

索菲亚 (002572.SZ)

客单价提升推动收入增长，米兰纳与整装增长亮眼

买入

核心观点

收入增速稳健，净利润同比修复。2022 年实现营收 112.23 亿元，同比+7.84%。归母净利润 10.64 亿元，同比+768.28%；若还原 FY2021-2022 计提的减值准备，归母净利润同比+13.95%。**毛利率维持稳定，销售与研发费用率小幅增长。**毛利率 33.0%，同比-0.2pp。费用端销售费用率同比+0.2pp 至 9.9%；管理费用率同比+0.1pp 至 9.9%，近年来基本维持稳定；研发费用率同比+0.4pp 至 3.2%，研发费用增长主要系加大研发投入所致。净利率 9.6%，同比+8.1pp。**2022 年收入增速逐季下滑，下半年利润率有所改善。**2022H2 实现收入 64.42 亿元，同比+5.48%；归母净利润由负转正至 6.52 亿元；毛利率 33.8%，净利率 10.1%，相比上半年好转。下半年净利率改善主要因：1) 原材料成本下行叠加公司实行提价计划；2) 开始精简产品花色，板材利用率提高。

分品类看，衣柜及配套收入带动增长。2022 全年受益于大家居战略，衣柜及配套品类收入获得较快增长；橱柜及木门品类受品牌事业部调整及大宗渠道影响，司米品牌转型期致橱柜收入下滑幅度较大。2022 年衣柜、橱柜毛利率下滑主要系 1) 低毛利的配套品占比提升；2) 上半年原材料价格上升；3) 推出产品花色较多影响板材利用率和营运效率。其中下半年由于原材料成本压力缓解及花色缩减，分品类毛利率相比上半年均有所提升。**分渠道看，经销零售渠道增长受整装渠道快速发展推动。**经销零售渠道增长较快，主要受到整装业务带动，包含经销商合作装企叠加公司直签装企的整装业务，营业收入达 11.38 亿元，同比+115.14%。经销渠道毛利率基本维持稳定，直营及大宗渠道毛利率同比下滑，下半年大宗渠道毛利率有所恢复。

大家居发展战略下，客单价提升带动收入稳健增长。索菲亚/司米(橱柜)/司米(整家)/米兰纳/华鹤客单价分别为 18498/12197/32067/13023/8211，其中索菲亚和米兰纳客单价分别提升 28%和 17%。客单价提升有效抵御了线下客流下滑，使得公司收入增长更具韧性。**米兰纳品牌与整装渠道收入增速快。**米兰纳品牌 2022 年营收 3.20 亿元，同比+242.60%；新开店 126 家。整装渠道 2022 年营收 11.38 亿元，同比+115.14%，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。

风险提示：地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化；品牌形象受损。

投资建议：看好公司大家居战略下获得超额增速。我们看好索菲亚在大家居战略下的业绩韧性。维持盈利预测，预计 2022-2024 年的净利润分别为 13.0/14.9/17.5 亿元，同比增速 22.1%/14.9%/17.2%。我们维持“买入”评级和 25.6~28.5 元的合理估值区间，合理估值对应 2023 年 18~20x PE。

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 25.60 - 28.50 元
收盘价 20.80 元
总市值/流通市值 18977/13287 百万元
52 周最高价/最低价 28.39/13.46 元
近 3 个月日均成交额 223.52 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《索菲亚 (002572.SZ) - 全年收入预增 5~10%，大家居战略助推增长》——2023-01-31
《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》——2022-11-16
《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

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,407	11,223	12,929	14,710	16,716
(+/-%)	24.6%	7.8%	15.2%	13.8%	13.6%
净利润(百万元)	123	1064	1299	1493	1750
(+/-%)	-89.7%	768.3%	22.1%	14.9%	17.2%
每股收益(元)	0.13	1.17	1.42	1.64	1.92
EBIT Margin	12.8%	12.3%	12.4%	12.4%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	2.2%	18.4%	20.0%	20.4%	21.1%
市盈率 (PE)	154.8	17.8	14.6	12.7	10.8
EV/EBITDA	15.0	14.0	12.4	11.1	9.7
市净率 (PB)	3.36	3.28	2.92	2.59	2.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

收入增速稳健，净利润同比修复

2022 年收入增速稳健，净利润同比修复。2022 年公司实现营业收入 112.23 亿元，同比增长 7.84%。归母净利润 10.64 亿元，较去年同期+768.28%；若还原 FY2021-2022 计提的减值准备，归母净利润同比+13.95%。

毛利率水平维持稳定，销售与研发费用率小幅增长。毛利率为 33.0%，同比-0.2pp。费用端销售费用率同比+0.2pp 至 9.9%；管理费用率同比+0.1pp 至 9.9%，近年来基本维持稳定；研发费用率同比+0.4pp 至 3.2%，研发费用增长主要系加大研发投入所致。营业利润率为 11.5%，同比+7.2pp；净利率 9.6%，同比+8.1pp。

图1：公司营业收入及增速



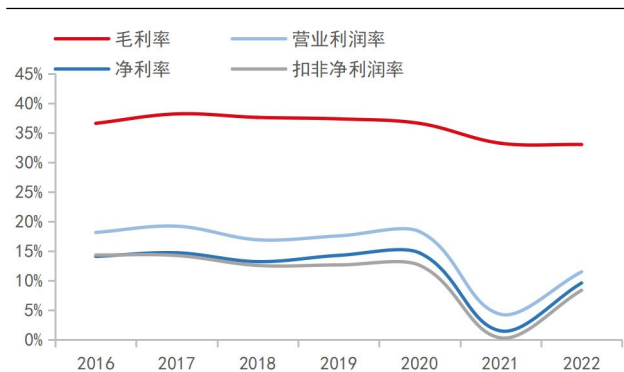
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



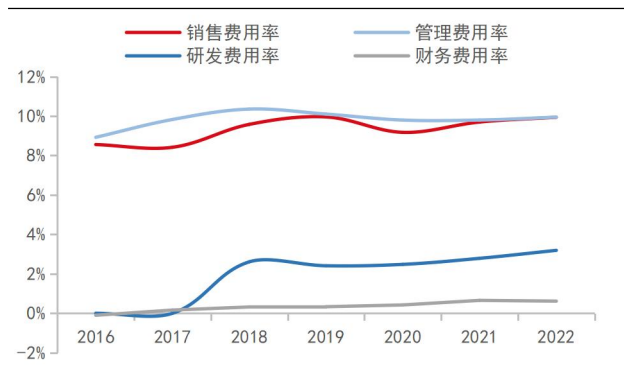
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年收入增速逐季下滑，下半年利润率有所改善。2022H2 实现收入 64.42 亿元，同比+5.48%；归母净利润由负转正至 6.52 亿元；毛利率 33.8%，净利率 10.1%，相比上半年好转。下半年净利率改善主要因：1) 原材料成本下行叠加公司实行提价计划；2) 开始精简产品花色，板材利用率提高。

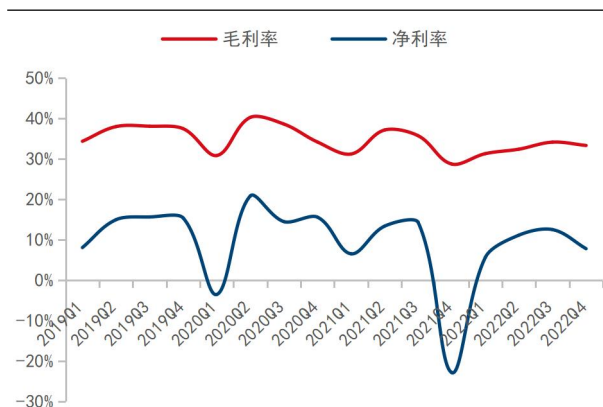
分季度来看，2022Q4 收入 32.89 亿元，同比+3.96%；归母净利润由负转正至 2.61 亿元。毛利率 33.3%，同比+4.6pp；净利率 7.8%，同比大幅提升，环比三季度有所下滑。

图5：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度利润率水平



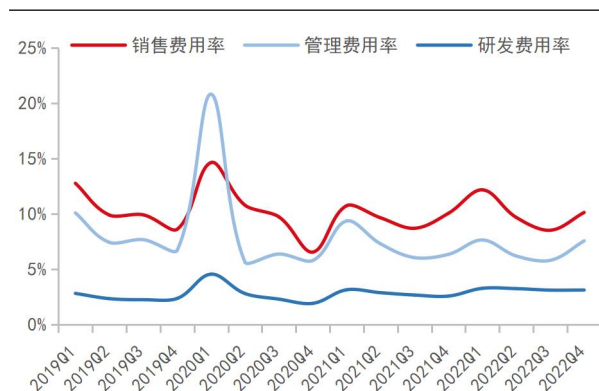
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，衣柜及配套收入带动增长。2022 全年受益于大家居战略衣柜及配套品类收入获得较快增长；橱柜及木门品类受品牌事业部调整及大宗渠道影响，司米品牌转型期致橱柜收入下滑幅度较大。2022 年衣柜、橱柜毛利率下滑主要系 1）低毛利的配套品占比提升；2）上半年原材料价格上升；3）推出产品花色较多影响板材利用率和营运效率。其中下半年由于原材料成本压力缓解及花色缩减，分品类毛利率相比上半年均有所提升。

分渠道看，经销零售渠道增长受整装渠道快速发展推动。经销零售渠道增长较快，主要受到整装业务带动，包含经销商合作装企叠加公司直签装企的整装业务，营业收入达 11.38 亿元，同比+115.14%。经销渠道毛利率基本维持稳定，直营及大宗渠道毛利率同比下滑，下半年大宗渠道毛利率有所恢复。

表1：索菲亚分品类/渠道收入及毛利率

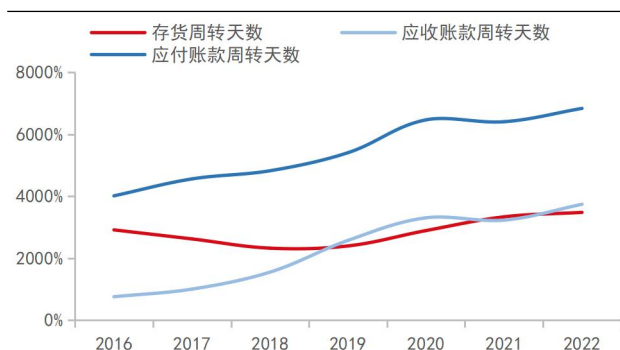
	2019	2020	2021	2022	2022H1	2022H2
分产品	7,686.08	8,352.83	10,407.09	11,222.54	4,781.00	6,441.54
定制衣柜及其配套	6,605.22	6,701.78	8,268.98	9,177.28	3,916.38	5,260.90
定制厨柜及其配件	851.21	1,210.94	1,419.88	1,272.08	538.86	733.22
木门	187.84	291.84	457.78	433.72	183.40	250.32
地板	0.13	112.16	196.51	179.00	81.58	97.42
其他业务	41.68	36.11	63.94	160.45	60.78	99.67
YOY	5%	9%	25%	8%	11%	5%
定制衣柜及其配套	3%	1%	23%	11%	13%	9%
定制厨柜及其配件	20%	42%	17%	-10%	-4%	-15%
木门	19%	55%	57%	-5%	7%	-13%
地板	-98%	86177%	75%	-9%	0%	-15%
其他业务	-6%	-13%	77%	151%	133%	164%
总毛利率	37%	37%	33%	33%	32%	34%
定制衣柜及其配套	39%	40%	36%	34%	34%	35%
定制厨柜及其配件	29%	23%	26%	25%	22%	28%
木门	16%	15%	17%	24%	17%	29%
地板	-62%	8%	8%	12%	11%	12%
其他业务	65%	50%	55%	67%	65%	69%
分渠道	7,724.51	8,388.94	10,407.09	11,222.54	4,781.00	6,441.54
直营店	264.40	251.42	342.29	277.05	134.96	142.09
经销店	6,445.55	6,560.31	8,360.45	9,224.86	3,875.95	5,348.92
一整装		176.33	529.00	1,138.09	326.00	812.09
一传统零售		6,383.98	7,831.45	8,086.77	3,549.95	4,536.82
大宗业务	940.01	1,510.19	1,603.76	1,525.09	694.41	830.68
YOY	6%	9%	24%	8%	12%	5%
直营店	13%	-5%	36%	-19%	-9%	-27%
经销店	0%	2%	27%	10%	15%	7%
一整装			200%	115%		
一传统零售			23%	3%		
大宗业务	61%	61%	6%	-5%	-5%	-5%
总毛利率		36%	33%	33%	32%	34%
直营店		75%	70%	63%	63%	63%
经销店		38%	34%	34%	34%	35%
大宗业务		23%	20%	17%	14%	19%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运效率稳定。2022 年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 34.8/37.4/68.4 天，同比+1.4/+5.1/+4.3 天，净营业周期同比延长 2.2 天。

经营性现金流充足稳定。经营性净现金流 13.6 亿，同比-3.95%。净现金流主要得益于先款后货模式的零售端资金回笼好。

图9：公司存货应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司经营净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大家居发展战略下，客单价提升带动收入稳健增长

在“全渠道、多品牌、全品类”的大家居发展战略下，尤其索菲亚和米兰纳品牌客单价提升明显。索菲亚/司米(橱柜)/司米(整家)/米兰纳/华鹤客单价分别为18498/12197/32067/13023/8211，其中索菲亚和米兰纳客单价分别提升28%和17%。客单价提升有效抵御了线下客流下滑，使得公司收入增长更具韧性。

图11：索菲亚多品牌矩阵



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

米兰纳品牌与整装渠道收入增速快

零售渠道：组建了强大的终端销售网络，开设终端门店逾 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域。截至 2022 年底，索菲亚/司米/米兰纳/华鹤木门店分别有 2829/614/338/319 家专卖店；其中米兰纳开店 126 家。米兰纳品牌 2021 年独立招商以来快速发展，2022 年实现营业收入 3.20 亿元，同比增长 242.60%。

整装渠道：整装渠道 2022 年营业收入 11.38 亿元，同比增长 115.14%，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。

大宗渠道：大宗业务渠道继续优化客户结构，优质客户收入贡献占比达 55%。

表2：公司各品牌/品类门店数量

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
索菲亚	2,200	2,501	2,501	2,719	2,730	2,829
司米	720	822	845	1,108	1,122	614
米兰纳					212	338
华鹤木门	160	160	163	243	265	319

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司大家居战略下获得超额增速，维持“买入”评级

2022 年国内疫情反复、原材料采购价格高位运行、地产持续疲软等外部因素对家居行业带来诸多不确定性。公司在疫情和地产链影响下收入增速依然稳健，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。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；渠道方面更加多元化，整装和拎包渠道快速发展；各品牌发展稳步推进，米兰纳品牌增速亮眼。

我们维持盈利预测。预计 2023-2025 年的收入分别为 129.29/147.1/167.2 亿元，同比增速 15.2%/13.8%/13.6%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 12.99/14.93/17.50 亿元，同比增速 22.1%/14.9%/17.2%。我们维持“买入”评级和 25.6~28.5 元的合理估值区间，合理估值对应 2023 年 18~20x PE。

表3：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,407	11,223	12,929	14,710	16,716
(+/-%)	24.6%	7.8%	15.2%	13.8%	13.6%
净利润(百万元)	123	1064	1299	1493	1750
(+/-%)	-89.7%	768.3%	22.1%	14.9%	17.2%
每股收益(元)	0.13	1.17	1.42	1.64	1.92
经营利润率	12.8%	12.3%	12.4%	12.4%	12.7%
净资产收益率(ROE)	2.2%	18.4%	20.0%	20.4%	21.1%
市盈率(PE)	154.8	17.8	14.6	12.7	10.8
EV/EBITDA	15.0	14.0	12.4	11.1	9.7
市净率(PB)	3.36	3.28	2.92	2.59	2.29

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表4: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002572	索菲亚	买入	20.40	0.1	1.2	1.4	1.6	160.0	17.8	14.6	12.7
同类公司											
603833	欧派家居	买入	119.06	4.4	4.5	5.2	6.1	30.0	29.5	25.2	21.5
603816	顾家家居	买入	25.09	2.7	2.2	2.5	2.9	16.4	20.0	17.6	15.0
603801	志邦家居	买入	30.23	1.6	1.8	2.1	2.4	22.5	20.6	17.7	15.1
300616	尚品宅配	买入	66.91	0.5	0.7	1.1	1.3	54.1	33.4	23.1	18.4
603008	喜临门	买入	60.02	1.5	1.5	1.7	2.1	23.6	23.4	19.8	16.5
603208	江山欧派	增持	5.81	2.5	0.7	2.7	3.2	27.4	101.9	25.3	21.1
1999	敏华控股	无评级	26.85	0.5	0.7	0.8	0.9	12.8	8.9	7.4	6.9
603313	梦百合	无评级	11.35	-0.6	0.4	0.7	0.9	-19.3	30.7	15.9	6.9
603818	曲美家居	无评级	11.36	0.3	0.4	0.7	0.9	21.6	17.3	9.8	7.2
301061	匠心家居	无评级	10.23	4.6	2.6	2.9	3.6	7.1	12.7	11.4	9.1
603180	金牌厨柜	无评级	17.45	2.3	2.4	2.7	3.3	18.2	17.7	15.3	12.7
603898	好莱客	无评级	56.01	0.2	1.4	1.1	1.3	56.9	8.4	10.6	9.3

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。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2710	2114	2735	3049	3739	营业收入	10407	11223	12929	14710	16716
应收款项	1241	1428	1645	1872	2127	营业成本	6951	7520	8684	9908	11238
存货净额	741	636	734	835	946	营业税金及附加	94	90	104	117	132
其他流动资产	214	137	208	239	248	销售费用	1009	1116	1267	1430	1609
流动资产合计	5543	4655	5663	6336	7401	管理费用	777	812	941	1053	1177
固定资产	3754	4142	4774	5559	6052	研发费用	290	358	398	449	505
无形资产及其他	1757	1694	1626	1558	1490	财务费用	68	69	69	72	73
投资性房地产	1312	1481	1481	1481	1481	投资收益	59	30	13	15	17
长期股权投资	61	85	101	121	141	资产减值及公允价值变动	286	131	(31)	(21)	(24)
资产总计	12428	12057	13645	15054	16564	其他收入	(544)	130	58	86	89
短期借款及交易性金融负债	1399	1061	1000	1000	1000	营业利润	447	1287	1569	1803	2112
应付款项	1558	1576	1817	2067	2343	营业外净收支	(1)	4	5	5	6
其他流动负债	2336	1943	2617	2936	3187	利润总额	446	1291	1573	1808	2118
流动负债合计	5293	4580	5434	6003	6530	所得税费用	292	215	263	302	354
长期借款及应付债券	1017	1270	1270	1270	1270	少数股东损益	31	11	11	13	15
其他长期负债	181	164	174	184	194	归属于母公司净利润	123	1064	1299	1493	1750
长期负债合计	1198	1433	1443	1453	1463	现金流量表（百万元）					
负债合计	6491	6013	6878	7457	7993	净利润	123	1064	1299	1493	1750
少数股东权益	296	261	265	270	276	资产减值准备	269	(182)	25	16	14
股东权益	5641	5782	6501	7327	8296	折旧摊销	369	407	486	572	648
负债和股东权益总计	12428	12057	13645	15054	16564	公允价值变动损失	(286)	(131)	31	21	24
关键财务与估值指标						财务费用	68	69	69	72	73
每股收益	0.13	1.17	1.42	1.64	1.92	营运资本变动	1181	(749)	564	236	174
每股红利	0.68	0.74	0.64	0.73	0.86	其它	(395)	186	(21)	(11)	(8)
每股净资产	6.18	6.34	7.13	8.03	9.09	经营活动现金流	1261	595	2385	2327	2601
ROIC	8%	19%	21%	23%	25%	资本开支	0	(691)	(1106)	(1326)	(1110)
ROE	2%	18%	20%	20%	21%	其它投资现金流	322	297	0	0	0
毛利率	33%	33%	33%	33%	33%	投资活动现金流	300	(418)	(1122)	(1346)	(1130)
EBIT Margin	13%	12%	12%	12%	13%	权益性融资	(2)	7	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	920	253	0	0	0
收入增长	25%	8%	15%	14%	14%	支付股利、利息	(617)	(671)	(581)	(667)	(782)
净利润增长率	-90%	768%	22%	15%	17%	其它融资现金流	(2013)	55	(61)	0	0
资产负债率	55%	52%	52%	51%	50%	融资活动现金流	(1408)	(774)	(642)	(667)	(782)
息率	3.2%	3.5%	3.1%	3.5%	4.1%	现金净变动	154	(597)	622	314	689
P/E	154.8	17.8	14.6	12.7	10.8	货币资金的期初余额	2557	2710	2114	2735	3049
P/B	3.4	3.3	2.9	2.6	2.3	货币资金的期末余额	2710	2114	2735	3049	3739
EV/EBITDA	15.0	14.0	12.4	11.1	9.7	企业自由现金流	0	117	1279	999	1481
						权益自由现金流	0	425	1157	942	1428

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。本报告仅供我公司客户使用，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