

## 经营暂时承压，期待国补提振需求

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2024年三季度报，24年前三季度公司实现营收76.6亿元，同比-6.6%；实现归母净利润9.2亿元，同比-3.2%；实现扣非净利润8.7亿元，同比-3.6%。单季度来看，Q3公司实现营收27.3亿元，同比-21.1%；实现归母净利润3.6亿元，同比-21.2%；实现扣非后归母净利润3.4亿元，同比-21.7%。受终端需求疲软影响，业绩暂时承压。
- 提质增效效果持续，盈利能力保持稳健。** 24年前三季度，公司整体毛利率为35.8%，同比+0.2pp，系公司提质增效效果持续显现。费用率方面，公司总费用率为20.2%，同比-0.3pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为9.6%/6.9%/-0.1%/3.7%，同比-0.2pp/+0.3pp/-0.5pp/+0.1pp，费用控制效果良好。综合来看，公司净利率为12%，同比+0.4pp。单季度数据来看，Q3毛利率为35.9%，同比-0.9pp，主要系出口业务增长，毛利率相比零售渠道低，且工程业务结构性调整。Q3费用率为19%，基本与去年同期持平，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为8.9%/6.8%/-0.2%/3.5%，同比-0.6pp/+0.7pp/-0.4pp/+0.3pp。综合来看，Q3净利率为13.1%，盈利能力仍保持稳健。
- 整装渠道增速较快，积极引领国补政策落实。** 分品牌来看，24年前三季度索菲亚品牌实现营业收入68.9亿元（同比-6.84%），平均客单价23679元/单（与24年H1持平）；米兰纳品牌实现营业收入3.67亿元（同比+14.87%），平均客单价14731元/单（比24年H1提高448元/单）。索菲亚/米兰纳/司米/华鹤品牌分别拥有经销商1805/554/156/275个，专卖店2543/579/161/282家。司米品牌经销商和索菲亚品牌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，整家策略提升客单值的效果持续体现。分渠道来看，公司整装渠道实现营业收入同比+26.34%。截至9月底，公司集成整装事业部已合作装企数量277个，覆盖全国196个城市及区域。整装渠道仍保持较快增速，得益于公司通过与头部装修公司的深度合作，强化产品赋能、信息化建设和流量共建，同时拓展高质量经销商网络，以适应整装市场的快速变化。此外，公司还深度赋能装企，加深供应链集成产品合作，积极推动多品类产品集成导入。作为行业的头部品牌，公司紧跟国家“以旧换新”政策，积极带动各地经销商参加活动，提供三重补贴，并与淘宝、天猫合作，引领行业政策落实，消费需求拉动效果明显。预期今年四季度及明年业绩将得到良好支撑。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.30元、1.43元、1.56元，对应PE分别为15倍、13倍、12倍。考虑到公司整装事业部发展顺利，品牌矩阵持续优化，采取高分红，叠加国补政策响应速度快，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

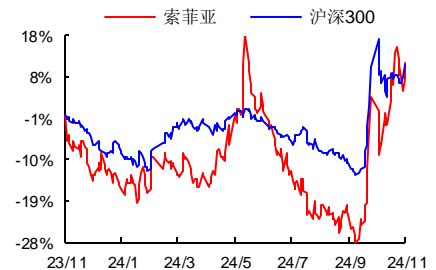
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11665.65	11050.53	12112.07	13080.00
增长率	3.95%	-5.27%	9.61%	7.99%
归属母公司净利润(百万元)	1261.28	1252.10	1380.27	1504.63
增长率	18.51%	-0.73%	10.24%	9.01%
每股收益EPS(元)	1.31	1.30	1.43	1.56
净资产收益率ROE	18.18%	15.47%	14.95%	14.37%
PE	14	15	13	12
PB	2.59	2.27	1.99	1.75

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.63
流通A股(亿股)	6.51
52周内股价区间(元)	12.52-21.54
总市值(亿元)	181.62
总资产(亿元)	138.07
每股净资产(元)	7.24

### 相关研究

- 索菲亚(002572): 大家居战略稳步推进, 净利润增长靓丽 (2024-04-15)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：房地产下行，消费需求疲软，2024 年销售收入减少，随着品牌效应，市场份额扩大，销售收入回稳，定制衣柜及配件销售收入 2024-2026 年分别同比-8%、+10%、8%。

假设 2：公司提质增效效果持续显现，定制衣柜及配件毛利率保持稳定，2024-2026 年分别为 37.7%、37.7%、37.8%。

假设 3：随着公司整装事业部稳态发展，叠加政策支持，其中定制橱柜及配件收入稳定增长，2024-2026 年销售收入分别同比+12%、+10%、+10%。

假设 4：索菲亚、司米、华鹤品牌门店数量企稳，米兰纳品牌较快拓店，米兰纳品牌 2024-2026 年门店总数增加 120 家、100 家、70 家。整家战略拉动下索菲亚主品牌客单价稳步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	11665.65	11,050.53	12,112.08	13,080.00
yoy	3.9%	-5.27%	9.61%	7.99%
营业成本	7448	7,088.21	7,759.16	8,367.07
毛利率	36.15%	35.86%	35.94%	36.03%
<b>定制衣柜及配件</b>				
收入	9410.82	8,657.95	9,523.75	10,285.65
yoy	2.5%	-8%	10%	8%
成本	5858.41	5,393.91	5,933.30	6,397.67
毛利率	37.75%	37.7%	37.7%	37.8%
<b>定制橱柜及配件</b>				
收入	1243.68	1,392.92	1,532.21	1,685.44
yoy	-2.2%	12%	10%	10%
成本	935.85	1,044.69	1,146.10	1,255.65
毛利率	24.75%	25.0%	25.2%	25.5%
<b>木门</b>				
收入	588.7	647.57	686.42	720.75
yoy	35.7%	10%	6%	5%
成本	413.42	453.30	473.63	497.31
毛利率	29.77%	30.0%	31.0%	31%
<b>其他产品</b>				
收入	213.01	138.46	145.38	152.65
yoy	19.0%	-35%	5%	5%
成本	186.01	132.23	138.84	145.78

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	12.68%	5%	5%	5%
<b>其他业务收入</b>				
收入	209.44	213.63	224.31	235.53
yoy	30.5%	2%	5%	5%
成本	54.31	64.09	67.29	70.66
毛利率	74.07%	70%	70%	70%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同家具行业的欧派家居、顾家家居作为可比公司，可比公司与索菲亚都是中国家具行业龙头企业，进行家具多元化布局。可比公司 2025 年 PE 平均估值为 13.92 倍。考虑到索菲亚整装事业部发展顺利，品牌矩阵持续优化，采取高分红，叠加国补政策响应速度快，给予公司 2025 年 16 倍 PE，目标价 22.88 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司 ifind 一致预期**

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603833	欧派家居	68.250	4.39	4.68	5.03	15.53	14.58	13.57
603816	顾家家居	33.400	2.31	2.52	2.76	14.46	13.25	12.11
平均值						15.00	13.92	12.84

数据来源：ifind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11665.65	11050.53	12112.07	13080.00	净利润	1323.07	1285.52	1417.12	1544.79
营业成本	7448.00	7088.21	7759.15	8367.07	折旧与摊销	511.18	474.62	508.75	536.96
营业税金及附加	108.01	110.51	106.75	115.95	财务费用	53.46	129.87	125.11	103.18
销售费用	1126.67	1060.85	1211.21	1308.00	资产减值损失	-128.94	20.00	20.00	20.00
管理费用	769.49	1160.31	1259.66	1360.32	经营营运资本变动	491.31	-1055.53	1.98	15.05
财务费用	53.46	129.87	125.11	103.18	其他	403.52	-252.47	-35.23	18.45
资产减值损失	-128.94	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2653.60</b>	<b>602.01</b>	<b>2037.74</b>	<b>2238.43</b>
投资收益	21.77	30.00	30.00	30.00	资本支出	-349.99	-630.00	-540.00	-550.00
公允价值变动损益	88.13	42.59	39.49	35.41	其他	-1375.46	72.59	69.49	65.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1725.45</b>	<b>-557.41</b>	<b>-470.51</b>	<b>-484.59</b>
<b>营业利润</b>	<b>1623.44</b>	<b>1553.38</b>	<b>1699.68</b>	<b>1870.90</b>	短期借款	1149.76	178.13	-1200.00	0.00
其他非经营损益	-4.31	20.08	34.86	19.91	长期借款	-401.77	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1619.13</b>	<b>1573.47</b>	<b>1734.54</b>	<b>1890.81</b>	股权融资	606.46	0.00	0.00	0.00
所得税	296.06	287.94	317.42	346.02	支付股利	-635.23	-252.26	-250.42	-276.05
净利润	1323.07	1285.52	1417.12	1544.79	其他	-291.87	-219.90	-125.11	-103.18
少数股东损益	61.80	33.42	36.85	40.16	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>427.33</b>	<b>-294.02</b>	<b>-1575.53</b>	<b>-379.23</b>
归属母公司股东净利润	1261.28	1252.10	1380.27	1504.63	<b>现金流量净额</b>	<b>1357.02</b>	<b>-249.42</b>	<b>-8.31</b>	<b>1374.61</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3494.53	3245.11	3236.80	4611.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1127.01	1239.57	1312.72	1412.72	销售收入增长率	3.95%	-5.27%	9.61%	7.99%
存货	563.84	539.27	636.50	664.68	营业利润增长率	26.14%	-4.32%	9.42%	10.07%
其他流动资产	1198.79	840.53	846.11	851.19	净利润增长率	23.02%	-2.84%	10.24%	9.01%
长期股权投资	65.99	65.99	65.99	65.99	EBITDA 增长率	20.58%	-1.38%	8.14%	7.61%
投资性房地产	54.18	54.18	54.18	54.18	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4477.37	4794.99	4978.48	5133.76	毛利率	36.15%	35.86%	35.94%	36.03%
无形资产和开发支出	1667.98	1514.81	1371.65	1238.48	三费率	16.71%	21.28%	21.43%	21.19%
其他非流动资产	1905.19	1896.12	1887.05	1877.98	净利率	11.34%	11.63%	11.70%	11.81%
<b>资产总计</b>	<b>14554.89</b>	<b>14190.58</b>	<b>14389.48</b>	<b>15910.39</b>	ROE	18.18%	15.47%	14.95%	14.37%
短期借款	2021.87	2200.00	1000.00	1000.00	ROA	9.09%	9.06%	9.85%	9.71%
应付和预收款项	2265.53	2113.11	2294.64	2500.88	ROIC	25.40%	23.42%	22.67%	24.36%
长期借款	867.81	867.81	867.81	867.81	EBITDA/销售收入	18.76%	19.53%	19.27%	19.20%
其他负债	2121.18	697.98	748.66	794.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7276.39</b>	<b>5878.91</b>	<b>4911.11</b>	<b>5163.28</b>	总资产周转率	0.88	0.77	0.85	0.86
股本	963.05	963.05	963.05	963.05	固定资产周转率	3.18	2.76	2.71	2.75
资本公积	1523.93	1523.93	1523.93	1523.93	应收账款周转率	5.91	5.83	6.19	6.17
留存收益	4628.33	5628.18	6758.03	7986.60	存货周转率	11.59	11.85	12.70	12.61
归属母公司股东权益	7015.41	8015.15	9145.00	10373.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.49%	—	—	—
少数股东权益	263.09	296.52	333.36	373.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7278.50</b>	<b>8311.67</b>	<b>9478.37</b>	<b>10747.10</b>	资产负债率	49.99%	41.43%	34.13%	32.45%
负债和股东权益合计	14554.89	14190.58	14389.48	15910.39	带息债务/总负债	39.71%	52.18%	38.03%	36.17%
					流动比率	1.02	1.21	1.55	1.82
					速动比率	0.93	1.10	1.39	1.66
					股利支付率	50.36%	20.15%	18.14%	18.35%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.31	1.30	1.43	1.56
					每股净资产	7.28	8.32	9.50	10.77
					每股经营现金	2.76	0.63	2.12	2.32
					每股股利	0.66	0.26	0.26	0.29
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2188.08	2157.87	2333.54	2511.03					
PE	14.40	14.51	13.16	12.07					
PB	2.59	2.27	1.99	1.75					
PS	1.56	1.64	1.50	1.39					
EV/EBITDA	6.80	7.06	6.01	5.04					
股息率	3.50%	1.39%	1.38%	1.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	



---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn

---