

索菲亚（002572.SZ）/轻工

证券研究报告/公司点评

2024年4月12日

评级：买入（维持）

市场价格：15.80元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

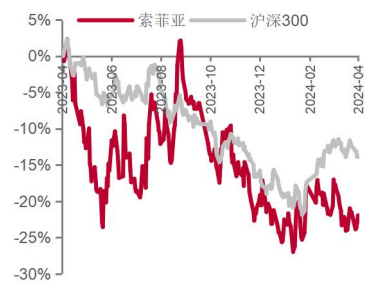
执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	963
流通股本(百万股)	639
市价(元)	15.80
市值(百万元)	15,216
流通市值(百万元)	10,093

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,223	11,666	12,943	14,348	15,819
增长率 yoy%	7.8%	3.9%	11.0%	10.8%	10.3%
净利润(百万元)	1064	1261	1505	1658	1817
增长率 yoy%	768.3%	18.5%	19.3%	10.2%	9.6%
每股收益(元)	1.11	1.31	1.56	1.72	1.89
每股现金流量	1.42	2.76	1.53	2.87	2.83
净资产收益率	17.6%	17.3%	17.6%	16.6%	15.8%
P/E	14.3	12.1	10.1	9.2	8.4
P/B	2.6	2.2	1.8	1.6	1.4

备注：股价信息为4月11日收盘价

投资要点

- 事件：公司23年报，行业压力下仍具韧性。**23年实现营业收入116.66亿元，同比+3.95%；实现归母净利润12.61亿元，同比+18.51%；扣非后归母净利润11.35亿元，同比+21.06%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4营收增速分别为-9.7%/+5.63%/+9.64%/+5.37%；归母净利润增速分别为-8.86%/+32.93%/+15.63%/+18.4%；扣非后归母净利润0.9/3.79/4.38/2.29亿元，同比分别-15.58%/+44.45%/+14.35%/+22.82%。
- 分品牌看，主品牌增长主要来源于客单价驱动，性价比品牌米兰纳增长靓丽。**1) 索菲亚品牌：客单价持续增长。23年收入105.55亿元，同比+10.96%；工厂端客单价19619元，同比+6.30%。截至23年末，经销商数量1812个（22年末1781个），专卖店2727家（22年末2829家）。2) 米兰纳品牌：开店符合预期，收入逐步放量。23年收入4.72亿元，同比+47.24%；平均客单价13934元，同比+6.57%。截至23年末，经销商数量514个（22年末465个）；门店数量514家（22年末为125家）。3) 司米品牌：变革顺利推进。截至23年末经销商222位，专卖店249家，其中衣柜上样门店数量达212家。23年司米品牌经销商和索菲亚品牌经销商重叠率进一步降低，终端门店正逐步向整家门店转型，整家策略将促进客单价提升。4) 华鹤品牌：23年收入1.63亿元。截至23年末经销商276个（22年末319家）。
- 分渠道看，零售渠道（含整装）增长稳健，大宗渠道有所拖累。**经销商渠道/直营渠道/大宗渠道23年收入分别为96.27/3.15/14.51亿元，同比分别+4.36%/+13.58%/-4.86%。分产品看，衣柜韧性较强，木门逐步放量。衣柜及配套/橱柜及配件/木门23年收入分别为94.11/12.44/5.89亿元，同比分别+2.54%/-2.23%/+35.73%。
- 利润率持续改善，信用减值损失造成一定拖累。**23年公司毛利率同比+3.16pp至36.15%；净利率同比+1.76pp至11.34%；期间费用率同比-0.24pp至20.26%；其中，销售费用率-0.28pp至9.66%；管理费用率（含研发费用率3.54%）同比+0.19pp至10.14%；财务费用率同比-0.16pp至0.46%。降本增效及零售渠道、衣柜产品占比提升等因素带动毛利率上行，期间费用控制效果良好。信用减值减值损失对利润端造成一定拖累，其中信用减值损失1.86亿元，较22年增加1.5亿元，若剔除异常信用减值损失，归母净利润率将达到12%。单Q4毛利率同比+4.07pp至37.42%；净利率同比+1.82pp至9.63%；期间费用率同比-1.72pp至19.59%。
- 现金流表现优异，营运效率提升显著。**现金流方面，23年实现经营现金流26.54亿元，同比+94.69%；经营现金流/经营活动净收益比值为185.32%；销售现金流/营业收入同比+8.7pp至116.49%。营运效率方面，存货周转天数31.15天，同比下降3.67天；应收账款周转天数35.5天，同比下降1.93天；应付账款周转天数72.79天，同比上升4.38天。
- 投资建议：**公司整家战略不断深化，驱动客单价显著提升；品牌矩阵优化后定位清晰，为后续增长提供动力，行业承压下仍具有较强韧性。我们预期公司2024-2026年归母净利润15.05、16.58、18.17亿元（24-25年前值为15.65、18.29亿元，根据23年业绩有所调整），对应PE为10、9、8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险

图表 1：公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,495	3,412	4,233	5,696	营业收入	11,666	12,943	14,348	15,819
应收票据	21	433	195	212	营业成本	7,448	8,297	9,240	10,219
应收账款	995	1,367	1,520	1,702	税金及附加	108	118	131	144
预付账款	45	75	81	78	销售费用	1,127	1,223	1,349	1,474
存货	564	749	827	870	管理费用	769	835	918	1,016
合同资产	46	44	52	58	研发费用	413	434	481	530
其他流动资产	1,266	1,086	1,128	1,190	财务费用	53	65	72	79
流动资产合计	6,384	7,122	7,985	9,747	信用减值损失	-186	-80	-70	-60
其他长期投资	54	36	39	43	资产减值损失	-129	-40	-40	-40
长期股权投资	66	71	74	70	公允价值变动收益	88	0	0	0
固定资产	3,712	3,882	4,092	4,215	投资收益	22	0	0	0
在建工程	765	948	1,067	1,249	其他收益	81	81	83	78
无形资产	1,647	1,898	1,846	1,849	营业利润	1,623	1,932	2,129	2,334
其他非流动资产	1,926	1,968	2,003	2,038	营业外收入	1	4	5	3
非流动资产合计	8,171	8,803	9,122	9,464	营业外支出	5	4	5	5
资产合计	14,555	15,925	17,107	19,211	利润总额	1,619	1,931	2,128	2,333
短期借款	2,022	2,018	1,431	1,617	所得税	296	348	383	420
应付票据	169	201	199	197	净利润	1,323	1,584	1,745	1,913
应付账款	1,501	1,678	1,844	2,055	少数股东损益	62	79	87	96
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,261	1,505	1,658	1,817
合同负债	1,306	1,178	1,292	1,406	NOPLAT	1,367	1,637	1,804	1,978
其他应付款	340	339	364	348	EPS (按最新股本摊薄)	1.31	1.56	1.72	1.89
一年内到期的非流动负债	90	90	90	90					
其他流动负债	818	816	883	960					
流动负债合计	6,246	6,321	6,103	6,673					
长期借款	868	868	868	868					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	163	163	163	163					
非流动负债合计	1,030	1,030	1,030	1,030					
负债合计	7,276	7,352	7,133	7,704					
归属母公司所有者权益	7,015	8,231	9,544	10,982					
少数股东权益	263	342	430	525					
所有者权益合计	7,278	8,573	9,974	11,507					
负债和股东权益	14,555	15,925	17,107	19,211					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,654	1,476	2,765	2,723
现金收益	1,888	2,218	2,438	2,637
存货影响	73	-185	-79	-43
经营性应收影响	476	-775	119	-155
经营性应付影响	21	209	189	192
其他影响	196	9	98	91
投资活动现金流	-1,725	-1,202	-940	-987
资本支出	-800	-1,174	-898	-952
股权投资	19	-5	-3	4
其他长期资产变化	-944	-23	-39	-39
融资活动现金流	427	-357	-1,004	-273
借款增加	649	-4	-587	186
股利及利息支付	-763	-453	-490	-529
股东融资	608	0	0	0
其他影响	-67	100	73	70

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	3.9%	11.0%	10.8%	10.3%
EBIT增长率	23.0%	19.3%	10.2%	9.6%
归母公司净利润增长率	18.5%	19.3%	10.2%	9.6%
获利能力				
毛利率	36.2%	35.9%	35.6%	35.4%
净利率	11.3%	12.2%	12.2%	12.1%
ROE	17.3%	17.6%	16.6%	15.8%
ROIC	21.8%	22.2%	22.5%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	46.2%	41.7%	40.1%
债务权益比	43.2%	36.6%	25.6%	23.8%
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	35	33	36	37
应付账款周转天数	73	69	69	69
存货周转天数	29	28	31	30
每股指标 (元)				
每股收益	1.31	1.56	1.72	1.89
每股经营现金流	2.76	1.53	2.87	2.83
每股净资产	7.28	8.55	9.91	11.40
估值比率				
P/E	12.1	10.1	9.2	8.4
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	25.9	22.0	20.0	18.5

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。