

# 索菲亚 (002572)

证券研究报告

2023年05月05日

## 加速 Q2 成长蓄力

23Q1 公司营收 18.0 亿，同减 9.7%，归母净利 1.0 亿，同减 8.9%，归母净利率 5.8%，同增 0.1pct。

品牌改革焕发新活力，定制家居市场全覆盖。

(1) 索菲亚品牌定位中高端，整家定制模式推动客单价持续提升，同时开拓厨卫、门窗和墙地市场，扩充品牌产品。22 年工厂端平均客单价 18498 元，同比增长 28%。

(2) 米兰纳品牌定位大众市场，22 年工厂端均价 13023 元，下沉蓝海市场，优质新商支持收入倍增。

(3) 司米品牌全新升级为“高端整家定制”，产品价格定位在 2000 元/m<sup>2</sup> 以上，与索菲亚品牌互为补充，23 年全面推进整家定制的深度转型，品牌招商的大力改革，重点发力设计师渠道。

(4) 华鹤品牌加快“整家定制”战略转型升级，23 年强化招商、建店，深耕北方市场，或推动收入稳步增长。

围绕“大家居”战略，公司主要品牌产品已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类覆盖，满足不同消费人群全品类一站式购物需求。

纵深渠道全面发展，整装渠道收入高增。

随着公司整装战略推进，新渠道建设持续发力，23Q1 公司整装渠道营收同增 78.42%。分渠道来看，23Q1 经销收入 14.5 亿，同减 9.3%，占主营收入 80.3%；直营零售收入 0.5 亿，同减 19.0%，占 2.8%，大宗收入 3.0 亿，同减 11.3%，占 16.5%。公司对经销商执行点将制度，目前点将导师已覆盖产品、营销、店面管理全方位的培训内容，有望有效提升培训质量，赋能终端销售。

毛利率、净利率同比改善，各项费用率控制稳定。23Q1 公司毛利率 33.3%，同比+1.9pct。净利率为 5.8%，同比+0.1pct。2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.3%/8.9%/4.4%/1.1%，同比-0.9/+1.3/+1.1/+0.3pct。

拓渠道、引流量，不断丰富业务收入来源

零售渠道是公司业务主要渠道，截至 22 年末公司已开设终端门店逾 4,000 家，覆盖全国 1,800 个城市和区域。公司积极拓展互联网营销和数字化营销方式，通过线上引流至线下门店，打造线上线下一体化营销闭环，实现零售渠道流量多元化。电商营销成绩显著，公司打造微信公众号、微信小程序、企业微信、视频号、抖音、快手、小红书全平台矩阵私域营销阵地，全网关注量超 3000 万，为零售渠道持续赋能。

整装渠道是公司重点发力的新渠道，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。公司在全国范围与实力较强的家装企业开展合作，同时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。截至 22 年底，公司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。

维持盈利预测，维持“买入”评级

四大品牌持续深耕，全方位覆盖市场，品牌品类扩充升级将带来新活力；各渠道建设完善，整装渠道收入高增，经销商渠道赋能终端。随着公司持续推进“多品牌、全品类、全渠道”战略，预计 23-25 年归母净利分别 13.0/15.6/18.2 亿，对应 PE 13x/11x/9x，维持“买入”评级。

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	18.35 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	912.37
流通 A 股股本(百万股)	638.78
A 股总市值(百万元)	16,741.99
流通 A 股市值(百万元)	11,721.60
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	51.26
一年内最高/最低(元)	28.39/13.46

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《索菲亚-年报点评报告:业绩符合预期,大家居战略持续深化,客单值提升趋势延续》2023-04-10
- 《索菲亚-公司点评:整家战略持续推进,客单价有望延续增长》2023-01-31
- 《索菲亚-公司点评:收购司米剩余 49% 股权,机制理顺有望加速抢占高端市场》2022-11-16

**风险提示:** 新房竣工交房不及预期，地产调控政策趋严，同业竞争加剧等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,407.09	11,222.54	13,074.45	15,140.51	17,481.75
增长率(%)	24.59	7.84	16.50	15.80	15.46
EBITDA(百万元)	2,336.33	2,306.45	2,249.27	2,678.19	2,931.35
净利润(百万元)	122.58	1,064.30	1,301.00	1,556.61	1,823.06
增长率(%)	(89.72)	768.28	22.24	19.65	17.12
EPS(元/股)	0.13	1.17	1.43	1.71	2.00
市盈率(P/E)	136.59	15.73	12.87	10.76	9.18
市净率(P/B)	2.97	2.90	3.32	4.82	5.45
市销率(P/S)	1.61	1.49	1.28	1.11	0.96
EV/EBITDA	7.84	6.61	7.30	5.99	5.93

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,710.21	2,113.51	1,045.96	1,211.24	1,398.54
应收票据及应收账款	1,179.72	1,357.42	2,342.79	822.63	2,832.28
预付账款	91.92	50.28	117.24	80.02	142.63
存货	741.10	636.44	876.45	904.84	1,104.67
其他	785.55	454.96	570.83	551.22	605.69
<b>流动资产合计</b>	<b>5,508.50</b>	<b>4,612.62</b>	<b>4,953.27</b>	<b>3,569.96</b>	<b>6,083.80</b>
长期股权投资	61.36	85.25	85.25	85.25	85.25
固定资产	3,162.02	3,618.89	3,479.31	3,260.74	2,957.16
在建工程	591.84	523.56	523.56	523.56	523.56
无形资产	1,760.25	1,694.78	1,642.23	1,589.67	1,537.11
其他	1,308.76	1,479.42	1,197.39	1,267.46	1,278.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,884.22</b>	<b>7,401.91</b>	<b>6,927.74</b>	<b>6,726.68</b>	<b>6,381.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,427.54</b>	<b>12,056.81</b>	<b>11,881.01</b>	<b>10,296.64</b>	<b>12,465.00</b>
短期借款	1,302.39	872.11	1,759.03	1,797.68	3,395.40
应付票据及应付账款	1,558.17	1,575.75	2,036.76	2,112.73	2,661.62
其他	1,448.05	1,430.21	2,528.35	2,581.51	3,085.71
<b>流动负债合计</b>	<b>4,308.61</b>	<b>3,878.07</b>	<b>6,324.15</b>	<b>6,491.92</b>	<b>9,142.73</b>
长期借款	1,016.61	1,269.58	166.00	150.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	181.49	163.74	152.90	166.05	160.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,198.10</b>	<b>1,433.33</b>	<b>318.90</b>	<b>316.05</b>	<b>260.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,491.34</b>	<b>6,013.13</b>	<b>6,643.05</b>	<b>6,807.97</b>	<b>9,403.62</b>
少数股东权益	295.55	261.30	189.63	16.26	(10.57)
股本	912.37	912.37	912.37	912.37	912.37
资本公积	1,320.01	968.15	968.15	968.15	968.15
留存收益	3,505.56	4,012.30	3,187.81	1,591.89	1,191.43
其他	(97.29)	(110.43)	(20.00)	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>5,936.20</b>	<b>6,043.69</b>	<b>5,237.96</b>	<b>3,488.67</b>	<b>3,061.38</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,427.54</b>	<b>12,056.81</b>	<b>11,881.01</b>	<b>10,296.64</b>	<b>12,465.00</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	153.91	1,075.50	1,301.00	1,556.61	1,823.06
折旧摊销	419.43	458.55	442.13	451.13	456.13
财务费用	87.88	90.38	63.41	90.90	94.60
投资损失	(58.84)	(29.83)	(51.53)	(46.73)	(42.70)
营运资金变动	(60.76)	(750.11)	(167.17)	1,605.43	(1,302.09)
其它	877.49	518.50	112.17	169.09	122.14
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,419.11</b>	<b>1,362.99</b>	<b>1,700.01</b>	<b>3,826.43</b>	<b>1,151.15</b>
资本支出	1,961.28	771.61	260.84	166.86	105.15
长期投资	21.48	23.89	0.00	0.00	0.00
其他	(3,750.13)	(1,676.45)	(459.31)	(300.12)	(162.45)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,767.37)</b>	<b>(880.95)</b>	<b>(198.47)</b>	<b>(133.27)</b>	<b>(57.30)</b>
债权融资	1,197.76	(154.07)	(349.27)	(52.88)	1,465.95
股权融资	(602.08)	(365.00)	(2,219.82)	(3,474.99)	(2,372.49)
其他	(102.18)	(607.43)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>493.49</b>	<b>(1,126.49)</b>	<b>(2,569.09)</b>	<b>(3,527.87)</b>	<b>(906.55)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>145.23</b>	<b>(644.45)</b>	<b>(1,067.56)</b>	<b>165.28</b>	<b>187.30</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>10,407.09</b>	<b>11,222.54</b>	<b>13,074.45</b>	<b>15,140.51</b>	<b>17,481.75</b>
营业成本	6,951.21	7,520.01	8,768.37	10,021.86	11,576.87
营业税金及附加	94.34	90.16	104.60	121.12	139.85
营业费用	1,009.22	1,115.56	1,235.54	1,415.64	1,695.73
管理费用	729.94	758.06	875.99	1,014.41	1,188.76
研发费用	289.90	358.11	339.94	393.65	454.53
财务费用	68.02	69.07	63.41	90.90	94.60
资产减值损失	(926.84)	(131.55)	(31.50)	(46.50)	(26.50)
公允价值变动收益	8.83	35.76	(0.93)	0.00	0.00
投资净收益	58.84	29.83	51.53	46.73	42.70
其他	1,676.83	90.48	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>446.80</b>	<b>1,287.05</b>	<b>1,705.73</b>	<b>2,083.16</b>	<b>2,347.62</b>
营业外收入	1.78	9.46	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.62	5.53	3.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>445.97</b>	<b>1,290.97</b>	<b>1,703.73</b>	<b>2,079.16</b>	<b>2,343.62</b>
所得税	292.06	215.47	289.63	353.46	398.41
<b>净利润</b>	<b>153.91</b>	<b>1,075.50</b>	<b>1,414.09</b>	<b>1,725.70</b>	<b>1,945.20</b>
少数股东损益	31.33	11.20	113.09	169.09	122.14
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>122.58</b>	<b>1,064.30</b>	<b>1,301.00</b>	<b>1,556.61</b>	<b>1,823.06</b>
每股收益(元)	0.13	1.17	1.43	1.71	2.00

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.59%	7.84%	16.50%	15.80%	15.46%
营业利润	-70.70%	188.06%	32.53%	22.13%	12.70%
归属于母公司净利润	-89.72%	768.28%	22.24%	19.65%	17.12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.21%	32.99%	32.94%	33.81%	33.78%
净利率	1.18%	9.48%	9.95%	10.28%	10.43%
ROE	2.17%	18.41%	25.77%	44.83%	59.35%
ROIC	5.31%	30.42%	32.93%	38.25%	73.15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.23%	49.87%	55.91%	66.12%	75.44%
净负债率	-4.96%	3.59%	19.07%	24.98%	73.32%
流动比率	1.05	1.02	0.78	0.55	0.67
速动比率	0.91	0.88	0.64	0.41	0.54
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.02	8.85	7.07	9.57	9.57
存货周转率	16.87	16.29	17.28	17.00	17.40
总资产周转率	0.89	0.92	1.09	1.37	1.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	1.17	1.43	1.71	2.00
每股经营现金流	1.56	1.49	1.86	4.19	1.26
每股净资产	6.18	6.34	5.53	3.81	3.37
<b>估值比率</b>					
市盈率	136.59	15.73	12.87	10.76	9.18
市净率	2.97	2.90	3.32	4.82	5.45
EV/EBITDA	7.84	6.61	7.30	5.99	5.93
EV/EBIT	9.32	8.03	9.08	7.20	7.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com