

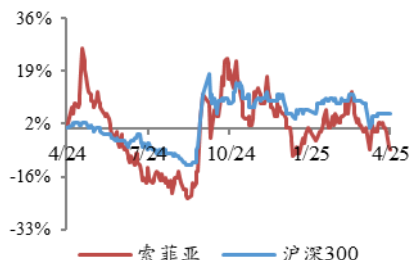
25Q1 高基数影响营收增速，公允价值损益影响利润

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-05

收盘价（元） 15.21
近 12 个月最高/最低（元） 21.54/12.36
总股本（百万股） 963
流通股本（百万股） 651
流通股比例（%） 67.65
总市值（亿元） 146
流通市值（亿元） 99

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 索菲亚：2024Q3 业绩承压，期待刺激政策成效 2024-10-31
2. 索菲亚：深耕整家定制，多品牌、全品类、全渠道发展 2024-10-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 104.94 亿元，同比下降 10.04%；实现归母净利润 13.71 亿元，同比增长 8.69%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 28.39 亿元，同比下降 18.08%；实现归母净利润 4.49 亿元，同比增长 45.49%。2025 年第一季度实现营业收入 20.38 亿元，同比下降 3.46%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比下降 92.69%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比下降 3.23%。2024 年，受地产周期及市场竞争加剧影响，定制家具企业增速放缓，公司经营环境短期内面临挑战，2024 年营业收入同比有所下降。但随着国家支持消费品以旧换新政策的实施落地，家居行业消费需求有望迎来复苏公司 25Q1 在 24Q1 高基数下营收微降，但公司持有的国联民生股票公允价值下降导致公司确认-2.00 亿元公允价值变动收益，影响归母净利润表现，不考虑此影响，公司扣非归母净利润仅微降。

● 整装渠道持续增长，推进 1+N+X 全新业务模式

2024 年，品牌层面，1) 索菲亚品牌：拥有城市运营商 1797 位，专卖店 2503 家，实现收入 94.48 亿元，客单价稳定增长，已达到 23,307 元/单。2) 米兰纳品牌：拥有经销商 530 位，专卖店 559 家，实现收入 5.10 亿元，同比增长 8.09%。工厂端平均客单价 15,153 元/单，同比增长 8.75%。3) 司米品牌：拥有经销商 156 位，专卖店 161 家，全品类整家店 150 家。2024 年深化整家战略，加快向整家门店转型，同时继续降低与索菲亚品牌运营商重叠率，实现渠道差异化。4) 华鹤品牌：拥有经销商 264 位，专卖店 279 家，实现收入 1.66 亿元。2025 年，华鹤品牌将继续招优质经销商、强化终端赋能，推进装企、拎包入住、电商等新渠道建设来开拓新流量。渠道层面，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，2024 年，公司整装渠道实现营业收入 22.16 亿元，同比增长 16.22%。此外，公司在 2024 年不断推出城市合伙人、1+N+X 等全新业务模式，以用户为中心，以社区服务中心为支撑，不断开发多业态门店，实现全域引流，为消费者提供全装修生命周期产品及服务，未来将会成为抢占毛坯、旧改/局改市场的重要方式。

● 25Q1 毛利率稳定，归母净利率受公允价值变动收益影响下滑

2024 年公司毛利率为 35.43%，同比-0.72pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.64%/7.55%/3.57%/-0.1%，同比-0.02/+0.96/+0.03/-0.56pct；归母净利率为 13.06%，同比+2.25pct。2024 年第四季度公司毛利率为 34.45%，同比-2.97pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.73%/9.25%/3.08%/-0.15%，同比+0.49/+2.63/-0.22/-0.6pct；归母净利率为 15.83%，同比+6.92pct。2025 年第一季度公司毛利率为 32.61%，同比-0.01pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.73%/9.09%/2.9%/0.39%，同比-0.42/+

1.09/-1.25/+0.39pct; 归母净利率为 0.59%，同比-7.24pct。

● 投资建议

公司旗下四大品牌定位清晰，能够满足不同层次消费者的需求，并围绕“大家居”战略进行品类扩充升级，以整家模式带动客单增长和品类拓展仍有较大空间。基于 25Q1 业绩，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 112.00/119.34/127.07 亿元(25-26 年前值为 116.83/125.29 亿元)，分别同比增长 6.7%/6.5%/6.5%；归母净利润分别为 12.02/15.03/16 亿元（25-26 年前值为 13.55/14.94 亿元），分别同比增长-12.4%/25.1%/6.5%。截至 2025 年 4 月 30 日，对应 EPS 分别为 1.25/1.56/1.66 元，对应 PE 分别为 12.19/9.75/9.15 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境与房地产行业形势的风险，市场竞争加剧的风险，劳动力成本上升的风险，应收账款、应收票据无法收回的风险，原材料价格上涨的风险，管理的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10494	11200	11934	12707
收入同比 (%)	-10.0%	6.7%	6.5%	6.5%
归属母公司净利润	1371	1202	1503	1600
净利润同比 (%)	8.7%	-12.4%	25.1%	6.5%
毛利率 (%)	35.4%	35.0%	36.5%	36.4%
ROE (%)	18.4%	13.9%	14.8%	13.6%
每股收益 (元)	1.43	1.25	1.56	1.66
P/E	12.01	12.19	9.75	9.15
P/B	2.22	1.69	1.44	1.25
EV/EBITDA	8.58	6.19	4.87	3.72

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7251	8192	10413	12235	营业收入	10494	11200	11934	12707
现金	2218	3822	5308	7548	营业成本	6776	7278	7576	8079
应收账款	1359	1005	1382	1160	营业税金及附加	150	157	167	178
其他应收款	454	102	490	140	销售费用	1011	1042	1122	1182
预付账款	60	65	60	69	管理费用	792	784	823	877
存货	586	627	594	735	财务费用	-11	44	31	37
其他流动资产	2574	2572	2581	2583	资产减值损失	-36	-8	-10	-9
非流动资产	9121	9193	9319	9501	公允价值变动收益	22	-100	-20	-20
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	260	34	36	38
固定资产	4398	4670	4899	5171	营业利润	1728	1520	1899	2021
无形资产	1598	1560	1527	1497	营业外收入	6	1	1	1
其他非流动资产	3077	2916	2846	2785	营业外支出	11	5	5	5
资产总计	16372	17386	19732	21737	利润总额	1722	1515	1895	2017
流动负债	7634	7381	8151	8477	所得税	289	255	318	339
短期借款	1898	1898	1898	1898	净利润	1433	1260	1576	1678
应付账款	1537	1576	1707	1839	少数股东损益	62	59	74	78
其他流动负债	4198	3906	4546	4740	归属母公司净利润	1371	1202	1503	1600
非流动负债	973	973	973	973	EBITDA	2003	2209	2505	2678
长期借款	728	728	728	728	EPS (元)	1.43	1.25	1.56	1.66
其他非流动负债	245	245	245	245	主要财务比率				
负债合计	8606	8353	9124	9449	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	313	371	445	523	成长能力				
股本	963	969	969	969	营业收入	-10.0%	6.7%	6.5%	6.5%
资本公积	1443	1443	1443	1443	营业利润	6.4%	-12.0%	24.9%	6.5%
留存收益	5047	6249	7752	9352	归属于母公司净利润	8.7%	-12.4%	25.1%	6.5%
归属母公司股东权	7453	8661	10164	11764	获利能力				
负债和股东权益	16372	17386	19732	21737	毛利率 (%)	35.4%	35.0%	36.5%	36.4%
现金流量表					净利率 (%)	13.1%	10.7%	12.6%	12.6%
单位:百万元					ROE (%)	18.4%	13.9%	14.8%	13.6%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	11.3%	11.5%	11.9%	11.3%
经营活动现金流	1345	2408	2279	3163	偿债能力				
净利润	1433	1260	1576	1678	资产负债率 (%)	52.6%	48.0%	46.2%	43.5%
折旧摊销	559	571	582	629	净负债比率 (%)	110.8%	92.5%	86.0%	76.9%
财务费用	43	89	89	117	流动比率	0.95	1.11	1.28	1.44
投资损失	-260	-34	-36	-38	速动比率	0.76	0.91	1.10	1.25
营运资金变动	-356	410	35	744	营运能力				
其他经营现金流	1715	962	1574	966	总资产周转率	0.68	0.66	0.64	0.61
投资活动现金流	-2263	-722	-705	-805	应收账款周转率	8.92	9.47	10.00	10.00
资本支出	-599	-756	-741	-843	应付账款周转率	4.46	4.68	4.62	4.56
长期投资	-1684	100	20	20	每股指标 (元)				
其他投资现金流	21	-66	16	18	每股收益	1.43	1.25	1.56	1.66
筹资活动现金流	-900	-83	-89	-117	每股经营现金流 (摊薄)	1.40	2.50	2.37	3.28
短期借款	-124	0	0	0	每股净资产	7.74	8.99	10.55	12.22
长期借款	-140	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	6	0	0	P/E	12.01	12.19	9.75	9.15
资本公积增加	-81	0	0	0	P/B	2.22	1.69	1.44	1.25
其他筹资现金流	-556	-89	-89	-117	EV/EBITDA	8.58	6.19	4.87	3.72
现金净增加额	-1818	1604	1486	2240					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。