



# 索菲亚 (002572.SZ): 多品牌全品类助力增长, 提高分红回馈股东

2024年4月17日

推荐/维持

索菲亚

公司报告

**事件: 23 年年报:** 2023 年实现收入 116.7 亿元, 同比+4.0%, 归母净利润 12.6 亿元, 同比+18.5%; 其中 Q4 收入 34.7 亿元, 同比+5.4%, 归母净利润 3.1 亿元, 同比+18.4%。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元。**24Q1 业绩预告:** 预计 2024Q1 实现收入 19.9~21.7 亿元, 同比+10~20%; 归母净利润 1.6~1.9 亿元, 同比+50~80%; 扣非归母 1.3~1.6 亿元, 同比+50~80%。

**业绩表现优异, 分红率提升投资价值。**2023 年除 Q1 外公司均收入增长稳健, 利润增速较高。24Q1 收入端受益低基数及业务开拓, 在行业压力下实现增长; 利润高速增长超过我们预期, 展现出公司优异的成本控制力。公司 23 年提高分红比例至 75%, 按照最新收盘价计算股息率在 6% 左右, 投资价值凸显。公司多品牌、全品类体系梳理清晰, 品类的扩展, 米兰纳品牌的拓展, 以及整装渠道的开拓推动公司成长, 未来发展空间仍充足。家居行业 CR9 仅 10% 左右, 我们看好公司凭借上述三抓手持续提升份额, 在未来行业压力下保持业绩稳健。

**从品牌视角看年报, 主品牌稳健发展, 米兰纳继续高增。**分品牌看:

**1) 索菲亚:** 收入 105.5 亿元, 同比+11.0%。整家战略持续推进, 品类协同销售已成为品牌增长主要动力, 23 年全年工厂端平均客单价 19619 元, 同比+6.3%。橱柜、门窗、卫浴等众多品类仍有充足增长空间, 看好客单价持续提升。2023 年门店减少 102 家至 2727 家。我们推测公司推动经销商合并小店开大店, 以方便展示全品类, 同时优化了部分低效门店。

**2) 米兰纳:** 收入 4.7 亿元, 同比+47.2%, 增势迅猛。2023 年门店净开 176 家至 514 家, 市场覆盖面持续提升中; 同时品类拓展继续推进, 平均客单价亦同比提升 6.6% 至 13934 元。米兰纳是公司依托自身强大供应链体系打造的 大众品牌, 契合性价比消费趋势, 发展空间广阔, 看好其持续高速增长。

**3) 司米:** 23 年与索菲亚主品牌切割, 部分门店并入索菲亚, 因此门店数量大幅减少, 但利润端实现扭亏, 全资控股后降本增效效果明显。司米将打造高端品牌形象, 并推进独立招商; 品类方面将由橱柜向衣柜以至全品类拓展, 大部分门店已实现衣柜上样, 今年品牌重回增长可期。

**4) 华鹤:** 收入 1.6 亿元, 微降 3.6%。品牌立足新中式细分市场稳健发展, 逐步从木门向墙柜类产品拓展。

**从渠道视角看年报, 零售渠道稳步增长, 整装高增, 海外业务逐步开拓。**收入分渠道看, **1) 零售渠道:** 经销+直营合计收入 99.4 亿元, 同比+4.6%, 品类连带率提升, 米兰纳品牌, 整装渠道是主要增长点。其中 整装渠道 仍在高速拓展期。收入同比增长 67.5%, 空白市场依然广阔。**2) 大宗渠道:** 收入 14.5 亿元, 同比-4.9%。公司强化风险控制, 重点与优质地产企业合作。另外公司积极探索海外大宗业务, 已拥有 27 家海外经销商, 覆盖二十余个国家。预计大宗业务将整体维稳。

**原材料价格回落+降本增效, 大额减值下盈利能力提升。**公司 2023 年毛利率 36.2%, 同比+3.2pct, 提升明显, 主要受益于原材料价格回落以及生产效率的优化。销售、管理费用率分别-0.3、-0.2pct, 消费场景放开后费用压力下降。长期来看, 客单价提升有助于费用率的下降。2023 年公司各项减值共计 3.1 亿元, 其中单项应收款项单独计提 1.5 亿元 (主要为恒大), 非流动资产减值

## 公司简介:

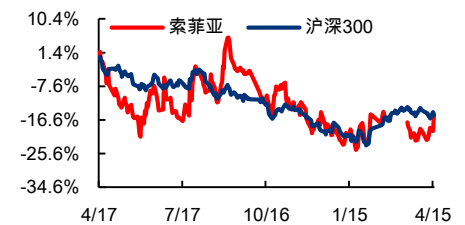
公司是一家主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售的公司。“索菲亚”已经成为国内定制衣柜的代表品牌。根据行业内逐步向全屋家具定制发展的趋势, 公司提出“定制家索菲亚”的全新战略, 产品品类和系列不断拓宽, 并且出资成立了司米橱柜有限公司, 正式进军橱柜领域。未来公司将把定制衣柜及其他配套家具做精、做大、做强, 并加快推进橱柜业务, 不断深化公司“定制家”的战略, 成为国内领先的“大家居解决方案提供者”

资料来源: 公司公告、iFIND

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	20.68-14.79
总市值 (亿元)	161.7
流通市值 (亿元)	107.25
总股本/流通 A 股 (万股)	96,305/96,305
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.85

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521080005

## 分析师: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523060001

0.65 亿元 (恒大工抵房)。考虑到恒大应收账款计提比例已至 95%，后续相关减值将下降。资产减值下公司 2023 年归母净利率依然达到 10.8%，同比 +1.3pct，今年有望继续提升。考虑到公司持续推进降本增效，未来盈利能力有望保持较好水平。

**投资建议：**索菲亚作为行业龙头，在渠道品类布局及组织架构上均具备优势。品类拓展，性价比品牌发力及整装渠道开拓，有望助力公司持续提升市占率，在行业压力下保持业绩稳健。公司现金流充沛，23 年积极提升分红率，股息率已至 6% 左右，具备较强的投资价值。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.1、15.6、17.4 亿元人民币，增速分别为 11.4%、10.7%、11.7%，目前股价对应 PE 分别为 11.0、9.9、8.9 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**地产销售下滑超预期，消费不振，原材料价格大幅波动。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,222.54	11,665.65	12,781.83	13,919.42	15,313.91
增长率 (%)	7.84%	3.95%	9.57%	8.90%	10.02%
归母净利润 (百万元)	1,064.30	1,261.28	1,405.56	1,555.88	1,737.51
增长率 (%)	768.28%	18.51%	11.44%	10.69%	11.67%
净资产收益率 (%)	18.41%	17.98%	16.80%	15.98%	15.45%
每股收益 (元)	1.17	1.38	1.53	1.69	1.89
PE	14.35	12.17	10.97	9.92	8.89
PB	2.65	2.30	1.93	1.66	1.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	4655	6384	7080	7676	9430	营业收入	11223	11666	12782	13919	15314
货币资金	2114	3495	3835	4266	5785	营业成本	7520	7448	8234	8987	9891
应收账款	1306	995	1226	1335	1468	营业税金及附加	90	108	115	125	138
其他应收款	71	67	73	80	88	营业费用	1116	1127	1233	1357	1493
预付款项	50	45	19	1	11	管理费用	758	769	844	926	1018
存货	636	564	677	739	813	财务费用	69	53	124	59	19
其他流动资产	44	61	72	84	84	研发费用	358	413	413	396	432
非流动资产合计	7402	8171	8097	8152	8282	资产减值损失	95.26	128.94	160.00	160.00	180.00
长期股权投资	85	66	73	80	88	公允价值变动收益	35.76	88.13	61.94	0.00	0.00
固定资产	3619	3712	3608	3452	3458	投资净收益	29.83	21.77	25.80	23.79	24.80
无形资产	1694	1647	1649	1650	1651	加: 其他收益	46.24	80.86	63.55	72.20	67.88
其他非流动资产	317	748	822	905	995	营业利润	1287	1623	1808	2003	2234
资产总计	12057	14555	15176	15829	17712	营业外收入	9.46	0.96	5.21	3.09	4.15
流动负债合计	4580	6246	5507	4710	5001	营业外支出	5.53	5.27	5.40	5.34	5.37
短期借款	872	2022	1033	0	0	利润总额	1291	1619	1808	2001	2233
应付账款	1511	1501	1634	1785	1964	所得税	215	296	334	370	413
预收款项	0	0	0	0	15	净利润	1075	1323	1474	1631	1820
一年内到期的非流	189	90	90	90	90	少数股东损益	11	62	68	75	82
非流动负债合计	1433	1030	972	977	974	归属母公司净利润	1064	1261	1406	1556	1738
长期借款	1270	868	868	868	868	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
负债合计	6013	7276	6478	5687	5975	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	261	263	331	406	488	营业收入增长	7.84%	3.95%	9.57%	8.90%	10.02%
实收资本(或股本)	912	963	963	963	963	营业利润增长	188.06	26.14%	11.38%	10.78%	11.53%
资本公积	968	1524	1524	1524	1524	归属于母公司净利	768.28	18.51%	11.44%	10.69%	11.67%
未分配利润	3489	4059	4889	5791	6781	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5782	7015	8367	9736	11248	毛利率(%)	32.99%	36.15%	35.58%	35.44%	35.41%
负债和所有者权益	12057	14555	15176	15829	17712	净利率(%)	9.58%	11.34%	11.53%	11.71%	11.88%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	总资产净利润(%)	8.83%	8.67%	9.26%	9.83%	9.81%
经营活动现金流	1363	2654	2009	2317	2486	ROE(%)	18.41%	17.98%	16.80%	15.98%	15.45%
净利润	1075	1323	1474	1631	1820	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	458.55	511.18	416.43	427.06	442.89	资产负债率(%)	50%	50%	43%	36%	34%
财务费用	69	53	124	59	19	流动比率	1.02	1.02	1.29	1.63	1.89
应收账款减少	-278	311	-231	-109	-134	速动比率	0.88	0.93	1.16	1.47	1.72
预收账款增加	0	0	0	0	15	<b>营运能力</b>					
投资活动现金流	-881	-1725	-496	-605	-723	总资产周转率	0.92	0.88	0.86	0.90	0.91
公允价值变动收益	36	88	62	0	0	应收账款周转率	10	10	12	11	11
长期投资减少	0	0	-7	-7	-8	应付账款周转率	7.85	7.75	8.15	8.14	8.17
投资收益	30	22	26	24	25	<b>每股指标(元)</b>					
筹资活动现金流	-1126	427	-1173	-1279	-244	每股收益(最新摊薄)	1.17	1.38	1.53	1.69	1.89
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.71	1.41	0.35	0.45	1.58
长期借款增加	253	-402	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.34	7.28	8.69	10.11	11.68
普通股增加	0	51	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	-352	556	0	0	0	P/E	14.35	12.17	10.97	9.92	8.89
现金净增加额	-644	1355	340	432	1518	P/B	2.65	2.30	1.93	1.66	1.44
						EV/EBITDA	8.81	7.41	6.14	5.19	4.22

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	轻工制造行业: 文化纸涨价落地, 关注纸企旺季盈利表现	2024-03-01
行业普通报告	轻工制造行业: 美国 1 月成屋销售乐观, 有望支撑家居需求	2024-02-29
行业普通报告	家居行业: LPR 下调有望提振地产销售, 家居需求预期改善可期	2024-02-23
行业普通报告	轻工制造行业: CCER 交易市场启动, 关注林业碳汇发展	2024-01-31
行业普通报告	家居行业: 12 月家居出口增长提速, 外销有望持续向好	2024-01-26
行业普通报告	家居行业: 海外家具库存改善, 补库需求有望带动外销持续向暖	2023-12-28
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点: 京沪地产政策放宽, 同时关注家居外销改善	2023-12-19
行业普通报告	家居行业: 11 月出口数据回暖, 出口业务高弹性值得期待	2023-12-14
公司普通报告	索菲亚 (002572): 盈利改善显著, 大家居战略助力收入稳健	2023-09-04
公司普通报告	索菲亚 (002572): 大家居战略持续演绎, 未来业绩弹性可期	2023-04-12

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526