

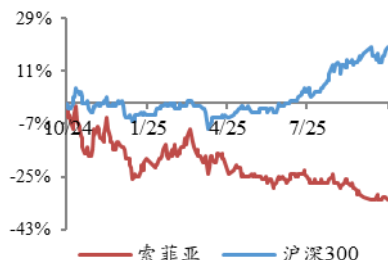
2025Q3 营收承压，积极布局海外市场

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-28

收盘价（元）	12.61
近 12 个月最高/最低（元）	20.36/12.33
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）	121
流通市值（亿元）	82

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

1.2025H1 业绩承压，积极布局海外市场 2025-08-28

2.25Q1 高基数影响营收增速，公允价值损益影响利润 2025-05-06

3.索菲亚：2024Q3 业绩承压，期待刺激政策成效 2024-10-31

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 70.08 亿元，同比下降 8.46%；实现归母净利润 6.82 亿元，同比下降 26.05%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 24.57 亿元，同比下降 9.88%；实现归母净利润 3.62 亿元，同比增长 1.44%。

● 内销市场承压，持续布局海外市场

2025 年前三季度，**品牌层面**，1) 索菲亚品牌：拥有城市运营商 1,793 位，专卖店 2,561 家，实现营业收入 63.52 亿元，同比下滑 7.81%，工厂端平均客单价 22,511 元/单。2) 米兰纳品牌：共有经销商 528 位，专卖店 556 家，实现营业收入 3.00 亿元，同比下滑 18.43%；工厂端平均客单价 17,662 元/单。3) 司米品牌：拥有经销商 132 位，专卖店 134 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 222 位，专卖店 270 家，实现营业收入 0.81 亿元。**渠道层面**，2025 年前三季度，公司整装渠道实现营业收入 13.93 亿元，同比下滑 14.12%。公司持续布局海外市场，公司已拥有 29 家海外经销商，覆盖了加拿大、澳大利亚、阿联酋、越南、泰国等 23 个国家/地区。

● 销售与管理费用率较为稳定，毛利率净利率同比提升

2025 年前三季度公司毛利率为 35.24%，同比-0.55pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.31%/8.49%/2.64%/0.27%，同比-0.30/+1.57/-1.11/+0.35pct；归母净利率为 9.73%，同比-2.31pct。2025 年第三季度公司毛利率为 36.83%，同比+0.97pct；销售/管理/研发/财务费用率为 9.37%/7.56%/2.57%/0.22%，同比+0.51/+0.72/-0.92/+0.39pct；归母净利率为 14.74%，同比+1.65pct。公司研发费用率下降主要系通过 IPD 项目提高研发效率，以及研发进度节奏调整所致；财务费用率提升主要系国补业务产生的银联手续费增加所致。

● 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，分别同比变动-4.5%/+6.0%/6.0%；归母净利润分别为 10.05/12.12/13.37 亿元，分别同比变动-26.7%/+20.6%/+10.3%；EPS 分别为 1.04/1.26/1.39 元，截至 2025 年 10 月 28 日，对应 PE 分别为 12.29/10.2/9.24 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	12.29	10.20	9.24
P/B	2.22	1.46	1.28	1.12
EV/EBITDA	8.58	6.11	5.09	3.76

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 28 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	7322	9602	10700	营业收入	10494	10020	10623	11257
现金	2218	3391	4506	6503	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
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	30	32	34
固定资产	4398	4670	4899	5171	营业利润	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
资产总计	16372	16516	18921	20201	利润总额	1722	1236	1490	1644
流动负债	7634	6727	7865	7748	所得税	289	185	224	247
短期借款	1898	1898	1898	1898	净利润	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	归属母公司净利润	1371	1005	1212	1337
非流动负债	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	主要财务比率				
负债合计	8606	7699	8838	8721	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	313	358	413	473	成长能力				
股本	963	963	963	963	营业收入	-10.0%	-4.5%	6.0%	6.0%
资本公积	1443	1443	1443	1443	营业利润	6.4%	-28.2%	19.7%	10.3%
留存收益	5047	6053	7264	8601	归属于母公司净利润	8.7%	-26.7%	20.6%	10.3%
归属母公司股东权	7453	8458	9670	11007	获利能力				
负债和股东权益	16372	16516	18921	20201	毛利率 (%)	35.4%	34.3%	34.2%	34.1%
现金流量表					净利率 (%)	13.1%	10.0%	11.4%	11.9%
单位:百万元					ROE (%)	18.4%	11.9%	12.5%	12.1%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	11.3%	9.9%	10.0%	10.0%
经营活动现金流	1345	1988	1903	2915	偿债能力				
净利润	1433	1051	1267	1397	资产负债率 (%)	52.6%	46.6%	46.7%	43.2%
折旧摊销	559	571	582	629	净负债比率 (%)	110.8%	87.3%	87.6%	76.0%
财务费用	43	89	89	117	流动比率	0.95	1.09	1.22	1.38
投资损失	-260	-30	-32	-34	速动比率	0.76	0.89	1.04	1.19
营运资金变动	-356	195	-27	783	营运能力				
其他经营现金流	1715	967	1318	638	总资产周转率	0.68	0.61	0.60	0.58
投资活动现金流	-2263	-726	-700	-801	应收账款周转率	8.92	9.47	10.00	10.00
资本支出	-599	-756	-732	-835	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	-70	12	14	每股收益	1.43	1.04	1.26	1.39
筹资活动现金流	-900	-89	-89	-117	每股经营现金流 (摊薄)	1.40	2.06	1.98	3.03
短期借款	-124	0	0	0	每股净资产	7.74	8.78	10.04	11.43
长期借款	-140	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	12.01	12.29	10.20	9.24
资本公积增加	-81	0	0	0	P/B	2.22	1.46	1.28	1.12
其他筹资现金流	-556	-89	-89	-117	EV/EBITDA	8.58	6.11	5.09	3.76
现金净增加额	-1818	1173	1114	1998					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 10 月 28 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。