

分析师：龙羽洁  
登记编码：S0730523120001  
longyj@ccnew.com 0371-65585753

## 米兰纳快速增长，整装持续发力

——索菲亚(002572)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(首次)

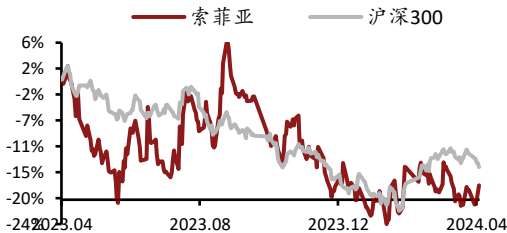
#### 市场数据(2024-04-12)

收盘价(元)	16.05
一年内最高/最低(元)	20.72/14.79
沪深300指数	3,475.84
市净率(倍)	2.20
流通市值(亿元)	102.53

#### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	7.28
每股经营现金流(元)	2.76
毛利率(%)	36.15
净资产收益率_摊薄(%)	17.98
资产负债率(%)	49.99
总股本/流通股(万股)	96,304.72/63,879.43
B股/H股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券，聚源

#### 相关报告

联系人：马焱琦  
电话：021-50586973  
地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼  
邮编：200122

发布日期：2024年04月14日

#### 事件：

公司发布2023年年度报告。2023年全年实现营业收入116.66亿元，同比增长3.95%，实现归母净利润12.61亿元，同比增长18.51%，扣非归母净利润11.35亿元，同比增长21.06%；经营活动产生的现金流量净额26.54亿元，同比增长94.69%；基本每股收益1.38元，同比增长17.95%；加权平均净资产收益率20.87%，同比+2.65pct；拟向全体股东每10股派发现金红利10元(含税)，股利支付率75.46%，预计分红总额9.52亿元。

其中2023Q4，公司实现营业收入34.65亿元，同比增长5.37%，归母净利润3.09亿元，同比增长18.40%。

#### 投资要点：

- **收入利润双增长，利润增速高于收入增速。**公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略，收入实现增长；利润增幅高于收入主要系原材料价格下降及降本增效措施成果显著，2023年主要原材料采购价格有所下降，叠加公司推行降本增效，使板材利用率提升、制造费用率下降，因此利润实现双位数增长。
- **分产品来看，木门收入实现高增长。**衣柜及配套产品、橱柜及配件、木门分别实现收入94.11、12.44、5.89亿元，分别同比+2.54%、-2.23%、+35.73%。公司在品类维度不断扩充，整家战略助力木门品类快速增长，其中索菲亚品牌木门业绩增速达47.33%。
- **分品牌来看，主品牌索菲亚单价收入双提升，米兰纳品牌快速扩店且收入增长显著。**索菲亚、米兰纳品牌分别实现收入105.52、4.72亿元，分别同比+10.96%、+47.24%。索菲亚品牌在整家定制3.0战略的迭代下，进行康纯整家环保升级，开拓橱柜、卫浴、门窗和墙地市场，拥有经销商1812位，专卖店2727家，工厂端平均客单价19619元，同比增长6.30%。米兰纳品牌下沉蓝海市场，升级“新一代·5A硬核整家”战略，三年内营业门店数量迅速突破500+，共有经销商514位，专卖店514家，覆盖了全国95%以上的地级市；工厂端平均客单价13934元，同比增长6.57%，累计已为10万多个家庭提供了个性化定制服务。司米品牌全面推进从整体厨房向高端整家定制转型战略升级，品牌、招商大力改革，拥有经销商222位，专卖店249家，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。华鹤品牌打造具有东方意境的门墙柜一体化模式高端整家定制，共有经销商276位，专卖店277家，2023年实现营业收入1.63亿元。
- **分渠道来看，积极拥抱整装渠道，整装持续发力收入高增。**经销商、直营、大宗渠道分别实现收入96.27、3.15、14.51亿元，分别同比

+4.36%、+13.58%、-4.86%。**整装渠道**是公司重点发力的新渠道，通过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，公司在全国范围与实力较强的家装企业开展合作，同时鼓励和推动各地经销商与当地小型整装、家装公司、设计工作室进行合作，实现与家装企业的相互导流和合作共赢。2023年公司整装渠道实现营业收入同比增长67.52%，已合作装企数量221个，覆盖全国185个城市及区域。

- **前瞻性布局存量房市场，着手产品与渠道部署。**根据住房和城乡建设部公布数据，2023年1-11月全国二手房交易量占全部房屋交易量的比重达到了37.1%。据贝壳研究院测算，2023年全国二手房市场成交面积约5.7亿平方米，同比增长44%。存量房的改善型家装需求为整家定制行业带来新的发展机遇。**在产品端**，公司自2022年开始逐步推出索菲亚橱柜、系统门窗、卫浴等全新品类，抢占旧改流量中的高频需求产品，通过产品迭代升级、系统提效、产能扩充、物流整合等提高供给效率；**在渠道端**，公司不断增强与装企的合作，通过公司直营整装与经销商合作装企等方式加大对前端流量的渗透，打造装企渠道的整家定制模式，并在2023年开发出毛坯拎包、拎包2.0等全新业务模式，以用户为中心，以社区服务中心为支撑，提供全装修生命周期产品及服务。
- **通过推行“降本增效”，盈利能力明显提升。**2023年公司综合毛利率为36.15%，同比+3.16pct；净利率为11.34%，同比+1.76pct；加权平均净资产收益率20.87%，同比+2.65pct。公司通过在生产经营的各个环节推行“降本增效”、流程体系优化工作以及对组织团队的精细化管理，公司在组织效能得到提升，板材利用率、生产效率、供应链效率均显著提高，叠加原材料价格同比回落，使得公司毛利率进一步提升。**费用率**方面，2023年期间费用率为20.26%，同比-0.24pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为9.66%、6.60%、3.54%、0.46%，分别同比-0.28、-0.15、+0.35、-0.16pct，公司持续加大研发投入，保证研发生产一体化优势。**现金流**方面，经营活动现金净流量66.17亿元，同比增长73.07%，主要系公司销售量增加，资金回笼速度较好。
- **进一步提高分红比例，分红率达75.46%。**拟向全体股东每10股派发现金红利10元(含税)，分红率由59.69%上升至75.46%，分红总额预计达9.52亿元，分红总额逐年提升，4月12日收盘价对应股息率6.23%。公司持续以稳定的盈利质量高比例回馈股东，分红回报股东意愿较强。
- **首次覆盖给予公司“增持”评级。**预计2024年、2025年、2026年公司可实现归母净利润分别为14.43亿元、16.15亿元、17.85亿元，对应EPS分别为1.50元、1.68元、1.85元，按4月12日16.05元/股收盘价计算，对应PE分别为10.71倍、9.57倍、8.66倍。公司2023年对恒大集团应收账款高比例计提坏账准备，基本消除对以后年度影响，考虑到家居行业未来整家定制的发展趋势，对设计、供应链、规模化柔性制造能力提出更高要求，行业门槛将逐步提升，龙头企业市占率将进一步提升，公司是定制家居优质龙头企业，未来有望受益行业发展趋势；国家在地产及消费方面的鼓励支持政策持续发布落地，

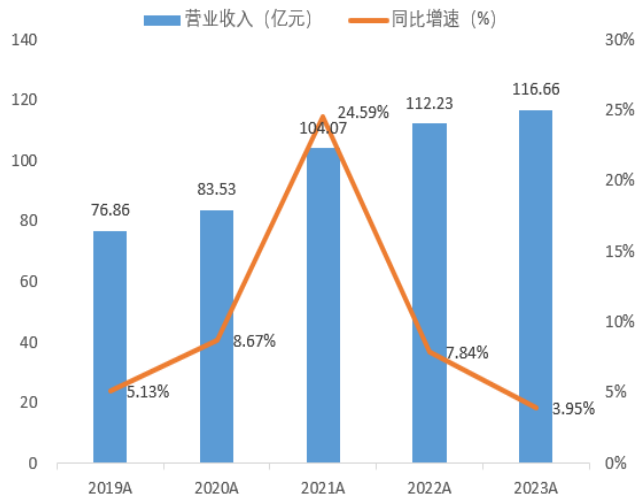
有望带动家居消费，家居企业估值有望得到修复。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

**风险提示：市场竞争加剧；房地产景气度不及预期；原材料价格大幅波动；渠道拓展不及预期。**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,223	11,666	13,142	14,709	16,248
增长比率（%）	7.84	3.95	12.65	11.93	10.46
净利润（百万元）	1,064	1,261	1,443	1,615	1,785
增长比率（%）	768.28	18.51	14.44	11.85	10.55
每股收益(元)	1.11	1.31	1.50	1.68	1.85
市盈率(倍)	14.52	12.25	10.71	9.57	8.66

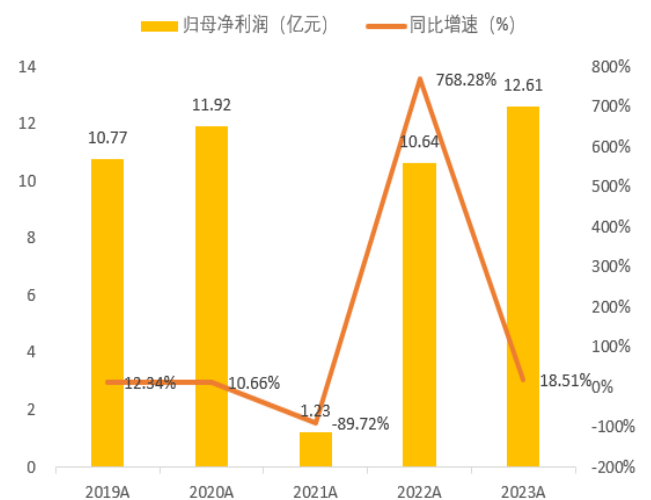
资料来源：中原证券，聚源，携宁

图 1：公司营业收入及同比增速



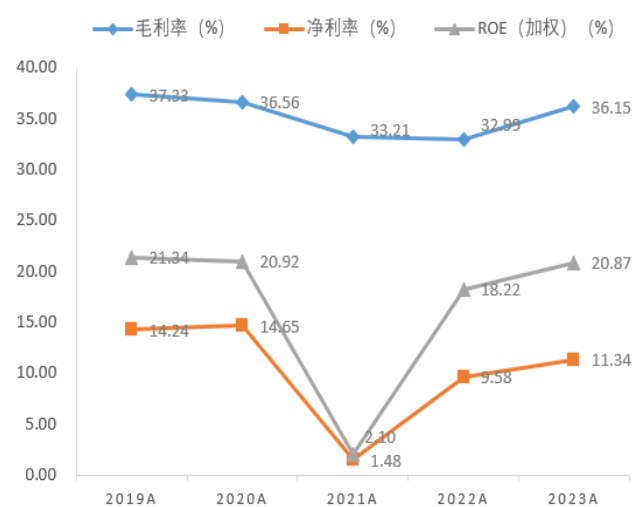
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司归母净利润及同比增速



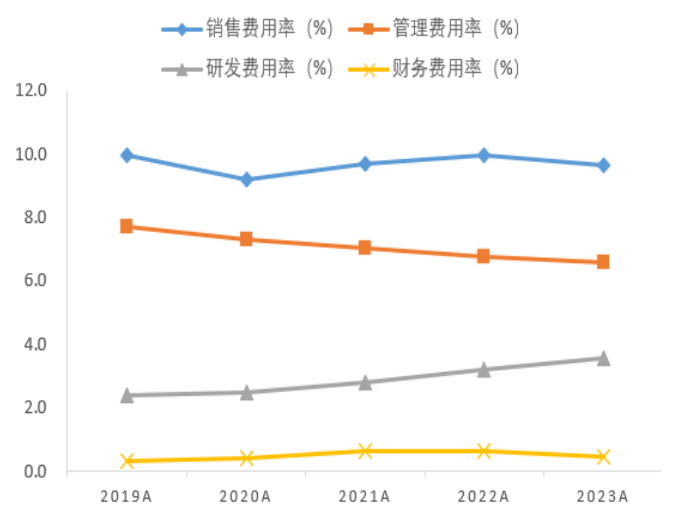
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,655</b>	<b>6,384</b>	<b>6,600</b>	<b>7,976</b>	<b>9,493</b>
现金	2,114	3,495	3,582	4,852	6,275
应收票据及应收账款	1,357	1,016	917	809	691
其他应收款	71	67	73	82	90
预付账款	50	45	50	56	62
存货	636	564	581	616	652
其他流动资产	427	1,199	1,398	1,562	1,724
<b>非流动资产</b>	<b>7,402</b>	<b>8,171</b>	<b>8,547</b>	<b>8,780</b>	<b>8,981</b>
长期投资	85	66	68	66	63
固定资产	3,619	3,712	3,808	3,878	3,896
无形资产	1,694	1,647	1,803	1,855	1,925
其他非流动资产	2,004	2,745	2,868	2,981	3,097
<b>资产总计</b>	<b>12,057</b>	<b>14,555</b>	<b>15,147</b>	<b>16,757</b>	<b>18,475</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,580</b>	<b>6,246</b>	<b>6,402</b>	<b>6,916</b>	<b>7,451</b>
短期借款	872	2,022	2,022	2,022	2,022
应付票据及应付账款	1,576	1,670	1,815	2,035	2,266
其他流动负债	2,132	2,554	2,565	2,859	3,163
<b>非流动负债</b>	<b>1,433</b>	<b>1,030</b>	<b>920</b>	<b>860</b>	<b>800</b>
长期借款	1,270	868	768	718	668
其他非流动负债	164	163	153	143	133
<b>负债合计</b>	<b>6,013</b>	<b>7,276</b>	<b>7,322</b>	<b>7,776</b>	<b>8,251</b>
少数股东权益	261	263	356	437	535
股本	912	963	963	963	963
资本公积	968	1,524	1,524	1,524	1,524
留存收益	4,012	4,628	5,182	6,256	7,401
归属母公司股东权益	5,782	7,015	7,469	8,543	9,688
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,057</b>	<b>14,555</b>	<b>15,147</b>	<b>16,757</b>	<b>18,475</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,363</b>	<b>2,654</b>	<b>2,320</b>	<b>2,879</b>	<b>3,121</b>
净利润	1,075	1,323	1,537	1,695	1,883
折旧摊销	511	563	519	548	577
财务费用	90	90	96	91	89
投资损失	-30	-22	-26	-30	-33
营运资金变动	-316	678	-113	268	301
其他经营现金流	32	20	308	307	305
<b>投资活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>-1,725</b>	<b>-976</b>	<b>-857</b>	<b>-850</b>
资本支出	-870	-759	-868	-754	-749
长期投资	-185	-989	-124	-124	-124
其他投资现金流	174	23	16	20	23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,126</b>	<b>427</b>	<b>-1,257</b>	<b>-751</b>	<b>-849</b>
短期借款	-430	1,150	0	0	0
长期借款	253	-402	-100	-50	-50
普通股增加	0	51	0	0	0
资本公积增加	-352	556	0	0	0
其他筹资现金流	-597	-927	-1,157	-701	-799
<b>现金净增加额</b>	<b>-644</b>	<b>1,357</b>	<b>88</b>	<b>1,270</b>	<b>1,423</b>

资料来源：中原证券，聚源，携宁

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>11,223</b>	<b>11,666</b>	<b>13,142</b>	<b>14,709</b>	<b>16,248</b>
营业成本	7,520	7,448	8,275	9,276	10,294
营业税金及附加	90	108	116	129	143
营业费用	1,116	1,127	1,275	1,427	1,576
管理费用	758	769	867	974	1,074
研发费用	358	413	434	495	548
财务费用	69	53	52	47	28
资产减值损失	-95	-129	-102	-101	-99
其他收益	46	81	79	88	100
公允价值变动收益	36	88	0	0	0
投资净收益	30	22	26	30	33
资产处置收益	-5	1	-1	-2	-1
<b>营业利润</b>	<b>1,287</b>	<b>1,623</b>	<b>1,925</b>	<b>2,178</b>	<b>2,418</b>
营业外收入	9	1	1	1	1
营业外支出	6	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>1,291</b>	<b>1,619</b>	<b>1,921</b>	<b>2,174</b>	<b>2,414</b>
所得税	215	296	384	478	531
<b>净利润</b>	<b>1,075</b>	<b>1,323</b>	<b>1,537</b>	<b>1,695</b>	<b>1,883</b>
少数股东损益	11	62	93	81	98
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,064</b>	<b>1,261</b>	<b>1,443</b>	<b>1,615</b>	<b>1,785</b>
EBITDA	1,867	2,217	2,492	2,768	3,019
EPS (元)	1.11	1.31	1.50	1.68	1.85

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	7.84	3.95	12.65	11.93	10.46
营业利润 (%)	188.06	26.14	18.58	13.12	11.02
归属母公司净利润 (%)	768.28	18.51	14.44	11.85	10.55
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.99	36.15	37.03	36.94	36.65
净利率 (%)	9.48	10.81	10.98	10.98	10.99
ROE (%)	18.41	17.98	19.33	18.90	18.42
ROIC (%)	13.38	13.12	14.70	14.63	14.63
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.87	49.99	48.34	46.41	44.66
净负债比率 (%)	99.49	99.97	93.57	86.59	80.71
流动比率	1.02	1.02	1.03	1.15	1.27
速动比率	0.85	0.91	0.91	1.04	1.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.92	0.88	0.88	0.92	0.92
应收账款周转率	9.62	10.14	13.91	17.51	22.43
应付账款周转率	5.26	4.95	5.24	5.28	5.24
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.11	1.31	1.50	1.68	1.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.42	2.76	2.41	2.99	3.24
每股净资产 (最新摊薄)	6.00	7.28	7.76	8.87	10.06
<b>估值比率</b>					
P/E	14.52	12.25	10.71	9.57	8.66
P/B	2.67	2.20	2.07	1.81	1.60
EV/EBITDA	9.03	6.72	5.94	4.86	3.97



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。