

## 公司研究

## 毛利率同比提升，计提公允价值变动损失影响短期利润表现

## ——索菲亚（002572.SZ）2025 年报点评

## 买入（维持）

当前价：13.03 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

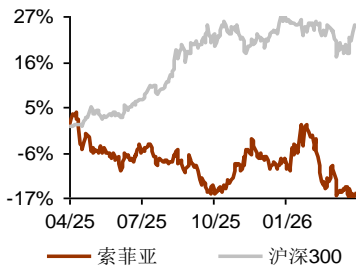
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	9.63
总市值(亿元):	125.49
一年最低/最高(元):	12.33/15.93
近3月换手率:	104.71%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.95	-3.43	-41.42
绝对	-3.98	-3.55	-16.06

资料来源：Wind

## 相关研报

宏观环境影响下收入承压，Q3 利润同比回正——索菲亚（002572.SZ）2025 年三季度报点评（2025-10-29）

锚定多品牌全渠道全品类战略，一季度受计提公允价值损失影响利润承压——索菲亚（002572.SZ）2024 年年报及 2025 年一季度报点评（2025-04-30）

## 要点

## 事件：

公司发布 2025 年报，2025 年公司实现营收为 93.7 亿元，同比-10.7%，实现归母净利润 9.0 亿元，同比-34.3%；其中 1Q/2Q/3Q/4Q2025 分别实现营收 20.4/25.1/24.6/23.6 亿元，同比-3.5%/-10.8%/-9.9%/-16.9%，1Q/2Q/3Q/4Q2025 分别实现归母净利润 0.1/3.1/3.6/2.2 亿元，同比-92.7%/-23.0%/+1.4%/-51.1%。

## 点评：

**坚定“多品牌、全品类、全渠道”战略，受行业周期影响收入暂时承压：**2025 年，分产品看，衣柜业务实现营收 72.9 亿元，同比-12.6%；橱柜业务实现营收 12.1 亿元，同比-3.5%；木门业务实现营收 4.2 亿元，同比-22.8%。分品牌看，索菲亚主品牌实现营收 84.6 亿元，同比-10.5%，索菲亚工厂端客单价为 2.3 万元，同比-2.3%；米兰纳实现营收 3.9 亿元，同比-22.7%，工厂端客单价达到 1.8 万元，同比+17.2%；司米品牌拥有经销商 121 位、专卖店 123 家，品牌实现从橱柜定制向整装定制的全面转型升级；华鹤品牌实现营收 1.14 亿元，同比-31.1%，拥有经销商 220 位、专卖店 265 家。分渠道看，经销商渠道实现营收 73.7 亿元，同比-13.6%；直营渠道实现营收 4.1 亿元，同比+13.7%；大宗渠道实现营收 12.4 亿元，同比-6.3%；整装渠道实现营收 19.2 亿元，同比-13.6%，截至 2025 年末，公司集成整装事业部已合作装企数量 259 个，覆盖全国 194 个城市及区域，已上样门店数量 735 家，零售整装业务已合作装企 2436 个，覆盖全国 1368 个市场及区域，已上样门店数量 2198 家。

**毛利率同比提升，计提公允价值损失影响利润表现：**2025 年公司毛利率为 35.7%，同比+0.3pcts；4Q2025，公司毛利率为 37.1%，同比+2.6pcts。分产品看，公司衣柜/橱柜/木门毛利率分别为 38.9%/24.7%/17.1%，分别同比+1.1/+2.7/-10.1pcts；分渠道看，公司经销/直营/大宗渠道毛利率分别为 39.5%/55.1%/4.6%，分别同比+0.7/+3.2/-0.2pcts。我们认为，公司毛利率的提升主要得益于原材料采购成本的降低、组织效能的提升和材料利用率的提高。

2025 年，公司期间费用率为 20.7%，同比持平，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.8%/8.2%/2.7%/0.0%，分别同比+0.2/+0.6/-0.8/+0.1pcts。公司研发费用率的降低主要原因系研发进度节奏调整所致。4Q2025，公司期间费用率为 20.7%，同比-1.2pcts，销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.4%/7.1%/3.0%/-0.8%，分别同比+1.7/-2.1/-0.1/-0.7pcts。

此外，因国联民生股价变动，2025 年公司计提 1.46 亿元公允价值变动损失，对利润表现产生了负面影响。

**顺应市场需求变化趋势，战略重心由“整家定制”升级为“全案定制”：**根据奥维云网数据，从 2024 年起全国存量房装修套数预估已超过新房装修套数，一方面存量房改造需求加速释放，另一方面，泛年轻一代成为装修主力，全屋“风格统一”成为当下消费者的核心需求之一。公司于今年开年，正式明确将企业战略重心从“整家定制”升级为“全案定制”，3 月“家居美学馆”正式启动全球招商，有望凭借“基装+定制+家品”三位一体的全案模式，更好契合市场需求、塑造“系统解决方案专家”的品牌形象。

**公司持续深耕存量、强化零售，维持“买入”评级：**考虑到家居行业目前尚处于调整阶段，市场竞争压力较大，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测至 10.8/11.7 亿元（下调幅度为 11%/13%），并新增 2028 年归母净利润预测为 12.8 亿元，2026-2028 年对应 EPS 分别为 1.12/1.22/1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍。公司作为家居龙头企业，深度聚焦存量市场挖掘与本地化服务落地，并推进多品牌矩阵零售化转型与品牌心智抢占，在行业周期底部抗风险能力较强，当前估值位于历史低位，维持“买入”评级。

**风险提示：**房地产销售不及预期的风险，存量改善型家装需求不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,494	9,367	9,845	10,541	11,399
营业收入增长率	-10.04%	-10.74%	5.10%	7.08%	8.13%
归母净利润（百万元）	1,371	901	1,075	1,173	1,282
归母净利润增长率	8.69%	-34.26%	19.26%	9.13%	9.27%
EPS（元）	1.42	0.94	1.12	1.22	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.39%	12.18%	13.95%	14.53%	15.12%
P/E	9	14	12	11	10
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,494	9,367	9,845	10,541	11,399
营业成本	6,776	6,023	6,355	6,789	7,334
折旧和摊销	463	499	493	529	567
税金及附加	150	135	142	152	165
销售费用	1,011	921	965	1,022	1,094
管理费用	792	764	778	806	855
研发费用	374	255	295	316	342
财务费用	-11	-1	0	-1	-1
投资收益	260	8	8	8	8
营业利润	1,728	1,153	1,411	1,532	1,666
利润总额	1,722	1,147	1,405	1,526	1,660
所得税	289	206	253	275	299
净利润	1,433	940	1,152	1,251	1,361
少数股东损益	62	39	77	78	79
归属母公司净利润	1,371	901	1,075	1,173	1,282
EPS(元)	1.42	0.94	1.12	1.22	1.33

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,345	-321	2,844	1,776	1,829
净利润	1,371	901	1,075	1,173	1,282
折旧摊销	463	499	493	529	567
净营运资金增加	-435	2,007	-799	110	229
其他	-53	-3,729	2,076	-36	-250
投资活动产生现金流	-2,263	451	-592	-897	-872
净资本支出	-599	-240	-800	-800	-800
长期投资变化	48	44	0	0	0
其他资产变化	-1,711	648	208	-97	-72
融资活动现金流	-900	-902	-2,009	-774	-828
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-180	-147	-1,239	31	48
无息负债变化	1,510	-2,572	256	198	126
净现金流	-1,818	-772	242	104	129

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	35.4%	35.7%	35.4%	35.6%	35.7%
EBITDA 率	19.3%	20.6%	19.3%	19.6%	19.8%
EBIT 率	14.4%	14.6%	14.3%	14.5%	14.8%
税前净利润率	16.4%	12.2%	14.3%	14.5%	14.6%
归母净利润率	13.1%	9.6%	10.9%	11.1%	11.2%
ROA	8.8%	6.9%	8.8%	9.1%	9.5%
ROE (摊薄)	18.4%	12.2%	13.9%	14.5%	15.1%
经营性 ROIC	19.1%	13.7%	15.4%	15.9%	16.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	53%	43%	38%	37%	37%
流动比率	0.95	0.92	0.99	1.01	1.04
速动比率	0.87	0.85	0.90	0.92	0.95
归母权益/有息债务	2.66	2.79	5.45	5.59	5.68
有形资产/有息债务	5.10	4.29	7.77	7.96	8.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	16,372	13,641	13,040	13,713	14,372
货币资金	2,218	1,234	1,477	1,581	1,710
交易性金融资产	1,758	989	790	790	790
应收账款	1,359	1,182	1,106	1,265	1,436
应收票据	23	4	10	11	11
其他应收款 (合计)	454	111	197	211	228
存货	586	410	435	460	493
其他流动资产	477	565	565	565	565
流动资产合计	7,251	5,167	4,683	4,990	5,346
其他权益工具	2	0	0	0	0
长期股权投资	48	44	44	44	44
固定资产	4,398	4,128	4,108	4,089	4,056
在建工程	136	21	105	169	217
无形资产	1,598	1,551	1,718	1,882	2,042
商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	909	673	673	673	673
非流动资产合计	9,121	8,474	8,357	8,723	9,026
总负债	8,606	5,887	4,904	5,133	5,307
短期借款	1,898	2,170	1,221	1,252	1,299
应付账款	1,537	1,150	1,271	1,358	1,467
应付票据	131	30	64	68	73
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	172	115	115	115	115
流动负债合计	7,634	5,627	4,718	4,947	5,121
长期借款	728	93	93	93	93
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	54	54	54	54
非流动负债合计	973	260	186	186	186
股东权益	7,766	7,754	8,136	8,580	9,065
股本	963	963	963	963	963
公积金	2,012	2,023	2,023	2,023	2,023
未分配利润	4,479	4,417	4,721	5,088	5,494
归属母公司权益	7,453	7,402	7,707	8,074	8,480
少数股东权益	313	352	429	507	586

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	9.64%	9.84%	9.70%	9.70%	9.60%
管理费用率	7.55%	8.15%	7.90%	7.65%	7.50%
财务费用率	-0.10%	-0.01%	0.00%	-0.01%	0.00%
研发费用率	3.57%	2.72%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	17%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.00	0.80	0.84	0.91	0.99
每股经营现金流	1.40	-0.33	2.95	1.84	1.90
每股净资产	7.74	7.69	8.00	8.38	8.81
每股销售收入	10.90	9.73	10.22	10.95	11.84

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	9	14	12	11	10
PB	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.6	7.8	7.2	6.7	6.2
股息率	7.7%	6.1%	6.4%	7.0%	7.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼