# 索菲亚（002572.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2025年9月9日

## 基本信息

| | |
|---|---|
| 所属行业 | 消费品 |
| 当前股价 | 13.62 |
| 总市值 | 131.17亿 |
| PE-TTM | 11.65 |
| PB-MRQ | 1.92 |

## 估值结果

| | | |
|---|---|---|
| DDM估值 | 价值 | 175.27亿 |
| | 上行空间 | 34% |
| | 状态 | 偏低估 |
| 动态估值 | 价值 | 166.49亿 |
| | 上行空间 | 27% |
| | 状态 | 偏低估 |

## 四维评级

| | |
|---|---|
| 成长空间 | ★½☆☆☆ |
| 盈利趋势 | ★★★☆☆ |
| 产业格局 | ★★★½☆ |
| 护城河 | ★★★★★ |

## 核心评级结论

索菲亚是中国定制家居行业领军企业，专注于全屋定制家具的研发、生产与销售，旗下拥有覆盖中高端、大众及高精人群的多品牌矩阵，并率先在A股上市推动行业标准化发展。

公司所处的定制家具属于地产后周期行业，随着我国房地产市场越过繁荣的顶点，公司未来的成长空间不算太大。但随着存量房的占比提升，未来家居市场的需求有望回暖，未来景气预计有所改善。定制家具市场较为分散，且基于“先款后货”的商业模式，对下游拥有一定的议价权，产业格局较好。得益于较深的品牌影响力和渠道护城河，公司在行业下行周期仍然维持了较高的盈利能力，公司的护城河较深。

基于我们对未来地产周期的反转和存量房占比提升的假设，叠加公司市场份额逐步走高，公司的估值处于偏低估区间，仍有较大的上行空间。

## 我们区别于市场的观点

市场认为，随着地产销售持续恶化，家居市场需求同步收缩；索菲亚作为定制家居龙头，受行业因素影响，业绩亦可能出现大幅下滑。

我们认为，当前存量房的需求占比已接近60%，随着存量住房翻新及二手房规模的提升，后续整体家居市场维持相对稳健的增速。此外，对比海外成熟公司，我国家居市场龙头的市占率仍较低，索菲亚的市场份额仍有较大提升空间。

## 风险提示

地产需求下滑超预期，行业拐点或将延后；居民消费降级或导致白牌家居占比提升，品牌家居份额提升的逻辑有所削弱，公司业绩不及预期。

# 内容目录

1. 基本信息 ..... 4
2. 业务介绍 ..... 4
3. 商业模式 ..... 4
3.1 资产强度 ..... 4
3.2 营销强度 ..... 5
3.3 客户集中度 ..... 5
4. 历史经营绩效 ..... 5
4.1 历史盈利能力 ..... 5
4.2 历史成长能力 ..... 5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 ..... 6
4.4 股东回报评级 ..... 6
5. 四维评级 ..... 6
5.1 成长空间 ..... 6
5.2 盈利趋势 ..... 7
5.3 产业格局 ..... 7
5.4 护城河 ..... 7
6. 公司估值 ..... 8
6.1 核心假设及逻辑 ..... 9
6.2 动态估值 ..... 10
6.3 DDM估值 ..... 10
6.4 估值确定性 ..... 10

# 图表目录

图1：预测2025年收入占比 ..... 4
图2：预测2025年毛利占比 ..... 4
图3：近年公司盈利能力趋势图 ..... 5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 ..... 5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... 6
图6：近年股东回报能力趋势图 ..... 6

表1：护城河详解表 ..... 8
表2：公司整体业绩预测 ..... 9
表3：公司分业务业绩预测 ..... 10
表4：公司整体及分业务动态估值 ..... 10
表5：公司整体及分业务DDM估值 ..... 10

# 1. 基本信息

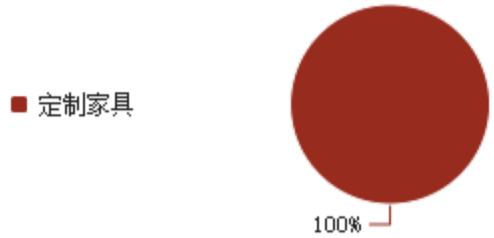
索菲亚是一家中国知名的定制家居企业，其主要从事定制柜、橱柜、木门、墙地一体等产品的研发、生产和销售，为消费者提供一站式家居解决方案。公司拥有“索菲亚”“司米”“华鹤”“米兰纳”等品牌，覆盖中高端到大众市场。作为国内首家上市的定制家居企业，索菲亚是定制家居行业的一线品牌。

# 2. 业务介绍

**对于索菲亚公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：**

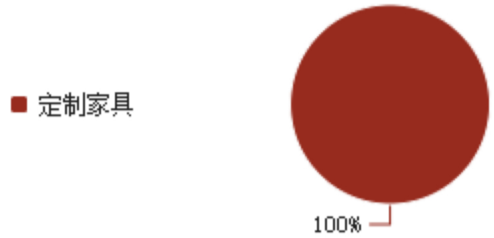
定制家具：
定制家具是根据消费者的个性化需求（如空间尺寸、功能偏好、风格审美），通过设计、生产、安装一体化流程打造的家具产品，核心是“按需定制”。截至2024年，索菲亚已形成覆盖衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板等九大品类的“整家定制”生态体系，实现从单品到全屋的一站式服务能力。公司的业务市场界定为中国国内的定制家具行业。

图1：预测2025年收入占比




数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比




数据来源：公司财报，壹评级

# 3. 商业模式

索菲亚主要从事定制家具的生产和旗下品牌的营销，并通过经销渠道、直营渠道、大宗渠道、整装渠道等渠道进行销售，属于传统制造业。

公司采用“设计+生产+渠道”一体化商业模式。公司借“1+N+X”战略升级经销商为城市运营商，以多业态门店、全域共创伙伴拓客，客户来源分散，客户集中度低。营销上，公司投入较多的营销费用，多重渠道引流，以实现家居产品的对外销售。

## 3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | **较高** | 高

索菲亚属于传统制造业，国内拥有8个生产基地，固定资产规模相对较大，固定资产周转天数达139天，资产的周转速度较慢，资产强度较高。

## 3.2 营销强度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

定制家具流量为王，企业需要持续投营销以吸引客流，强化公司品牌。这也使得大型定制家具企业的品牌属性较重，投入营销费用较多。索菲亚的营销费用率超过9%，略高于行业平均水平，相比全A测算，公司的营销强度中等。

## 3.3 客户集中度

低 | **较低** | 中等 | 较高 | 高

定制家具主要面对C端客户，客户集中度较低。2024年，公司前五大客户集中度达11.97%，客户较为分散。

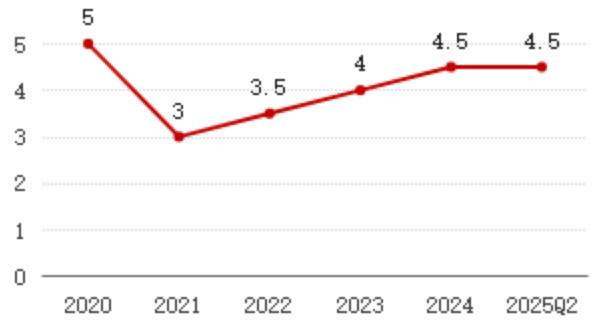
# 4. 历史经营绩效

作为地产后周期企业，索菲亚的业绩受地产周期波动影响较大。随着地产周期下行，公司的成长能力星级持续下滑。但公司高度重视股东回报，分红水平较高，股东回报情况较好。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★½

图3：近年公司盈利能力趋势图



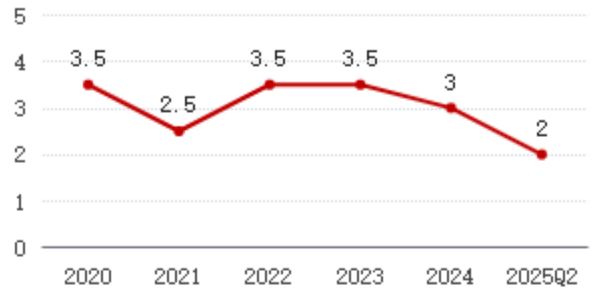

数据来源：公司财报，壹评级

整体来看，基于公司强大的品牌影响力和销售渠道，公司的盈利能力较强。从趋势上来看，公司的盈利能力趋势呈现出V字型。2021年受到恒大暴雷影响，公司大幅度计提减值，当年盈利能力明显恶化。2022-2025年，随着公司持续精益生产，叠加原材料价格下跌，公司的毛利率持续上行，盈利能力持续改善。

## 4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



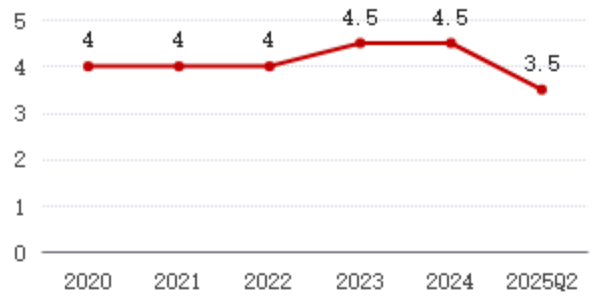

数据来源：公司财报，壹评级

作为地产后周期企业，索菲亚的业绩受地产周期波动影响较大。近年地产需求低迷，公司的业绩恶化，成长能力一般。2021年，受到恒大暴雷的影响，公司对应收账款和应收票据大幅度计提减值，当年业绩大幅度恶化。2022年，低基数效应下，公司的业绩增速有所提升。2023-2024年，因竣工面积收缩，公司的业绩增速再次下行。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★⯪☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



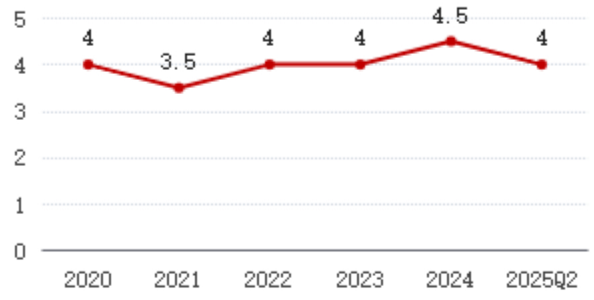

数据来源：公司财报，壹评级

整体来看，公司商业模式较好，对客户多采取“先款后货”的模式，对下游议价能力较强，能够占用较多上下游的款项开展业务。2024年，公司的上下游净占款/净资产超过30%，业务控制力较强。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图




数据来源：公司财报，壹评级

公司高度重视股东回报，近年延续了高比例分红政策，2024年分红总额占当年归母净利润的70.2%，分红水平较高，股东回报情况较好。

## 5. 四维评级

作为地产后周期企业，随着地产已经越过了繁荣的顶点，整体的成长性一般。从盈利趋势的角度来看，随着新房占比下降，以二手房为首的存量房需求占比将持续提升，家居需求相对较为稳定。这也意味着整体家居的需求将边际改善，盈利能力将有所提升。公司的C端属性较强，下游的客户和上游的供应商均较为分散，整体的竞争格局较好。基于公司强大的渠道和品牌护城河，公司拥有较多的超额利润，护城河的持续性较强。

## 5.1 成长空间

★⯪☆☆☆

作为地产后周期企业，随着地产见顶回落，我们认为公司在2024-2029年的营业收入能够维持小幅增长的成长速度，成长性较弱。

定制家具(1.5星)：

公司属于地产后周期行业，随着我国房地产市场已经越过了繁荣的顶点，公司未来的成长空间不算太大。但从长期来看，公司的业绩并不会和地产一样持续下行，主要系二手房等存量房将逐步成为家装需求主力，家具市场的规模会趋于稳定。此外，相比于海外成熟公司，我国家具龙头的市占率仍然偏低，我们认为公司在2024-2029年的营业收入能够维持1%的成长速度，成长性一般。

## 5.2 盈利趋势 ★★★☆☆

伴随房地产市场整体规模持续走低，以二手房为核心的存量房需求占比不断攀升，这一趋势将推动家居行业整体需求实现边际回暖，带动企业盈利能力逐步修复。

定制家具(3星)：

随着新房的基数持续下行，以二手房为首的存量房的需求占比将逐步提升，家居需求相对较为稳定，整体家居的需求将边际改善。从过去的情况来看，由于公司强大的品牌和渠道壁垒，公司的盈利情况即便在周期下行期亦能维持相对稳定，我们预计随着未来家居需求的边际改善，公司的盈利能力或有修复，盈利趋势向好。

## 5.3 产业格局 ★★★½☆

定制家具行业存在较强的定制属性，公司的C端属性较强，下游的客户和上游的供应商均较为分散，整体的竞争格局较好。

定制家具(3.5星)：

整体来看，索菲亚的产业格局较好。定制家具行业存在较强的定制属性，渠道库存几乎为零，反映出定制家居相对于白电等行业价格竞争烈度相对较低；公司的C端属性较强，下游的客户和上游的供应商均较为分散，竞争格局较为分散，公司的议价权相对较强，产业格局良好。

## 5.4 护城河 ★★★★★

作为定制家具龙头，基于公司强大的品牌力和销售渠道，产业链地位高，护城河较深。尽管整装等新渠道的崛起带来公司渠道多元化发展，然而整装渠道话语权倾向于家装公司，索菲亚渠道护城河随着时间流逝会有一定的衰退。但考虑到家装公司格局极其分散，单一家装企业对定制家具企业的议价权相对有限，因此我们认为整体的渠道护城河持续性较强。

表1：护城河详解表

| | 护城河宽度及解释 | 护城河持续性及解释 |
|---|---|---|
| 定制家具 | (4.5星)经壹评级调整，索菲亚经调整后的ROIC高达23%，拥有较高的超额利润。公司作为家居龙头之一，产业链地位相对较高，业务控制力星级为3.5颗星，上下游占款能力尚可。 | (4星)公司的超额利润主要来源于其渠道护城河和品牌护城河。1）渠道护城河：公司拥有较广的渠道网络和实力强劲的经销商，截至2025年上半年，索菲亚全国零售店覆盖1,800多个城市，实现全域流量触达，公司的渠道护城河较强。随着整装等新渠道的持续崛起，公司的渠道护城河受到一定程度的削弱。但考虑到家装公司的格局极其分散，单一家装公司对定制家具企业的议价权相对有限，因此我们认为渠道护城河受到威胁的程度相对有限；2）品牌护城河：索菲亚通过多品牌战略实现了全市场覆盖，形成了完整的品牌矩阵，并拥有一定的品牌溢价。护城河的持续性来看，作为耐用品，定制家具形成品牌需要时间的积淀，品牌护城河持续性较强。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于我们对未来地产周期的反转和存量房占比的提升的假设，叠加公司市场份额的逐步提升，公司的估值处于偏低估区间，仍有较大的上行空间。

## 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为定制家具业务，业务的预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

考虑到公司过去的业绩表现和整个家装市场几乎同步，因此我们更多的参考对家装市场的预测来预测公司的收入情况。

1、家装市场预测：

随着新房销售大潮的结束，二手房客户更多的对房子进行局部的装修,存量房的占比持续提升。自92年房改以来，竣工规模快速攀升，目前我国房龄超过20年的房子超过2000万套，存在较大的更新空间。

随着时间的推移，我国家居市场将以存量房需求为主。根据我们的测算，由于2024-2025年的竣工规模快速下滑，对整体的市场规模形成拖累，2024-2025年市场持续承压。但随着存量住房翻新和二手房规模的提升，未来会变成一个以存量房翻新为主的市场。

在此基础上，我们预测我国家装市场在25-26年仍将持续承压，但跌幅略有收窄。2027年以后家装市场的收入增速逐渐转正并维持相对稳健的成长速度。

2、公司收入与利润预测：

营业收入假设：考虑到周期将于26-27年逐步见底，且参考公司的历史业绩韧性十足。我们预测其表现将部分优于行业，假设2025-2026年的收入仍将负增长，每年同比下滑大个位数，2027-2030年，随着存量房占比的提升和地产周期的反转，公司的营业收入有所修复，营业收入维持小个位数的增速。

毛利率：受到地产下行及消费降级的影响，我们预计25-26年公司的毛利率会有所下行，毛利率逐步下降至33%左右；随着周期在2026年以后转为上行，公司2027-30年的毛利率逐步上修35%左右。

费用率：综合考虑到公司收入下滑对费用率的影响，以及公司降本增效的措施，我们预计公司的费用率维持基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

| 索菲亚 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 收入(亿) | 112.2 | 116.7 | 104.9 | 97.6 | 92.7 | 94.6 | 99.3 | 105.3 |
| 归母净利润(亿) | 10.6 | 12.6 | 13.7 | 10.8 | 9.5 | 9.4 | 10.6 | 11.7 |
| 归母净利润增速(%) | 768.7 | 18.4 | 8.7 | -21.3 | -12.3 | -0.5 | 13.1 | 9.7 |
| 经营性净利润(亿) | 10.1 | 12.1 | 11.7 | 9.8 | 8.5 | 8.4 | 9.7 | 10.8 |
| 经营性净利润增速(%) | 1219.9 | 20.1 | -2.7 | -16.1 | -14.1 | -0.6 | 15.3 | 11.1 |
| 经营性归母净利润(亿) | 9.9 | 11.5 | 11.2 | 9.4 | 8.1 | 8.0 | 9.3 | 10.3 |
| 经营性归母净利润增速(%) | 1540.0 | 15.7 | -2.4 | -16.1 | -14.1 | -0.6 | 15.3 | 11.1 |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 定制家具 | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 收入(亿) | 112.2 | 116.7 | 104.9 | 97.6 | 92.7 | 94.6 | 99.3 | 105.3 |
| 收入增速(%) | 7.8 | 3.9 | -10.0 | -7.0 | -5.0 | 2.0 | 5.0 | 6.0 |
| 经营性净利润(亿) | 10.1 | 12.1 | 11.7 | 9.8 | 8.5 | 8.4 | 9.7 | 10.8 |
| 经营性净利率(%) | 9.0 | 10.3 | 11.2 | 10.1 | 9.1 | 8.9 | 9.8 | 10.2 |
| 经营性净利润增速(%) | 1219.9 | 20.1 | -2.7 | -16.1 | -14.1 | -0.6 | 15.3 | 11.1 |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务 | 半显性期CAGR | 增速描述 | 产业格局 | 护城河持续性 | 贴现率 | 综合倍数 | 有效盈利预测(亿) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 定制家具 | 4.8% | 中低 | 较好 | 较强 | 8.3% | 13.2 | 10.6 |
| 业务 | 显性期价值 | 显性期后价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值 |
| 定制家具(亿) | 44.2 | 101.5 | 145.7 | 23.8 | 3.0 | - | 166.5 |
| 公司整体测算(亿) | 44.2 | 101.5 | 145.7 | 23.8 | 3.0 | - | 166.5 |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务 | 预测期价值 | 永续期价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 定制家具(亿) | 93.2 | 61.3 | 154.5 | 23.8 | 3.0 | - | 175.3 |
| 公司整体测算(亿) | 93.2 | 61.3 | 154.5 | 23.8 | 3.0 | - | 175.3 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★☆☆

整体来看，索菲亚历史上的营业收入的预测性较强，但利润的波动性较大，可预测性较差。此外，随着地产的下行，家居行业的收入规模和索菲亚远期的市占率均存在一定的不确定性，估值的确定性一般。

# 附注

## 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5 | 4.5 | 4 | 3.5 | 3 | 2.5 | 2 | 1.5 | 1 | 0.5 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 比例 | 3% | 7% | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3% |

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

## DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

## 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间 | X<-50% | -50%≤X<-30% | -33%≤X<-20% | -20%≤X<25% | 25%≤X<50% | 50%≤X<100% | X≥100% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 估值状态 | 严重高估 | 高估 | 偏高估 | 合理估值 | 偏低估 | 低估 | 严重低估 |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。