

索菲亚 (002572) 2022 年报及 2023 年一季报点评

## 22 年业绩符合预期，整家战略持续发力、高增可期

### 事项:

- ❖ 公司发布 22 年报+23Q1 季报。2022 年全年营收 112.23 亿元/+7.84%，归母净利润 10.64 亿元/+768.28%，剔除减值影响+3.98% (归母净利率-0.35pcts 至 9.48%)，扣非归母净利润 9.37 亿元/+2859.01%。22Q4 营收 32.89 亿元/+3.96%，归母净利润 2.61 亿元/+135.92%，剔除减值影响+49.29% (归母净利率+2.4pcts 至 7.9%)，扣非归母净利润 1.86 亿元/+124.52%。23Q1 营收 18.05 亿元/-9.7%，归母净利润 1.04 亿元/-8.86%，扣非归母净利润 0.90 亿元/-15.58%。

### 评论:

- ❖ **分品牌：索菲亚增长稳健，米兰纳延续高增。**1) 索菲亚：22 年收入 95.09 亿/+7%，工厂客单价同比+28%至 18498 元，主要系整家定制套餐渗透率提升，以及多品类战略终端兑现情况理想；从渠道布局看，单 Q4 经销商/专卖店分别同增 5/21 家至 1781/2829 家，且主要分布于地级市和四五线城市。2) 司米：22 年收入 10.4 亿/-10%，单 Q4 经销商/专卖店-48/+30 家至 615/614 家，当前司米处战略调整期，全资控股叠加坚持高端定位下，23 年有望重回增长快车道。3) 华鹤：22 年收入 1.69 亿/+14%，单 Q4 经销商/专卖店同增 2/10 家至 318/319 家，工厂客单价为 8211 元。4) 米兰纳：22 年收入 3.2 亿/+243%，全年经销商/专卖店分别净增 105/126 家至 465/338 家，22 年工厂端平均客单价同增 17%至 13023 元。
- ❖ **分渠道：整装加速突破，经销延续稳增。**22 年直营/经销/大宗/整装收入 2.77/92.25/15.25/11.38 亿、YOY-28%/+6%/+10%/-5%/+115%，单 Q4 收入 0.74/26.91/4.65/4.47 亿、YOY-28%/+6%/+3%/+107%，直营/经销/大宗全年毛利率-6.55/+0.17/-3.6pcts 至 62.97%/34.22%/16.87%。1) 整装：截至 22 年底，直营整装事业部合作装企 160 个、门店数量 425 家、覆盖 93 个城市和区域。2) 大宗：客户结构优化，优质客户收入贡献占比达 55%。
- ❖ **22Q4 利润率同比显著改善，全年费用率小幅爬升。**22 年毛利率 33%/-0.2pct、期间费用率 20.5%/+0.35pct，22Q4 毛利率 33.5%/+4.6pcts、期间费用率 21.3%/1.4pcts，剔除减值影响 22Q4 净利率 7.9%/+2.4pcts。22 年经营性现金流净额 13.6 亿/-3.95%，合同负债 7 亿/-28.73%，或主要系春节时间错配导致经销商下单时间差异所致。
- ❖ **23Q1 整装延续高速增长，盈利端略有改善。**受 22Q4 前端接单影响、23Q1 收入端明显承压，经销/大宗/直营分别实现收入 14.49/2.97/0.5 亿元、YOY-9.28%/-11.26%/-19.02%，值得注意的是整装渠道逆势同增 78.42%。23Q1 毛利率 33.25%/+1.93pcts，主要源于原材料价格下行及内部降本增效；销售/管理/研发/财务费率分别同比变动-0.91/+1.28/+1.09/+0.3pcts，归母净利率同增 0.05pct 至 5.78%，控费成效初步显现。值得注意的是，23Q1 合同负债环比 22Q4 增长 42.17%，反映前端订单储备充足。
- ❖ **整家战略有序落地，长期优势打造可期，维持“强推”评级。**公司作为传统定制家居头部企业，以整家定制为战略锚，有望在“多品牌、全品类、全渠道”布局下，实现各事业部发展稳步推进；其中索菲亚以整家模式推动单值提升，米兰纳以优质新商持续下沉蓝海市场，司米以高端整家大力开展品牌渠道改革，华鹤仍强化招商和拓店。基于此，我们预计 23-25 年归母净利润分别为 13.78/16.55/19.26 亿元 (23-24 年原值为 13.22/15.56 亿元)，对应当前股价 PE 分别为 13/10/9X；参考相对估值法，给予 23 年 18X，对应目标价 27 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济影响需求；原材料价格波动风险；渠道拓展不及预期等。

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	11,223	12,940	14,929	17,164
同比增速(%)	7.8%	15.3%	15.4%	15.0%
归母净利润(百万)	1,064	1,378	1,655	1,926
同比增速(%)	768.3%	29.5%	20.1%	16.4%
每股盈利(元)	1.17	1.51	1.81	2.11
市盈率(倍)	16	13	10	9
市净率(倍)	3.0	3.2	3.4	3.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价：27 元

当前价：18.92 元

### 华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

联系人：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	91,237.00
已上市流通股(万股)	63,877.93
总市值(亿元)	172.62
流通市值(亿元)	120.86
资产负债率(%)	51.26
每股净资产(元)	6.45
12 个月内最高/最低价	27.50/13.72

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《索菲亚 (002572) 2022 年业绩预告点评：客单价提升持续演绎，22Q4 利润率同比改善》

2023-02-01

《索菲亚 (002572) 重大事项点评：携手司米的下一程，多品牌战略稳步推进》

2022-11-16

《索菲亚 (002572) 2022 年三季报点评：主品牌增长稳健，利润端环比改善》

2022-10-30

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,114	1,805	2,532	3,170
应收票据	52	574	659	462
应收账款	1,306	1,373	1,619	1,864
预付账款	50	82	98	111
存货	636	769	919	1,057
合同资产	42	31	45	54
其他流动资产	455	519	552	566
流动资产合计	4,655	5,152	6,424	7,282
其他长期投资	29	29	29	29
长期股权投资	85	85	85	85
固定资产	3,619	3,442	3,323	3,217
在建工程	524	524	524	524
无形资产	1,694	1,724	1,752	1,777
其他非流动资产	1,452	1,436	1,423	1,412
非流动资产合计	7,402	7,239	7,135	7,043
<b>资产合计</b>	<b>12,057</b>	<b>12,392</b>	<b>13,559</b>	<b>14,326</b>
短期借款	872	442	464	485
应付票据	65	187	236	239
应付账款	1,511	1,664	1,971	2,226
预收款项	0	0	0	0
合同负债	702	809	933	1,073
其他应付款	414	414	414	414
一年内到期的非流动负债	189	189	189	189
其他流动负债	828	1,004	1,170	1,351
流动负债合计	4,580	4,709	5,377	5,977
长期借款	1,270	1,964	2,727	3,491
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	164	164	164	164
非流动负债合计	1,433	2,128	2,891	3,655
<b>负债合计</b>	<b>6,013</b>	<b>6,836</b>	<b>8,268</b>	<b>9,632</b>
归属母公司所有者权益	5,782	5,335	5,136	4,602
少数股东权益	261	220	155	92
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,044</b>	<b>5,555</b>	<b>5,291</b>	<b>4,694</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,057</b>	<b>12,392</b>	<b>13,559</b>	<b>14,326</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,363</b>	<b>1,655</b>	<b>2,267</b>	<b>2,789</b>
现金收益	1,603	1,999	2,265	2,531
存货影响	105	-132	-151	-137
经营性应收影响	-41	-590	-315	-12
经营性应付影响	167	275	356	259
其他影响	-471	103	112	148
<b>投资活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>-444</b>	<b>-508</b>	<b>-506</b>
资本支出	-783	-416	-453	-450
股权投资	-24	0	0	0
其他长期资产变化	-74	-28	-55	-55
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,126</b>	<b>-1,520</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,645</b>
借款增加	-85	264	785	785
股利及利息支付	-671	-1,933	-2,551	-3,055
股东融资	7	7	7	7
其他影响	-378	142	727	617

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>11,223</b>	<b>12,940</b>	<b>14,929</b>	<b>17,164</b>
营业成本	7,520	8,656	9,855	11,316
税金及附加	90	112	164	158
销售费用	1,116	1,221	1,409	1,620
管理费用	758	908	1,047	1,204
研发费用	358	413	476	548
财务费用	69	44	48	53
信用减值损失	-36	-25	-36	-25
资产减值损失	-95	-31	-31	-50
公允价值变动收益	36	36	36	36
投资收益	30	61	64	64
其他收益	46	46	46	46
<b>营业利润</b>	<b>1,287</b>	<b>1,667</b>	<b>2,003</b>	<b>2,332</b>
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>1,291</b>	<b>1,671</b>	<b>2,007</b>	<b>2,336</b>
所得税	215	279	335	390
<b>净利润</b>	<b>1,076</b>	<b>1,392</b>	<b>1,672</b>	<b>1,946</b>
少数股东损益	11	14	17	20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,064</b>	<b>1,378</b>	<b>1,655</b>	<b>1,926</b>
NOPLAT	1,133	1,429	1,712	1,990
EPS(摊薄) (元)	1.17	1.51	1.81	2.11

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.8%	15.3%	15.4%	15.0%
EBIT 增长率	164.6%	26.1%	19.8%	16.2%
归母净利润增长率	768.3%	29.5%	20.1%	16.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.0%	33.1%	34.0%	34.1%
净利率	9.6%	10.8%	11.2%	11.3%
ROE	18.4%	25.8%	32.2%	41.9%
ROIC	20.2%	26.4%	29.3%	33.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.9%	55.2%	61.0%	67.2%
债务权益比	41.3%	49.6%	67.0%	92.2%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转天数	37	37	36	37
应付账款周转天数	68	66	66	67
存货周转天数	33	29	31	31
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.17	1.51	1.81	2.11
每股经营现金流	1.49	1.81	2.48	3.06
每股净资产	6.34	5.85	5.63	5.04
<b>估值比率</b>				
P/E	16	13	10	9
P/B	3	3	3	4
EV/EBITDA	11	9	8	7

## 轻工纺服组团队介绍

### 组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522