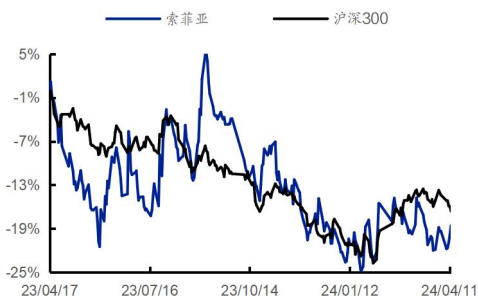


研究所：
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 联系人：杨蕊菁 S0350122090030
 yangrj01@ghzq.com.cn

多品牌战略成效显著，提质增效毛利稳步提升

——索菲亚（002572）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/12

表现	1M	3M	12M
索菲亚	-4.5%	3.2%	-18.5%
沪深 300	-1.3%	8.1%	-13.4%

市场数据

2024/04/12

当前价格(元)	16.05
52周价格区间(元)	14.45-21.20
总市值(百万)	15,456.91
流通市值(百万)	10,252.65
总股本(万股)	96,304.72
流通股本(万股)	63,879.43
日均成交额(百万)	420.53
近一月换手(%)	1.61

事件：

索菲亚 4 月 12 日发布 2023 年度报告：2023 年公司实现营业收入 116.66 亿元/同比+3.95%，归母净利润 12.61 亿元/同比+18.51%，扣非归母净利润 11.35 亿元/同比+21.06%；2023Q4 实现营业收入 34.65 亿元/同比+5.37%，归母净利润 3.09 亿元/同比+18.40%，扣非归母净利润 2.29 亿元/同比+22.82%。

投资要点：

- 木门收入持续增长，衣柜品类稳步提升。分产品看，2023 年木门实现收入 5.89 亿元/同比+35.73%，占营业收入比重为 5.05%；衣柜及其配套产品实现收入 94.11 亿元/同比+2.54%，占营业收入比重为 80.66%；橱柜及其配件实现收入 12.44 亿元/同比-2.23%，占营业收入比重为 10.66%。

- 坚持“全渠道”战略，多渠道引入流量。

1) 分渠道看，2023 年经销商/直营/大宗渠道营业收入分别为 96.27/3.15/14.51 亿元，同比分别+4.36%/+13.58%/-4.86%，占收入比重分别为 82.52/2.70/12.44%，同比分别+0.32/+0.23/-1.15pct。持续深耕大宗市场，开拓非地产类工程业务，布局海外市场，合作顶级开发商和承包商。

2) 整装保持增长，全方位展现公司实力。公司整装渠道建设持续发力，实现营业收入同比增长 67.52%，2023 年末，已合作装企数量 221 个，较 2023Q3 末净增加 19 个；覆盖全国 185 个城市及区域，较 2023Q3 末净增加 12 个。积极拥抱整装，与整装企业双向赋能。

- 多品牌战略持续覆盖市场，全品类整家稳步推进客单价提升。

1) 2023 年，索菲亚品牌营业收入 105.52 亿元/同比+10.96%，工厂端平均客单价 1.96 万元/同比+6.30%；索菲亚在整家定制 3.0 战略的迭代下，进行康纯整家环保升级，客单价持续提升，开拓橱柜、

卫浴、门窗和墙地市场。

2) 2023 年, 米兰纳营业收入 4.72 亿元/同比+47.24%, 工厂端平均客单价 1.39 万元/同比+6.57%; 2023 末, 经销商较 2022 末净增 49 位, 专卖店净增 176 家, 米兰纳品牌下沉蓝海市场, 升级“新一代 5A 硬核整家”战略, 为业绩增长增添动力;

3) 司米品牌全新定义“高端整家定制”, 全面推进从整体厨房向高端整家定制转型战略升级, 2023 年末衣柜上样门店较 2022 年末增加 81 家, 终端门店逐步向整家门店转型;

4) 华鹤品牌 2023 年营业收入 1.63 亿元, 确定整家定制的发展战略, 打造具有东方意境的门墙柜一体化模式高端整家定制。

- **“提质增效”效果明显, 费用控制精细管理。** 1) 2023 年毛利率 14.97%/同比+3.28pct, 分产品看, 衣柜/橱柜/木门毛利率分别为 37.35/24.75/29.77%, 同比+3.43/-0.43/+5.82pct。加快数字化转型, 提高运营效率, 促使毛利率进一步提升。2) 2023 年, 公司销售/管理/财务/研发费用率为 9.66/6.6/0.46/3.54%, 同比分别 -0.3/-0.15/-0.16/+0.35pct。公司期间费用实行精细化管理, 费用率保持稳定, 坚持科技创新, 加大研发投入使得研发费用率增加。
- **盈利预测和投资评级:** 考虑地产环境承压, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营业收入 130/144/159 亿元, 归母净利润 14.82/16.53/18.40 亿元, 对应 PE 估值为 10/9/8 x。2023 年公司分红比例 75.46%, 较 2022 年提升约 16 pct, 公司大幅度提升分红比例积极回馈股东。公司多品牌、全品类、全渠道”的大家居战略持续推进, 各品牌稳健发展释放经营动力, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 地产行业发展不及预期, 整装市场消费不及预期, 行业竞争加剧, 流量转化不及预期, 品类扩张不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11666	12971	14368	15899
增长率(%)	4	11	11	11
归母净利润(百万元)	1261	1482	1653	1840
增长率(%)	19	17	12	11
摊薄每股收益(元)	1.31	1.54	1.72	1.91
ROE(%)	18	18	16	15
P/E	11.56	10.33	9.26	8.32
P/B	2.19	1.82	1.52	1.29
P/S	1.32	1.18	1.07	0.96
EV/EBITDA	6.72	6.00	4.25	3.69

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：索菲亚盈利预测表

证券代码:	002572				股价:	16.05		投资评级:	增持		日期:	2024/04/12	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	18%	18%	16%	15%	EPS	1.38	1.54	1.72	1.91				
毛利率	36%	36%	36%	36%	BVPS	7.28	8.73	10.44	12.35				
期间费率	17%	18%	17%	17%	估值								
销售净利率	11%	11%	12%	12%	P/E	11.56	10.33	9.26	8.32				
成长能力					P/B	2.19	1.82	1.52	1.29				
收入增长率	4%	11%	11%	11%	P/S	1.32	1.18	1.07	0.96				
利润增长率	19%	17%	12%	11%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.80	0.79	0.75	0.72	营业收入	11666	12971	14368	15899				
应收账款周转率	11.73	8.46	10.72	8.85	营业成本	7448	8350	9239	10215				
存货周转率	20.69	14.60	20.31	15.56	营业税金及附加	108	121	129	143				
偿债能力					销售费用	1127	1253	1387	1510				
资产负债率	50%	47%	45%	44%	管理费用	769	846	920	1033				
流动比	1.02	1.16	1.34	1.48	财务费用	53	173	201	237				
速动比	0.91	1.00	1.22	1.35	其他费用/(-收入)	413	451	481	525				
					营业利润	1623	1861	2098	2333				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-4	20	-1	3				
现金及现金等价物	4277	4395	7864	8993	利润总额	1619	1881	2097	2335				
应收款项	1016	2073	1125	2394	所得税费用	296	329	367	409				
存货净额	564	889	708	1022	净利润	1323	1552	1730	1926				
其他流动资产	528	434	400	612	少数股东损益	62	70	78	87				
流动资产合计	6384	7791	10096	13020	归属于母公司净利润	1261	1482	1653	1840				
固定资产	3712	3938	4155	4268									
在建工程	765	655	585	567	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	3627	4026	4120	4263	经营活动现金流	2654	1069	4137	1589				
长期股权投资	66	75	79	77	净利润	1261	1482	1653	1840				
资产总计	14555	16485	19035	22194	少数股东损益	62	70	78	87				
短期借款	2022	2382	2741	3364	折旧摊销	563	563	605	631				
应付款项	1670	1854	2072	2295	公允价值变动	-88	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	678	-1176	1623	-1185				
其他流动负债	2554	2483	2724	3111	投资活动现金流	-1725	-1041	-824	-839				
流动负债合计	6246	6718	7538	8770	资本支出	-759	-1020	-806	-823				
长期借款及应付债券	868	868	868	868	长期投资	-989	-45	-46	-45				
其他长期负债	163	163	163	163	其他	23	23	29	29				
长期负债合计	1030	1030	1030	1030	筹资活动现金流	427	90	155	379				
负债合计	7276	7749	8568	9801	债务融资	643	360	360	623				
股本	963	963	963	963	权益融资	608	-94	0	0				
股东权益	7278	8737	10467	12394	其它	-824	-176	-205	-244				
负债和股东权益总计	14555	16485	19035	22194	现金净增加额	1357	118	3468	1129				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究助理，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。