

整家战略扬帆起航，渠道改革驱动业绩加速 增持（维持）

2022 年 02 月 07 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

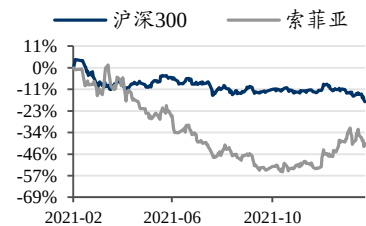
zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,353	10,274	12,244	14,301
同比（%）	8.7%	23.0%	19.2%	16.8%
归母净利润（百万元）	1,192	133	1,487	1,750
同比（%）	10.7%	-88.9%	1019.0%	17.7%
每股收益（元/股）	1.31	0.15	1.63	1.92
P/E（倍）	16.61	148.94	13.31	11.31

投资要点

- **减值风险基本于 2021 年释放完毕。**公司预计 2021 年实现营业收入 100.2-104.4 亿元，同比+20-25%；实现归母净利润 1-1.5 亿元，同比下降 91.6%-87.4%；实现扣非净利润 0.2-0.7 亿元，同比下降 98.1%-93.3%。2021 年业绩大幅下滑主要受恒大信用减值拖累（较 2020 年增加约 9 亿元）。剔除恒大减值影响后，2021 年归母净利润约 10-10.5 亿元，同比下降 16.1%-11.9%。
- **调整期阵痛后，看好 2022 年盈利能力修复。**2021Q4 公司实现营业收入 27.8-32 亿元，同比下降 14.7%-1.9%；剔除特别信用减值损失影响后，2021Q4 归母净利润 1.5-2 亿元，同比下降 69.5%-59.4%。2021Q4 利润承压的原因主要有：**1) 大宗业务延续下滑。**我们判断 2021Q4 大宗业务仍承压下滑，零售渠道保持正增长。2022 年随着工程客户结构持续优化及经销商占比提升，大宗业务有望在控制风险和恢复增长之间取得更好的平衡。**2) 零售改革扰动毛利率及费用率。**公司推动整家战略和零售渠道改革，新品 SKU 增加较快导致短期生产效率降低；针对经销商的新旧业务奖励政策叠加导致费用和返利高于正常水平；营销变革及广告和宣传费用投放增加进一步推升销售费用率上行。上述扰动均为零售改革期的暂时性影响，展望 2022 年，随着新品生产逐步成熟、业务奖励机制切换完毕、营销市场化运作机制优化费用投入及新业务逐步放量后营销费用率恢复正常，盈利能力有望取得显著修复。**3) 原材料及能源成本上涨拉低毛利率。**2021H2 原材料及能源价格上涨较多导致毛利率承压，公司持续通过减少引流花色进行变相提价，春节后提价效果将逐步落地，充分缓解成本上行压力。
- **整家战略稳步推进，有望带来零售加速。**公司于 2021 年 12 月提出整家定制战略，公司预计于“315”促销季推出全新整家套餐并完成 300 家整家门店翻新，全年有望完成 800-1000 家整家门店翻新。整家定制战略有望成为客单价提升的重要推动力，从而带动零售端增长提速。中长期看，除“索菲亚”品牌外，司米、米兰纳等旗下品牌后续也有望逐步迈入整家时代，助推公司中长期稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**整家定制战略下公司客单价提升空间充足，我们看好整家战略及营销改革下零售渠道增长提速。根据 2021 年业绩预告略下调公司盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.3、14.9、17.5 亿元（原盈利预测为 13.7、16.6、19.6 亿元），2022-2023 年对应 PE13、11X。零售渠道改革及整家定制战略有望于 2022 年起逐步兑现至业绩层面，当前估值具有较高性价比，维持“增持”评级。
- **风险提示：**招商开店不及我们预期，原材料价格持续上涨，行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.70
一年最低/最高价	16.25/38.40
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	13728.22

基础数据

每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	44.98
总股本(百万股)	912.37
流通 A 股(百万股)	632.64

相关研究

- 1、《索菲亚 (002572)：2021 年三季报点评：米兰纳+整装发力，业绩增长稳健》2021-10-29
- 2、《索菲亚 (002572)：2021 年中报点评：业绩符合市场预期，盈利能力环比回升》2021-08-31

索菲亚三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,022	5,865	6,872	8,770	营业收入	8,353	10,274	12,244	14,301
现金	2,557	1,841	2,730	4,061	减:营业成本	5,299	6,877	7,976	9,344
应收账款	1,784	2,325	2,295	2,813	营业税金及附加	69	85	101	118
存货	493	565	616	719	营业费用	766	1,148	1,221	1,384
其他流动资产	1,188	1,132	1,231	1,178	管理费用	611	803	859	1,004
非流动资产	4,846	5,396	5,785	6,130	研发费用	207	308	306	358
长期股权投资	40	42	44	46	财务费用	35	50	44	27
固定资产	3,101	3,608	4,069	4,401	资产减值损失	8	980	5	5
在建工程	215	208	204	205	加:投资净收益	66	51	51	51
无形资产	559	597	591	593	其他收益	35	50	35	35
其他非流动资产	931	942	876	886	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	10,868	11,260	12,658	14,900	营业利润	1,525	169	1,879	2,215
流动负债	4,036	4,298	4,198	4,678	加:营业外净收支	-4	-2	-3	-3
短期借款	980	573	622	725	利润总额	1,521	167	1,876	2,212
应付账款	1,315	1,382	1,369	1,598	减:所得税费用	297	33	366	432
其他流动负债	1,741	2,344	2,207	2,355	少数股东损益	32	2	22	30
非流动负债	210	205	194	176	归属母公司净利润	1,192	133	1,487	1,750
长期借款	96	92	80	63	EBIT	1,510	154	1,849	2,156
其他非流动负债	113	113	113	113	EBITDA	1,876	585	2,332	2,678
负债合计	4,246	4,504	4,392	4,854	重要财务与估值指标				
少数股东权益	499	501	523	553		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	6,123	6,256	7,743	9,493	每股收益(元)	1.31	0.15	1.63	1.92
负债和股东权益	10,868	11,260	12,658	14,900	每股净资产(元)	6.71	6.86	8.49	10.41
					发行在外股份(百万股)	912	912	912	912
					ROIC(%)	39.2%	3.6%	36.1%	37.5%
					ROE(%)	18.5%	2.0%	18.3%	17.7%
					毛利率(%)	36.6%	33.1%	34.9%	34.7%
					销售净利率(%)	14.3%	1.3%	12.1%	12.2%
					资产负债率(%)	39.1%	40.0%	34.7%	32.6%
					收入增长率(%)	8.7%	23.0%	19.2%	16.8%
					净利润增长率(%)	10.7%	-89.0%	1022.8%	17.9%
					P/E	16.61	148.94	13.31	11.31
					P/B	3.23	3.16	2.56	2.09
					EV/EBITDA	9.60	31.20	7.48	6.06
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	1,145	681	1,653	2,020					
投资活动现金流	-417	-884	-760	-750					
筹资活动现金流	456	-512	-4	61					
现金净增加额	1,183	-715	889	1,331					
折旧和摊销	366	431	483	523					
资本开支	447	547	387	342					
营运资本变动	-381	162	-271	-192					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>