

索菲亚 (002572.SZ)

全案战略打开增量，短期承压无碍长期价值

核心观点：

- 索菲亚发布 2025 年报，25 年公司业绩延续下行，扣非净利润降幅小于表观增速。公司实现营业收入 93.67 亿元，同比下降 10.74%；归母净利润 9.01 亿元，同比下降 34.26%；扣非净利润 9.44 亿元，同比下降 13.62%。净利润大幅下滑主要系 2024 年同期投资收益 2.60 亿元及公允价值变动收益 0.22 亿元形成高基数，扣除该因素后经营性利润降幅约 14%，与营收降幅基本匹配。
- 多品牌矩阵稳健运营，数智化平台与出海贡献增量。索菲亚品牌收入 84.57 亿元，米兰纳 3.94 亿元，华鹤 1.14 亿元。衣柜 72.86 亿元 (-12.6%)，厨柜 12.08 亿元 (-3.5%)，木门 4.20 亿元 (-22.8%)。国补政策对终端需求有一定支撑，公司通过完善产品渠道积极应对地产压力。极点三维 DIY Home 营收 7.67 亿元、净利润 1.79 亿元。出口 0.85 亿元 (+12.8%)，连续三年正增长。
- 核心品类毛利率改善，研发费用率下降，公允价值变动拖累表观利润。综合毛利率 35.7% (+0.3pct)，衣柜 38.9% (+1.1pct)，厨柜 24.7% (+2.7pct)，木门 17.1% (-10.1pct)，受收入收缩拖累。研发费用 2.55 亿元 (-31.9%)，费用率 2.7% (-0.9pct)。公允价值变动损失 1.46 亿元，资产减值 0.37 亿元，叠加上年投资收益高基数，为净利降幅远大于营收降幅的主因。
- 盈利预测与投资建议：预计 26-28 年公司每股收益分别为 1.06/1.21/1.37 元/股，核心品类毛利率改善，全案定制 5.0 战略迭代驱动客单价提升，国补政策支撑终端需求，参考公司历史估值，高景气年份约 15-20xPE、24-25 年下探至 9-15xPE，当前 PE 约 14x 处于历史中低位，给予公司 26 年 15xPE 估值，合理价值 16.39 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示：地产周期下行风险；行业竞争加剧；应收账款回收风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,494	9,367	9,839	10,624	11,478
增长率 (%)	-10.0%	-10.7%	5.0%	8.0%	8.0%
EBITDA	2,036	1,926	1,784	1,973	2,174
归母净利润	1,371	901	1,025	1,166	1,319
增长率 (%)	8.7%	-34.3%	13.7%	13.8%	13.1%
EPS (元/股)	1.42	0.94	1.06	1.21	1.37
市盈率 (P/E)	12.1	14.5	11.9	10.4	9.2
ROE (%)	18.4%	12.2%	13.6%	15.1%	16.7%
EV/EBITDA	8.3	7.3	7.1	6.1	5.3

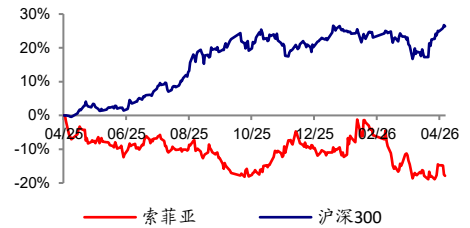
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.56 元
合理价值	16.39 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-23

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执业证号: S0260520110002



SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

相关研究：

一、盈利预测和投资建议

收入端，24-25年公司收入分别为104.94/93.67亿元，同比-10.0%/-10.7%，定制家具行业仍处于市场调整期，预计26-28年公司收入分别98.39/106.24/114.78亿元，YOY分别+5.0%/+8.0%/+8.0%。分拆业务看：（1）定制衣柜及其配件：24-25年收入分别83.33/72.86亿元，同比-11.5%/-12.6%，25年衣柜销量同比下降16.55%，经销商渠道承压为主因，预计26-28年收入77.15/84.10/91.33亿元，YOY分别+5.9%/+9.0%/+8.6%，索菲亚品牌核心品类受益于全案定制5.0战略迭代与5A高标准体系引领，国补政策对终端需求形成支撑。（2）定制厨柜及其配件：24-25年收入分别12.52/12.08亿元，同比+0.6%/-3.5%，司米品牌处于从橱柜定制向高端整案定制的全面转型升级期，预计26-28年收入12.46/13.08/14.00亿元，YOY分别+3.1%/+5.0%/+7.0%，战略升级后品类有望企稳回升。（3）木门：24-25年收入分别5.44/4.20亿元，同比-7.6%/-22.8%，25年木门销量同比下降11.54%，华鹤品牌收入仅1.14亿元，仍处于品牌培育与渠道拓展阶段，预计26-28年收入4.08/4.20/4.41亿元，YOY分别-2.9%/+3.0%/+5.0%，华鹤品牌聚焦高端木作赛道，短期承压后预计逐步企稳。（4）其他业务：24-25年收入分别1.95/2.34亿元，同比-6.7%/+20.0%，预计26-28年收入2.46/2.58/2.71亿元，YOY分别+5.1%/+5.0%/+5.0%，保持稳定增长。（5）地板销售安装及加工收入：24-25年收入分别1.71/2.19亿元，同比-19.7%/+28.1%，波动较大，预计26-28年收入2.23/2.28/2.32亿元，YOY分别+2.1%/+2.0%/+2.0%，低位平稳运行。

毛利率方面，24-25年公司毛利率分别为35.4%/35.7%，同比-0.7/+0.3pct。25年核心品类衣柜和厨柜毛利率分别同比+1.1/+2.7pct，但木门毛利率大幅下滑10.1pct形成拖累。预计26-28年公司毛利率分别为35.5%/36.2%/36.8%，其中：（1）定制衣柜及其配件：24-25年毛利率分别37.7%/38.9%，材料成本下降与规模效应共同驱动毛利率提升，预计26-28年毛利率分别38.5%/39.0%/39.5%，受益于产品结构优化与规模效应持续释放。（2）定制厨柜及其配件：24-25年毛利率分别为22.0%/24.7%，预计26-28年毛利率分别24.5%/25.0%/25.5%，规模恢复带动固定成本摊薄。（3）木门：24-25年毛利率分别27.2%/17.1%，主要是材料成本上升，预计26-28年毛利率分别18.0%/20.0%/22.0%，收入恢复带动产能利用率提升，毛利率逐步修复。（4）其他业务：24-25年毛利率分别为72.2%/55.7%，预计26-28年毛利率均维持55.0%，保持稳定。（5）地板销售安装及加工收入：24-25年毛利率分别5.9%/5.2%，预计26-28年毛利率均维持5.0%，保持稳定。

表1: 营收拆分 (单位: 百万元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
定制衣柜及其配件					
收入	8333	7286	7715	8410	9133
增长率 (%)	-11.5%	-12.6%	5.9%	9.0%	8.6%
毛利率 (%)	37.7%	38.9%	38.5%	39.0%	39.5%
定制厨柜及其配件					
收入	1252	1208	1246	1308	1400
增长率 (%)	0.6%	-3.5%	3.1%	5.0%	7.0%

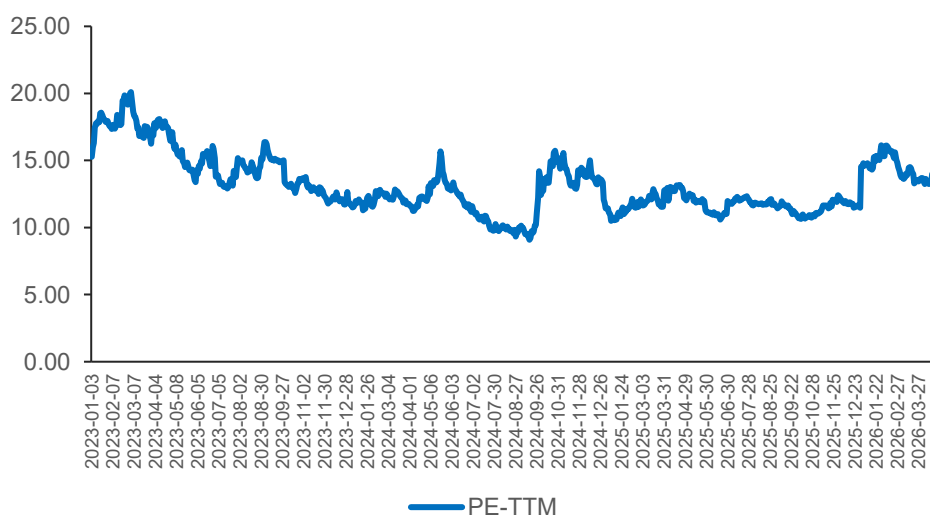
毛利率 (%)	22.0%	24.7%	24.5%	25.0%	25.5%
木门					
收入	544	420	408	420	441
增长率 (%)	-7.6%	-22.8%	-2.9%	2.9%	5.0%
毛利率 (%)	27.2%	17.1%	18.0%	20.0%	22.0%
其他业务					
收入	195	234	246	258	271
增长率 (%)	-7.0%	20.2%	5.0%	4.9%	5.0%
毛利率 (%)	72.2%	55.7%	55.0%	55.0%	55.0%
地板销售安装及加工收入					
收入	171	219	223	228	232
增长率 (%)	-19.8%	28.1%	1.9%	2.2%	1.8%
毛利率 (%)	5.9%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
合计					
收入	10494	9367	9839	10624	11478
增长率 (%)	-10.0%	-10.7%	5.0%	8.0%	8.0%
毛利率 (%)	35.4%	35.7%	35.5%	36.2%	36.8%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

费用端, 预计26-28年销售费用率9.8%/9.7%/9.7%, 规模效应下略有下行; 预计26-28年管理费用率8.2%/8.1%/8.1%, 基本保持稳定; 预计26-28年研发费用率2.9%/2.9%/2.9%, 较2025年(2.7%)略有回升, 主要系研发进度节奏调整所致。

综上, 预计26-28年公司每股收益分别为1.09/1.27/1.45元/股, 核心品类毛利率改善, 全案定制5.0战略迭代驱动客单价提升, 国补政策支持终端需求, 参考公司历史估值, 高景气年份约15-20xPE、24-25年下探至9-15xPE, 当前PE约14x处于历史中低位, 给予公司26年15xPE估值, 合理价值16.39元/股, 给予"买入"评级。

图 1: 索菲亚历史估值情况



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

（一）地产周期下行风险

2025年全国住宅竣工面积同比下降20.2%，定制家居作为地产后周期行业，公司营收与地产景气度高度相关，终端需求短期仍承压。

（二）行业竞争加剧

传统家居企业加速向定制领域转型，家装、地板等细分行业玩家涌入，竞争从单一产品价格升级为品牌、渠道、服务的综合维度，盈利空间面临挤压。

（三）应收账款回收风险

大宗渠道以房地产企业为主要客户，地产行业融资偏紧，若客户经营持续恶化，公司应收账款与商业承兑汇票面临无法回收的风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	7,251	5,167	6,630	7,611	8,887
货币资金	2,218	1,234	2,549	3,426	4,593
应收及预付	1,488	1,272	1,407	1,489	1,576
存货	586	410	423	443	464
其他	2,959	2,250	2,251	2,253	2,255
非流动资产总额	9,121	8,474	8,142	7,806	7,465
长期股权投资	48	44	44	44	44
固定资产	4,398	4,129	3,841	3,548	3,252
在建工程	136	21	21	21	21
使用权资产	73	43	43	43	43
无形资产	1,598	1,551	1,507	1,463	1,419
其他	2,869	2,687	2,687	2,687	2,687
资产总额	16,372	13,641	14,772	15,417	16,353
流动负债总额	7,634	5,627	6,565	6,989	7,676
短期借款	1,898	2,170	3,006	3,273	3,808
应付及预收	3,951	1,807	1,908	2,066	2,218
其他	1,785	1,650	1,650	1,650	1,650
非流动负债总额	973	260	260	260	260
长期借款	728	93	93	93	93
应付债券	0	0	0	0	0
其他	245	168	168	168	168
负债总额	8,606	5,887	6,825	7,249	7,936
股本	963	963	963	963	963
其他	6,490	6,439	6,588	6,758	6,949
归母权益合计	7,453	7,402	7,551	7,721	7,912
少数股东权益	313	352	396	447	504
负债和股东权益	16,372	13,641	14,772	15,417	16,353

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,494	9,367	9,839	10,624	11,478
营业成本	6,776	6,023	6,343	6,780	7,255
营业税金及附加	150	135	143	154	166
销售费用	1,011	921	964	1,035	1,116
管理费用	792	764	802	861	924
研发费用	374	255	285	308	333
财务费用	-11	-1	63	68	70
资产信用减值损失	-44	-33	0	0	0
公允价值变动收益	22	-146	0	0	0
投资收益	260	8	8	8	8
营业利润	1,728	1,153	1,310	1,490	1,685
营业外收支	-6	-6	-6	-6	-6
利润总额	1,722	1,147	1,304	1,484	1,679
所得税费用	289	206	235	267	302
合并净利润	1,433	940	1,070	1,217	1,377
少数股东损益	62	39	44	51	57
归母净利润	1,371	901	1,025	1,166	1,319
EPS (元/股)	1.42	0.94	1.06	1.21	1.37

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,345	-321	1,511	1,780	1,944
合并净利润	1,433	940	1,070	1,217	1,377
折旧摊销	559	595	418	422	427
营运资金变动	-363	-1,811	-47	54	42
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-2,263	451	399	-78	-78
资本性开支	-599	-240	-86	-86	-86
投资	-1,684	668	0	0	0
其他	21	24	485	8	8
融资活动现金流净额	-900	-902	-118	-824	-699
股本融资	2	0	0	0	0
债权融资	148	128	836	267	535
股利分配与偿付利息	-987	-1,006	-954	-1,091	-1,234
其他	-64	-24	0	0	0
现金净增加额	-1,818	-772	1,792	877	1,167
期初现金余额	3,347	1,529	757	2,549	3,426
期末现金余额	1,529	757	2,549	3,426	4,593

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-10.0%	-10.7%	5.0%	8.0%	8.0%
营业利润增长率	6.4%	-33.3%	13.7%	13.7%	13.1%
归母净利增长率	8.7%	-34.3%	13.7%	13.8%	13.1%
获利能力					
毛利率	35.4%	35.7%	35.5%	36.2%	36.8%
净利率	13.7%	10.0%	10.9%	11.5%	12.0%
ROE	18.4%	12.2%	13.6%	15.1%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	52.6%	43.2%	46.2%	47.0%	48.5%
有息负债率	16.0%	16.6%	21.0%	21.8%	23.9%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
利息保障倍数	34.1	30.5	17.6	16.5	16.4
营运能力					
应收账款周转率	8.9	7.4	7.5	7.7	7.8
存货周转率	11.6	14.7	15.0	15.3	15.7
应付账款周转率	4.4	5.2	5.2	5.1	5.1
每股指标					
每股收益	1.42	0.94	1.06	1.21	1.37
每股净资产	7.74	7.69	7.84	8.02	8.22
每股经营现金流	1.40	-0.33	1.57	1.85	2.02
估值比率					
PE	12.1	14.5	11.9	10.4	9.2
PB	2.2	1.8	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.3	7.3	7.1	6.1	5.3

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：资深分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。