 亿元/+2859.01%。公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地，在宏观环境及地产双重冲击下，收入逆势增长。2021、2022 年公司资产+信用减值分别为 9.27 亿元/1.32 亿元，还原减值影响后 2022 年归母净利润 11.96 亿元/+13.96%。

分季度看，2022Q4 公司实现营收 32.89 亿元/+3.96%，归母净利润 2.61 亿元/+135.92%，同比增速转正，扣非归母净利润 1.86 亿元/+124.52%。还原减值影响后，2022Q4 归母净利润 3.68 亿元/+115%。

图1：2022 年公司收入同比+7.84%

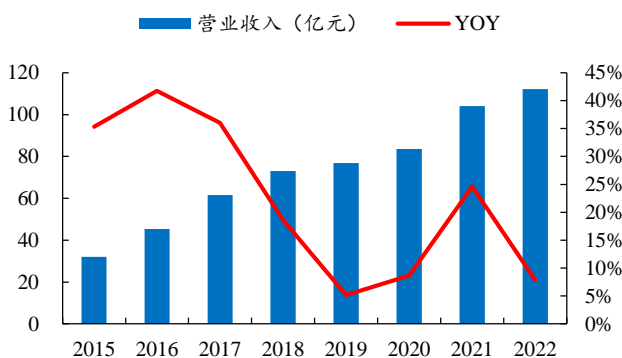
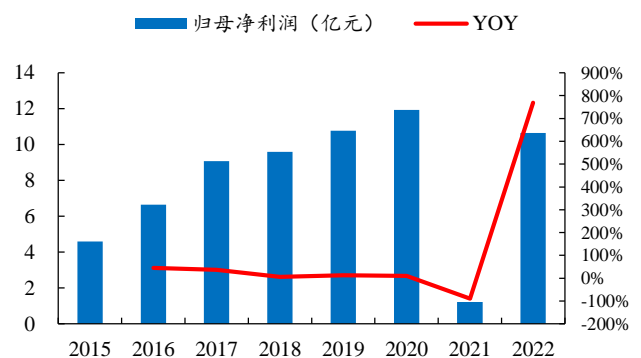


图2：2022 年公司归母净利润同比+768.28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品牌：客单价提升推动索菲亚稳健增长，米兰纳收入高增

(1) **索菲亚品牌**：2022 年收入 95.09 亿元。2022 年索菲亚工厂端平均客单价 18498 元/+28%，整家定制套餐销售带动客单价提升逻辑逐步兑现；同时公司开拓门窗和墙地市场，扩充整家战略品类。

(2) **司米品牌**：2022 年收入 10.40 亿元。2022 年司米橱柜产品工厂端平均客单价 12197 元；在已转型全屋策略的门店中，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效果明显。

(3) **华鹤品牌**：2022 年收入 1.69 亿元/+14.09%，其中 2022Q4 收入 0.48 亿元/-3.64%。2022 年华鹤木门产品工厂端平均客单价 8211 元。

(4) **米兰纳品牌**：2022 年收入 3.20 亿元/+242.60%，其中 2022Q4 收入 1.24 亿元/+199.60%。2022 年米兰纳工厂端平均客单价 13023 元/+17%。

1.2、分品类：衣柜及其配套品稳增长，地产疲软下橱柜及配件承压

(1) **衣柜及其配套品**：2022 年收入 91.77 亿元/+10.98%，收入占比 81.77%，毛利率 34.32%/-1.40pct。

(2) **橱柜及其配件**：2022 年收入 12.72 亿元/-10.41%，收入占比 11.33%，毛利

率 25.18%/-1.09pct。

(3) 木门：2022 年收入 4.34 亿元/-5.26%，收入占比 3.86%，毛利率 23.95%/+6.81pct。

1.3、分渠道：经销渠道逆势稳健增长，整装渠道增速依然靓丽

(1) 经销渠道：2022 年收入 92.25 亿元/+10.34%，收入占比 82.20%，毛利率 34.22%/+0.17pct。其中 2022Q4 收入 26.91 亿元/+5.86%。

(2) 工程渠道：2022 年收入 15.25 亿元/-4.91%，收入占比 13.59%，毛利率 16.87%/-3.60pct。其中 2022Q4 收入 4.65 亿元/+3.35%。公司通过承接地产、酒店、医院、学校、企事业单位等工程项目开拓收入增量，客户结构不断优化，优质客户收入贡献占比达 55%。

(3) 直营渠道：2022 年收入 2.77 亿元/-19.06%，收入占比 2.47%，毛利率 62.97%/-6.55pct。其中 2022Q4 收入 0.74 亿元/-28.11%。

(4) 整装渠道：2022 年收入 11.38 亿元，同比+115.14%，保持高速增长。其中 2022Q4 收入 4.47 亿元/+106.99%。公司通过推出专属产品和价格体系，与零售渠道形成差异，从不同角度开拓市场；同时在全国范围与实力较强的家装企业开展合作（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。），鼓励和推动各地经销商与当地小型整装、家装公司、设计工作室进行合作，实现与家装企业的相互导流和合作共赢。

2、盈利能力：还原减值影响后净利率同比提升

2022 年公司实现毛利率 32.00%/-0.22pct，略下滑主要系：(1) 2022H1 原材料价格较高，同比上升；(2) 2022 年索菲亚推出了较多新产品，产品迭代较快，花色较多拉低了板材利用率、开工效率，以及造成旧产品原材料的减值。2022Q4 毛利率 33.50%/+4.60pct，同环比均有所改善。

2022 年期间费用率 20.50%/+0.35pct，2022Q4 期间费用率 21.31%/+1.42pct，其中，

(1) 销售费用率同比+0.24pct 至 9.94%。2022 年初索菲亚事业部制定了高目标，但因为疫情影响，费用投放与收入错配。

(2) 管理费用率同比-0.26pct 至 6.75%。

(3) 研发费用率同比+0.41pct 至 3.19%。公司重视研发投入，在产品设计、工艺提升方面继续加大投入，研发费用增速高于收入增速。

(4) 财务费用率同比-0.04pct 至 0.62%。

综合影响下，2022 年公司归母净利率 9.48%/+8.31pct；还原 2021、2022 年减值影响，2022 年归母净利率 10.66%/+0.57pct。2022Q4 公司归母净利率 7.93%。

3、运营情况：现金流良好，受春节错位影响合同负债下降

(1) 现金流：2022 年末经营性现金流净额 13.63 亿元/-3.95%

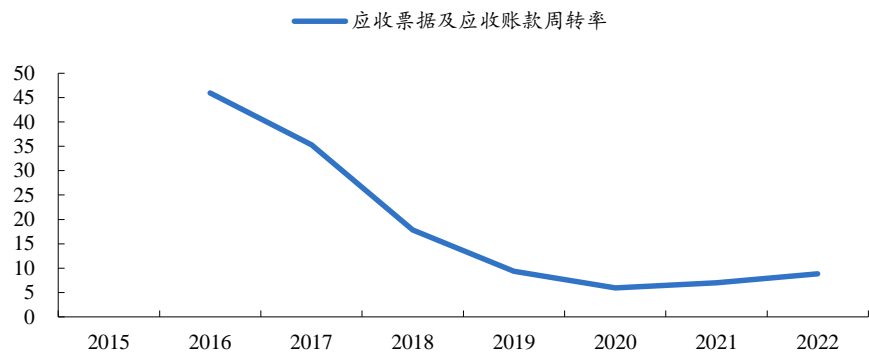
表1：2022 年公司经营性现金流净额同比略降

	2021	2022	同比增速
经营性现金流净额（单位：亿元）	14.2	13.63	-3.95%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	119.1	119.84	0.62%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	123.0	123.64	0.51%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	108.8	110.01	1.09%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 应收账款：应收票据及应收账款周转率同比改善，存货周转率相对稳健

2022 年应收票据及应收账款周转率 8.85 次/+1.82 次，存货周转率 10.92 次/-0.35 次。

图3：2022 年应收票据及应收账款周转率同比+1.82 次


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 业绩前瞻指标：2022 年末合同负债同比-28.73%

2022 年末公司合同负债 7.02 亿元/-28.73%，主要系 2023 年春节较早，经销商预排单减少。

4、开店情况：整体开店速度放缓，体系优化为重点

(1) 索菲亚：2022 年末经销商 1781 个/+47 个，专卖店 2829 家/+99 家，其中省会城市门店数占比 11%（收入占比 24%），地级城市门店数占比 20%（收入占比 26%），四五线城市门店数占比 69%（收入占比 51%）。省会城市收入占比下降，主要受到 2022 年度营业时长的影响。

(2) 司米：2022 年末经销商 615 个/-314 个，专卖店 614 家/-508 家，其中全屋店已达 177 家，衣柜上样门店数量达 131 家。其中，省会城市门店数占比 11%（收入占比 30.6%），地级城市门店数占比 25%（收入占比 31.5%），四五线城市门店数占比 64%（收入占比 37.9%）。在公司 2020 年提出的“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率逐步降低。

(3) 华鹤：2022 年末华鹤品牌共有经销商 328 个/+18 个，专卖店 319 家/+54 家，全品类展示门店数量达 148 家。

(4) 米兰纳：2022 年末经销商 465 个/+105 个，专卖店 338 家/+126 家。其中，

省会城市门店数占比 12% (收入占比 20%)，地级城市门店数占比 34% (收入占比 36%)，四五线城市门店数占比 54% (收入占比 44%)。

5、盈利预测与投资建议

2022 年营收 112.23 亿元/+7.84%，归母净利 10.64 亿元/+768.28%，扣非归母净利 9.37 亿元/+2859.01%。还原减值影响后 2022 年归母净利 11.96 亿元/+13.96%。2022 年公司业绩符合预期，我们微调盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 13.40/15.86/18.47 亿元 (2023-2024 年原值为 12.94/15.61 亿元)，对应 EPS 为 1.47/1.74/2.02 元，当前股价对应 PE 为 14.2/12.0/10.3 倍，公司“多品牌、全品类、全渠道”战略稳步推进，维持“买入”评级。

6、风险提示

行业需求回暖、新业务和新品牌拓展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5543	4655	5650	6161	7321
现金	2710	2114	2465	2850	3277
应收票据及应收账款	1180	1357	1602	1819	2115
其他应收款	61	71	83	95	110
预付账款	92	50	116	76	144
存货	741	636	952	881	1227
其他流动资产	759	427	432	441	448
非流动资产	6884	7402	7970	8600	9270
长期投资	61	85	109	133	157
固定资产	3162	3619	4044	4465	4883
无形资产	1760	1695	1857	2040	2272
其他非流动资产	1901	2003	1960	1961	1959
资产总计	12428	12057	13621	14761	16592
流动负债	5293	4580	5496	5725	6330
短期借款	1302	872	1296	1254	1342
应付票据及应付账款	1558	1576	2038	2132	2664
其他流动负债	2433	2132	2162	2339	2325
非流动负债	1198	1433	1219	1004	790
长期借款	1017	1270	1056	841	626
其他非流动负债	181	164	164	164	164
负债合计	6491	6013	6715	6730	7120
少数股东权益	296	261	422	521	688
股本	912	912	912	912	912
资本公积	1320	968	968	968	968
留存收益	3506	4012	3266	1992	-182
归属母公司股东权益	5641	5782	6483	7511	8784
负债和股东权益	12428	12057	13621	14761	16592

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1419	1363	1797	2359	2393
净利润	154	1075	1500	1685	2013
折旧摊销	419	459	465	491	576
财务费用	68	69	56	49	33
投资损失	-59	-30	0	0	0
营运资金变动	-162	-352	-45	385	114
其他经营现金流	999	142	-180	-250	-343
投资活动现金流	-1767	-881	-1035	-1122	-1249
资本支出	1973	898	1009	1096	1223
长期投资	70	-185	-24	-24	-24
其他投资现金流	136	203	-2	-2	-2
筹资活动现金流	493	-1126	-834	-811	-805
短期借款	323	-430	424	-42	88
长期借款	920	253	-214	-215	-214
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	-352	0	0	0
其他筹资现金流	-765	-597	-1044	-553	-679
现金净增加额	143	-644	-72	427	339

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10407	11223	13090	15132	17402
营业成本	6951	7520	8672	10007	11508
营业税金及附加	94	90	105	122	140
营业费用	1009	1116	1178	1483	1566
管理费用	730	758	851	984	1079
研发费用	290	358	367	348	400
财务费用	68	69	56	49	33
资产减值损失	-277	-95	-111	-128	-148
其他收益	42	46	0	0	0
公允价值变动收益	9	36	0	0	0
投资净收益	59	30	0	0	0
资产处置收益	-0	-5	-2	-2	-2
营业利润	447	1287	2152	2519	3167
营业外收入	2	9	0	0	0
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	446	1291	2146	2513	3161
所得税	292	215	646	828	1148
净利润	154	1075	1500	1685	2013
少数股东损益	31	11	160	99	167
归属母公司净利润	123	1064	1340	1586	1847
EBITDA	930	1823	2663	3050	3765
EPS(元)	0.13	1.17	1.47	1.74	2.02

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.6	7.8	16.6	15.6	15.0
营业利润(%)	-70.7	188.1	67.2	17.1	25.7
归属于母公司净利润(%)	-89.7	768.3	25.9	18.4	16.4
获利能力					
毛利率(%)	33.2	33.0	33.8	33.9	33.9
净利率(%)	1.2	9.5	10.2	10.5	10.6
ROE(%)	2.6	17.8	21.7	21.0	21.3
ROIC(%)	2.2	13.9	16.8	17.2	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	52.2	49.9	49.3	45.6	42.9
净负债比率(%)	-3.6	4.8	3.2	-5.1	-10.0
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	11.1	9.6	9.6	9.6	9.6
应付账款周转率	5.6	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	1.17	1.47	1.74	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.49	1.97	2.59	2.62
每股净资产(最新摊薄)	6.18	6.34	7.11	8.23	9.63
估值比率					
P/E	155.4	17.9	14.2	12.0	10.3
P/B	3.4	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.9	10.6	7.3	6.2	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn