

索菲亚 (002572.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

分红比例提升，大家居战略有效推进

业绩简评

4月11日公司发布2023年报，23年公司实现营收116.7亿元，同比+4.0%；归母净利润12.6亿元，同比+17.9%。其中4Q实现营收34.7亿元，同比+5.4%，实现归母净利/扣非归母净利3.1/2.4亿元，同比+16.1%/+29.8%。分红为每10股派现10元(含税)，股息率超6%。

经营分析

主品牌4Q收入增长超15%，品类+渠道扩张成效显著：分品牌来看，索菲亚品牌23年收入同比+11.0%至105.5亿元，依托品类连带销售，其客单价同比+6.3%，已成为重要增长驱动力。其中4Q索菲亚品牌收入同比增长超15%，整装渠道贡献显著，已合作装企达221个。米兰纳品牌23年收入同比+47.2%至4.7亿元，其中4Q收入同比+22.6%至1.5亿元。而司米品牌仍处渠道调整期，23年收入有所下降，华鹤品牌同比相对稳定。分渠道来看，经销/直营/大宗渠道23年收入分别同比+4.4%/+13.6%/-4.9%至96.3/3.1/14.5亿元，整体来看，在行业承压的情况下，零售渠道表现依然稳健。

毛利率改善明显，经营利润优异：公司23年毛利率同比+3.2pct至36.2%，4Q毛利率同比+4.1pct至37.4%，主因供应链成本优化叠加木门、橱柜业务规模效应逐步体现。费用率方面，23年公司整体期间费用率同比-0.3pct至20.3%，其中4Q费用率控制较优，4Q销售/管理/研发费用率分别同比-0.9/-1.0/+0.2pct至9.2%/6.6%/3.3%。此外，23年公司计提各项减值损失合计3.1亿元，若剔除减值影响，公司净利率水平已超13%，盈利表现优异。

战略清晰有效，逆势增长可期：公司近年来始终坚定推进“多品牌、全品类、全渠道”的大家居发展战略，在组织架构、渠道架构可较好匹配战略推进的情况下，整体执行效果较为理想，也为公司后续在行业需求整体承压的背景下进一步稳健增长理顺了发展路径。具体来看，公司索菲亚事业部有望依托橱柜、木门品类连带率提升带动主品牌客单价稳步提升；整装事业部依托运营经验逐步丰富，进一步加大装企合作数量，后续保持较快增长依然可期；米兰纳事业部依托性价比优势持续推进渠道下沉，渠道扩张仍具较大空间，有望持续提升中低端价位段份额。整体来看，公司战略思路清晰，增长驱动力依然较多，后续逆势增长可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年EPS为1.54/1.79/2.02元，当前股价对应PE分别为10/9/8倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料大幅上涨，整装渠道竞争加剧；子品牌发展不畅。

轻工组

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

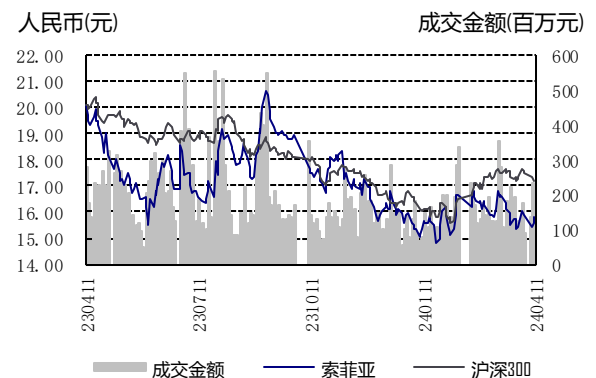
分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.80元

相关报告：

- 《索菲亚公司点评：3Q主品牌增长领先同行，整装贡献越发明显》，2023.10.31
- 《索菲亚公司点评：Q1业绩基本符合预期，后续逐季改善确定性较强》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,223	11,666	13,082	14,600	16,141
营业收入增长率	7.84%	3.95%	12.14%	11.60%	10.56%
归母净利润(百万元)	1,064	1,261	1,479	1,719	1,942
归母净利润增长率	768.28	18.51%	17.26%	16.24%	12.98%
	%				
摊薄每股收益(元)	1.167	1.310	1.536	1.785	2.017
每股经营性现金流净额	1.49	2.76	1.88	2.63	2.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.41%	17.98%	19.63%	21.23%	22.03%
P/E	15.57	12.18	10.29	8.85	7.83
P/B	2.87	2.19	2.02	1.88	1.73

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	10,407	11,223	11,666	13,082	14,600	16,141
增长率		7.8%	3.9%	12.1%	11.6%	10.6%
主营业务成本	-6,951	-7,520	-7,448	-8,345	-9,326	-10,299
%销售收入	66.8%	67.0%	63.8%	63.8%	63.9%	63.8%
毛利	3,456	3,703	4,218	4,737	5,274	5,843
%销售收入	33.2%	33.0%	36.2%	36.2%	36.1%	36.2%
营业税金及附加	-94	-90	-108	-122	-139	-153
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,009	-1,116	-1,127	-1,308	-1,445	-1,598
%销售收入	9.7%	9.9%	9.7%	10.0%	9.9%	9.9%
管理费用	-730	-758	-769	-890	-993	-1,098
%销售收入	7.0%	6.8%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用	-290	-358	-413	-471	-526	-565
%销售收入	2.8%	3.2%	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	1,332	1,381	1,800	1,947	2,172	2,429
%销售收入	12.8%	12.3%	15.4%	14.9%	14.9%	15.0%
财务费用	-68	-69	-53	-36	-11	6
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-927	-132	-315	-39	4	4
公允价值变动收益	9	36	88	0	0	0
投资收益	52	15	22	0	0	0
%税前利润	11.7%	1.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	447	1,287	1,623	1,878	2,170	2,449
营业利润率	4.3%	11.5%	13.9%	14.4%	14.9%	15.2%
营业外收支	-1	4	-4	-10	-2	-2
税前利润	446	1,291	1,619	1,868	2,168	2,447
利润率	4.3%	11.5%	13.9%	14.3%	14.8%	15.2%
所得税	-292	-215	-296	-374	-434	-489
所得税率	65.5%	16.7%	18.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	154	1,075	1,323	1,494	1,734	1,957
少数股东损益	31	11	62	15	15	15
归属于母公司的净利润	123	1,064	1,261	1,479	1,719	1,942
净利率	1.2%	9.5%	10.8%	11.3%	11.8%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154	1,075	1,323	1,494	1,734	1,957
少数股东损益	31	11	62	15	15	15
非现金支出	739	606	692	517	537	596
非经营收益	39	-3	-40	117	88	74
营运资金变动	488	-316	678	-319	175	161
经营活动现金净流	1,419	1,363	2,654	1,809	2,534	2,789
资本开支	-1,971	-870	-759	-666	-557	-712
投资	70	-185	-989	0	0	0
其他	134	174	23	0	0	0
投资活动现金净流	-1,767	-881	-1,725	-666	-557	-712
股权募资	12	7	608	100	0	0
债权募资	1,240	-405	643	-374	-366	-410
其他	-759	-728	-824	-1,164	-1,236	-1,295
筹资活动现金净流	493	-1,126	427	-1,438	-1,603	-1,705
现金净流量	143	-644	1,357	-294	374	371

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,710	2,114	3,495	3,200	3,575	3,946
应收款项	1,241	1,428	1,391	1,676	1,810	2,009
存货	741	636	564	686	767	846
其他流动资产	851	477	935	978	994	1,010
流动资产	5,543	4,655	6,384	6,541	7,145	7,811
%总资产	44.6%	38.6%	43.9%	43.9%	46.0%	47.9%
长期投资	892	891	911	911	911	911
固定资产	3,754	4,142	4,477	4,761	4,943	5,022
%总资产	30.2%	34.4%	30.8%	31.9%	31.8%	30.8%
无形资产	1,857	1,795	1,759	1,799	1,832	1,868
非流动资产	6,884	7,402	8,171	8,365	8,374	8,484
%总资产	55.4%	61.4%	56.1%	56.1%	54.0%	52.1%
资产总计	12,428	12,057	14,555	14,906	15,520	16,296
短期借款	1,399	1,061	2,112	1,744	1,377	967
应付款项	1,822	1,989	2,010	2,276	2,506	2,754
其他流动负债	2,072	1,529	2,124	2,029	2,200	2,405
流动负债	5,293	4,580	6,246	6,049	6,084	6,125
长期贷款	1,017	1,270	868	868	868	868
其他长期负债	181	164	163	176	176	176
负债	6,491	6,013	7,276	7,093	7,128	7,170
普通股股东权益	5,641	5,782	7,015	7,535	8,099	8,818
其中：股本	912	912	963	963	963	963
未分配利润	3,029	3,489	4,059	4,479	5,043	5,762
少数股东权益	296	261	263	278	293	308
负债股东权益合计	12,428	12,057	14,555	14,906	15,520	16,296

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.134	1.167	1.310	1.536	1.785	2.017
每股净资产	6.182	6.338	7.285	7.824	8.409	9.156
每股经营现金净流	1.555	1.494	2.755	1.879	2.631	2.896
每股股利	0.600	0.700	1.000	1.100	1.200	1.270
回报率						
净资产收益率	2.17%	18.41%	17.98%	19.63%	21.23%	22.03%
总资产收益率	0.99%	8.83%	8.67%	9.92%	11.08%	11.92%
投入资本收益率	5.49%	13.69%	14.28%	14.88%	16.27%	17.66%
增长率						
主营业务收入增长率	24.59%	7.84%	3.95%	12.14%	11.60%	10.56%
EBIT 增长率	-4.85%	3.61%	30.39%	8.14%	11.55%	11.85%
净利润增长率	-89.72%	768.28%	18.51%	17.26%	16.24%	12.98%
总资产增长率	14.35%	-2.98%	20.72%	2.41%	4.12%	5.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.8	38.0	36.0	36.0	35.0	35.0
存货周转天数	32.4	33.4	29.4	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	65.0	69.4	73.8	73.0	73.0	73.0
固定资产周转天数	110.9	117.7	116.1	105.9	95.7	86.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.70%	-2.04%	-17.82%	-17.55%	-25.17%	-31.70%
EBIT 利息保障倍数	19.6	20.0	33.7	54.8	204.6	-422.2
资产负债率	52.23%	49.87%	49.99%	47.58%	45.93%	44.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	14	26	33	76
增持	0	4	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.24	1.23	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-21	买入	20.26	30.40~30.40
2	2022-04-28	买入	18.77	N/A
3	2022-08-31	买入	17.09	N/A
4	2022-10-28	买入	14.02	N/A
5	2023-01-29	买入	20.85	N/A
6	2023-04-09	买入	20.80	N/A
7	2023-04-28	买入	19.78	N/A
8	2023-10-31	买入	17.95	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806