

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

盈利提升, 米兰纳及整装延续快速增长

——索菲亚(002572)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(上调)

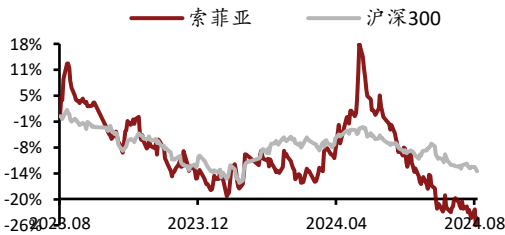
市场数据(2024-08-28)

收盘价(元)	13.16
一年内最高/最低(元)	21.54/12.86
沪深 300 指数	3,286.50
市净率(倍)	1.92
流通市值(亿元)	85.73

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	6.87
每股经营现金流(元)	-0.31
毛利率(%)	35.76
净资产收益率_摊薄(%)	8.53
资产负债率(%)	47.30
总股本/流通股(万股)	96,304.72/65,146.36
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: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《索菲亚(002572)年报点评: 米兰纳快速增长, 整装持续发力》 2024-04-14

联系人: 马巍琦

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 08 月 29 日

事件:

公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年实现营业收入 49.29 亿元, 同比+3.91%, 实现归母净利润 5.65 亿元, 同比+13.00%, 扣非归母净利润 5.31 亿元, 同比+13.41%; 基本每股收益 0.59 元, 同比+7.61%; 加权平均净资产收益率 8.00%, 同比-0.43pct。

其中 2024Q2, 公司实现营业收入 28.18 亿元, 同比-4.11%, 环比+33.50%; 实现归母净利润 3.99 亿元, 同比+0.97%, 环比+141.22%。

投资要点:

● 收入利润双增长, 四大品牌持续发力。

2024 年上半年, 公司持续坚定“多品牌、全品类、全渠道”战略不动摇, 实现营业收入 49.29 亿元, 同比增长 3.91%。各品牌持续发力: 索菲亚发布整装 4.0 战略, 以“用户价值”为中心, 塑造全阶段美好家居生活方式, 实现“衣、橱、门、墙、配、地、电、卫、门窗、窗帘装饰”全品类一站式配齐; 米兰纳升级超一代·5A 全能整家生活方式, 坚定不移推行整家一体化定制, 继续下沉蓝海市场; 司米全新定义“高端整案定制”, 全面推进从整体厨房向高端整家定制转型, 加码设计师渠道建设; 华鹤发布 2024 “木作雅韵, 入境东方”品牌战略, 推出“1+5+4”高端木作的支撑体系, 打造具有东方意境的高端整家定制。

● 分产品来看, 橱柜、木门收入增长较快。

衣柜及配套产品、橱柜及配件、木门分别实现收入 39.09、6.10、2.63 亿元, 分别同比+0.84%、+26.79%、+17.72%, 毛利率分别为 37.36%、24.77%、28.08%, 分别同比+0.87、+2.56、+2.85pct。公司顺应整家一站式定制的消费需求, 围绕“大家居”战略, 对索菲亚、米兰纳、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级, 目前主要品牌产品已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴的全品类覆盖。

● 分品牌来看, 索菲亚、米兰纳收入及单价双提升, 米兰纳延续扩张。

索菲亚、米兰纳、华鹤品牌分别实现收入 44.43、2.39、0.71 亿元, 分别同比+3.89%、+42.59%、+3.83%。索菲亚品牌拥有经销商 1811 位, 专卖店 2552 家, 其中省会城市门店数占比 11.13% (收入占比 23.85%), 地级城市门店数占比 19.55% (收入占比 26.79%), 四五线城市门店数占比 69.32% (收入占比)49.20%。2024 年上半年索菲亚工厂端平均客单价 23679 元, 较去年全年均价提高 20.69%。米兰纳品牌共有经销商 530 位, 专卖店 553 家, 分别较上年末+16 位、+39 家, 其中省会城市门店数占比 8.50% (收入占比 22.62%), 地级城市门店数占比 29.66% (收入占比 31.26%), 四五线

城市门店数占比 61.84% (收入占比 46.11%)，2024 年上半年米兰纳工厂端平均客单价 14283 元，较去年全年均价提高 2.50%。司米品牌拥有经销商 165 位，专卖店 171 家，省会城市门店数占比 14.04% (收入占比 28.03%)，地级城市门店数占比 38.01% (收入占比 34.06%)，四五线城市门店数占比 47.95% (收入占比 37.91%)，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，整家策略将促进客单价提升。华鹤品牌共有经销商 276 位，专卖店 281 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。

● 分渠道来看，直营、大宗渠道双位数增长，整装持续发力。

经销商、直营（直营专卖店+直营整装）、大宗渠道分别实现收入 39.13、1.59、7.33 亿元，分别同比+1.19%、+37.42%、+14.68%。2024 年上半年，公司整装渠道建设持续发力，实现营业收入同比增长 43.63%。截至 2024 年 6 月底，公司集成整装事业部已合作装企数量 256 个（较 2023 年底+35 个），覆盖全国 189 个城市及区域（较 2023 年底+4 个）。未来，整装渠道将持续开拓合作装企，扩大业务覆盖范围，同时不断深化现有合作装企业务，加快全品类产品布局。

● 出口及其他业务毛利率改善明显，财务费用下降，盈利能力提升。

2024H1 公司综合毛利率为 35.76%，同比+0.97pct，公司出口毛利率同比+7.18pct，其他业务毛利率同比+8.60pct；净利率为 12.05%，同比+1.22pct。费用率方面，2024H1 公司期间费用率为 20.85%，同比-0.83pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.02%、6.97%、3.89%、-0.03%，分别同比-0.12、+0.01、-0.09、-0.63pct，财务费用下降主要是优化借款结构，利息支出减少所致。

● 地产政策持续宽松，家居家装“以旧换新”，促进家居消费。

房地产政策持续宽松，国家和地方层面纷纷出台房地产利好政策，通过优化住房信贷政策、下调房贷利率、调整最低首付比例、放宽限购限售、支持住房“以旧换新”、加大房票安置力度、发放购房财税补贴等措施推动房地产市场调整，房地产数据降幅收窄，出现边际改善。2024 年上半年，商务部等部门发布了《推动消费品以旧换新行动方案》《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，促进汽车、家居、家电以旧换新以及家装厨卫的更新，激发居民消费潜力，推动消费升级，近期国家统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，目前已有多个省市积极出台对家居家装“以旧换新”补贴政策，降低消费者换新成本，提升消费意愿，促进家居消费。

● 二手房交易、存量房翻新将成为定制家居需求重要来源。

中国房地产经过二三十年的发展，存在大量存量房翻新需求。根据住房和城乡建设部公布数据，目前国内的存量住房为 6 亿栋，其中有 2.7 亿套的住宅房龄超过 20 年。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 37.0%。贝壳研究院测算，2023 年全国二手房市场成交套数约 596 万套，500 万平方米，成交面积同比增长 44%。二手房交易带来的装修需求及存量房规模累加带来的自然翻新需求，将成为家居企业主要业绩增长来源。未来，二手房交易、自住房翻新、租房装修等改善性装

修需求扩大，家居消费场景越来越多元化，定制家具行业将迎来新的增长点。

● 上调公司投资评级至“买入”评级。

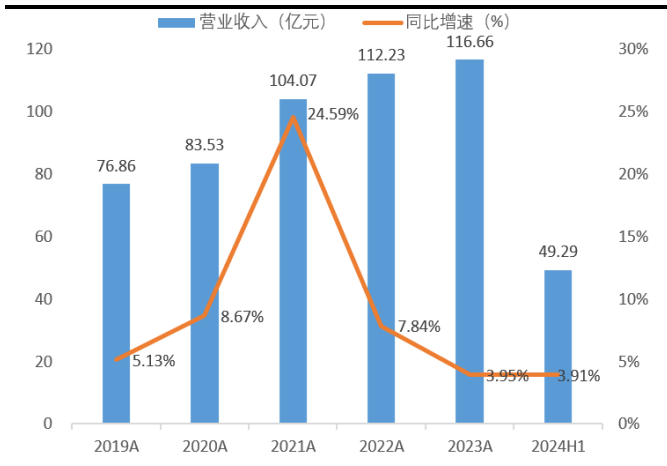
预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 13.69 亿元、15.42 亿元、17.68 亿元，对应 EPS 分别为 1.42 元、1.60 元、1.84 元，对应 PE 分别为 9.26 倍、8.22 倍、7.17 倍。定制家具行业头部效应逐渐显现，消费者对整家一体化定制的需求愈加旺盛，要求企业具备强大的个性化整家设计能力，反应快速的供应链能力以及满足规模化柔性制造的生产能力，定制家居行业竞争壁垒逐渐提高，行业集中度逐步提升推动龙头企业市占率提升，公司是定制家居优质龙头企业，有望受益行业发展趋势；地产政策持续宽松，家居家装“以旧换新”，促进家居消费，未来二手房交易、存量房翻新将成为定制家居需求的重要来源。上调公司投资评级至“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险；房地产景气度不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,223	11,666	12,197	13,062	14,341
增长比率（%）	7.84	3.95	4.55	7.09	9.79
净利润（百万元）	1,064	1,261	1,369	1,542	1,768
增长比率（%）	768.28	18.51	8.53	12.66	14.65
每股收益(元)	1.11	1.31	1.42	1.60	1.84
市盈率(倍)	11.91	10.05	9.26	8.22	7.17

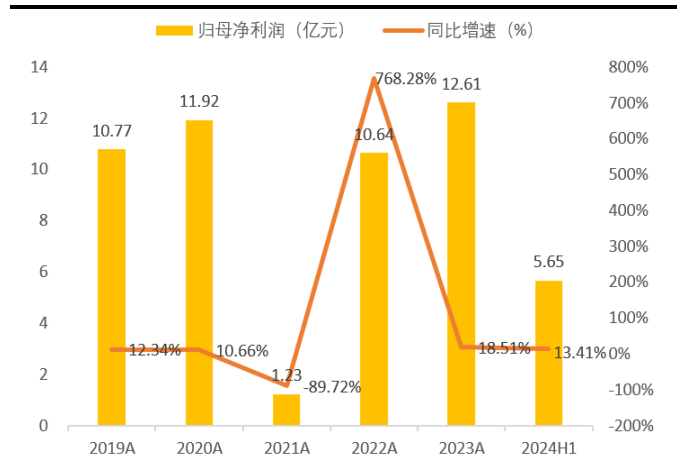
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入及同比增速



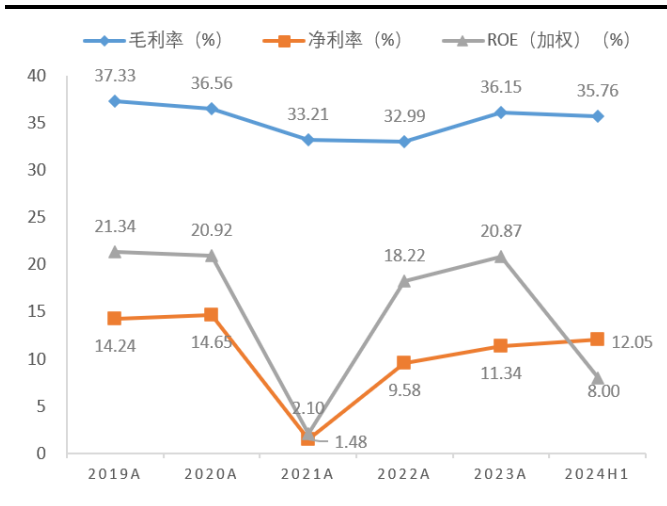
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



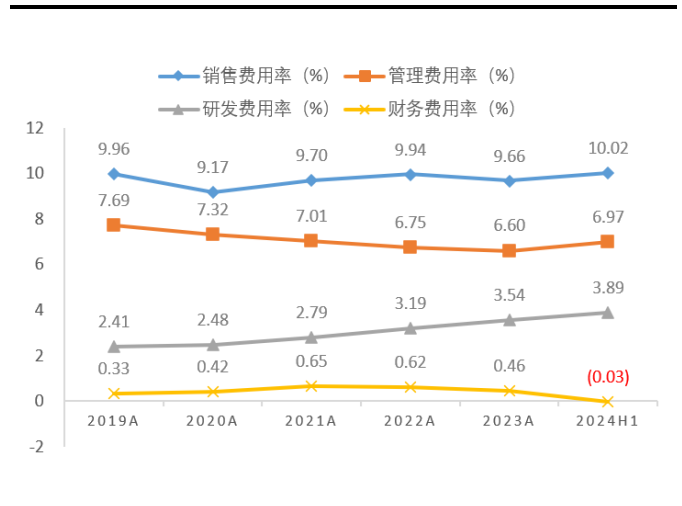
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券研究所

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
流动资产	4,655	6,384	6,323	7,547	9,166
现金	2,114	3,495	3,430	4,624	6,149
应收票据及应收账款	1,357	1,016	887	774	689
其他应收款	71	67	68	73	80
预付账款	50	45	47	50	54
存货	636	564	543	541	557
其他流动资产	427	1,199	1,349	1,487	1,636
非流动资产	7,402	8,171	8,319	8,376	8,381
长期投资	85	66	68	66	63
固定资产	3,619	3,712	3,826	3,913	3,946
无形资产	1,694	1,647	1,605	1,565	1,529
其他非流动资产	2,004	2,745	2,820	2,832	2,844
资产总计	12,057	14,555	14,642	15,924	17,547
流动负债	4,580	6,246	5,944	6,157	6,465
短期借款	872	2,022	1,972	1,922	1,872
应付票据及应付账款	1,576	1,670	1,661	1,787	1,958
其他流动负债	2,132	2,554	2,311	2,448	2,636
非流动负债	1,433	1,030	967	907	847
长期借款	1,270	868	818	768	718
其他非流动负债	164	163	149	139	129
负债合计	6,013	7,276	6,911	7,063	7,312
少数股东权益	261	263	352	429	526
股本	912	963	963	963	963
资本公积	968	1,524	1,411	1,411	1,411
留存收益	4,012	4,628	5,105	6,158	7,436
归属母公司股东权益	5,782	7,015	7,379	8,432	9,710
负债和股东权益	12,057	14,555	14,642	15,924	17,547

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,363	2,654	1,828	2,613	2,916
净利润	1,075	1,323	1,457	1,619	1,865
折旧摊销	511	563	536	556	587
财务费用	90	90	74	71	68
投资损失	-30	-22	-26	-30	-33
营运资金变动	-316	678	-425	142	176
其他经营现金流	32	20	213	256	254
投资活动现金流	-881	-1,725	-721	-688	-663
资本支出	-870	-759	-695	-600	-579
长期投资	-185	-989	-12	-109	-107
其他投资现金流	174	23	-13	20	23
筹资活动现金流	-1,126	427	-1,172	-731	-728
短期借款	-430	1,150	-50	-50	-50
长期借款	253	-402	-50	-50	-50
普通股增加	0	51	0	0	0
资本公积增加	-352	556	-113	0	0
其他筹资现金流	-597	-927	-959	-631	-628
现金净增加额	-644	1,357	-65	1,194	1,526

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,223	11,666	12,197	13,062	14,341
营业成本	7,520	7,448	7,767	8,276	9,032
营业税金及附加	90	108	110	118	129
营业费用	1,116	1,127	1,159	1,241	1,362
管理费用	758	769	793	849	932
研发费用	358	413	415	444	488
财务费用	69	53	25	23	3
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
营业利润	1,287	1,623	1,780	1,978	2,277
营业外收入	9	1	2	2	2
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	1,291	1,619	1,777	1,975	2,274
所得税	215	296	320	355	409
净利润	1,075	1,323	1,457	1,619	1,865
少数股东损益	11	62	89	77	97
归属母公司净利润	1,064	1,261	1,369	1,542	1,768
EBITDA	1,867	2,217	2,338	2,553	2,864
EPS (元)	1.11	1.31	1.42	1.60	1.84

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	7.84	3.95	4.55	7.09	9.79
营业利润 (%)	188.06	26.14	9.66	11.10	15.13
归属母公司净利润 (%)	768.28	18.51	8.53	12.66	14.65
获利能力					
毛利率 (%)	32.99	36.15	36.32	36.64	37.02
净利率 (%)	9.48	10.81	11.22	11.81	12.33
ROE (%)	18.41	17.98	18.55	18.29	18.21
ROIC (%)	13.38	13.12	13.78	13.95	14.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.87	49.99	47.20	44.36	41.67
净负债比率 (%)	99.49	99.97	89.39	79.72	71.44
流动比率	1.02	1.02	1.06	1.23	1.42
速动比率	0.85	0.91	0.92	1.09	1.28
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.88	0.84	0.85	0.86
应收账款周转率	9.62	10.14	13.11	16.14	20.23
应付账款周转率	5.26	4.95	5.12	5.23	5.29
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.11	1.31	1.42	1.60	1.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.42	2.76	1.90	2.71	3.03
每股净资产 (最新摊薄)	6.00	7.28	7.66	8.76	10.08
估值比率					
P/E	11.91	10.05	9.26	8.22	7.17
P/B	2.19	1.81	1.72	1.50	1.31
EV/EBITDA	9.03	6.72	5.23	4.28	3.25

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者其他决定的唯一信赖依据。