


2024年08月30日
索菲亚(002572.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

家具

盈利能力持续改善，Q2 业绩表现稳健

■ **事件：**索菲亚发布 2024 年半年报。2024H1 公司实现营业收入 49.29 亿元，同比增长 3.91%；归母净利润 5.65 亿元，同比增长 13.01%；扣非后归母净利润 5.31 亿元，同比增长 13.41%。其中，2024Q2 公司实现营业收入 28.18 亿元，同比下降 4.11%；归母净利润 3.99 亿元，同比增长 0.97%；扣非后归母净利润 3.75 亿元，同比下降 0.90%。

■ 米兰纳保持快速增长趋势，连带率提升带动索菲亚客单价向上

分品牌看，1) 索菲亚品牌：24H1 索菲亚品牌实现营收 44.43 亿元，同比增长 3.89%；其中，工厂端平均客单价 2.37 万元，同比增长 27.04%，我们分析主要得益于橱柜及木门连带率提升。截至 24H1，索菲亚品牌拥有经销商 1811 位，专卖店 2552 家。2) 米兰纳品牌：24H1 米兰纳品牌实现营收 2.39 亿元，同比增长 42.59%；其中，工厂端平均客单价 1.43 万元。截至 24H1，米兰纳品牌共有经销商 530 位，专卖店 553 家，大众市场开拓顺畅。3) 司米品牌：24H1 司米品牌拥有经销商 165 位，专卖店 171 家。4) 华鹤品牌：24H1 实现营收 0.71 亿元，同比增长 3.83%。截至 24H1 共有经销商 276 位，专卖店 281 家，24H2 将继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包、电商等新渠道建设开拓新流量。

分品类看，橱柜、木门通过整套套餐实现较快增速，24H1 衣柜及配套、橱柜及配件、木门收入分别为 39.09、6.10、2.63 亿元，同比分别增长 0.84%、26.79%、17.72%。

■ 整装渠道引领增长，经销商渠道实现稳增

分渠道看，1) 24H1 经销商渠道实现营收 39.13 亿元，同比增长 1.19%；2) 直营渠道实现营收 1.59 亿元，同比增长 37.42%；3) 大宗渠道实现营收 7.33 亿元，同比增长 14.68%。公司将通过高端零售、工程项目和经销商等形式持续开拓海外市场。此外，整装渠道实现营收同比增长 43.63%，截至 24H1，公司已合作装企数量 256 个，覆盖全国 189 个城市及区域。24H1 整装收入持续高增，公司整装渠道摸索已初步成功，将持续同步发展经销商整装+直营整装，经销商将积极开拓当地区域装企，并通过多品牌、多品类进行布局。

■ 产品结构优化+持续提质增效，Q2 毛利率与净利率同环比改善

盈利能力方面，24H1 公司毛利率为 35.76%，同比增长 0.97pct，其中，24Q2 毛利率为 38.11%，同比增长 2.37pct。24H1 公司毛利率显著提升，主要系 1) 定制类品类占比提升，产品结构优化；2) 提质增效成功凸显，板材利用率、人效提升。期间费用方面，24H1 公司期间

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	22.25 元
股价 (2024-08-29)	13.32 元

总市值(百万元)	12,827.79
流通市值(百万元)	8,677.50
总股本(百万股)	963.05
流通股本(百万股)	651.46
12 个月价格区间	12.86/21.54 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	-15.6	-13.8
绝对收益	-0.9	-24.9	-27.3

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123040055

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

24Q1 收入实现稳增，盈利能力延续改善	2024-05-08
盈利能力保持改善，经营稳健分红提升	2024-04-17
拟回购彰显长期发展信心，大家居战略助力业绩增长	2024-01-17
Q3 业绩表现稳健，盈利能力持续提升	2023-11-05
22 年经营韧性彰显，大家	2023-04-17

居战略稳步推进

费用率为 20.85%，同比下降 0.83pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.02%/6.97%/3.89%/-0.03%，同比分别增长-0.12/0.02/-0.09/-0.63pct。其中，24Q2 期间费用率为 18.21%，同比增长 0.54pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.93%/6.20%/2.12%/-0.03%，同比分别增长 0.48/0.46/-0.19/-0.20pct。24H1 公司期间费用率同比下降，主要系降本增效下公司生产效率提升，费用实现精细化管理。综合影响下，24H1 公司净利率为 12.05%，同比增长 1.22pct；其中，24Q2 公司净利率为 14.91%，同比增长 0.97pct。

投资建议：索菲亚坚定推进“全渠道、多品牌、全品类”战略，渠道精细化管理、整家定制战略升级引领零售渠道积极变革，整装等新渠道加速拓展，市占率有望进一步提升。我们预计索菲亚 2024-2026 年营业收入为 124.13、135.60、145.96 亿元，同比增长 6.40%、9.24%、7.64%；归母净利润为 14.16、15.59、16.79 亿元，同比增长 12.24%、10.16%、7.67%；对应 PE 为 9.1x、8.2x、7.6x，给予 24 年 15.14xPE，目标价 22.25 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：地产复苏不及预期；行业竞争加剧风险；改革成效不达预期风险；原材料价格上涨风险

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	11,222.5	11,665.6	12,412.7	13,559.8	14,596.0
净利润	1,064.3	1,261.3	1,415.6	1,559.4	1,679.0
每股收益(元)	1.11	1.31	1.47	1.62	1.74
每股净资产(元)	6.00	7.28	7.98	8.63	9.34

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	12.1	10.2	9.1	8.2	7.6
市净率(倍)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4
净利润率	9.5%	10.8%	11.4%	11.5%	11.5%
净资产收益率	18.4%	18.0%	18.4%	18.8%	18.7%
股息收益率	5.0%	7.4%	6.6%	7.3%	7.8%
ROIC	30.4%	30.7%	39.9%	26.3%	38.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,222.5	11,665.6	12,412.7	13,559.8	14,596.0	成长性					
减:营业成本	7,520.0	7,448.0	7,858.3	8,615.3	9,261.1	营业收入增长率	7.8%	3.9%	6.4%	9.2%	7.6%
营业税费	90.2	108.0	109.1	127.5	133.5	营业利润增长率	188.1%	26.1%	16.9%	5.6%	9.2%
销售费用	1,115.6	1,126.7	1,166.8	1,274.6	1,386.6	净利润增长率	768.3%	18.5%	12.2%	10.2%	7.7%
管理费用	758.1	769.5	744.8	813.6	873.3	EBITDA 增长率	-21.5%	31.3%	8.0%	7.0%	5.2%
研发费用	358.1	413.3	310.3	393.2	423.1	EBIT 增长率	-26.0%	36.3%	8.2%	7.1%	5.3%
财务费用	69.1	53.5	64.5	78.6	87.6	NOPLAT 增长率	535.9%	21.3%	17.1%	6.1%	9.2%
资产减值损失	-131.5	-314.8	-300.0	-300.0	-270.0	投资资本增长率	20.1%	-9.8%	60.8%	-25.0%	-1.9%
加:公允价值变动收益	35.8	88.1	-	-	-	净资产增长率	1.8%	20.4%	11.1%	8.7%	8.9%
投资和汇兑收益	29.8	21.8	21.8	30.0	10.0						
营业利润	1,287.1	1,623.4	1,898.6	2,004.9	2,188.6	利润率					
加:营业外净收支	3.9	-4.3	-1.3	-0.3	-1.5	毛利率	33.0%	36.2%	36.7%	36.5%	36.6%
利润总额	1,291.0	1,619.1	1,897.2	2,004.6	2,187.1	营业利润率	11.5%	13.9%	15.3%	14.8%	15.0%
减:所得税	215.5	296.1	346.9	366.5	399.9	净利润率	9.5%	10.8%	11.4%	11.5%	11.5%
净利润	1,064.3	1,261.3	1,415.6	1,559.4	1,679.0	EBITDA/营业收入	20.9%	26.4%	26.7%	26.2%	25.6%
						EBIT/营业收入	17.2%	22.6%	23.0%	22.6%	22.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	109	113	105	91	79
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-48	-52	-27	-17	-36
货币资金	2,113.5	3,494.5	993.0	1,681.8	2,450.1	流动资产周转天数	164	170	173	142	133
交易性金融资产	340.5	782.4	782.4	782.4	782.4	应收帐款周转天数	40	38	36	38	25
应收帐款	1,376.2	1,061.7	1,420.9	1,420.7	608.2	存货周转天数	22	19	19	20	20
应收票据	51.7	20.8	1,289.5	293.6	460.9	总资产周转天数	393	411	408	356	333
预付帐款	50.3	44.6	90.7	49.6	93.2	投资资本周转天数	131	131	152	150	118
存货	636.4	563.8	745.9	737.9	908.6						
其他流动资产	86.2	416.4	208.1	236.9	287.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.4%	18.0%	18.4%	18.8%	18.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	9.1%	11.4%	12.3%	13.0%
长期股权投资	85.3	66.0	74.7	79.1	77.1	ROIC	30.4%	30.7%	39.9%	26.3%	38.3%
投资性房地产	28.6	54.2	63.6	76.9	93.0	费用率					
固定资产	3,618.9	3,712.2	3,517.6	3,344.3	3,083.4	销售费用率	9.9%	9.7%	9.4%	9.4%	9.5%
在建工程	523.6	765.1	948.4	1,067.3	1,248.6	管理费用率	6.8%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	1,694.8	1,649.0	1,946.4	1,961.7	2,022.5	研发费用率	3.2%	3.5%	2.5%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	1,450.8	1,924.1	1,473.5	1,544.5	1,609.2	财务费用率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
资产总额	12,056.8	14,554.9	13,554.7	13,276.6	13,724.2	四费/营业收入	20.5%	20.3%	18.4%	18.9%	19.0%
短期债务	872.1	2,021.9	1,562.4	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,924.8	1,841.0	1,547.0	2,171.0	1,730.7	资产负债率	49.9%	50.0%	40.4%	33.8%	30.2%
应付票据	64.5	169.4	159.1	156.5	182.6	负债权益比	99.5%	100.0%	67.7%	51.0%	43.3%
其他流动负债	1,718.3	2,213.8	2,033.2	1,992.9	2,069.3	流动比率	1.02	1.02	1.04	1.20	1.40
长期借款	1,269.6	867.8	-	-	-	速动比率	0.88	0.93	0.90	1.03	1.18
其他非流动负债	163.7	162.5	169.3	165.2	165.7	利息保障倍数	28.03	49.35	44.24	38.89	36.78
负债总额	6,013.1	7,276.4	5,471.0	4,485.6	4,148.3	分红指标					
少数股东权益	261.3	263.1	397.8	476.4	584.6	DPS(元)	0.66	0.99	0.88	0.97	1.04
股本	912.4	963.0	963.0	963.0	963.0	分红比率	59.7%	75.5%	59.7%	59.7%	59.7%
留存收益	4,980.4	6,152.3	6,722.9	7,351.5	8,028.3	股息收益率	5.0%	7.4%	6.6%	7.3%	7.8%
股东权益	6,043.7	7,278.5	8,083.7	8,791.0	9,576.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.11	1.31	1.47	1.62	1.74
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	6.00	7.28	7.98	8.63	9.34
净利润	1,075.5	1,323.1	1,415.6	1,559.4	1,679.0	PE(X)	12.1	10.2	9.1	8.2	7.6
加:折旧和摊销	458.5	511.2	464.3	493.2	516.7	PB(X)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4
资产减值准备	95.3	128.9	-	-	-	P/FCF	54.8	5.5	-5.5	7.9	7.4
公允价值变动损失	-35.8	-88.1	-	-	-	P/S	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
财务费用	90.4	90.4	64.5	78.6	87.6	EV/EBITDA	6.5	4.0	3.5	2.6	2.3
投资收益	-29.8	-21.8	-21.8	-30.0	-10.0	CAGR(%)	15.1%	10.5%	116.0%	15.1%	10.5%
少数股东损益	11.2	61.8	134.7	78.6	108.2	PEG	0.8	1.0	0.1	0.5	0.7
营运资金的变动	-1,040.5	292.6	-1,719.2	1,503.8	12.5	ROIC/WACC	3.5	3.6	4.6	3.0	4.4
经营活动产生现金流量	1,363.0	2,653.6	338.2	3,683.7	2,393.9	REP	1.0	0.9	0.4	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-881.0	-1,725.5	-737.9	-437.4	-504.0						
融资活动产生现金流量	-1,126.5	427.3	-2,101.7	-2,557.5	-1,121.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034