

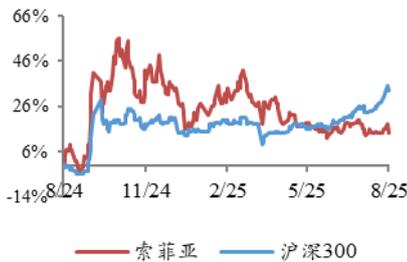
## 2025H1 业绩承压，积极布局海外市场

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-27

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 13.68       |
| 近12个月最高/最低(元) | 20.70/12.36 |
| 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)       | 132         |
| 流通市值(亿元)      | 89          |

### 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：xucai@hazq.com

### 分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

### 相关报告

1.25Q1 高基数影响营收增速，公允价值损益影响利润 2025-05-06

2.索菲亚：2024Q3 业绩承压，期待刺激政策成效 2024-10-31

3.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 2025 年中报

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 45.51 亿元，同比下降 7.68%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比下降 43.43%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 25.13 亿元，同比下降 10.84%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比下降 23.01%。行业环境面临地产下行、竞争加剧、消费理性化、渠道转型等多重挑战，短期业绩承压。

#### ● 内销市场承压，海外市场增长亮眼

2025H1，品牌层面，1) 索菲亚品牌：拥有经销商 1,794 位，专卖店 2,517 家，实现营业收入 41.28 亿元，同比下滑 7.09%，工厂端平均客单价 22,340 元/单。2) 米兰纳品牌：共有经销商 544 位，专卖店 572 家，实现营业收入 1.76 亿元，同比下滑 26.53%，工厂端平均客单价 17,285 元/单。3) 司米品牌：拥有经销商 132 位，专卖店 135 家，在公司“多品牌、全品类、全渠道”的战略下，司米品牌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。4) 华鹤品牌：共有经销商 216 位，专卖店 260 家，实现营业收入 0.56 亿元。产品层面，衣柜及其配套产品/橱柜及其配件/木门分别实现营业收入 35.75/5.63/2.15 亿元，同比-8.54%/-7.77%/-18.24%；毛利率分别为 38.24%/20.13%/12.22%，同比+0.88/-4.64/-15.86pct。渠道层面，经销商/直营/大宗渠道分别实现营业收入 35.39/2.03/6.46 亿元，同比-9.57%/+27.59%/-11.95%；毛利率分别为 38.80%/53.44%/3.96%，同比+0.81/-9.41/-8.84pct。此外，公司整装渠道实现营业收入 8.52 亿元，同比下滑 13.24%。其中，公司集成整装事业部已合作装企数量 270 个，覆盖全国 211 个城市及区域，已上样门店数量 711 家；零售整装业务已合作装企数量 2,425 个，覆盖全国 1,450 个市场及区域，已上样门店数量 2,272 家。公司持续布局海外市场，出口市场实现营业收入 3430 万元，同比增长 39.49%，目前已拥有 26 家海外经销商，覆盖了加拿大，澳大利亚，新加坡，越南，泰国等 23 个国家/地区；同时，公司与优质海外开发商和承包商合作，为全世界 31 个国家/地区，约 219 个项目，提供一站式全屋定制解决方案。

#### ● 管理费用率和财务费用率有所提升，净利率承压

2025H1 公司毛利率为 34.38%，同比-1.38pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.27%/9.00%/2.67%/0.29%，同比-0.75/+2.03/-1.22/0.32pct；归母净利率为 7.02%，同比-4.44pct。2025 年第二季度，公司毛利率为 35.82%，同比-2.29pct；销售/管理/研发/财务费用率为 8.90%/8.93%/2.49%/0.21%，同比-1.02/+2.73/-1.21/+0.27pct；归母净利率为 12.23%，同比-1.93pct。销售费用率下降主要是职工薪酬减少所致；管理费用率提升主要是折旧费用及股权激励费用增加所致；财务费用率提升主要是国补业务产生的手续费增加所致。

● **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。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 100.2/106.23/112.57 亿元（前值为 112.00/119.34/127.07 亿元），分别同比增长-4.5%/6.0%/6.0%；归母净利润分别为 10.05/12.12/13.37 亿元（前值为 12.02/15.03/16 亿元），分别同比增长-26.7%/20.6%/10.3%。截至 2025 年 8 月 27 日，对应 EPS 分别为 1.04/1.26/1.39 元，对应 PE 分别为 13.11/10.87/9.86 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  | 10020  | 10623 | 11257 |
| 收入同比 (%)  | -10.0% | -4.5%  | 6.0%  | 6.0%  |
| 归属母公司净利润  | 1371   | 1005   | 1212  | 1337  |
| 净利润同比 (%) | 8.7%   | -26.7% | 20.6% | 10.3% |
| 毛利率 (%)   | 35.4%  | 34.3%  | 34.2% | 34.1% |
| ROE (%)   | 18.4%  | 11.9%  | 12.5% | 12.1% |
| 每股收益 (元)  | 1.43   | 1.04   | 1.26  | 1.39  |
| P/E       | 12.01  | 13.11  | 10.87 | 9.86  |
| P/B       | 2.22   | 1.56   | 1.36  | 1.20  |
| EV/EBITDA | 8.58   | 6.53   | 5.48  | 4.12  |

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 8 月 27 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        |
| <b>流动资产</b>    | 7251  | 7328  | 9608  | 10706 | <b>营业收入</b>     | 10494        | 10020        | 10623        | 11257        |
| 现金             | 2218  | 3397  | 4512  | 6509  | 营业成本            | 6776         | 6584         | 6989         | 7413         |
| 应收账款           | 1359  | 756   | 1369  | 883   | 营业税金及附加         | 150          | 140          | 149          | 158          |
| 其他应收款          | 454   | 43    | 484   | 75    | 销售费用            | 1011         | 912          | 956          | 991          |
| 预付账款           | 60    | 58    | 55    | 63    | 管理费用            | 792          | 852          | 839          | 844          |
| 存货             | 586   | 511   | 615   | 604   | 财务费用            | -11          | 44           | 38           | 49           |
| 其他流动资产         | 2574  | 2562  | 2574  | 2572  | 资产减值损失          | -36          | -8           | -10          | -9           |
| <b>非流动资产</b>   | 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          | 30           | 32           | 34           |
| 固定资产           | 4398  | 4670  | 4899  | 5171  | <b>营业利润</b>     | 1728         | 1241         | 1485         | 1639         |
| 无形资产           | 1598  | 1560  | 1527  | 1497  | 营业外收入           | 6            | 10           | 10           | 10           |
| 其他非流动资产        | 3077  | 2916  | 2846  | 2785  | 营业外支出           | 11           | 5            | 5            | 5            |
| <b>资产总计</b>    | 16372 | 16522 | 18927 | 20207 | <b>利润总额</b>     | 1722         | 1236         | 1490         | 1644         |
| <b>流动负债</b>    | 7634  | 6727  | 7865  | 7748  | 所得税             | 289          | 185          | 224          | 247          |
| 短期借款           | 1898  | 1898  | 1898  | 1898  | <b>净利润</b>      | 1433         | 1051         | 1267         | 1397         |
| 应付账款           | 1537  | 1279  | 1749  | 1504  | 少数股东损益          | 62           | 45           | 55           | 61           |
| 其他流动负债         | 4198  | 3549  | 4218  | 4346  | <b>归属母公司净利润</b> | 1371         | 1005         | 1212         | 1337         |
| <b>非流动负债</b>   | 973   | 973   | 973   | 973   | EBITDA          | 2003         | 1933         | 2103         | 2312         |
| 长期借款           | 728   | 728   | 728   | 728   | EPS (元)         | 1.43         | 1.04         | 1.26         | 1.39         |
| 其他非流动负债        | 245   | 245   | 245   | 245   |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 8606  | 7699  | 8838  | 8721  |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 313   | 358   | 413   | 473   | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 股本             | 963   | 969   | 969   | 969   | <b>会计年度</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 资本公积           | 1443  | 1443  | 1443  | 1443  | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 留存收益           | 5047  | 6053  | 7265  | 8601  | 营业收入            | -10.0%       | -4.5%        | 6.0%         | 6.0%         |
| 归属母公司股东权益      | 7453  | 8464  | 9676  | 11013 | 营业利润            | 6.4%         | -28.2%       | 19.7%        | 10.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 16372 | 16522 | 18927 | 20207 | 归属于母公司净利润       | 8.7%         | -26.7%       | 20.6%        | 10.3%        |
|                |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率 (%)         | 35.4%        | 34.3%        | 34.2%        | 34.1%        |
|                |       |       |       |       | 净利率 (%)         | 13.1%        | 10.0%        | 11.4%        | 11.9%        |
|                |       |       |       |       | ROE (%)         | 18.4%        | 11.9%        | 12.5%        | 12.1%        |
|                |       |       |       |       | ROIC (%)        | 11.3%        | 9.9%         | 10.0%        | 10.0%        |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率 (%)       | 52.6%        | 46.6%        | 46.7%        | 43.2%        |
|                |       |       |       |       | 净负债比率 (%)       | 110.8%       | 87.3%        | 87.6%        | 75.9%        |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 0.95         | 1.09         | 1.22         | 1.38         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 0.76         | 0.89         | 1.04         | 1.19         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.68         | 0.61         | 0.60         | 0.58         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 8.92         | 9.47         | 10.00        | 10.00        |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.46         | 4.68         | 4.62         | 4.56         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | 1.43         | 1.04         | 1.26         | 1.39         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流 (摊薄)    | 1.40         | 2.06         | 1.98         | 3.03         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | 7.74         | 8.79         | 10.05        | 11.44        |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 12.01        | 13.11        | 10.87        | 9.86         |
|                |       |       |       |       | P/B             | 2.22         | 1.56         | 1.36         | 1.20         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 8.58         | 6.53         | 5.48         | 4.12         |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 8 月 27 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达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。