

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

索菲亚 (002572)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

员工持股计划显信心, 低估白马持续推荐

毛利提升带动 Q2 利润超预期

索菲亚(002572): 22 年客单显著提升, 多品牌全渠道布局深化

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

提质增效盈利亮眼, 提分红重视股东回报

2024 年 04 月 12 日

事件: 索菲亚发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入 116.66 亿元, 同比增长 3.95%; 实现归母净利润 12.61 亿元, 同比增长 18.5%; 实现扣非归母净利润 11.35 亿元, 同比增长 21.06%。单 Q4 公司实现营业收入 34.65 亿元, 同比增长 5.37%; 实现归母净利润 3.09 亿元, 同比增长 18.4%。2023 年公司每 10 股派发现金红利 10 元 (含税), 预计派发现金股利 9.5 亿元 (含税)。

点评:

- **大家居战略持续落地, 整装渠道保持高增, 各品牌客单价提升。**公司 2023 年实现营业收入 116.66 亿元, 同比增长 3.95%。公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”、“大家居”战略落地。分产品看, 23 年公司衣柜及配套品、厨柜及配件、木门分别实现收入 94.11 亿元、12.44 亿元、5.89 亿元, 分别同比+2.54%、-2.23%、+35.73%。公司自 2022 年开始逐步推出索菲亚橱柜、系统门窗、卫浴等全新品类, 抢占旧改流量中的高频需求产品, 通过产品迭代升级、系统提效、产能扩充、物流整合等提高供给效率。分渠道看, 2023 年公司经销、直营、大宗、其他渠道分别实现收入 96.27 亿元、3.15 亿元、14.51 亿元、0.63 亿元, 分别同比+4.36%、+13.58%、-4.86%、+79.81%, 其中 2023 年公司整装渠道实现收入同比增长 67.52%, 直营整装事业部已合作装企数量 211 个。公司在整装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; 公司不断增强与装企的合作, 通过公司直营整装与经销商合作装企等方式加大对前端流量的渗透, 打造装企渠道的整家定制模式, 并在 2023 年开发出毛坯拎包、拎包 2.0 等全新业务模式。分品牌看, 2023 年索菲亚、米兰纳分别实现收入 105.52 亿元、4.72 亿元, 分别同比+10.96%、+47.24%。各品牌在全品类整家稳步推进下, 各品牌客单值持续提升, 其中索菲亚工厂端平均客单价 19,619 元, 同比增长 6.3%; 米兰纳工厂端平均客单价 13,934 元, 同比增长 6.57%。运营端, 公司引入 IPD 体系, 优化从品牌战略、产品规划、产品立项、产品开发、产品上市到产品生命周期的全流程管理, 以用户需求价值为核心塑造整家生活方式产品, 促进产品竞争力提升及商业成功, 助力公司持续有效增长。
- **提质增效效果凸显, 全年盈利表现亮眼。**1) **毛利率方面**, 公司 2023 年实现毛利率 36.15%, 同比+3.16pct。分产品看, 23 年公司衣柜及配套品、厨柜及配件、木门分别实现毛利率 37.75%、24.75%、29.77%, 分别同比+3.43pct、-0.34pct、+5.82pct。主要为原材料采购价格较上年同期有所下降, 使主营产品毛利率同比提升。2) **期间费用方面**, 公司 23 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.66%、6.60%、3.54%、0.46%, 同比变化-0.28pct、-0.16pct、+0.35pct、-0.16pct。公司降本增效成果显著, 板材利用率、人效有效提升, 制造费用率同比下降。

- **3) 净利润方面**，公司 2023 年实现归母净利润 12.61 亿元，同比增长 18.5%；实现扣非归母净利润 11.35 亿元，同比增长 21.06%，归母净利率为 10.8%，同比+1.3pct。**4) 运营方面**，公司 23 年实现经营现金流为 26.5 亿元，同比增长 94.7%；投资活动现金流-17.3 亿元，主要为增加大额存单购买；筹资活动现金流 4.3 亿元，主要是贷款增加及完成非公开发行股票筹资所致。**5) 分红方面**，2023 年公司每 10 股派发现金红利 10 元（含税），预计派发现金股利 9.5 亿元（含税），分红率 75%。按收盘价市值估算，公司 2023 年分红对应股息率为 6.3%，股息率较高重视股东回报。
- **盈利预测与投资评级**：公司作为家居行业优质白马，品牌和制造优势业内领先，随着“全渠道、多品牌、多品类”战略深化，多品牌客单值提升、整装和海外加快拓展，有望共同带动收入稳健增长，我们认为盈利能力随着规模效应仍有释放空间。我们预计 2024-2026 年归母净利分别为 14.69 元、17.06 亿元、19.79 亿元，分别同比+16.4%、+16.1%、+16.0%，目前股价对应 24 年 PE 为 10x，维持“买入”评级。
- **风险因素**：市场竞争风险，房地产市场大幅波动风险。

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 11,223 | 11,666 | 13,283 | 15,109 | 17,152 |
| 增长率 YoY % | 7.8% | 3.9% | 13.9% | 13.7% | 13.5% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,064 | 1,261 | 1,469 | 1,706 | 1,979 |
| 增长率 YoY% | 768.3% | 18.5% | 16.4% | 16.1% | 16.0% |
| 毛利率% | 33.0% | 36.2% | 36.4% | 36.4% | 36.5% |
| 净资产收益率ROE% | 18.4% | 18.0% | 18.5% | 18.9% | 19.3% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.17 | 1.31 | 1.53 | 1.77 | 2.05 |
| 市盈率 P/E(倍) | 15.57 | 12.18 | 10.36 | 8.92 | 7.69 |
| 市净率 P/B(倍) | 2.87 | 2.19 | 1.92 | 1.69 | 1.48 |

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 11 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 4,655 | 6,384 | 8,158 | 9,952 | 12,240 | |
| 货币资金 | 2,114 | 3,495 | 5,087 | 6,618 | 8,628 | |
| 应收票据 | 52 | 21 | 24 | 27 | 31 | |
| 应收账款 | 1,306 | 995 | 1,356 | 1,473 | 1,592 | |
| 预付账款 | 50 | 45 | 51 | 58 | 65 | |
| 存货 | 636 | 564 | 639 | 727 | 825 | |
| 其他 | 497 | 1,266 | 1,002 | 1,050 | 1,100 | |
| 非流动资产 | 7,402 | 8,171 | 7,875 | 7,511 | 7,164 | |
| 长期股权投资 | 85 | 66 | 66 | 66 | 66 | |
| 固定资产(合计) | 3,619 | 3,712 | 3,653 | 3,481 | 3,249 | |
| 无形资产 | 1,694 | 1,647 | 1,647 | 1,647 | 1,647 | |
| 其他 | 2,004 | 2,745 | 2,509 | 2,317 | 2,202 | |
| 资产总计 | 12,057 | 14,555 | 16,034 | 17,464 | 19,404 | |
| 流动负债 | 4,580 | 6,246 | 7,243 | 7,705 | 8,451 | |
| 短期借款 | 872 | 2,022 | 2,493 | 2,346 | 2,412 | |
| 应付票据 | 65 | 169 | 192 | 218 | 248 | |
| 应付账款 | 1,511 | 1,501 | 1,702 | 1,936 | 2,196 | |
| 其他 | 2,132 | 2,554 | 2,856 | 3,205 | 3,594 | |
| 非流动负债 | 1,433 | 1,030 | 530 | 330 | 180 | |
| 长期借款 | 1,270 | 868 | 368 | 168 | 18 | |
| 其他 | 164 | 163 | 163 | 163 | 163 | |
| 负债合计 | 6,013 | 7,276 | 7,773 | 8,035 | 8,631 | |
| 少数股东权益 | 261 | 263 | 335 | 419 | 516 | |
| 归属母公司 | 5,782 | 7,015 | 7,926 | 9,010 | 10,258 | |
| 负债和股东权益 | 12,057 | 14,555 | 16,034 | 17,464 | 19,404 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 11,223 | 11,666 | 13,283 | 15,109 | 17,152 | |
| 同比(%) | 7.8% | 3.9% | 13.9% | 13.7% | 13.5% | |
| 归属母公司净利润 | 1,064 | 1,261 | 1,469 | 1,706 | 1,979 | |
| 同比 | 768.3 | 18.5% | 16.4% | 16.1% | 16.0% | |
| 毛利率(%) | 33.0% | 36.2% | 36.4% | 36.4% | 36.5% | |
| ROE% | 18.4% | 18.0% | 18.5% | 18.9% | 19.3% | |
| EPS(摊薄)(元) | 1.17 | 1.31 | 1.53 | 1.77 | 2.05 | |
| P/E | 15.57 | 12.18 | 10.36 | 8.92 | 7.69 | |
| P/B | 2.87 | 2.19 | 1.92 | 1.69 | 1.48 | |
| EV/EBITDA | 9.03 | 6.72 | 5.12 | 3.90 | 2.84 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 11,223 | 11,666 | 13,283 | 15,109 | 17,152 | |
| 营业成本 | 7,520 | 7,448 | 8,446 | 9,605 | 10,898 | |
| 营业税金及附加 | 90 | 108 | 123 | 121 | 137 | |
| 销售费用 | 1,116 | 1,127 | 1,302 | 1,481 | 1,681 | |
| 管理费用 | 758 | 769 | 877 | 997 | 1,132 | |
| 研发费用 | 358 | 413 | 471 | 535 | 608 | |
| 财务费用 | 69 | 53 | 91 | 61 | 38 | |
| 减值损失合计 | -95 | -129 | -80 | -120 | -130 | |
| 投资净收益 | 30 | 22 | 13 | 15 | 17 | |
| 其他 | 41 | -16 | -17 | -10 | -1 | |
| 营业利润 | 1,287 | 1,623 | 1,890 | 2,194 | 2,545 | |
| 营业外收支 | 4 | -4 | -5 | -5 | -5 | |
| 利润总额 | 1,291 | 1,619 | 1,885 | 2,189 | 2,540 | |
| 所得税 | 215 | 296 | 345 | 400 | 464 | |
| 净利润 | 1,075 | 1,323 | 1,541 | 1,789 | 2,075 | |
| 少数股东损益 | 11 | 62 | 72 | 84 | 97 | |
| 归属母公司净利润 | 1,064 | 1,261 | 1,469 | 1,706 | 1,979 | |
| EBITDA | 1,867 | 2,217 | 2,561 | 2,884 | 3,227 | |
| EPS(当年)(元) | 1.17 | 1.31 | 1.53 | 1.77 | 2.05 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 1,363 | 2,654 | 2,567 | 2,867 | 3,224 | |
| 净利润 | 1,075 | 1,323 | 1,541 | 1,789 | 2,075 | |
| 折旧摊销 | 511 | 563 | 496 | 514 | 530 | |
| 财务费用 | 90 | 90 | 115 | 108 | 99 | |
| 投资损失 | -30 | -22 | -13 | -15 | -17 | |
| 营运资金变动 | -316 | 678 | 273 | 276 | 332 | |
| 其它 | 32 | 20 | 155 | 195 | 205 | |
| 投资活动现金流 | -881 | -1,725 | -192 | -140 | -171 | |
| 资本支出 | -870 | -759 | -205 | -155 | -188 | |
| 长期投资 | -185 | -989 | -30 | -30 | -30 | |
| 其他 | 174 | 23 | 43 | 45 | 47 | |
| 筹资活动现金流 | -1,126 | 427 | -783 | -1,196 | -1,043 | |
| 吸收投资 | 7 | 608 | 0 | 0 | 0 | |
| 借款 | 1,610 | 3,108 | -29 | -347 | -84 | |
| 支付利息或 | -671 | -763 | -754 | -849 | -960 | |
| 现金流净增加额 | -644 | 1,357 | 1,592 | 1,531 | 2,010 | |

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，八年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。