

## 索菲亚 (002572.SZ)

## 短期业绩承压，积极探索海外市场

受地产环境影响，公司业绩短期承压。公司坚定“多品牌、全渠道、全品类”战略，持续拓品牌、扩品类、引流量，并积极开拓海外市场，多措并举为长期增长提供动力。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 13.01/14.17/15.23 亿元，对应 PE 为 10.2/9.4/8.7 x，维持“强烈推荐”投资评级。

事件：索菲亚发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 45.51 亿元/同比-7.68%，归母净利润为 3.19 亿元/同比-43.43%，扣非归母净利润 4.29 亿元/同比-19.32%，25H1 公允价值变动产生 1.73 亿元亏损拖累归母净利润表现。25Q2 营业收入 25.13 亿元/同比-10.84%，归母净利润 3.07 亿元/同比-23.01%，扣非归母净利润 2.78 亿元/同比-26.01%。

□多元品牌布局深化，渠道下沉与高端化并进。1) 索菲亚主品牌下滑主因客单价影响：主品牌索菲亚 25H1 实现营业收入 41.28 亿元/同比-7.09%，工厂端客单价 22340 元/同比-5.65%。2) 米兰纳渠道优势显现：米兰纳 25H1 实现营收 1.76 亿元/同比-26.53%，工厂端客单价 17285 元/同比+21.02%，四五线城市门店占比 65.91%同时收入贡献达 54.54%，凸显精准下沉市场定位。3) 高端品牌布局稳步落地：司米品牌逐步向整家转型，有望促进客单价提升，华鹤品牌 25H1 实现营业收入 0.56 亿元/同比-21.13%，逐步通过装企、电商等新渠道建设加速拓展高净值客群。

□整装业务覆盖拓宽，积极布局海外市场。25H1 经销/直营/大宗渠道分别实现营业收入 35.39/2.03/6.46 亿元，同比分别-9.57%/+27.59%/-11.95%。整装渠道受装修需求影响，25H1 营业收入 8.52 亿元/同比-13.24%，但整装渠道覆盖面进一步拓展，集成整装事业部合作装企增至 270 个，零售整装渠道合作装企达 2425 个。公司通过高端零售、工程项目和经销商等形式持续布局海外市场，已拥有 26 家海外经销商，覆盖 23 个国家及地区，25H1 出口业务收入 3430 万元/同比+39.49%。

□多品类融合销售成效体现。25H1 公司衣柜及配套产品/橱柜及配件/木门/其他主营产品实现营业收入 35.75/5.63/2.15/1.03 亿元，同比分别-8.54%/-7.77%/-18.24%/+106.24%。整家战略驱动多品类延伸成效显著，其他主营产品收入实现翻倍增长。

□毛利率略有承压，费用率上升拖累净利率。1) 25H1 公司毛利率 34.38%/同比-1.38pct，25Q2 毛利率 35.82%/同比-2.29pct，主因 24Q2 毛利率基数偏高及市场竞争加剧所致。2) 25Q2 期间费用率 20.52%/同比+0.76pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.90%/8.93%/2.49%/0.21%，同比分别-1.02 pct /+2.73 pct /-1.21 pct /+0.27pct。管理费用增长主因折旧及股权激励费用增加导致，销售人员薪酬减少优化销售费用，IPD 提高研发效率，研发费用节降。

□盈利预测及投资评级：公司坚定“多品牌、全渠道、全品类”战略，持续拓品牌、扩品类、引流量，并积极开拓海外市场，多措并举为长期增长提供动力。考虑到地产环境影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测为 13.01/14.17/15.23 亿元，对应 PE 为 10.2/9.4/8.7 x，维持“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：终端消费力下降、地产行业持续下行、行业竞争加剧、整家战略落

## 强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

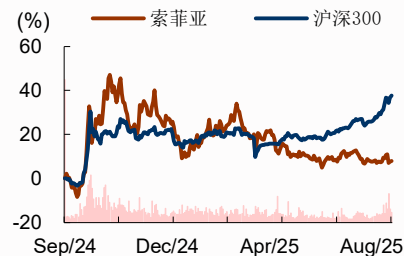
当前股价：13.78 元

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 总股本（百万股）    | 963    |
| 已上市流通股（百万股） | 651    |
| 总市值（十亿元）    | 13.3   |
| 流通市值（十亿元）   | 9.0    |
| 每股净资产（MRQ）  | 7.1    |
| ROE（TTM）    | 16.5   |
| 资产负债率       | 47.0%  |
| 主要股东        | 江淦钧    |
| 主要股东持股比例    | 21.54% |

## 股价表现

| %    | 1m  | 6m  | 12m |
|------|-----|-----|-----|
| 绝对表现 | -3  | -14 | 12  |
| 相对表现 | -11 | -30 | -25 |



## 相关报告

- 1、《索菲亚（002572）—2024 年业绩展现韧性，公允价值变动影响 Q1 业绩表现》2025-05-05
- 2、《索菲亚（002572）—Q2 业绩维持增长，持续推动“大家居”战略落地》2024-08-29
- 3、《索菲亚（002572）—Q3 利润表现靓丽，品牌品类势能持续释放》2023-10-31

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

地不及预期

财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 11666 | 10494 | 10595 | 11385 | 12241 |
| 同比增长       | 4%    | -10%  | 1%    | 7%    | 8%    |
| 营业利润(百万元)  | 1623  | 1728  | 1687  | 1843  | 1985  |
| 同比增长       | 26%   | 6%    | -2%   | 9%    | 8%    |
| 归母净利润(百万元) | 1261  | 1371  | 1301  | 1417  | 1523  |
| 同比增长       | 19%   | 9%    | -5%   | 9%    | 8%    |
| 每股收益(元)    | 1.31  | 1.42  | 1.35  | 1.47  | 1.58  |
| PE         | 10.5  | 9.7   | 10.2  | 9.4   | 8.7   |
| PB         | 1.9   | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 6384         | 7251         | 5976         | 6180         | 6617         |
| 现金             | 3495         | 2218         | 907          | 865          | 1039         |
| 交易性投资          | 782          | 1758         | 1758         | 1758         | 1758         |
| 应收票据           | 21           | 23           | 23           | 25           | 26           |
| 应收款项           | 995          | 1359         | 1372         | 1475         | 1586         |
| 其它应收款          | 67           | 454          | 458          | 492          | 529          |
| 存货             | 564          | 586          | 596          | 638          | 684          |
| 其他             | 461          | 854          | 862          | 926          | 996          |
| <b>非流动资产</b>   | 8171         | 9121         | 9552         | 9936         | 10277        |
| 长期股权投资         | 66           | 48           | 48           | 48           | 48           |
| 固定资产           | 3712         | 4398         | 5009         | 5552         | 6035         |
| 无形资产商誉         | 1668         | 1619         | 1457         | 1311         | 1180         |
| 其他             | 2725         | 3056         | 3039         | 3025         | 3014         |
| <b>资产总计</b>    | <b>14555</b> | <b>16372</b> | <b>15528</b> | <b>16115</b> | <b>16894</b> |
| <b>流动负债</b>    | 6246         | 7634         | 6393         | 6514         | 6806         |
| 短期借款           | 2022         | 1898         | 759          | 584          | 556          |
| 应付账款           | 1670         | 1668         | 1698         | 1818         | 1947         |
| 预收账款           | 1306         | 2282         | 2323         | 2486         | 2664         |
| 其他             | 1248         | 1785         | 1614         | 1626         | 1639         |
| <b>长期负债</b>    | 1030         | 973          | 973          | 973          | 973          |
| 长期借款           | 868          | 728          | 728          | 728          | 728          |
| 其他             | 163          | 245          | 245          | 245          | 245          |
| <b>负债合计</b>    | <b>7276</b>  | <b>8606</b>  | <b>7366</b>  | <b>7486</b>  | <b>7778</b>  |
| 股本             | 963          | 963          | 963          | 963          | 963          |
| 资本公积金          | 1424         | 1443         | 1443         | 1443         | 1443         |
| 留存收益           | 4628         | 5047         | 5385         | 5787         | 6205         |
| 少数股东权益         | 263          | 313          | 371          | 436          | 505          |
| 归属于母公司所有者权益    | 7015         | 7453         | 7791         | 8193         | 8611         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>14555</b> | <b>16372</b> | <b>15528</b> | <b>16115</b> | <b>16894</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024          | 2025E         | 2026E       | 2027E      |
|----------------|-------------|---------------|---------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2654        | 1345          | 1879          | 2071        | 2254       |
| 净利润            | 1323        | 1433          | 1359          | 1481        | 1592       |
| 折旧摊销           | 511         | 515           | 664           | 711         | 754        |
| 财务费用           | 90          | 43            | (11)          | (11)        | (12)       |
| 投资收益           | (22)        | (260)         | (170)         | (161)       | (135)      |
| 营运资金变动         | 772         | (296)         | 36            | 51          | 55         |
| 其它             | (21)        | (90)          | 0             | 0           | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (1725)      | (2263)        | (925)         | (934)       | (960)      |
| 资本支出           | (762)       | (603)         | (1095)        | (1095)      | (1095)     |
| 其他投资           | (964)       | (1659)        | 170           | 161         | 135        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 427         | (900)         | (2265)        | (1178)      | (1121)     |
| 借款变动           | 534         | 39            | (1313)        | (175)       | (28)       |
| 普通股增加          | 51          | 0             | 0             | 0           | 0          |
| 资本公积增加         | 556         | 19            | 0             | 0           | 0          |
| 股利分配           | (639)       | (963)         | (963)         | (1014)      | (1105)     |
| 其他             | (75)        | 4             | 11            | 11          | 12         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1355</b> | <b>(1818)</b> | <b>(1311)</b> | <b>(41)</b> | <b>173</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 11666       | 10494       | 10595       | 11385       | 12241       |
| 营业成本             | 7448        | 6776        | 6896        | 7382        | 7909        |
| 营业税金及附加          | 108         | 150         | 151         | 163         | 175         |
| 营业费用             | 1127        | 1011        | 927         | 1025        | 1102        |
| 管理费用             | 769         | 792         | 848         | 831         | 894         |
| 研发费用             | 413         | 374         | 254         | 296         | 318         |
| 财务费用             | 53          | (11)        | (11)        | (11)        | (12)        |
| 资产减值损失           | (314)       | (42)        | (12)        | (18)        | (6)         |
| 公允价值变动收益         | 88          | 22          | 49          | 53          | 41          |
| 其他收益             | 81          | 87          | 81          | 80          | 79          |
| 投资收益             | 22          | 260         | 40          | 29          | 14          |
| <b>营业利润</b>      | 1623        | 1728        | 1687        | 1843        | 1985        |
| 营业外收入            | 1           | 6           | 5           | 4           | 5           |
| 营业外支出            | 5           | 11          | 7           | 8           | 9           |
| <b>利润总额</b>      | 1619        | 1722        | 1685        | 1839        | 1981        |
| 所得税              | 296         | 289         | 325         | 358         | 389         |
| 少数股东损益           | 62          | 62          | 59          | 64          | 69          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1261</b> | <b>1371</b> | <b>1301</b> | <b>1417</b> | <b>1523</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 4%    | -10%  | 1%    | 7%    | 8%    |
| 营业利润           | 26%   | 6%    | -2%   | 9%    | 8%    |
| 归母净利润          | 19%   | 9%    | -5%   | 9%    | 8%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 36.2% | 35.4% | 34.9% | 35.2% | 35.4% |
| 净利率            | 10.8% | 13.1% | 12.3% | 12.4% | 12.4% |
| ROE            | 19.7% | 19.0% | 17.1% | 17.7% | 18.1% |
| ROIC           | 14.7% | 13.2% | 13.3% | 15.0% | 15.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 50.0% | 52.6% | 47.4% | 46.5% | 46.0% |
| 净负债比率          | 20.5% | 17.1% | 9.6%  | 8.1%  | 7.6%  |
| 流动比率           | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 速动比率           | 0.9   | 0.9   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率          | 12.4  | 11.8  | 11.7  | 12.0  | 12.0  |
| 应收账款周转率        | 9.8   | 8.8   | 7.6   | 7.9   | 7.9   |
| 应付账款周转率        | 4.6   | 4.1   | 4.1   | 4.2   | 4.2   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.31  | 1.42  | 1.35  | 1.47  | 1.58  |
| 每股经营净现金        | 2.76  | 1.40  | 1.95  | 2.15  | 2.34  |
| 每股净资产          | 7.28  | 7.74  | 8.09  | 8.51  | 8.94  |
| 每股股利           | 1.00  | 1.00  | 1.05  | 1.15  | 1.23  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 10.5  | 9.7   | 10.2  | 9.4   | 8.7   |
| PB             | 1.9   | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| EV/EBITDA      | 9.9   | 9.6   | 8.7   | 8.0   | 7.5   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。