

索菲亚 (002572.SZ)

一季度净利润下滑 9%，毛利率同比提升较为明显

◆ 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 执证编码: S0980520040004
 联系人: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

事项:

公司公告: 4月27日, 公司发布2023年一季报, 公司收入为18.05亿元, 同比-9.7%; 归母净利润1.04亿元, 同比-8.9%; 扣非归母净利润0.9亿元, 同比-15.6%。

国信轻工观点: 1) 一季度业绩个位数下滑符合预期。业绩下滑主要因定制家居行业接单与出货、交付、确认收入间存在1个月以上的时间差, 故家居一季度业绩仍受到2022年底疫情影响, 工厂开工、线下销售及货运物流短期承压。2) 毛利率同比提升较为明显。毛利率同比增长预计主要原因包括: ①2022年下半年开始原材料成本下行叠加公司实行提价计划实施, 去年上半年原材料价格高位; ②2022年下半年开始精简产品花色, 板材利用率提升。3) 风险提示: 消费复苏不及预期; 地产销售竣工不及预期; 行业竞争格局恶化; 4) 投资建议: 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2023-2025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%。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。

评论:

◆ 一季度业绩个位数下滑符合预期, 毛利率同比提升较为明显

2023Q1 收入与净利润个位数下滑, 符合预期。公司实现营业收入18.05亿元, 同比-9.7%; 归母净利润1.04亿元, 同比-8.9%; 扣非归母净利润0.9亿元, 同比-15.6%。业绩下滑主要因定制家居行业接单与出货、交付、确认收入间存在1个月以上的时间差, 故家居一季度业绩仍受到2022年底疫情影响, 工厂开工、线下销售及货运物流短期承压。

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



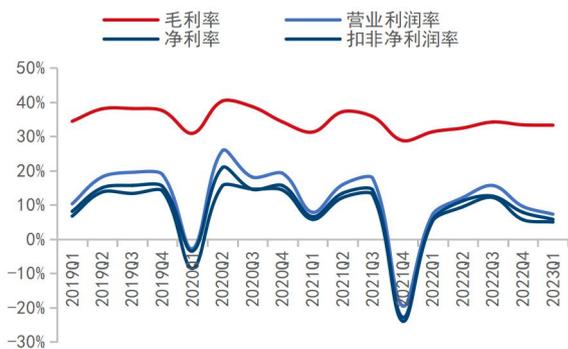
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用率同比小幅增长。相较2022Q1, 销售费用率小幅下降0.9pp至11.3%; 管理费用率同比+1.3pp至8.9%;

研发费用率同比+1.1pp 至 4.4%。费用率整体增加 1.8 个百分点。

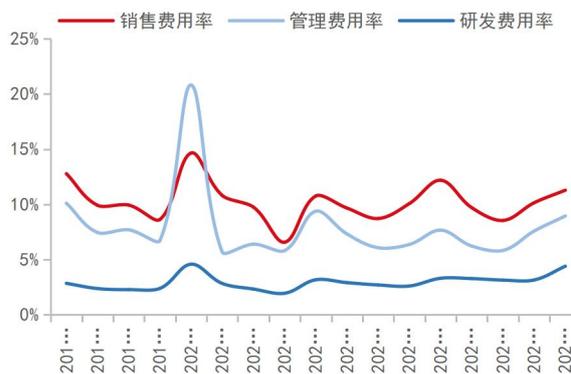
毛利率同比提升较为明显。毛利率为 33.3%，同比+1.9pp；营业利润率为 7.3%，同比+0.1pp；净利率 5.8%，同比+0.1pp。毛利率同比增长预计主要原因包括：1) 2022 年下半年开始原材料成本下行叠加公司实行提价计划实施，去年上半年原材料价格高位；2) 2022 年下半年开始精简产品花色，板材利用率提升。

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

◆ 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%。

◆ 投资建议：看好公司大家居战略下获得超额增速

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，整装和拎包入住渠道快速发展；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 2023-2025 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1：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)	147.2	17.0	13.9	12.1	10.3
EV/EBITDA	14.4	13.5	11.9	10.7	9.4
市净率(PB)	3.20	3.12	2.78	2.46	2.18

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	19.2	0.1	1.2	1.4	1.6	147.5	16.4	13.5	11.7
同类公司											
603833	欧派家居	买入	112.7	4.4	4.4	5.2	6.0	25.6	25.6	21.8	18.9
603801	志邦家居	买入	31.9	1.6	1.7	2.0	2.4	19.7	18.5	15.9	13.4
'001322	箭牌家居	买入	17.8	0.7	0.6	0.7	0.9	27.0	29.0	24.4	19.6
603195	公牛集团	买入	148.7	4.6	5.2	6.0	7.0	32.1	28.9	24.7	21.3
603816	顾家家居	买入	36.9	2.7	2.2	2.5	2.9	13.9	16.9	14.9	12.7
300616	尚品宅配	买入	21.3	0.5	0.7	1.1	1.3	47.4	29.3	20.3	16.2
603008	喜临门	买入	24.4	1.5	1.5	1.7	2.1	16.8	16.7	14.1	11.7
603208	江山欧派	增持	54.8	2.5	0.7	2.7	3.2	22.4	83.1	20.6	17.2
1999	敏华控股	无评级	5.8	0.5	0.7	0.8	0.9	12.6	8.7	7.2	6.8
603313	梦百合	无评级	9.9	-0.6	0.4	0.7	1.0	-17.3	27.6	14.0	6.8
603818	曲美家居	无评级	5.9	0.3	0.4	0.7	0.9	19.1	15.3	8.7	6.5
301061	匠心家居	无评级	30.3	4.6	2.6	2.8	3.5	6.6	11.7	10.7	8.6
603180	金牌厨柜	无评级	34.5	2.3	2.4	2.7	3.3	14.9	14.5	12.6	10.4
603898	好莱客	无评级	10.4	0.2	1.4	1.0	1.2	49.4	7.3	10.0	8.7
603992	松霖科技	无评级	15.5	0.8	0.8	0.9	1.0	20.7	19.4	17.0	15.8
603408	建霖家居	无评级	11.5	0.8	1.0	1.2	1.3	13.7	11.4	9.9	8.6
'002790	瑞尔特	无评级	8.9	0.3	0.5	0.6	0.7	26.1	17.8	15.1	12.2

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

消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

相关研究报告：

- 《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》——2023-04-11
- 《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

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