

索菲亚 (002572.SZ)

全年收入预增 5~10%，大家居战略助推增长

买入

◆ 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：1月29日，公司发布2022年度业绩预告，公司FY2022营业收入预计109.27~114.48亿元，同比增长5%~10%；预计实现归母净利润9.5~11.0亿元，同比增长675%~797%；若还原FY2021对恒大集团计提的减值准备9.09亿元，FY2022归母净利润同比增长约-8%~7%；扣非归母净利润8.7~10.2亿元，同比增长2647%~3120%。其中2022年四季度营业收入预计29.94~35.14亿元，同比增长-5%~+11%；归母净利润预计1.47~2.97亿元，同比增长120%~141%；扣非归母净利润1.19~2.69亿元，同比增长116%~135%。

国信轻工观点：1) 品类扩充、客单价提升带动全年收入稳健增长；2) 全年净利润有所修复，四季度净利润同比转正；3) 全年净利率受原材成本和销售费用增长、产品调整致营运效率下降等因素影响有所承压；4) 大家居发展战略下，客单价明显提升，米兰纳品牌快速增长；5) 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；6) **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。**索菲亚持续深化“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。基于疫情和宏观环境影响，下调对公司的盈利预测。预计2022-2024年的收入分别为112.08、129.29和147.1亿元，同比增速7.7%、15.4%、13.8%；预计2022-2024年的净利润分别为10.38、12.99和14.93亿元，同比增速746.9%、25.1%、15.0%。我们维持“买入”评级，基于2023年政策带动地产链回暖和消费复苏的预期，我们预计公司估值和基本面有良好的支撑，上调合理估值区间至25.6~28.5元，合理估值对应2023年18~20x PE。

评论：

◆ 品类扩充、客单价提升带动全年收入稳健增长，净利润同比修复

2022年收入增长稳健，四季度增速放缓。FY2022营业收入预计109.27~114.48亿元，同比增长5%~10%；其中四季度营业收入预计29.94~35.14亿元，同比增长-5%~+11%。四季度由于11月底到12月疫情处于高峰期，生产和销售均有所承压。

图1：公司营业收入及增速

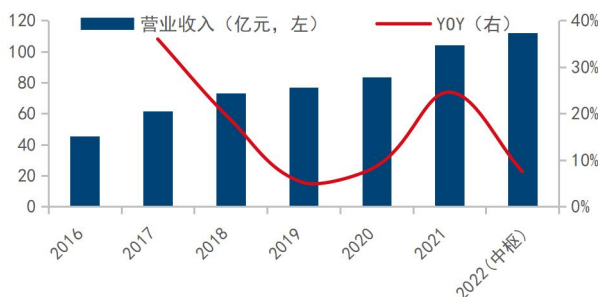


图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年净利润有所修复，四季度净利润同比转正。 FY2022 预计实现归母净利润 9.5~11.0 亿元，同比增长 675%~797%；若还原 FY2021 对恒大集团计提的减值准备 9.09 亿元，FY2022 归母净利润同比增长约-8%~7%；扣非归母净利润 8.7~10.2 亿元，同比增长 2647%~3120%。其中四季度归母净利润预计 1.47~2.97 亿元，净利润转正，同比增长 120%~141%；扣非归母净利润 1.19~2.69 亿元，同比增长 116%~135%。

图3：公司归母净利润及增速



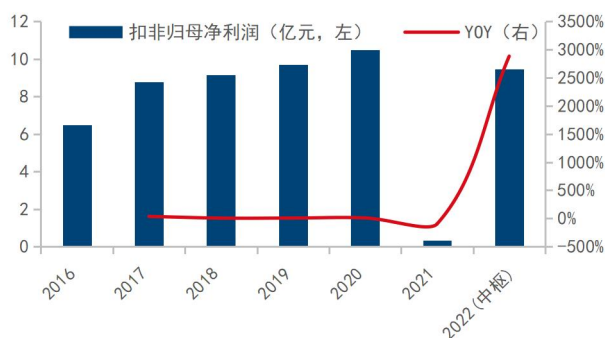
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速



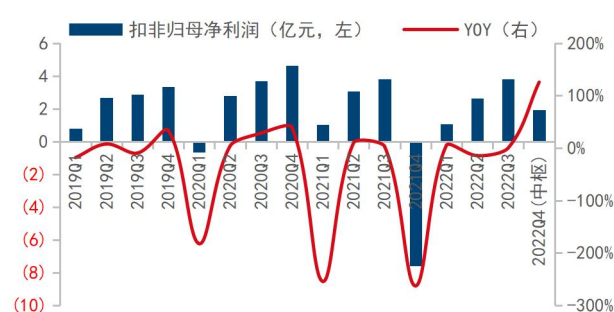
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度扣非归母净利润及增速

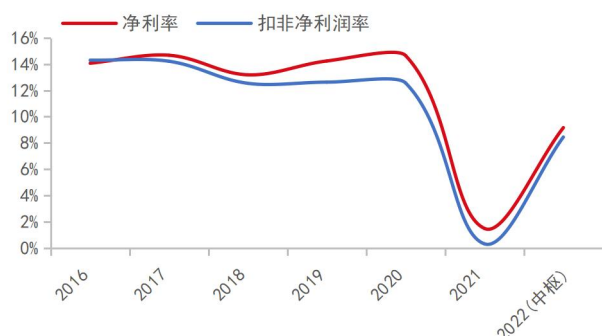


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年净利率受原材成本和销售费用增长、产品调整等因素影响有所承压。 毛利率承压主要因包括：1）上半年原材料价格上升；2）推出产品花色较多影响板材利用率和营运效率；3）毛利率较低的配套品占比提升；4）大宗业务毛利率同比下降较多；5）开店的装修补贴力度加大。同时由于 FY2022 销售费用投入较多，销售费用率增加；此外预计有部分减值损失计提，进而净利率承压。

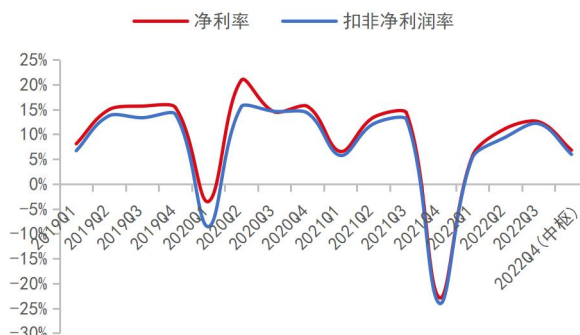
根据业绩预告，归母净利率中枢值约为 9.2%，同比 FY2021 有所修复，距过往正常水平仍有较大差距，FY2021 前净利率约在 14%以上。FY2022 四季度净利润率中枢值约为 6.8%，处于历史较低水平。

图7：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8：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

◆ 大家居发展战略下，客单价明显提升米兰纳品牌快速增长

前三季度 1) 索菲亚品牌营收 67.7 亿元，同比+11%；工厂端平均客单价 18133 元，同比+35%。整家套餐受到广泛认可，带动客单价快速提升；2) 司米品牌向全屋、轻高定转型，衣柜上样门店增加至 131 家，营收 7.2 亿元，转型期收入同比下滑，工厂端平均客单价 12132 元，同比+6%；全屋产品的工厂端平均客单价 36528 元；3) 华鹤品牌继续深化门墙柜产品模式，收入 1.2 亿元，同比+23%，平均客单价 7189 元；4) 米兰纳品牌经过近一年的孵化，业绩增速显著，实现收入 1.96 亿元，同比+277%。工厂端平均客单价 12620 元，同比+14%。

◆ 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。

基于疫情和宏观环境影响，下调对公司的盈利预测。预计 2022-2024 年的收入分别为 112.08、129.29 和 147.1 亿元（前值为 115.82、134.52 和 153.1 亿元），同比增速 7.7%、15.4%、13.8%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 10.38、12.99 和 14.93 亿元（前值为 11.5、13.74 和 16.3 亿元），同比增速 746.9%、25.1%、15.0%。我们维持“买入”评级，基于 2023 年政策带动地产链回暖和消费复苏的预期，我们预计公司估值和基本面有良好的支撑，上调合理估值区间至 25.6~28.5 元（前值为 19.6~22.6 元），合理估值对应 2023 年 18~20x PE。

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	11,208	12,929	14,710
(+/-%)	8.7%	24.6%	7.7%	15.4%	13.8%
净利润(百万元)	1192	123	1038	1299	1493
(+/-%)	10.7%	-89.7%	746.9%	25.1%	15.0%
每股收益(元)	1.31	0.13	1.14	1.42	1.64
经营利润率	16.8%	12.8%	12.5%	12.9%	12.9%
净资产收益率(ROE)	19.5%	2.2%	16.7%	18.7%	19.2%
市盈率(PE)	16.0	155.9	18.4	14.7	12.8
EV/EBITDA	13.6	15.0	13.8	11.8	10.6
市净率(PB)	3.12	3.39	3.07	2.76	2.46

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 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002572	索菲亚	买入	20.9	0.1	1.1	1.4	1.6	160.4	18.3	14.6	12.7
同类公司											
603833	欧派家居	买入	128.6	4.4	4.5	5.2	6.1	29.2	28.8	24.5	20.99
603816	顾家家居	买入	43.8	2.7	2.2	2.5	2.9	16.5	20.1	17.7	15.10
603801	志邦家居	买入	30.8	1.6	1.8	2.1	2.4	19.0	17.4	14.9	12.72
300616	尚品宅配	买入	22.1	0.5	0.7	1.1	1.3	49.2	30.4	21.1	16.76
603208	江山欧派	增持	61.5	2.5	0.7	2.7	3.2	25.1	93.1	23.1	19.33
1999	敏华控股	无评级	8.4	0.5	0.7	0.8	0.9	18.3	12.9	10.7	9.93
603008	喜临门	买入	33.2	1.5	1.5	1.7	2.1	22.9	22.7	19.3	16.00
603313	梦百合	无评级	11.1	-0.6	0.5	0.9	1.2	-19.5	22.8	13.1	9.93
603818	曲美家居	无评级	7.1	0.3	0.5	0.8	1.0	23.0	14.4	9.2	7.13
301061	匠心家居	无评级	30.4	4.6	2.6	2.9	3.6	6.6	11.7	10.3	8.45
603180	金牌厨柜	无评级	34.6	2.3	2.4	3.0	3.6	15.0	14.2	11.6	9.67
603898	好莱客	无评级	12.2	0.2	1.4	1.1	1.3	58.1	8.5	10.9	9.48

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）-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
- 《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

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	2710	2797	营业收入	8353	10407	11208	12929	14710
应收款项	1882	1241	1337	1542	1754	营业成本	5299	6951	7565	8711	9944
存货净额	493	741	801	920	1048	营业税金及附加	69	94	90	103	117
其他流动资产	131	214	180	225	265	销售费用	766	1009	1098	1241	1398
流动资产合计	6022	5543	5665	6034	6502	管理费用	637	777	788	898	1002
固定资产	3316	3754	4243	4853	5616	研发费用	207	290	336	375	422
无形资产及其他	557	1757	1687	1617	1547	财务费用	35	68	67	70	71
投资性房地产	934	1312	1312	1312	1312	投资收益	66	59	45	52	59
长期股权投资	40	61	80	94	113	资产减值及公允价值变动	99	286	(80)	(28)	(17)
资产总计	10868	12428	12987	13910	15089	其他收入	219	(544)	(56)	54	81
短期借款及交易性金融负债	1053	1399	1514	1124	1000	营业利润	1525	447	1333	1663	1912
应付款项	1315	1558	1683	1934	2204	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	1667	2336	2207	2698	3072	利润总额	1521	446	1332	1662	1911
流动负债合计	4036	5293	5404	5755	6276	所得税费用	297	292	260	325	373
长期借款及应付债券	96	1017	1017	1017	1017	少数股东损益	32	31	34	39	44
其他长期负债	113	181	191	201	211	归属于母公司净利润	1192	123	1038	1299	1493
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	6612	6974	7505	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	499	296	160	3	(176)	净利润	1192	123	1038	1299	1493
股东权益	6123	5641	6215	6934	7760	资产减值准备	(10)	269	76	42	58
负债和股东权益总计	10868	12428	12987	13910	15089	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)	80	28	17
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	35	68	67	70	71
每股收益	1.31	0.13	1.14	1.42	1.64	营运资本变动	(425)	1181	(40)	424	332
每股红利	0.58	0.68	0.51	0.64	0.73	其它	28	(395)	(212)	(199)	(236)
每股净资产	6.71	6.18	6.81	7.60	8.51	经营活动现金流	1002	1261	1404	2136	2283
ROIC	22%	8%	18%	20%	22%	资本开支	0	(1315)	(1035)	(1152)	(1387)
ROE	19%	2%	17%	19%	19%	其它投资现金流	316	322	0	0	0
毛利率	37%	33%	33%	33%	32%	投资活动现金流	315	(1015)	(1055)	(1166)	(1405)
EBIT Margin	17%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	12	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	17%	17%	17%	负债净变化	66	920	0	0	0
收入增长	9%	25%	8%	15%	14%	支付股利、利息	(533)	(617)	(464)	(580)	(667)
净利润增长率	11%	-90%	747%	25%	15%	其它融资现金流	833	(712)	115	(390)	(124)
资产负债率	44%	55%	52%	50%	49%	融资活动现金流	(100)	(93)	(349)	(970)	(791)
息率	2.8%	3.2%	2.4%	3.0%	3.5%	现金净变动	1217	154	0	0	87
P/E	16.0	155.9	18.4	14.7	12.8	货币资金的期初余额	1340	2557	2710	2710	2710
P/B	3.1	3.4	3.1	2.8	2.5	货币资金的期末余额	2557	2710	2710	2710	2797
EV/EBITDA	13.6	15.0	13.8	11.8	10.6	企业自由现金流	0	696	514	1158	1091
						权益自由现金流	0	903	572	715	920

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