

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2024年08月30日

米兰纳、整装高增，盈利能力继续改善

公司发布 2024 年上半年财报

24H1 实现营业收入 49.29 亿元，同增 3.91%；归母净利润 5.65 亿，同增 13%，扣非归母净利润 5.31 亿，同增 13.41%；

24Q2 实现营业收入 28.18 亿元，同减 4.11%；归母净利润 3.99 亿，同增 0.97%，扣非归母净利润 3.75 亿，同减 0.9%；

分品类：1) 24H1 衣柜及配套收入 39.09 亿，同比+0.84%，毛利率 37.36%，同比+0.87pct；2) 橱柜及配件收入 6.10 亿，同比+26.79%，毛利率 24.77%，同比+2.56pct；3) 木门收入 2.63 亿，同比+17.72%，毛利率 28.08%，同比+2.85pct。

多品牌协同，米兰纳高增，客单值延续向上

24H1 分品牌：1) 索菲亚营收 44.43 亿，同增 3.89%，工厂端平均客单价 2.37 万元，同比+20.7%，门店 2552 家，较年初-175 家；整家 4.0 战略以“用户价值”为中心，实现全品类一站式配齐，引领定制家居产业升级；2) 米兰纳营收 2.39 亿，同增 42.59%，平均客单价 1.43 万元，同比+2.5%，门店 553 家，较年初+39 家；推行整家一体化定制，继续下沉蓝海市场，为业绩增长增添动力；3) 司米拥有经销商 165 家，专卖店 171 家，在公司“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，司米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；4) 华鹤营收 0.71 亿，同增 3.83%，门店 281 家，较年初+4 家；下半年将继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设来开拓新流量。

零售具韧性，整装高增，大宗优化客户结构

24H1 分渠道，1) 经销商收入 39.13 亿，同增 1.19%，积极拓展互联网营销和数字化营销，实现零售渠道流量多元化；公司持续发力整装渠道建设，24H1 整装收入同增 43.63%，集成整装事业部已合作装企数量 256 个，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；2) 大宗收入 7.33 亿，同增 14.68%，坚持优化客户结构，优质客户收入贡献持续保持稳定，已与国内多个 Top100 地产客户签署战略合作关系，是多家医院、学校、公寓等对环保要求极其严苛的机构或企业指定供应商；此外公司持续布局海外，目前已拥有 27 家海外经销商。

管理优势显现，盈利能力提升

24Q2 毛利率 38.11%，同比+2.37pct，净利率 14.91%，同比+0.97pct；从费用表现来看，24Q2 管理/销售/研发/财务费用率 6.2%/9.9%/3.7%/-0.1%，分别同比+0.46pct/+0.48pct/-0.03pct/-0.33pct。受益于降本增效成果显著，公司组织效能、人效得到提升，板材利用率、生产效率、供应链效率均显著提高。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司多品牌、全品类、全渠道驱动，整家战略渗透助推各品牌客单价提升，此外降本提效成效显著，根据 24 年中报，考虑当前内需及地产销售仍疲软，我们调整前期盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 13.9/15.3/17.3 亿元（前值分别为 14.7/16.7/18.6 亿元），对应 PE 分别为 9/8/7X。

风险提示：需求复苏不及预期；地产数据持续走弱；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；渠道建设不达预期等

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.32 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	963.05
流通 A 股股本(百万股)	651.46
A 股总市值(百万元)	12,827.79
流通 A 股市值(百万元)	8,677.50
每股净资产(元)	6.87
资产负债率(%)	47.30
一年内最高/最低(元)	21.54/12.70

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《索菲亚-季报点评:净利率增长明显，全渠道共驱成长》 2024-05-07
- 《索菲亚-年报点评报告:业绩稳健，提高分红，整家驱动成长》 2024-04-13
- 《索菲亚-公司点评:23 年业绩稳健，整家战略驱动成长》 2024-03-23

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,222.54	11,665.65	12,199.93	13,033.19	14,370.39
增长率(%)	7.84	3.95	4.58	6.83	10.26
EBITDA(百万元)	2,306.45	2,889.10	2,494.38	2,609.23	2,853.03
归属母公司净利润(百万元)	1,064.30	1,261.28	1,392.84	1,528.59	1,726.18
增长率(%)	768.28	18.51	10.43	9.75	12.93
EPS(元/股)	1.11	1.31	1.45	1.59	1.79
市盈率(P/E)	12.05	10.17	9.21	8.39	7.43
市净率(P/B)	2.22	1.83	1.73	1.67	1.59
市销率(P/S)	1.14	1.10	1.05	0.98	0.89
EV/EBITDA	6.61	4.28	4.29	2.80	3.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,113.51	3,494.53	975.99	4,393.49	2,477.98
应收票据及应收账款	1,357.42	1,015.65	1,889.11	287.13	2,112.39
预付账款	50.28	44.59	91.67	44.77	97.96
存货	636.44	563.84	785.84	651.15	941.47
其他	454.96	1,219.31	1,086.98	1,095.88	1,191.95
流动资产合计	4,612.62	6,337.93	4,829.58	6,472.42	6,821.74
长期股权投资	85.25	65.99	65.99	65.99	65.99
固定资产	3,618.89	3,712.23	3,562.83	3,334.43	3,021.04
在建工程	523.56	765.14	765.14	765.14	765.14
无形资产	1,694.78	1,649.04	1,595.04	1,541.04	1,487.03
其他	1,479.42	1,978.31	1,536.39	1,611.79	1,674.50
非流动资产合计	7,401.91	8,170.72	7,525.40	7,318.39	7,013.71
资产总计	12,056.81	14,554.89	12,354.98	13,790.81	13,835.45
短期借款	872.11	2,021.87	570.29	667.00	833.80
应付票据及应付账款	1,575.75	1,670.22	1,604.03	1,929.78	1,944.37
其他	1,430.21	1,247.87	2,161.92	2,874.25	2,419.53
流动负债合计	3,878.07	4,939.96	4,336.25	5,471.03	5,197.70
长期借款	1,269.58	867.81	166.00	150.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	163.74	162.53	169.25	165.18	165.65
非流动负债合计	1,433.33	1,030.34	335.25	315.18	265.65
负债合计	6,013.13	7,276.39	4,671.50	5,786.20	5,463.35
少数股东权益	261.30	263.09	289.60	305.02	327.27
股本	912.37	963.05	963.05	963.05	963.05
资本公积	968.15	1,523.93	1,523.93	1,523.93	1,523.93
留存收益	4,012.30	4,628.33	4,906.90	5,212.62	5,557.85
其他	(110.43)	(99.90)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	6,043.69	7,278.50	7,683.48	8,004.61	8,372.09
负债和股东权益总计	12,056.81	14,554.89	12,354.98	13,790.81	13,835.45

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,075.50	1,323.07	1,392.84	1,528.59	1,726.18
折旧摊销	458.55	511.18	453.40	462.40	467.40
财务费用	90.38	90.41	30.03	11.72	(22.54)
投资损失	(29.83)	(21.77)	(25.80)	(23.79)	(24.80)
营运资金变动	(750.11)	(307.77)	(1,008.73)	2,723.74	(2,749.12)
其它	518.50	1,058.48	132.55	77.08	111.23
经营活动现金流	1,362.99	2,653.60	974.28	4,779.73	(491.64)
资本支出	771.61	707.92	243.27	184.08	99.52
长期投资	23.89	(19.26)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,676.45)	(2,414.12)	(467.47)	(340.29)	(174.73)
投资活动现金流	(880.95)	(1,725.45)	(224.20)	(156.21)	(75.20)
债权融资	(154.07)	595.59	(2,148.22)	78.51	121.26
股权融资	(1,000.23)	(334.72)	(1,120.41)	(1,284.53)	(1,469.93)
其他	27.81	166.47	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,126.49)	427.33	(3,268.63)	(1,206.03)	(1,348.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(644.45)	1,355.48	(2,518.54)	3,417.50	(1,915.52)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,222.54	11,665.65	12,199.93	13,033.19	14,370.39
营业成本	7,520.01	7,448.00	7,759.16	8,317.78	9,168.31
营业税金及附加	90.16	108.01	97.60	101.66	109.21
销售费用	1,115.56	1,126.67	1,163.87	1,242.06	1,365.19
管理费用	758.06	769.49	780.80	831.52	905.33
研发费用	358.11	413.25	427.00	450.95	494.34
财务费用	69.07	53.46	30.03	11.72	(22.54)
资产/信用减值损失	(131.55)	(314.82)	(127.47)	(114.99)	(102.93)
公允价值变动收益	35.76	88.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.83	21.77	25.80	23.79	24.80
其他	90.48	328.24	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	1,287.05	1,623.44	1,839.82	1,986.30	2,272.41
营业外收入	9.46	0.96	1.00	1.00	1.00
营业外支出	5.53	5.27	3.00	5.00	5.00
利润总额	1,290.97	1,619.13	1,837.82	1,982.30	2,268.41
所得税	215.47	296.06	312.43	376.64	431.00
净利润	1,075.50	1,323.07	1,525.39	1,605.66	1,837.41
少数股东损益	11.20	61.80	132.55	77.08	111.23
归属于母公司净利润	1,064.30	1,261.28	1,392.84	1,528.59	1,726.18
每股收益(元)	1.11	1.31	1.45	1.59	1.79

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.84%	3.95%	4.58%	6.83%	10.26%
营业利润	188.06%	26.14%	13.33%	7.96%	14.40%
归属于母公司净利润	768.28%	18.51%	10.43%	9.75%	12.93%
获利能力					
毛利率	32.99%	36.15%	36.40%	36.18%	36.20%
净利率	9.48%	10.81%	11.42%	11.73%	12.01%
ROE	18.41%	17.98%	18.84%	19.85%	21.46%
ROIC	30.42%	30.73%	38.59%	30.72%	83.31%
偿债能力					
资产负债率	49.87%	49.99%	37.81%	41.96%	39.49%
净负债率	3.59%	-7.07%	-1.49%	-43.00%	-17.05%
流动比率	1.02	1.02	1.11	1.18	1.31
速动比率	0.88	0.93	0.93	1.06	1.13
营运能力					
应收账款周转率	8.85	9.83	8.40	11.98	11.98
存货周转率	16.29	19.44	18.08	18.14	18.05
总资产周转率	0.92	0.88	0.91	1.00	1.04
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.31	1.45	1.59	1.79
每股经营现金流	1.42	2.76	1.01	4.96	-0.51
每股净资产	6.00	7.28	7.68	8.00	8.35
估值比率					
市盈率	12.05	10.17	9.21	8.39	7.43
市净率	2.22	1.83	1.73	1.67	1.59
EV/EBITDA	6.61	4.28	4.29	2.80	3.26
EV/EBIT	8.03	5.04	5.24	3.41	3.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com