

索菲亚 (002572.SZ)

2023 年年报&2024 年一季报点评： 业绩表现靓丽，多品牌全渠道全品类布局深化

买入

核心观点

Q1 收入逆势增长，利润表现靓丽。2023 年公司实现收入 116.7 亿/+3.9%，归母净利润 12.6 亿/+18.5%，扣非归母净利润 11.3 亿/+21.1%；2023Q4 收入 34.7 亿/+5.4%，归母净利润 3.1 亿/+18.4%，扣非归母净利润 2.3 亿/+22.8%；2024Q1 收入 21.2 亿/+17.0%，归母净利润 1.7 亿/+58.6%，扣非归母净利润 1.6 亿/+73.8%。由于 2023Q1 基数较低且 2024 年春节比去年推迟，2024Q1 生产订单同比去年较为充足，同时整装渠道，米兰纳品牌增速依然强劲，提客单值与降本增效释放盈利。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元，预计派发现金股利 9.5 亿，分红率提升至 75%。

索菲亚品牌增长稳健，米兰纳快速扩张。2023 年索菲亚、米兰纳品牌分别收入同比+11.0%/+47.2%至 105.5 亿/4.7 亿，客单价同比+6.3%/+6.6%至 1.96 万元/1.39 万元，索菲亚整家战略持续迭代、米兰纳加速下沉；2023 年华鹤品牌实现收入 1.63 亿，将继续推进装企、拎包与电商等新渠道建设；司米重新梳理经销商体系，终端加速向整家门店转型。2023 年索菲亚/米兰纳/司米/华鹤品牌经销商分别为 1812/514/222/276 位，专卖店数量分别为 2727/514/249/277 家，各品牌有望持续释放动能。

木门、衣柜品类贡献主要增长，直营渠道增速强劲。分品类看，2023 年衣柜及其配套品、橱柜及配件与木门品类分别实现收入 94.1 亿/12.4 亿/5.9 亿，同比+2.5%/-2.2%/+35.7%，毛利率分别+3.4pct/-0.4pct/+5.8pct，木门起量较快、衣柜及配套品增长稳健，橱柜业务短期调整且年内推出多款引流套餐，因此毛利率略有下滑。分渠道看，经销商、直营与大宗渠道分别实现收入 96.3 亿/3.1 亿/14.5 亿，同比+4.4%/+13.6%/-4.9%，多渠道引流有效推动直营渠道快速增长，大宗业务坚持优化客户结构，全年有个位数下滑。

产品结构优化&降本提效，盈利能力明显提升。2023 年毛利率 36.2%/+3.2pct，毛利率提升主要系产品结构调整与生产效率提升，净利率同比+1.3pct 至 10.8%，计提减值增加对净利润有所拖累。2024Q1 毛利率 32.6%/-0.6pct，净利率 8.2%/+2.5pct，期间费用率同比-3.4pct 至 22.3%，其中得益于借款结构优化，财务费用率同比优化 1.1pct；Q1 经营活动产生的现金流量净额 -10.2 亿，主要系受经销商考核口径变化所致。

风险提示：地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化；原材料价格波动。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

看好大家居战略下的业绩韧性，调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 14.7/16.7/18.9 亿（前值 14.9/17.5/-亿），同比+16%/14%/13%，摊薄 EPS=1.5/1.7/2.0 元，对应 PE=11/10/9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,223	11,666	12,996	14,318	15,511
(+/-%)	7.8%	3.9%	11.4%	10.2%	8.3%
归母净利润(百万元)	1064	1261	1467	1670	1891
(+/-%)	768.3%	18.5%	16.3%	13.8%	13.3%
每股收益(元)	1.17	1.31	1.52	1.73	1.96
EBIT Margin	12.3%	15.4%	15.0%	15.5%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	18.4%	18.0%	19.5%	20.6%	21.8%
市盈率 (PE)	14.7	13.1	11.2	9.9	8.7
EV/EBITDA	12.1	10.6	9.8	8.6	7.9
市净率 (PB)	2.70	2.35	2.19	2.03	1.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.13 元
总市值/流通市值	16497/10943 百万元
52 周最高价/最低价	21.20/14.45 元
近 3 个月日均成交额	206.10 百万元

市场走势

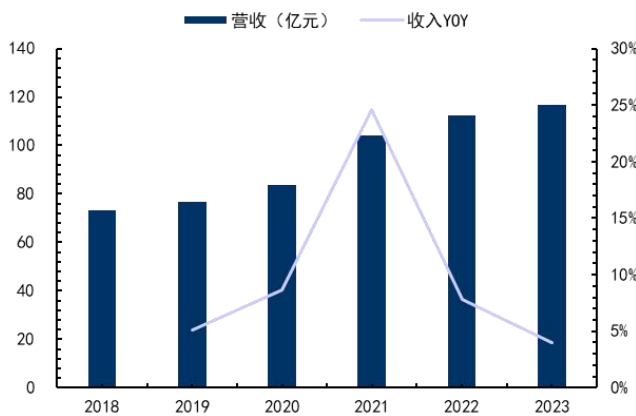


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《索菲亚 (002572.SZ) 一季报净利润下滑 9%，毛利率同比提升较为明显》——2023-04-28
- 《索菲亚 (002572.SZ) 客单价提升推动收入增长，米兰纳与整装增长亮眼》——2023-04-11
- 《索菲亚 (002572.SZ) 全年收入预增 5~10%，大家居战略助推增长》——2023-01-31
- 《索菲亚 (002572.SZ) 收购子公司“司米”剩余股权，整家战略进一步深化》——2022-11-16
- 《索菲亚 (002572.SZ) 定制衣柜龙头，百亿起点再启航》——2022-11-11

图1：公司营业收入及增速



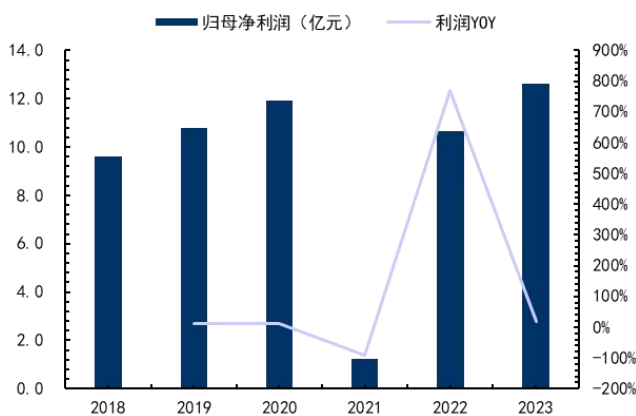
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



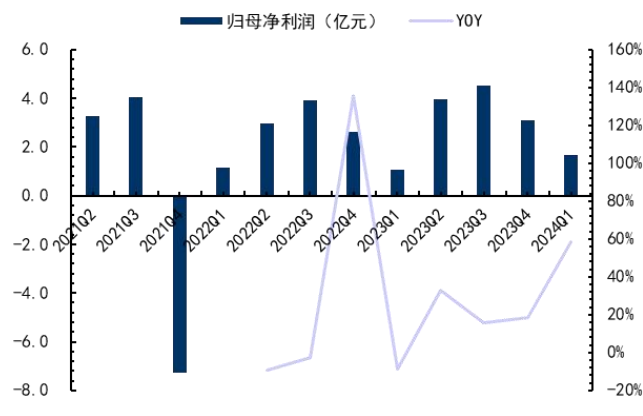
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



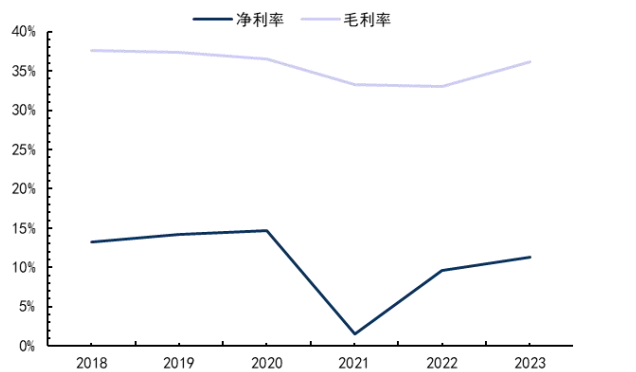
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



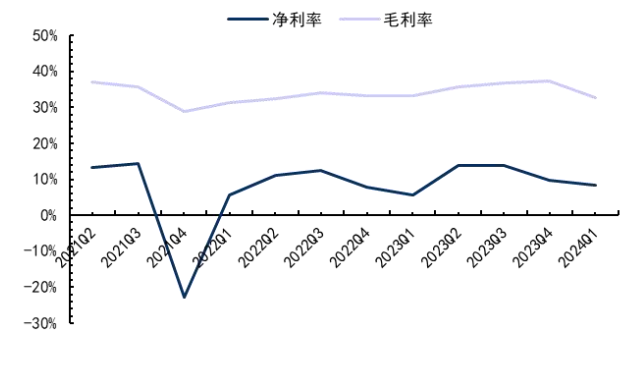
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率

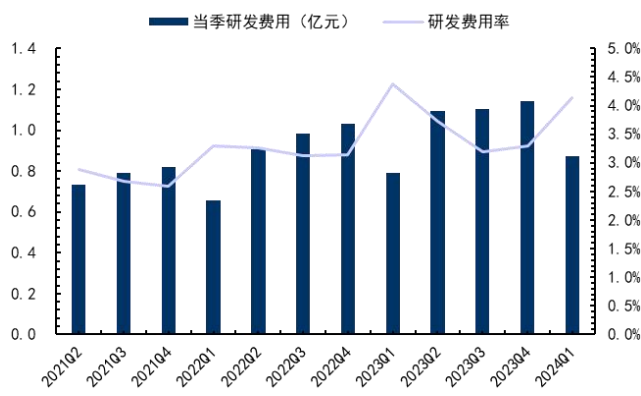


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

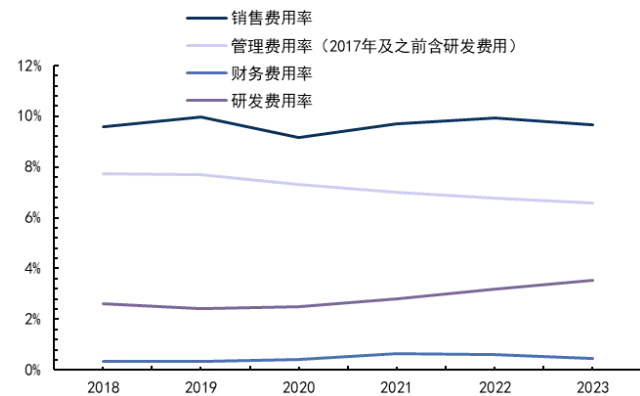
图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
603816.SH	顾家家居	33.4	274.4	2.4	2.8	3.1	3.5	13.7	12.1	10.7	9.5	0.9	买入
603833.SH	欧派家居	62.4	380.2	5.0	5.3	5.8	6.3	12.5	11.7	10.8	10.0	1.5	买入
002572.SZ	索菲亚	17.1	165.0	1.3	1.5	1.7	2.0	13.1	11.3	9.9	8.7	0.8	买入
603801.SH	志邦家居	14.9	65.1	1.4	1.5	1.7	1.9	11.0	9.8	8.8	7.9	0.8	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2114	3495	3669	3853	4546	营业收入	11223	11666	12996	14318	15511
应收款项	1428	1082	1470	1590	1639	营业成本	7520	7448	8297	9083	9784
存货净额	636	564	737	753	806	营业税金及附加	90	108	130	157	178
其他流动资产	137	461	442	503	542	销售费用	1116	1127	1300	1417	1520
流动资产合计	4655	6384	6905	7268	8178	管理费用	758	769	859	939	997
固定资产	4142	4477	4826	5091	5321	研发费用	358	413	455	501	543
无形资产及其他	1694	1647	1583	1518	1453	财务费用	69	53	52	39	20
投资性房地产	1481	1980	1980	1980	1980	投资收益	30	22	20	20	20
长期股权投资	85	66	73	76	82	资产减值及公允价值变动	(60)	(41)	(20)	(20)	(20)
资产总计	12057	14555	15366	15933	17013	其他收入	(353)	(518)	(455)	(501)	(543)
短期借款及交易性金融负债	1061	2112	2122	1766	1734	营业利润	1287	1623	1904	2181	2469
应付款项	1576	1670	1817	1972	2150	营业外净收支	4	(4)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	1943	2464	2573	2729	3066	利润总额	1291	1619	1901	2178	2466
流动负债合计	4580	6246	6512	6467	6951	所得税费用	215	296	361	425	481
长期借款及应付债券	1270	868	868	868	868	少数股东损益	11	62	73	83	94
其他长期负债	164	163	169	167	168	归属于母公司净利润	1064	1261	1467	1670	1891
长期负债合计	1433	1030	1036	1035	1036	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	6013	7276	7549	7502	7987	净利润	1064	1261	1467	1670	1891
少数股东权益	261	263	288	318	346	资产减值准备	(182)	34	31	9	8
股东权益	5782	7015	7529	8113	8681	折旧摊销	407	437	496	568	621
负债和股东权益总计	12057	14555	15366	15933	17013	公允价值变动损失	60	41	20	20	20
						财务费用	69	53	52	39	20
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(749)	242	(249)	122	384
每股收益	1.17	1.31	1.52	1.73	1.96	其它	186	(9)	(6)	21	20
每股红利	0.74	0.79	0.99	1.13	1.37	经营活动现金流	786	2006	1760	2409	2945
每股净资产	6.34	7.28	7.82	8.42	9.01	资本开支	0	(710)	(831)	(797)	(814)
ROIC	15%	17%	16%	18%	20%	其它投资现金流	297	(442)	196	17	(76)
ROE	18%	18%	19%	21%	22%	投资活动现金流	273	(1133)	(642)	(784)	(896)
毛利率	33%	36%	36%	37%	37%	权益性融资	1	608	0	0	0
EBIT Margin	12%	15%	15%	16%	16%	负债净变化	253	(402)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	19%	19%	19%	20%	支付股利、利息	(671)	(763)	(954)	(1085)	(1324)
收入增长	8%	4%	11%	10%	8%	其它融资现金流	(820)	2229	11	(357)	(32)
净利润增长率	768%	19%	16%	14%	13%	融资活动现金流	(1655)	508	(943)	(1442)	(1356)
资产负债率	52%	52%	51%	49%	49%	现金净变动	(597)	1381	175	183	693
股息率	4.1%	4.6%	5.8%	6.6%	8.0%	货币资金的期初余额	2710	2114	3495	3669	3853
P/E	14.7	13.1	11.2	9.9	8.7	货币资金的期末余额	2114	3495	3669	3853	4546
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	0	1440	1000	1680	2195
EV/EBITDA	12.1	10.6	9.8	8.6	7.9	权益自由现金流	0	3267	969	1292	2147

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032