

索菲亚 (002572.SZ)

2020年09月05日

深度复盘：潜心变革近二载，又到一鸣惊人时

——公司深度报告

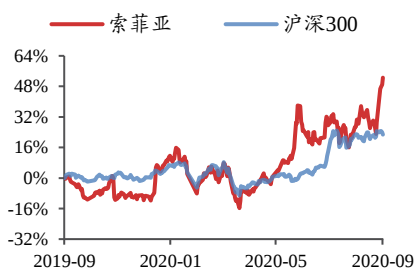
投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2020/9/4
当前股价(元)	28.59
一年最高最低(元)	29.07/16.20
总市值(亿元)	260.85
流通市值(亿元)	182.25
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.37
近3个月换手率(%)	171.28

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q2 各品类均显著改善，业绩前瞻指标持续向好》-2020.8.31

《公司信息更新报告-终端服务能力再升级，零售复苏拐点预期将至》-2020.6.30

《公司信息更新报告-一季度业绩受疫情影响，建议关注后续修复机会》-2020.4.21

● **潜心变革近两年，竞争格局演化和内部优化超出市场预期，维持“买入”评级**

本篇报告将索菲亚发展历程划分为三个阶段：行业红利期快速粗放式增长，红利消退初期经历阵痛，积极变革后成果初显。经过复盘后，我们发现市场对于索菲亚仍延续了调整阵痛期的低预期，公司估值相对较低。但我们认为通过2019年后近两年的积极变革，索菲亚的内部优化和外部行业演化趋势已超出市场预期。维持盈利预测不变，预计2020-2022年归母净利润11.89/13.35/15.40亿元，对应EPS为1.30/1.46/1.69元，当前股价对应PE为22/20/17倍，维持“买入”评级。

● 行业红利期粗放式增长，行业增速下滑后迎来调整阵痛期

2017H1前，需求景气叠加定制渗透率提升，索菲亚迎来戴维斯双击，PE中枢一度维持在45倍左右，并且高业绩增速持续消化高估值，定制家居行业市场偏好也达到近年顶点。但在地产政策收紧等因素影响下，2017Q4起索菲亚等定制家居企业利润增速开始下滑，进而导致定制行业的市场偏好出现分歧，索菲亚估值逐渐下行。2018H2，地产数据持续下行以及工程渠道兴起，索菲亚等定制家居零售龙头公司竞争格局进一步恶化。公司缺陷也被市场放大（经销商管控乏力、品类拓展难度大、工程渠道占比低），公司估值从而下杀至明显低于同业竞争对手。

● 公司内部积极变革，行业趋势再演化，2020年中报数据验证索菲亚已到拐点

1) 而2019年后，我们认为索菲亚所做对的三件事：①加大经销商管控力度，逐步转向精细化管理；②产品战略正确，发力康纯板、轻奢赛道；③积极拥抱渠道变革，理顺工程渠道，布局整装渠道。2) 行业也在向积极方向再演化：①竣工缺口回补需求，有望带来需求小阳春；②衣柜正逐渐取代橱柜成为零售渠道流量入口；③渠道多元化，龙头优势突出；④工程渠道缓解行业供给过剩隐忧。3) 中报数据也可验证索菲亚已到拐点：①经销渠道，预收账款大幅改善，一线城市占比高使得2020H1接单增速显著高于订单转化增速。②工程渠道，工程渠道收入确认因疫情滞后，但出货额同比大幅改善。存货余额的大幅提升也可验证。

● 风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,311	7,686	8,232	9,483	10,868
YOY(%)	18.7	5.1	7.1	15.2	14.6
归母净利润(百万元)	959	1,077	1,189	1,335	1,540
YOY(%)	5.8	12.3	10.4	12.3	15.3
毛利率(%)	37.6	37.3	38.0	37.9	37.7
净利率(%)	13.1	14.0	14.4	14.1	14.2
ROE(%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.2
EPS(摊薄/元)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69
P/E(倍)	27.2	24.2	21.9	19.5	16.9
P/B(倍)	5.4	4.8	4.3	3.7	3.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 复盘索菲亚：积极变革近二载，又到一鸣惊人时	4
2、 行业红利期（2017H1 前）：需求景气及优质商业模式	5
2.1、 需求景气：地产销售呈上升趋势，定制渗透率不断提升	5
2.2、 商业模式优质：现金流充沛，利润率相对较高	6
3、 行业格局激化（2017H2-2018）：供需结构失衡、行业初分化	8
3.1、 需求端：销售下滑叠加竣工缺口、定制红利渐退、工程渠道兴起	8
3.2、 供给端：集中上市、跨界布局带来供给隐忧	11
3.3、 竞争格局激化下，定制家居行业初分化	11
4、 积极变革（2019 年起）：内部优化厚积薄发，行业再演化	13
4.1、 内部优化：经销渠道全面升级，工程、整装逐步打通	13
4.1.1、 经销渠道：精细化管理提振终端竞争力，产品升级提升客单价	13
4.1.2、 工程渠道：发展超出预期，品类拓展潜力尚未释放	17
4.1.3、 整装渠道：积极布局，2021 年有望释放业绩	18
4.2、 行业再演化：衣柜龙头竞争格局边际向好	19
4.2.1、 竣工缺口回补具有刚性，行业整体需求小阳春或将至	19
4.2.2、 橱柜线下流量受工程渠道挤压，衣柜有望成为线下流量新入口	19
4.2.3、 渠道多元化，综合能力更强的行业龙头优势凸显	20
4.2.4、 工程渠道放量，行业产能隐忧有所缓解	21
4.3、 数据验证：2020H1 业绩前瞻指标大幅改善，峥嵘已现	22
5、 盈利预测与投资建议	23
6、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 索菲亚 PE-Band：历史复盘可划分为四个阶段（左轴为收盘价，右轴为 EPS）	4
图 2： 2008-2016 年商品房住宅销售面积总额在波动中提升	5
图 3： 2009 年-2016 年定制橱柜、定制衣柜渗透率处于快速提升的阶段	6
图 4： 定制家居商业模式较为优质	7
图 5： 2017 年后，商品房住宅销售增速下滑拖累家具行业增长	9
图 6： 2017-2019 年，竣工缺口拉大	9
图 7： 2017 年后期房销售占比显著提升	9
图 8： 定制家居行业收入增速优势不断缩小	10
图 9： 2016 年后，精装房开盘量快速增长	10
图 10： 2016-2019 年，精装房迎来政策助力高峰	10
图 11： 由于集中上市潮，2018 年后定制家居行业在建工程总额明显提升	11
图 12： 橱柜起家的公司第二品类占比更高	12
图 13： 橱柜起家的公司第二品类收入增速更快	12
图 14： 二线定制家居品牌工程渠道发力早于行业龙头	12
图 15： 一线品牌工程渠道收入占比仍较低	12
图 16： 索菲亚“自行车服务模型”成型	14
图 17： CSI 考核指数细致到位	14

图 18: DSI 考核指数面面俱到.....	14
图 19: 2018 年, 索菲亚明显提升了经销商淘汰力度	15
图 20: 2019 年索菲亚首家轻奢馆于深圳开业	16
图 21: 康纯板环保标准高于企业标准 E0 级.....	16
图 22: 索菲亚康纯板客户和销售占比持续提升	16
图 23: 索菲亚衣柜客单价持续提升	17
图 24: 索菲亚衣柜毛利率逆势持续提升	17
图 25: 公司发展工程渠道具有产能优势	17
图 26: 2019 年, 公司加强工程服务商培育力度	17
图 27: 索菲亚的司米橱柜毛利率仍有较大提升空间	18
图 28: 索菲亚木门毛利率仍有较大提升空间	18
图 29: 2019 年索菲亚对于整装渠道的态度更加积极	18
图 30: 2019H2 竣工缺口已有回补趋势	19
图 31: 疫情影响只是暂时打断行业收入增速恢复节奏.....	19
图 32: 木门、橱柜精装配套率均超过 90%.....	20
图 33: 衣柜零售端的竞争格局相对更优	20
图 34: 在渠道多元化的趋势下, 综合能力更强的行业龙头优势凸显	20
图 35: 索菲亚客流来源日益多元化	21
图 36: 疫情期间定制家居直播营销常态化	21
图 37: 2020Q2 索菲亚收入增速显著回暖	22
图 38: 2020Q2 索菲亚各品类均显著回暖	22
图 39: 疫情影响前, 预收账款对收入有较好的前瞻作用.....	22
图 40: 2020Q2 索菲亚预收账款大幅改善	22
表 1: 2017 年前索菲亚等定制家居龙头公司保持快速增长.....	6
表 2: 定制家居行业普遍具有较好的财务报表质量	7
表 3: 定制家居行业利润率相对较高	8
表 4: 行业外公司纷纷跨界布局	11
表 5: 2020 年仍有部分定制家居企业进行产能扩建	21
表 6: 从存货角度, 公司工程渠道出货额大幅改善也可得到验证.....	23
表 7: 部分定制家居行业估值情况; 索菲亚作为定制衣柜龙头, 存在估值修复空间	23

1、复盘索菲亚：积极变革近二载，又到一鸣惊人时

复盘索菲亚的历史表现，大致可以划分为四个阶段：

1) 2017H1 前：行业红利期。2017H1 前，需求景气叠加定制渗透率提升，处于行业红利期的索菲亚迎来戴维斯双击。其中 2015-2017H1，索菲亚估值中枢高达 45 倍左右，并且高业绩增速持续消化高估值，定制家居行业市场偏好也达到近年顶点。

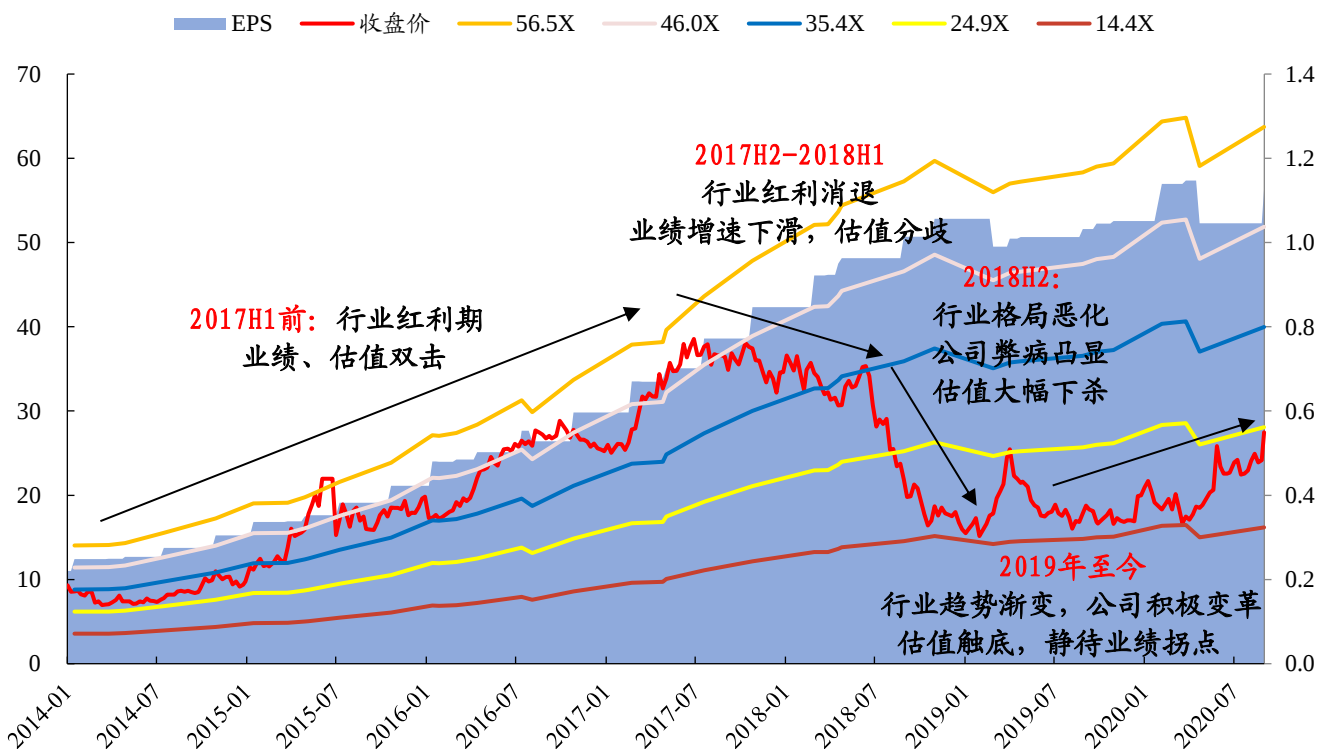
2) 2017H2-2018 年底：红利消退期，公司弊病显。在地产政策收紧等因素影响下，2017Q4 起索菲亚等定制家居企业利润增速开始下滑，进而导致定制行业的市场偏好出现分歧，索菲亚估值逐渐下行。公司在红利期粗放式管理的弊病也逐渐显现。

3) 2018H2：行业格局恶化。2018H2，地产数据持续下行以及工程渠道兴起，索菲亚等定制家居零售龙头公司竞争格局进一步恶化。叠加外部环境波动影响，公司估值、业绩双杀。公司管理和业务模式缺陷也被市场放大（经销商管控乏力、从衣柜向橱柜拓展难度大、工程渠道占比低），公司估值下杀至明显低于同业竞争对手。

4) 2019 年至今：积极变革期。2019 年起，公司积极改革，估值触底企稳：一方面，加大经销商管理力度；另一方面积极梳理业务模式，逐步打通橱柜、木门工程渠道。2020 年，公司变革成果已经逐渐体现，叠加竣工回暖的红利期渐近和定制家居行业趋势正在发生转变（后文详述），我们认为索菲亚已到一鸣惊人时。

整体看，索菲亚的发展历程可总结为：行业红利期快速粗放式增长，红利消退初期经历阵痛，积极变革后成果初显。本篇报告，也将结合索菲亚的历史复盘，再论索菲亚的市场预期差和拐点投资机会。

图1：索菲亚 PE-Band：历史复盘可划分为四个阶段（左轴为收盘价，右轴为 EPS）



数据来源：Wind、开源证券研究所

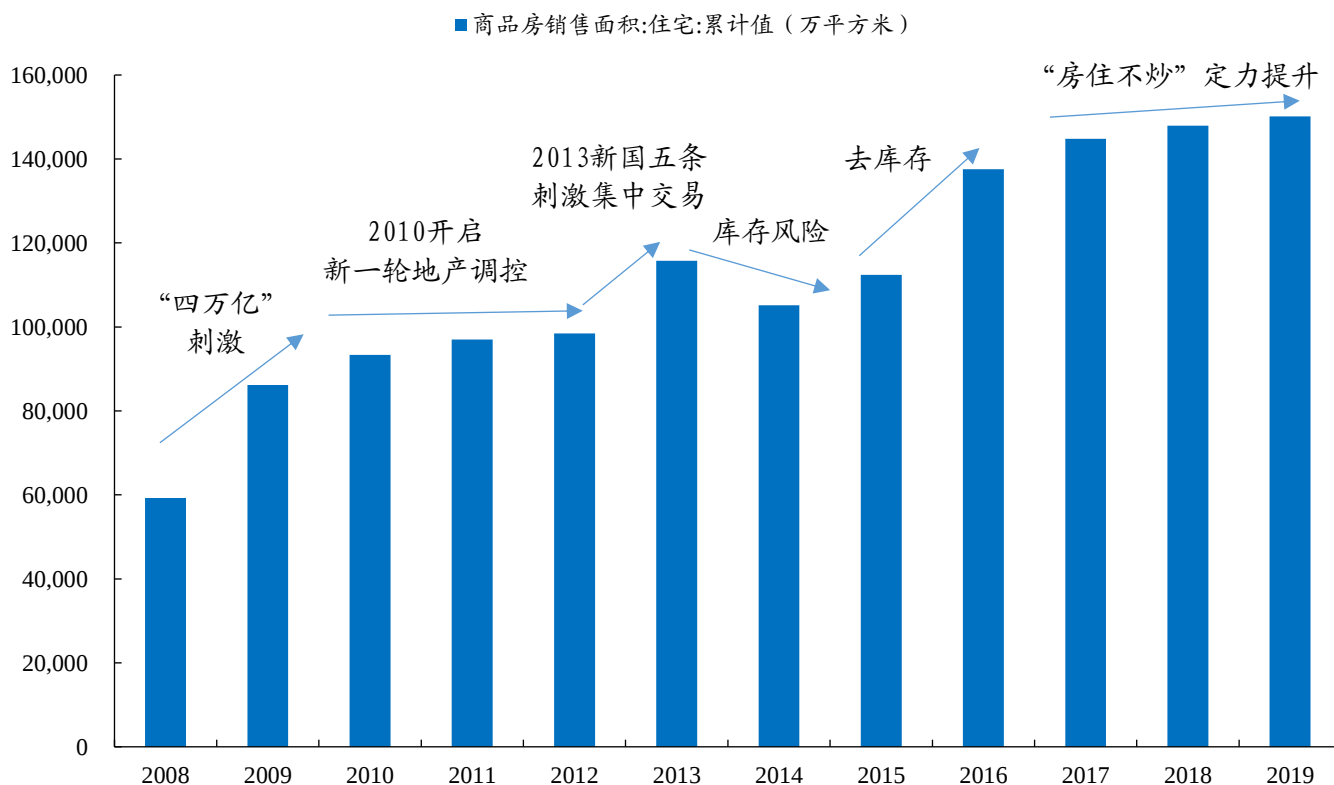
2、行业红利期（2017H1 前）：需求景气及优质商业模式

索菲亚在 2017H1 前行业红利期的持续上涨根源可归因为：需求景气带来的业绩持续高增长以及商业模式优质带来的估值高认可度。

2.1、需求景气：地产销售呈上升趋势，定制渗透率不断提升

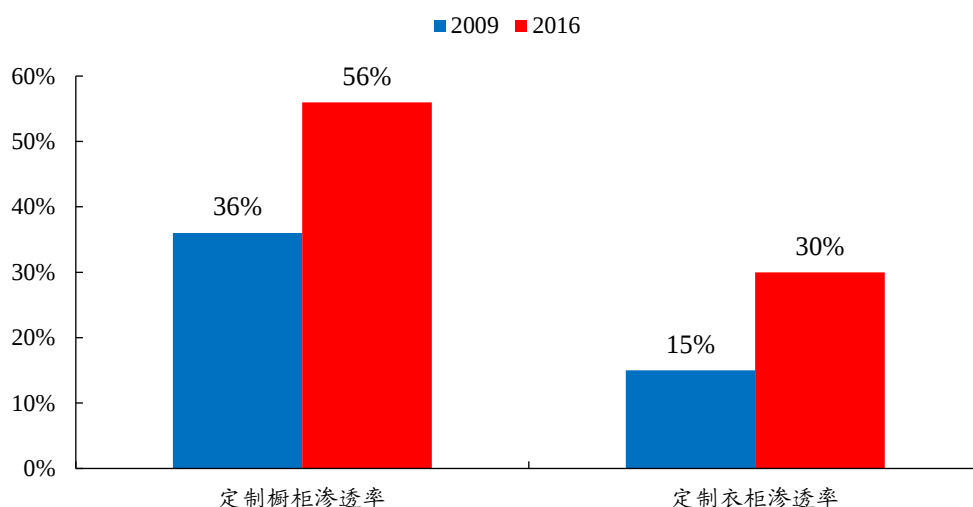
2008-2016 年商品房住宅销售面积在政策调节下整体呈波动上升趋势。2008 年 11 月“四万亿”刺激计划带动了 2009 年地产销售的高峰。而伴随国四条、新国十条等接连出台，2010 年新一轮地产调控周期开启。直到 2013 年 2 月，新国五条中明确二手房交易中个税按个人所得的 20%征收，从而直接刺激当年地产销售面积显著增长。但 2013 年过热的房地产市场使得房价快速上涨并且三四线城市地产库存大幅上升。于是，2015 年地产去库存周期开启，2016 年地产销售面积出现了明显回升。所以整体来看，2008-2016 年商品房住宅销售面积呈波动上升趋势，CAGR 达 11.1%。

图2：2008-2016 年商品房住宅销售面积总额在波动中提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

该阶段定制家居渗透率提升带来的行业红利也处于快速释放期。根据中国产业信息网的数据，2009 年至 2016 年，定制橱柜渗透率由 36%提升至 56%，而定制衣柜渗透率由 15%提升至 30%。由此如果我们谨慎估计这一阶段每平方米住宅销售面积对应的橱柜、衣柜销量不发生变化，而定制橱柜和定制衣柜的单价每年提升 1.5%，则可简单推算出在仅考虑新建住宅需求的情况下，2009 年-2016 年定制橱柜行业规模 CAGR 约达 15.6%，定制衣柜行业规模 CAGR 约达 19.8%，呈较快增长的趋势。

图3：2009年-2016年定制橱柜、定制衣柜渗透率处于快速提升的阶段


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

这一阶段，在家居总需求稳步增长，定制份额逐渐提升的背景下，索菲亚等定制家居龙头公司的业绩均高速增长。2013年后，定制家居行业公司整体步入了快速发展期。以索菲亚为例，2013年-2017年，公司营业收入和净利润年增长率均稳定在30%以上。而相对应的规模以上家具制造业收入及利润增速则呈现出下行趋势。并且至2017年，欧派家居营业收入规模达到97.1亿元，索菲亚营业收入规模达到61.6亿元，定制家居行业一线品牌阵营逐渐成型。

表1：2017年前索菲亚等定制家居龙头公司保持快速增长

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入增速						
索菲亚	21.7%	46.0%	32.4%	35.4%	41.8%	36.0%
欧派家居	29.7%	38.8%	18.9%	18.0%	27.2%	36.1%
尚品宅配		58.4%	62.7%	61.5%	30.4%	32.2%
好莱客	18.3%	42.7%	38.7%	20.1%	32.4%	30.0%
志邦家居			8.3%	13.2%	32.1%	37.4%
家具行业	14.6%	14.0%	12.5%	8.3%	11.4%	0.1%
净利润增速						
索菲亚	28.6%	41.4%	33.5%	40.4%	44.7%	36.6%
欧派家居	138.5%	23.6%	60.9%	26.8%	94.4%	36.9%
尚品宅配		53.6%	11.4%	7.2%	83.1%	48.7%
好莱客	30.2%	66.9%	40.5%	14.9%	55.3%	37.9%
志邦家居			43.9%	24.3%	34.3%	31.7%
家具行业	13.5%	4.3%	15.6%	9.8%	12.0%	-1.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

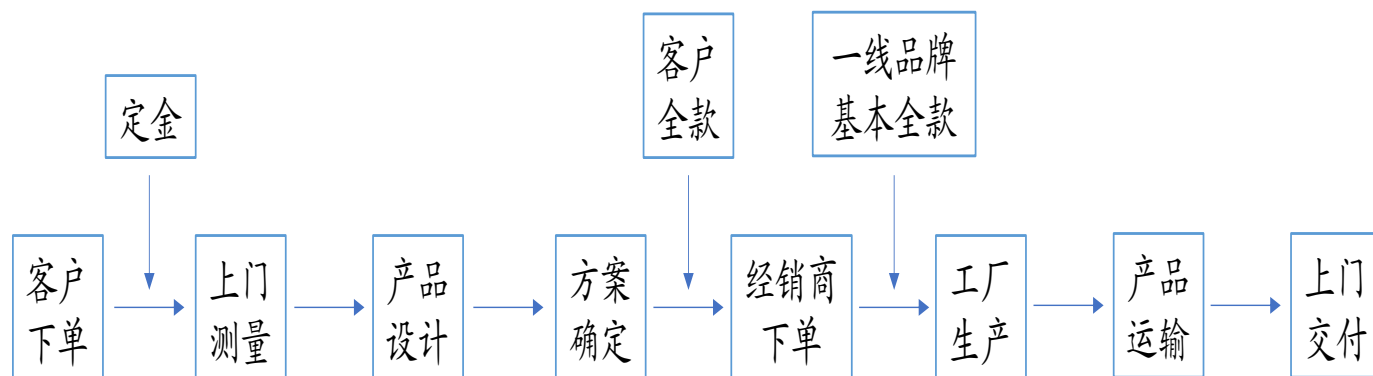
2.2、商业模式优质：现金流充沛，利润率相对较高

我们认为定制家居较优质的商业模式，也是这一阶段市场愿意给予索菲亚等龙头公司较高估值的原因之一。而定制家居商业模式的优势主要体现在以下两点：

1) 以销定产，现款后货：应收及存货压力小，现金流充沛

定制家居的销售采取客户先下单，工厂再生产的以销定产模式，因此基本不存在产成品挤压的库存压力。同时，在设计方案确定后，经销商基本会要求客户全款结清。而一线品牌工厂端也基本要求经销商全额付款后，才会进行生产发货流程，因此，作为品牌方，盈利质量较高，现金流充沛。从财务数据也可以看出，定制家居行业整体存货、应收账款周转率以及盈利现金比率都相对较高并且稳定。

图4：定制家居商业模式较为优质



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：定制家居行业普遍具有较好的财务报表质量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
存货周转率						
索菲亚	11.84	10.35	10.59	11.71	12.34	13.72
好莱客	14.88	17.05	18.77	19.25	19.59	22.27
欧派家居	7.78	8.26	9.55	9.10	7.32	8.24
尚品宅配	3.26	4.12	4.89	6.15	7.11	8.38
美克家居	1.37	1.14	0.88	0.70	0.87	1.20
顾家家居	3.57	4.28	4.27	4.47	5.06	5.36
敏华控股	5.26	5.77	5.69	6.38	6.67	5.71
曲美家居	5.34	5.65	6.20	6.06	6.34	7.02
应收账款周转率						
索菲亚	28.85	37.86	42.67	48.10	47.53	35.89
好莱客	105.59	116.16	131.05	194.65	367.33	319.70
欧派家居	34.89	43.83	55.22	77.04	70.14	69.84
尚品宅配	33.84	90.06	473.39	934.25	1544.99	1860.31
美克家居	13.90	15.18	17.93	22.75	29.50	23.63
顾家家居	19.05	27.75	22.85	18.53	17.13	17.34
敏华控股	12.84	13.77	11.67	12.09	12.65	12.57
曲美家居	45.93	43.64	44.08	50.80	56.27	28.13
盈利现金比率						
索菲亚	1.2	1.4	1.1	1.8	1.8	1.4
好莱客	0.9	1.7	1.2	1.3	1.4	1.2
欧派家居	2.0	3.1	2.4	1.3	1.6	1.4
尚品宅配	1.4	1.9	3.2	3.3	2.8	2.3

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
美克家居	9.9	1.8	-0.2	0.9	1.8	1.9
顾家家居	1.1	1.1	0.5	1.5	1.7	1.4
敏华控股	0.9	0.7	0.6	1.0	0.9	0.8
曲美家居	1.4	1.6	1.2	1.6	1.6	1.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

2) 直接比价难度高，利润空间较大

由于定制家居服务流程长，且非标属性较强，因此很难直接比价。所以，虽然行业内也时而会出现打价格战的现象。但这些价格战也更多的是通过组合套餐的形式进行，并没有过多的影响到公司毛利率。2013 年至今，索菲亚的毛利率水平基本稳定保持在 37% 以上，净利率基本稳定维持在 14% 左右，在家居行业内处于较高水平。

表3：定制家居行业利润率相对较高

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售毛利率							
索菲亚	37.1%	37.4%	37.8%	36.6%	38.2%	37.6%	37.3%
好莱客	37.6%	37.3%	38.2%	40.0%	38.3%	39.6%	40.1%
欧派家居	29.9%	28.2%	31.6%	36.5%	34.5%	38.4%	35.8%
尚品宅配	47.0%	44.8%	45.0%	46.2%	45.1%	43.7%	41.6%
美克家居	52.4%	58.7%	61.3%	57.5%	54.2%	52.2%	52.6%
顾家家居	40.0%	40.7%	41.1%	40.4%	37.3%	36.4%	34.9%
敏华控股	35.6%	35.6%	39.5%	41.9%	37.3%	34.1%	36.4%
曲美家居	39.4%	36.5%	37.6%	40.5%	38.9%	42.4%	43.6%
销售净利率							
索菲亚	14.2%	14.0%	14.1%	14.1%	14.7%	13.2%	14.2%
好莱客	15.5%	15.7%	15.0%	17.6%	18.7%	17.9%	16.0%
欧派家居	6.2%	8.1%	8.6%	13.2%	13.4%	13.7%	13.6%
尚品宅配	9.9%	6.8%	4.5%	6.4%	7.1%	7.2%	7.3%
美克家居	6.4%	8.6%	10.5%	9.5%	8.7%	8.5%	8.2%
顾家家居	14.9%	13.0%	13.3%	11.9%	12.5%	11.0%	11.0%
敏华控股	16.3%	16.4%	18.1%	22.4%	15.3%	12.3%	13.7%
曲美家居	11.1%	9.2%	9.3%	11.1%	11.7%	-2.0%	2.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、行业格局激化（2017H2-2018）：供需结构失衡、行业初分化

2017H2-2018 年，行业下游整体需求下滑且流量入口分散化，叠加一二线品牌上市潮带来产能供给压力，导致行业供需结构失衡。与此同时，在需求红利逐渐消退下，定制家居行业也迎来了第一次分化。在这一阶段，市场对索菲亚的未来预期来到了其上市以来的最低点。

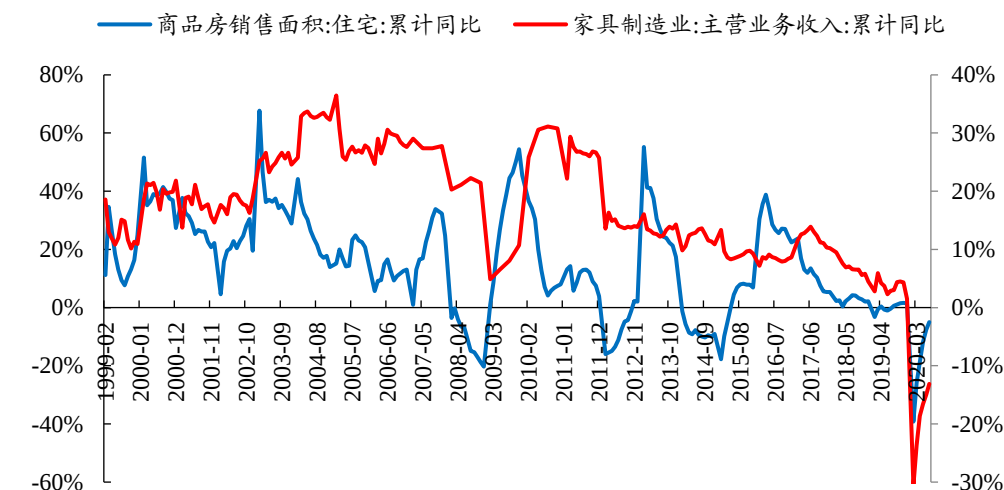
3.1、需求端：销售下滑叠加竣工缺口、定制红利渐退、工程渠道兴起

1) 销售下滑叠加竣工缺口，整体家居需求增速下滑

家具制造业收入与地产周期高度相关，2016 年下半年起地产周期下行拖累家具

行业增长。将地产数据中质量较高的商品住宅销售面积增速与家具制造业收入增速对比可发现，商品房销售增速与家具制造业收入增速高度相关，且家具制造业收入确认约滞后 4 个季度。2016 年 4 月后，由于地产去库存周期逐渐结束，地产调控措施趋严，商品房住宅销售增速从高点持续下滑。家具制造业收入增速也随之于 2017 年 4 月到达近期高点，并持续下滑。

图5：2017 年后，商品房住宅销售增速下滑拖累家具行业增长

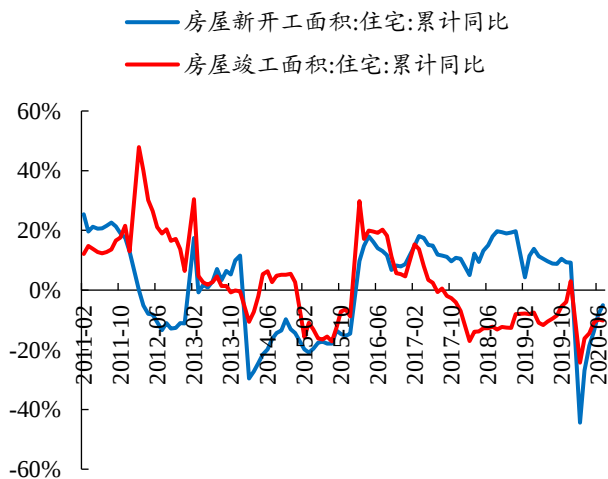


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

在销售增速下滑的基础上，竣工缺口扩大进一步抑制家居消费需求。2016 年起，虽然住宅新开工面积仍维持正增长，但竣工数据却持续下行，导致住房销售到家居需求产生之间的时间间隔拉长。

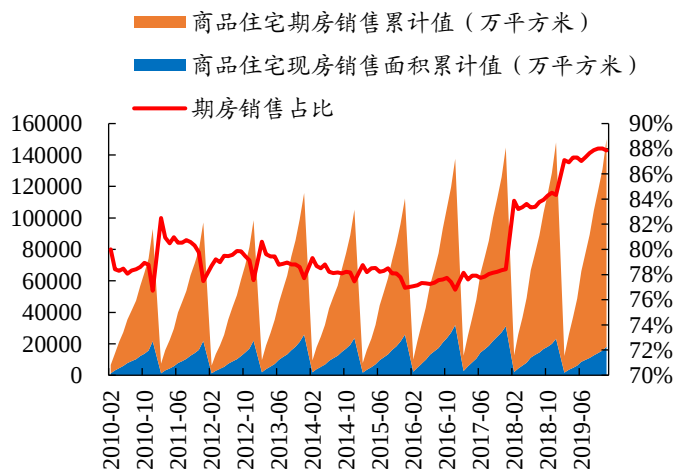
本轮交房缺口的出现主要有以下几方面原因：1）由于融资收紧，地产商加快了期房销售回笼资金，并延长了后续竣工周期。2018 年后，住宅期房销售占比从 77% 持续提升至 88% 左右。2）交付周期较长的精装房销售占比提升。精装修将部分装修流程前置到竣工前，相较毛坯房，竣工前施工周期更长。

图6：2017-2019 年，竣工缺口拉大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2017 年后期房销售占比显著提升

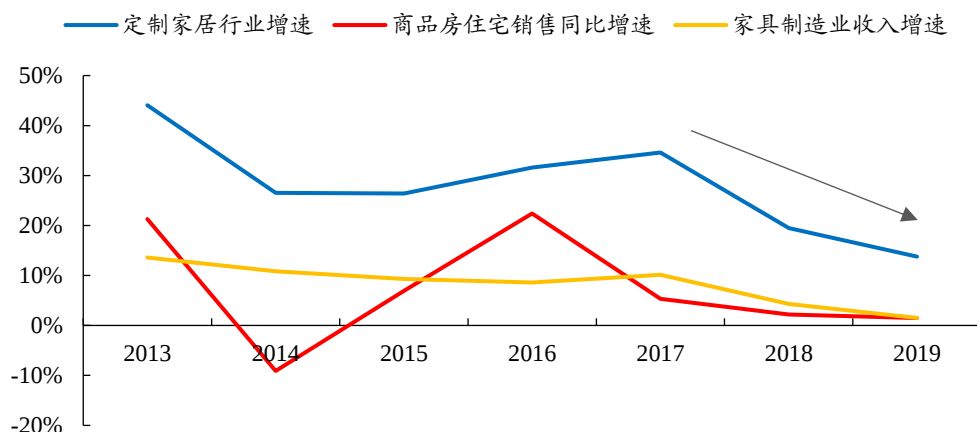


数据来源：Wind、开源证券研究所

2) 定制家居渗透率提升的红利期逐渐消退

2017 年后，定制渗透率提升放缓，定制家居行业红利逐渐消退。2017 年后，定制橱柜和定制衣柜的渗透率分别逐步超过 65%和 40%，渗透率提升对于需求端的拉动作用逐渐减弱。定制家居行业收入增速与家居制造业收入增速的差距在不断缩小。

图8: 定制家居行业收入增速优势不断缩小



数据来源: Wind、开源证券研究所

3) 工程渠道兴起，挤压传统零售渠道流量

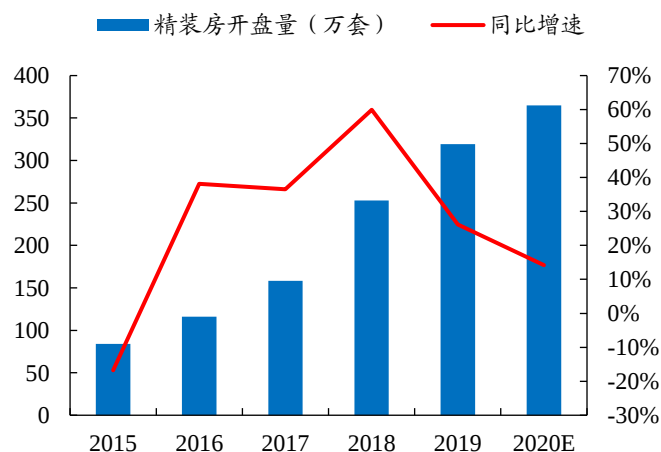
2016 年后，政策助力，供需双向拉动下，精装修市场快速发展，从而对定制家居传统经销渠道的流量形成挤压。

1) 政策层面: 2013 年，中央从国务院层面转发文件指导住宅全装修工作，之后全装修政策顶层设计不断优化。2016-2019 年，精装房迎来政策助力高峰。

2) 供给层面: 在毛坯房限价的背景下，地产商有意愿主动提升精装份额，增厚利润。同时精装房能够提升房地产商占款时间和额度，缓解资金压力。

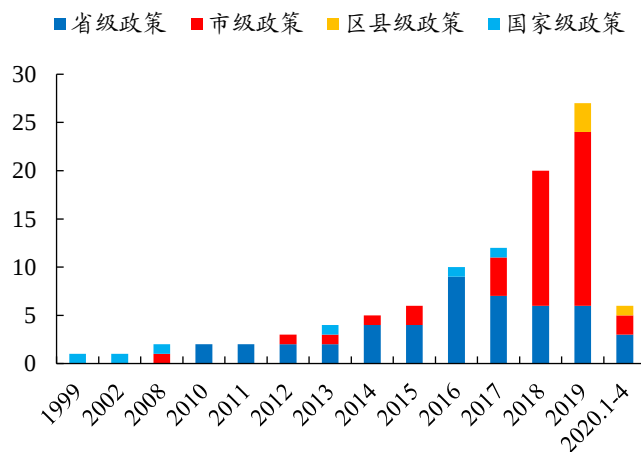
3) 需求层面: 根据奥维云网的数据，2017 年愿意购买精装房的消费者比例为 26.8%，较 10 年前提升 15.9%，2020 年预计可达 39.5%。

图9: 2016 年后，精装房开盘量快速增长



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图10: 2016-2019 年，精装房迎来政策助力高峰

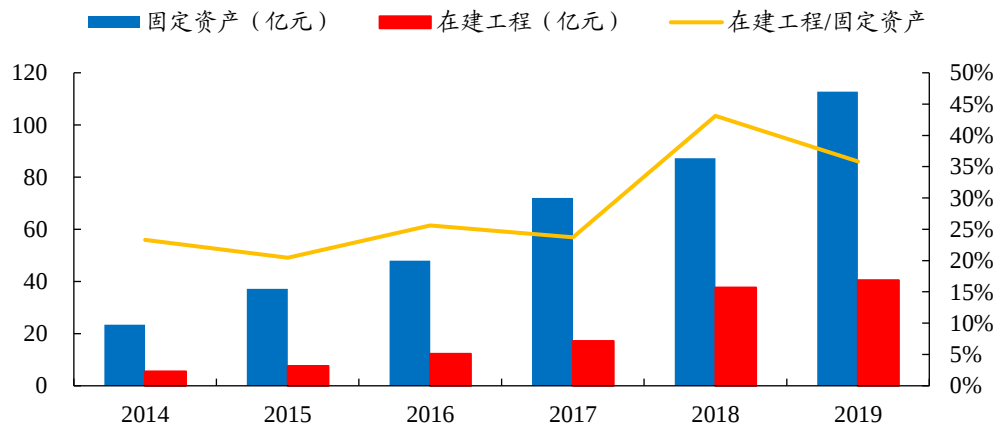


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

3.2、供给端：集中上市、跨界布局带来供给隐忧

行业集中上市潮,引发产能供给过剩隐忧。2017 年 6 家定制家居企业集中上市, IPO 募集资金主要用于产能和渠道建设。2018 年定制家居行业大量募投项目开工建设, 8 家上市定制家居企业在建工程合计达 38.2 亿元, 约占固定资产的 41%。按 3-5 年的产能建设投放期, 2020-2022 年行业将迎来产能投放的高峰期, 进而引发当时市场对定制行业产能供给过剩的隐忧。

图11: 由于集中上市潮, 2018 年后定制家居行业在建工程总额明显提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

除业内公司集中上市外, 行业外公司纷纷跨界布局也进一步引发市场担忧。由于 2017 年前, 定制行业相对于家居建材行业仍处于发展红利期, 因此不断吸引其他家居建材赛道的公司跨界布局。比如传统家具行业的曲美、皇朝, 软体软装行业的顾家、富安娜, 板材行业的兔宝宝等都开始涉足定制家居赛道。由此, 市场对于定制行业功能性较弱、非标属性较强、服务流程长等带来集中度提升难的忧虑也逐步放大。

表4: 行业外公司纷纷跨界布局

原行业	代表公司
传统家具	曲美 (B8 定制)、皇朝 (皇朝定制+)、红苹果等
软装软体	顾家定制、富安娜美家、康耐登 (蓝乔) 等
陶瓷卫浴	箭牌、科勒、九牧、东鹏等
家装公司	东易日盛 (意得法家)、橙家等
地板行业	圣象大家居、德尔 (百得胜) 等
板材行业	兔宝宝、莫干山、千年舟等

资料来源：亿欧、开源证券研究所

3.3、竞争格局激化下, 定制家居行业初分化

在行业增速下滑、竞争格局激化的情况下, 定制家居行业也出现了初次分化。在这次分化中, 我们主要总结了以下三个特点:

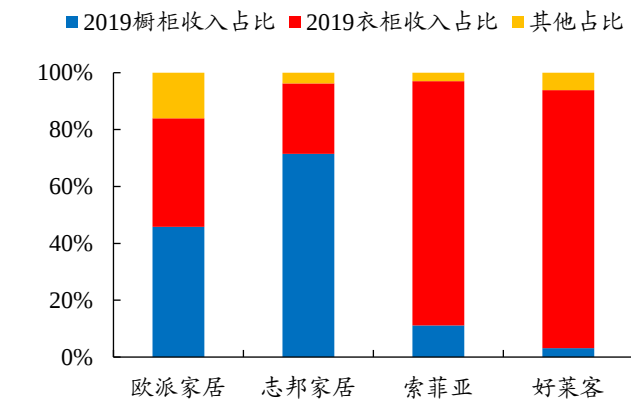
1) 由橱柜起家的公司, 品类拓展更顺利

由于橱柜的引流作用, 这一阶段橱柜起家的定制家居公司第二品类拓展更顺利。相较衣柜, 橱柜位于装修流程前端。并且在这一阶段, 橱柜零售流量还没有被工程渠道过分挤压, 因此仍然能对衣柜起到较好的引流作用。从行业横向对比可以发现, 在

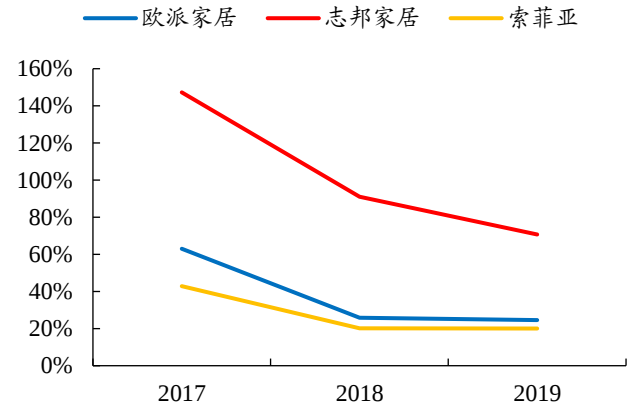
这一阶段，相较衣柜起家的索菲亚和好莱客，橱柜起家的欧派家居和志邦家居向第二品类延伸的规模更大、收入占比更高并且增速也更快。

图12：橱柜起家的公司第二品类占比更高

图13：橱柜起家的公司第二品类收入增速更快



数据来源：公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司公告、开源证券研究所（表中欧派家居、志邦家居为衣柜收入增速，索菲亚为橱柜收入增速）

2）龙头公司切入工程渠道相对较慢

精装房占比的快速提升，也带来了定制家居行业的战略分化。这个分化可以分两方面看：

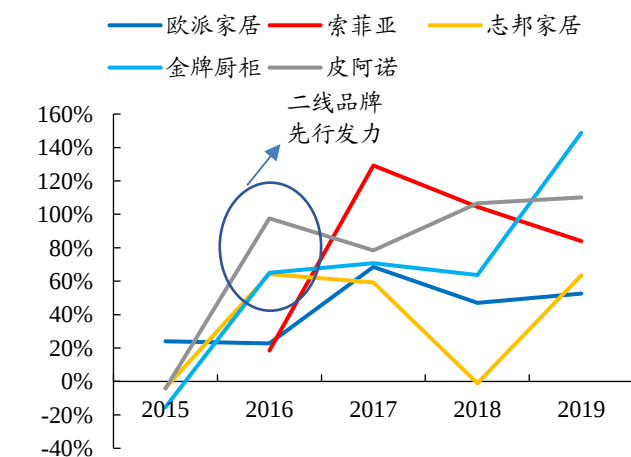
①由于橱柜精装修配备率高，而衣柜相对较低。因此橱柜品牌普遍更愿意也更容易切入工程赛道；

②由于工程渠道利润率较低、回款速度较慢，因此零售渠道压力相对较小的一线品牌在工程赛道放量初期切入仍较为犹豫，而二线品牌则切入较早。如志邦家居、金牌橱柜、皮阿诺等在2016年工程收入就迎来了爆发式增长，而索菲亚、欧派家居则在2017年才开启工程收入的快速增长阶段，并且工程收入占比仍较低。

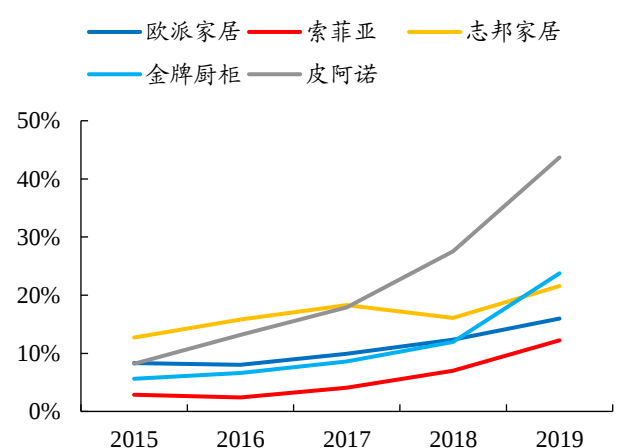
而索菲亚是定制衣柜的龙头品牌。由于这两个分化趋势，在这一阶段，市场对于索菲亚未来在工程渠道的发展能力和空间也给予了较低的预期。

图14：二线定制家居品牌工程渠道发力早于行业龙头

图15：一线品牌工程渠道收入占比仍较低



数据来源：公司公告、开源证券研究所（图为工程渠道收入增速）



数据来源：公司公告、开源证券研究所（图为工程渠道收入占比）

3) 对公司内部和渠道管理的要求提高

在行业竞争格局激化的情况下，管理模式较为粗放的公司迎来的阵痛期也更为明显。在前一阶段定制家居行业快速发展的时期，行业内公司普遍经营压力较小，内部和渠道管理间的差异也得以被掩盖。但当行业格局激化后，这一差异就逐渐被放大。欧派家居依靠狼性化管理的文化，依然保持着较高的渠道管理效率。而索菲亚等公司前期粗放式管理的弊病逐渐暴露，经销商也出现了进取动力不足、执行力较低的问题。这一因素也成为了这一阶段市场对索菲亚未来预期逐渐走低的原因之一。

4、积极变革（2019年起）：内部优化厚积薄发，行业再演化

而在2019年后，对于索菲亚，市场仍然延续了上一阶段非常低的增长预期。公司的估值相对低于其他行业龙头公司。但我们认为索菲亚通过近两年的内部积极变革后，整体竞争力已经明显高于市场预期。行业也正在向有利于公司的方向再演化。

我们认为索菲亚所做对的三件事：①加大经销商管控力度，逐步转向精细化管理；②产品战略正确，发力康纯板、轻奢赛道；③积极拥抱渠道变革，理顺工程渠道，布局整装渠道。

行业的再演化趋势：①竣工缺口回补需求，有望带来需求小阳春；②衣柜正逐渐取代橱柜成为零售渠道流量入口；③渠道多元化，龙头优势突出；④工程渠道缓解行业供给过剩隐忧。

4.1、内部优化：经销渠道全面升级，工程、整装逐步打通

4.1.1、经销渠道：精细化管理提振终端竞争力，产品升级提升客单价

索菲亚在经销渠道的积极变革可以通过以下公式总结：

提振终端客流量（加大经销商精细化管理力度）*提升客单价*提升利润率（发力康纯板、轻奢赛道）=经销渠道收入及利润提升。

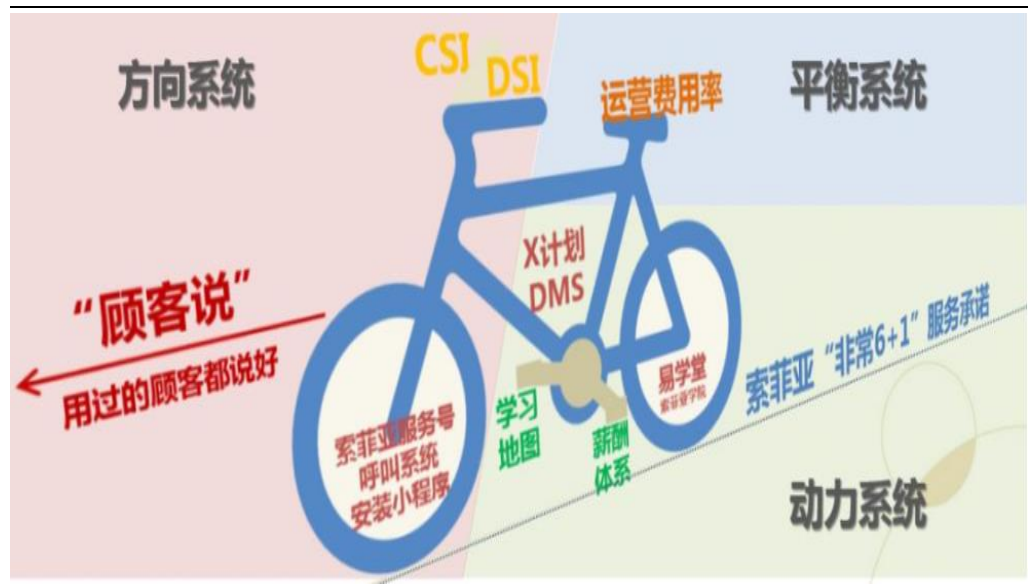
1) 加大经销商精细化管理和淘汰力度，提振终端客流量

2019年，针对经销商管理考核过于粗放和经销商执行力不足的两个问题，索菲亚进行了针对性改革：

①针对管理考核过于粗放

索菲亚在经销渠道改革前，对于经销商仅主要考核销售额为主的单一指标。而在2019年，公司提出了包含方向、动力及平衡三大系统的“自行车服务模型”，经销终端管理精细化程度全面升级。

图16: 索菲亚“自行车服务模型”成型



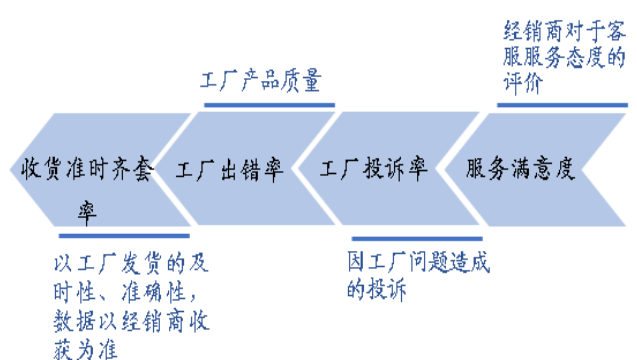
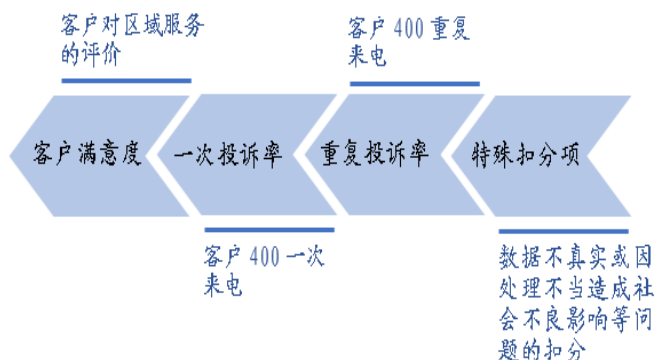
资料来源：索菲亚家居公众号

在服务模型中，公司通过 CSI 和 DSI 考核指数全面细化了经销商考核指标。CSI 客户服务指数于 2018 年起开始对经销商考核，其评比维度包含客户满意度、一次投诉率等四个方面，基本能够对经销商服务能力做出细致评价。而 DSI 指数于 2019 年 12 月开始对工厂进行考核，通过四个维度考核工厂服务能力，在五大工厂间营造竞争氛围，有效提升了经销商和工厂间的配合度。

同时，公司还推出了“非常 6+1”服务标准和完善的培训体系，全面提升经销商服务能力。“非常 6+1”服务标准，明确了销售、设计、生产、送货、安装再到售后每一个环节的服务标准。而培训体系则包括易学堂线上培训和索菲亚学院线下培训。易学堂按照业务定位聘请了在运营、设计、安装方面全国优秀区域的专家担任顾问。索菲亚学院将全国分为五大校区，每个校区均配备系统的管理体系和常驻老师，并组织专人帮助经销商提升 CSI 指数。

图17: CSI 考核指数细致到位

图18: DSI 考核指数面面俱到



资料来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

资料来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

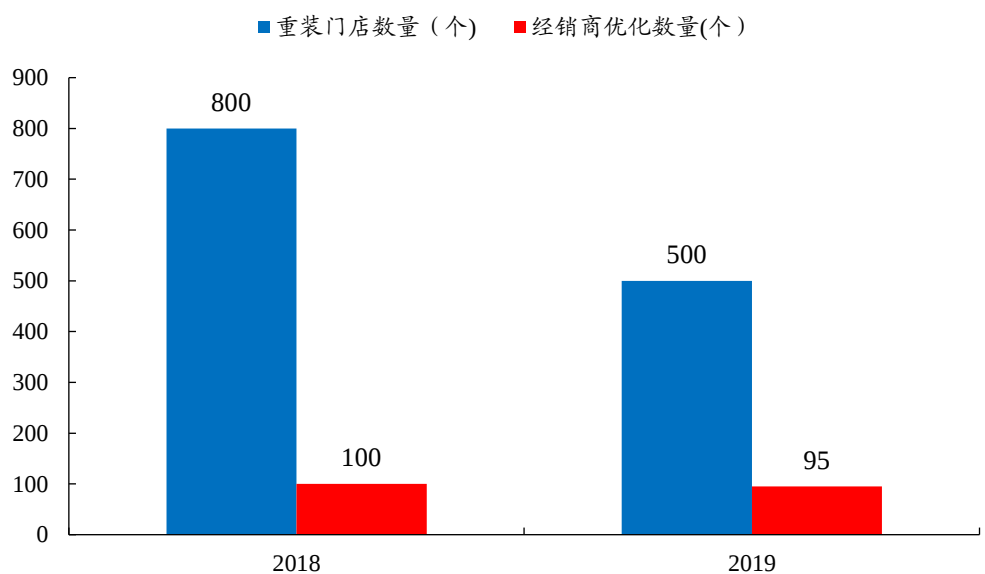
②经销商执行力不足

而针对部分经销商进取动力不足，执行力低下的问题，索菲亚也积极采取了有效措施：

①**组织架构调整**：一方面，2019 年，公司对营销管理团队进行调整。王兵总由主管制造的副总裁调任主管营销的副总裁，并于之后升任索菲亚执行总裁。另一方面，对渠道管理架构进行了调整。公司将全国划分为若干个战区，对战区司令严格考核。同时积极扩招区域经理，提升对各区域经销商的服务和管理力度。从而将原来单一垂直的经销商管理模式升级为更为立体细致的管理模式。

②**显著提升经销商淘汰力度**：2018 和 2019 年公司分别优化衣柜经销商约 100 位和 95 位，经销商年淘汰率从 2%提升至 8%左右。并且，公司在淘汰考核上对各经销商一视同仁并展现了充分的决心，从而明显提升了包括大商在内的各经销商积极性。以 CSI 考核为例，2019 年，全国 90%以上的经销商都有意识主动让客户评价，评价率从 20%提升至 80%以上，全国投诉率同比下降 50%。

图19：2018 年，索菲亚明显提升了经销商淘汰力度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2) 产品战略正确，发力康纯板、轻奢赛道，提升客单价及利润率

定制家居行业的产品由于功能性较弱，所以整体还是偏同质化。而索菲亚通过轻奢和无醛环保两个入口，成功抓住了市场中正逐渐兴起的两个消费趋势，进一步巩固了自身在产品力上的优势：

1) 首先，伴随消费升级和环保意识提升。轻奢系列和环保板材的消费市场正在逐渐扩大。而索菲亚推出的康纯板轻奢系列套餐则正好满足了这一需求。

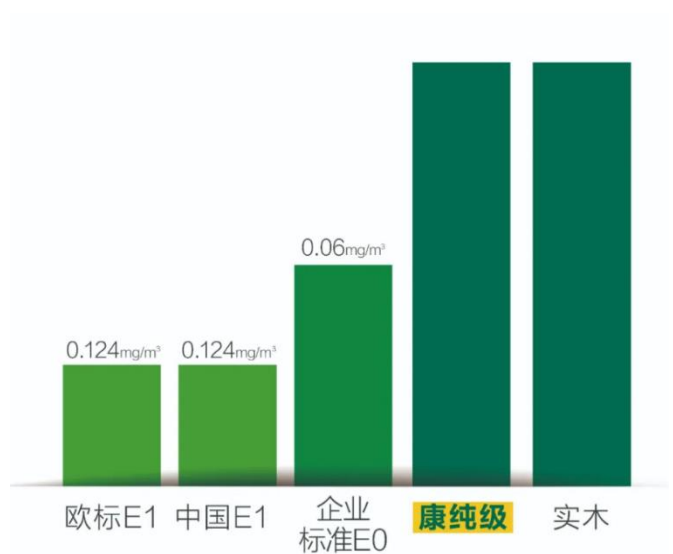
2) 其次，随着康纯板产品销售规模的不断扩大，公司对于上游板材供应商的议价权在不断提升，进而采购成本得以逐渐下降。而下降的采购成本则成为了公司进行降维打击的有力武器，即逐步下探康纯板套餐价格与其他品牌的普通板材套餐进行竞争。2020 年 8 月，索菲亚还推出了 19999 套餐免费升级康纯板的活动。

图20: 2019年索菲亚首家轻奢馆于深圳开业



资料来源: 索菲亚家居公众号

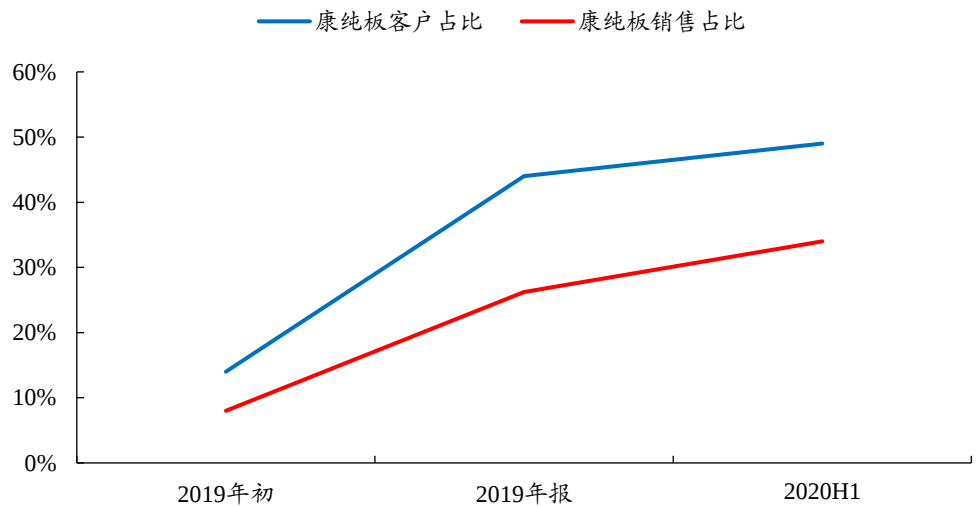
图21: 康纯板环保标准高于企业标准 E0 级



资料来源: 索菲亚家居公众号 (图中数值为甲醛释放限量, 颜色越深表示环保性能越好)

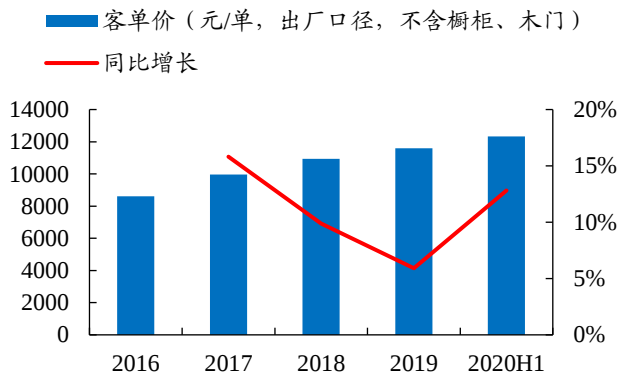
在产品结构持续优化升级下, 公司衣柜客单价和毛利率持续提升。2020H1, 索菲亚康纯板的客户占比达 49%, 订单占比上升至 34%。索菲亚工厂端实现客单价 12,324 元/单 (不含司米橱柜、木门), 同比增长 12.80%。同时, 在行业内竞争对手衣柜毛利率有所下滑的情况下, 索菲亚衣柜毛利率自 2019 年发力康纯板、轻奢赛道后, 持续提升。尤其是在 2020H1 销售受疫情影响, 产能利用率较低的情况下, 公司衣柜毛利率仍同比提升 1.31pct 至 41.26%。

图22: 索菲亚康纯板客户和销售占比持续提升



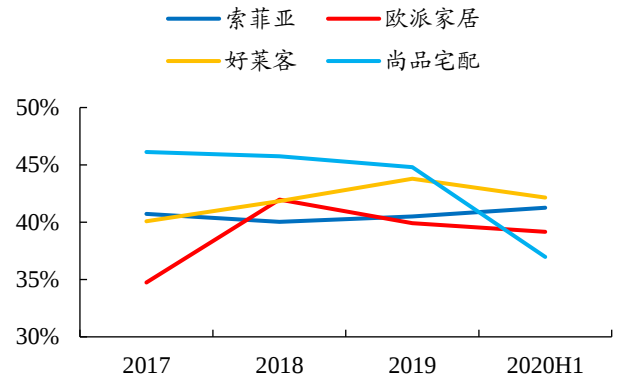
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 索菲亚衣柜客单价持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24: 索菲亚衣柜毛利率逆势持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所（图中索菲亚、欧派家居、好莱客为衣柜毛利率，尚品宅配为全屋定制产品毛利率）

4.1.2、工程渠道：发展超出预期，品类拓展潜力尚未释放

在上一阶段中，由于工程渠道起步晚、核心品类精装配率率低等原因，市场给予了索菲亚工程渠道发展较低的预期。但从2018年之后的发展来看，我们认为索菲亚在工程渠道的拓展速度上是显著超过预期的，原因有以下几点：

1) **索菲亚有领先的产能优势基础：**索菲亚七大生产基地分布全国，缩小了产品交付半径，从而有效降低产品运输成本和运输损耗。此外，依靠柔性化生产线和智能化工厂，索菲亚产品交期仅为7-12天，明显优于行业。因此，对于交期要求较高的工程领域，索菲亚其实具有较好的发展基础。

2) **索菲亚加大了对工程渠道的重视程度：**虽然相对二线品牌，索菲亚在工程渠道起步较慢。但索菲亚在2018年后及时调整战略，加大了对工程渠道的投入力度。以工程服务商为例，2019年，公司工程服务商数量同比增加50%以上。

3) **成功打开了工程衣柜这一差异化赛道：**由于橱柜精装配率显著更高，所以定制家居公司大多是从橱柜切入工程赛道。而索菲亚则仍以衣柜作为主要品类进行工程渠道开发。所以虽然整体工程渠道占比较低，但单从工程衣柜的体量来看，公司处于业内领先水平（索菲亚2019年工程端收入接近90%来源于衣柜业务）。

图25: 公司发展工程渠道具有产能优势

产品工业布局



资料来源：公司公告

图26: 2019年，公司加强工程服务商培育力度

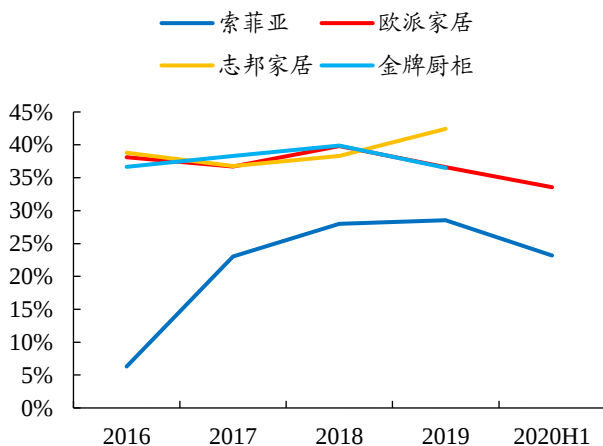


资料来源：索菲亚家居公众号

由于两方面原因，索菲亚的橱柜和木门品类在工程渠道的拓展速度较慢：一方面，由于索菲亚是由衣柜起家，因此在橱柜和木门品类上的品牌力等方面都相对较弱。另一方面，索菲亚前期是通过收购外部品牌的模式来发展橱柜和木门品类，因此在发展工程渠道的战略磨合上也存在一定阻力。而在 2020 年，公司已经逐渐理顺了和司米橱柜法国方面关于工程渠道的发展战略以及索菲亚和华鹤木门的品牌战略。

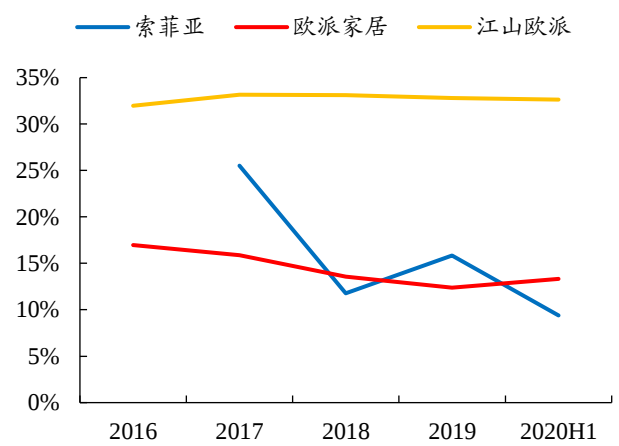
在橱柜、木门在工程端发展战略理顺后，借助索菲亚衣柜在工程渠道的先发优势，我们认为公司在橱柜和木门业务上具有较大的弹性：一方面，橱柜、木门精装市场要显著大于衣柜，而公司这两个品类上基数都较低；另一方面，通过工程业务跑量，公司橱柜和木门产能利用率将提升，从而毛利率有较大的提升空间。

图27：索菲亚的司米橱柜毛利率仍有较大提升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：索菲亚木门毛利率仍有较大提升空间

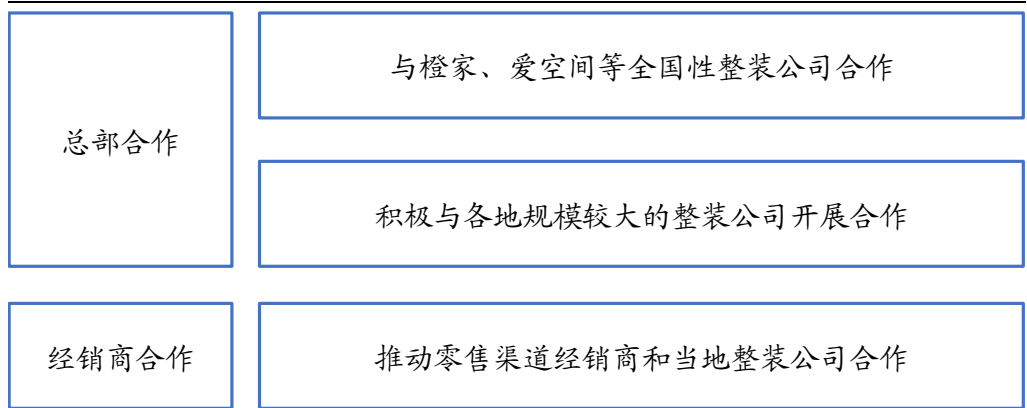


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、整装渠道：积极布局，2021 年有望释放业绩

经过较长时间的模式探索，2019 年索菲亚对于整装渠道的态度更加积极。2019 年，在总部和全国性整装公司合作及推动零售渠道经销商与当地整装公司合作的基础上，公司积极与全国各地规模较大的龙头整装公司建立战略合作关系。2020 年公司全年计划签约 500 家整装企业，截止 2020 年 6 月底，已签约家数达 300 家。在积极培育下，预计 2021 年整装渠道有望表现业绩。

图29：2019 年索菲亚对于整装渠道的态度更加积极



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、行业再演化：衣柜龙头竞争格局边际向好

除了索菲亚自身的积极变革外，我们认为行业也正在向索菲亚有利的方向再演化，前一阶段定制衣柜龙头的估值压制因素正在边际改善。

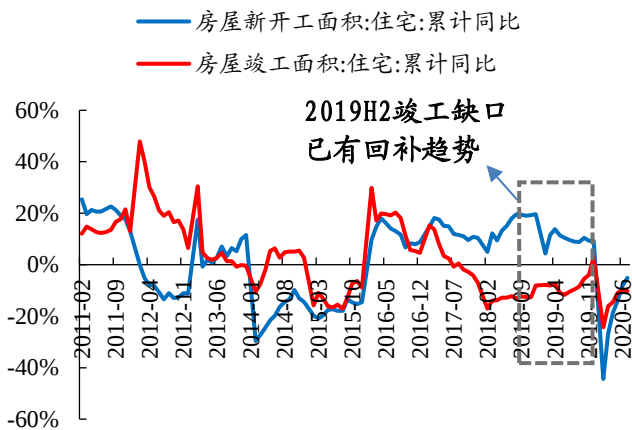
4.2.1、竣工缺口回补具有刚性，行业整体需求小阳春或将至

竣工缺口回补具有刚性，我们认为疫情影响只是暂时打断定制家居行业零售端恢复节奏。

由于商品房从开工至竣工的时间周期一般为 1-3 年，而 2017 年起的交房缺口已持续超过 2 年，因此我们预计竣工数据短期存在较强的修复需求。而在 2019H2，住宅房屋竣工面积增速就已经出现了较为明显的修复。2019 年全年累计竣工面积累积同比最终转正。

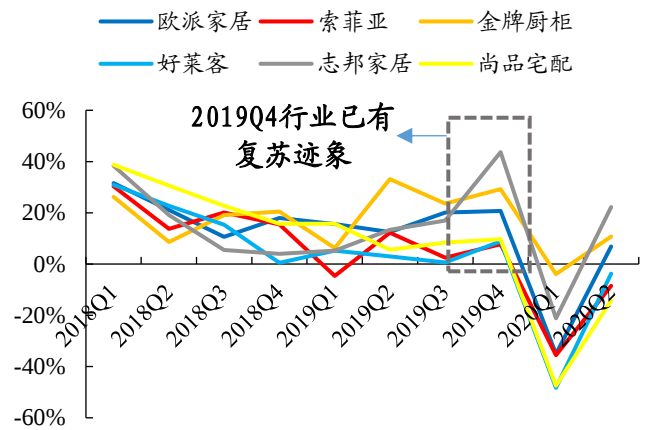
在竣工数据回暖的带动下，2019Q4 定制家居行业已出现了复苏迹象。包括尚品宅配、好莱客（工程渠道占比很低）在内的定制家居公司单季收入增速环比均出现了明显修复。而新冠疫情在 2020Q1 暂时打断了这一恢复节奏。但我们认为竣工回暖趋势和格局改善的逻辑不变，行业向上的趋势将逐渐恢复，整体需求小阳春或将到来。

图30：2019H2 竣工缺口已有回补趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：疫情影响只是暂时打断行业收入增速恢复节奏



数据来源：Wind、开源证券研究所

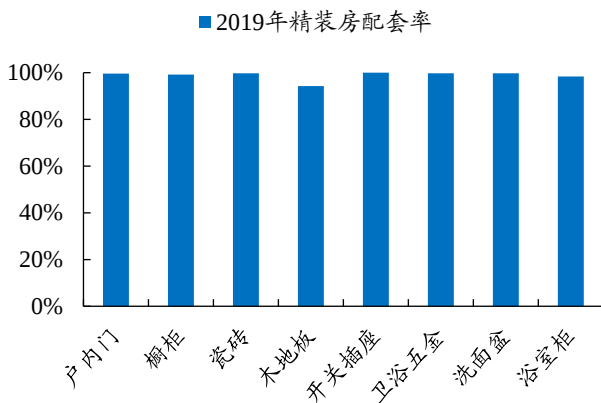
4.2.2、橱柜线下流量受工程渠道挤压，衣柜有望成为线下流量新入口

由于橱柜线上流量受工程渠道挤压，所以衣柜正在逐渐成为定制家居线下流量的新入口。

由于木门、橱柜等品类，消费者对于个性化的要求较低，因此精装房的配套率都高于 90%。而衣柜则安装于卧室，消费者对于其品质和个性化要求都较高，因此衣柜的精装房配备率仍较低（主要仅存在于拎包入住的项目中）。所以，工程渠道兴起对零售渠道的挤压主要集中于橱柜、木门品类，而对衣柜的冲击相对较弱。

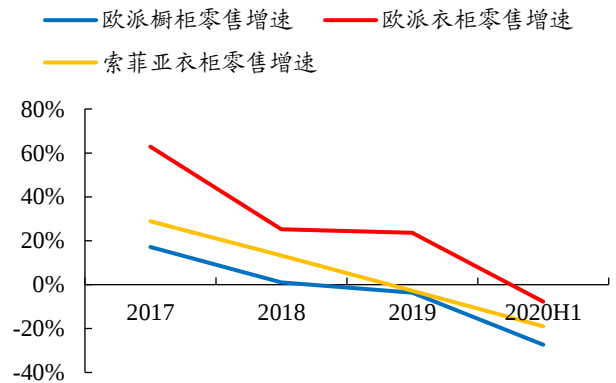
这一趋势，从数据上也可得到验证。为了排除新扩品类低基数的干扰，因此我们选择了欧派橱柜、欧派衣柜和索菲亚衣柜零售端增速进行对比。从对比中，可以看出定制衣柜零售端的增速要相对优于定制橱柜零售端的增速。

图32: 木门、橱柜精装配套率均超过 90%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图33: 衣柜零售端的竞争格局相对更佳

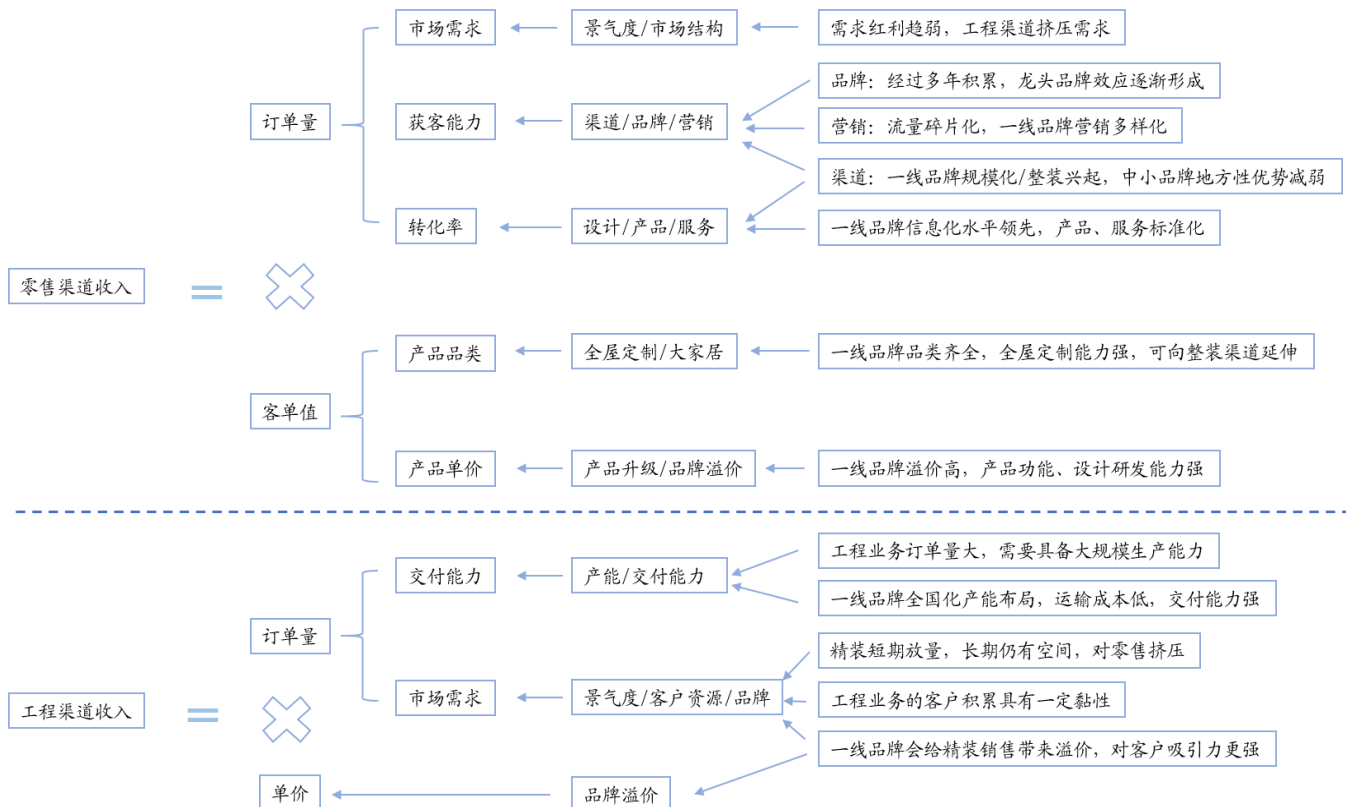


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (欧派各品类零售增速为估算值, 假设其大宗收入中橱柜占 80%、衣柜占 10%, 仅供参考)

4.2.3、渠道多元化, 综合能力更强的行业龙头优势凸显

在线下流量入口分散化的背景下, 渠道多元化也是 2019 年后定制家居行业的大趋势。而相较传统线下零售渠道, 近年兴起的工程、整装等渠道相对都具有更高的进入门槛。如工程渠道要求规模化产能和交付、服务能力。而整装渠道要求更高的品牌力、大家居配套能力等, 定制家居行业中到 2020H1 也只有部分龙头公司探索出了较为成熟的整装发展模式。因此, 我们认为在渠道多元化下, 定制家居行业整合难的预期也有望逐步改善。

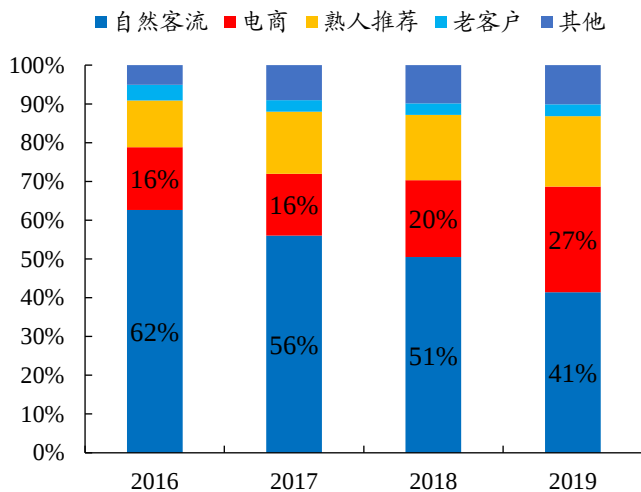
图34: 在渠道多元化的趋势下, 综合能力更强的行业龙头优势凸显



资料来源: 开源证券研究所

而从疫情催化下快速兴起的线上渠道，我们也可以看出行业龙头的优势。索菲亚 2019 年自然客流占比下降至 41%，而线上电商渠道客流来源占比提升至 27%。而在疫情催化下，2020H1 预计线上电商客流来源进一步提升。而在线上渠道，龙头企业优势更为突出。一方面，线上渠道已经不再是红利期，引流投入成本较高。另一方面，以疫情期间迅速普及的定制家居直播带货为例，一线品牌在直播上有更丰富的人才储备，更充足的资金投入并有更强的品牌影响力和流量网红进行合作。

图35：索菲亚客流来源日益多元化



数据来源：索菲亚家居公众号、开源证券研究所

图36：疫情期间定制家居直播营销常态化



资料来源：索菲亚家居公众号

4.2.4、工程渠道放量，行业产能隐忧有所缓解

虽然 IPO 募投产能集中释放，但我们认为行业供给端压力不必过度担忧：

1) 由于工程渠道的快速拓展有效得缓解了行业产能集中投放的压力。2020H1，索菲亚、皮阿诺等定制家居企业还在进一步加码产能建设。

2) 2018-2019 年，定制家居行业的产能利用率普遍还处于较高的水平，并且公司可以根据行业发展情况在一定程度上主观控制产能投放节奏，所以产能集中投放的压力也相对有限。

表5：2020 年仍有部分定制家居企业进行产能扩建

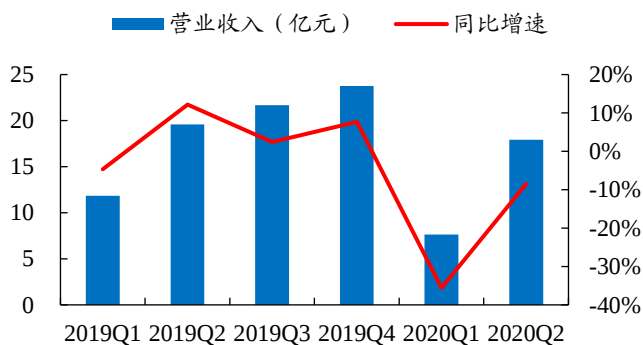
公司	公告时间	产能建设
索菲亚	2020 年 7 月	(1) 索菲亚定制家居智能化工业 4.0 未来工厂项目预计投资额为 3.7 亿；(2) 定制家居智能中转立库项目预计投资额为 1.4 亿；(3) “华东生产基地三期投资计划”调整为“扩建年产定制衣柜及其配套 100 万套和复合门 30 万套项目”，项目总投资额由原预计总投资额 8.02 亿元调整为 13 个亿
金牌橱柜	2020 年 7 月	公司拟在双流航空经济区投资建设“西部物联网智造基地项目”达成合作协议，项目预计固定资产投资约 12 亿元，进一步完善和提升公司厨柜、衣柜、木门、智能化家电等中西部市场供应体系
皮阿诺	2020 年 4 月	计划建设 4 条全屋定制产品智能化生产线，项目达产后将新增全屋定制产品年产约 35 万套，计划总投资约 4.87 亿元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、数据验证：2020H1 业绩前瞻指标大幅改善，峥嵘已现

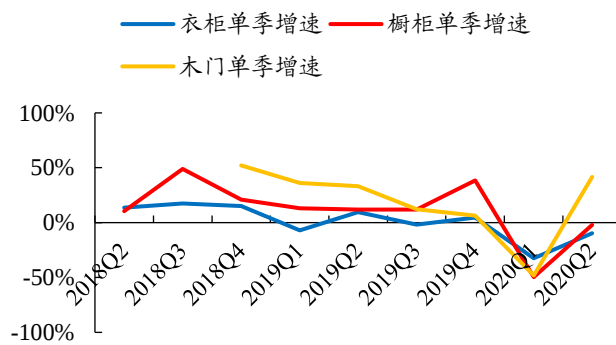
2020H1，索菲亚整体及各品类收入增速均已经出现显著改善。2020Q2 公司收入 17.91 亿元（-8.5%），归母净利润 3.59 亿元（+26.5%），扣非归母净利润 2.79 亿元（+3.6%），业绩增速环比显著改善。分品类看，2020Q2，索菲亚衣柜、橱柜和木门的单季收入增速也均已出现了明显回暖。

图37：2020Q2 索菲亚收入增速显著回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2020Q2 索菲亚各品类均显著回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

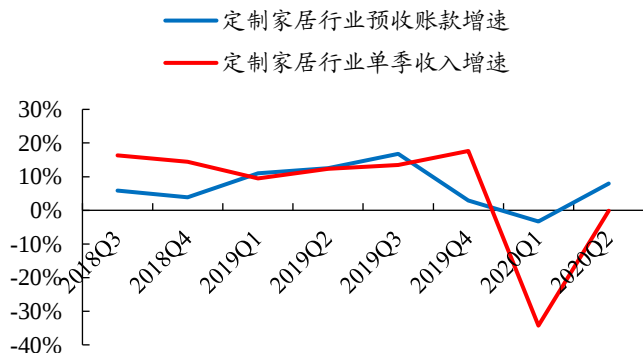
但我们认为除了应该看到 2020Q2 业绩显著的环比改善外，更应该关注到索菲亚 2020H1 一些业绩前瞻指标的大幅改善。

1) 经销渠道

①预收账款同比显著改善：2020H1 期末索菲亚预收款 6.05 亿元，同比增长 18.51%，明显优于收入增速。而在疫情短期冲击前，我们可以看到定制家居行业预收账款增速对于下一季度的收入增速具有较好的指导作用。伴随疫情影响趋弱，这一前瞻指标的作用有望逐步恢复。

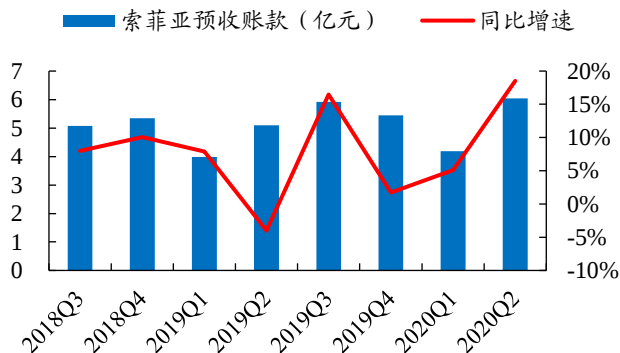
②一线城市占比高，回升弹性大：2020H1，省会城市较多小区到 5 月份仍禁止施工，导致索菲亚省会城市收入同比下降 21.9%（占整体经销渠道收入的 30%，行业中仍较高；志邦家居等较低，因此 2020H1 零售受影响相对更小）。但从前端接单看，2020Q2 索菲亚省会城市接单同比增长 10%。而 2020Q3，省会城市小区施工也基本放开，因此订单交付有望加快改善，从而由前端接单向工厂端收入确认转移。

图39：疫情影响前，预收账款对收入有较好的前瞻作用



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2020Q2 索菲亚预收账款大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2) 工程渠道:

公司 2020H1 工程渠道收入确认因疫情滞后,但出货额同比大幅改善。索菲亚工程渠道 2020H1 收入 3.1 亿元,同比增长约 12%,收入增速相对较慢主要系受疫情的影响,部分工程项目安装进度延迟,导致已发出的商品因未符合收入确认准则的标准。但从出货口径看,2020H1 工程渠道收货额同比增长 39.85%。因此,我们认为公司工程收入增速的放缓只是阶段性受疫情影响,而橱柜、木门品类在工程渠道的突破则更值得关注(橱柜、木门是精装配套大类,公司前期在这两个品类上基数很低)。

从存货角度,公司工程渠道出货额大幅改善也可得到验证。2020H1,索菲亚存货余额为 5.27 亿元,相较 2019 年末增长 55.6%。由于工程渠道已发货未确认收入的部分将计入存货的发出商品科目,并且定制家居经销渠道都是现款后货的模式,因此从存货角度可以看出公司工程渠道已出货但未确认收入部分的增长(由于部分公司存货中未拆出发出商品科目,因此这次我们仍采用比较存货总额)。

表6: 从存货角度,公司工程渠道出货额大幅改善也可得到验证

公司	2020H1 存货余额(亿元)	相较 2019 年末增速
索菲亚	5.27	55.63%
欧派家居	7.70	-8.95%
志邦家居	3.13	45.25%
金牌橱柜	2.66	9.55%
皮阿诺	2.50	8.02%

数据来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

维持盈利预测不变,预计 2020-2022 年归母净利润 11.89/13.35/15.40 亿元,对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元,当前股价对应 PE 为 22/20/17 倍。

通过与行业竞争公司对比可以发现,市场对于索菲亚仍然延续了 2017H2-2018 年这一阶段的预期。索菲亚市场估值仍低于行业内其他龙头的估值。但我们认为通过 2019 年后近两年的积极变革,索菲亚的内部变化和外部行业演化趋势已显著超过市场预期。因此,我们坚定看好公司拐点机会,维持“买入”评级。

表7: 部分定制家居行业估值情况; 索菲亚作为定制衣柜龙头,存在估值修复空间

证券简称	收盘价	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
欧派家居	105.62	17	7.8	20.5	15.4	33.8	31.3	26.0	22.5
尚品宅配	63.52	10.76	-3.47	23.73	14.16	23.8	24.7	20.0	17.5
志邦家居	37.05	20.72	9.23	19.44	16.49	25.2	23.1	19.3	16.6
平均		16.2	4.5	21.2	15.4	27.6	26.4	21.8	18.9
索菲亚	28.59	12.3	10.4	12.3	15.3	24.2	21.9	19.5	16.9

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘日期为 2020/09/04,除索菲亚、欧派家居外,其他公司均使用 Wind 一致预期)

6、风险提示

受新冠疫情影响,竣工数据和家居消费需求回暖不及预期;整装大家居招商拓展不及预期;行业价格战加剧,导致公司盈利能力下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3668	4128	4318	5802	6091
现金	2165	1340	1830	2615	3160
应收票据及应收账款	596	1041	712	1307	1007
其他应收款	32	42	37	54	50
预付账款	62	38	69	54	87
存货	303	339	341	443	458
其他流动资产	510	1329	1329	1329	1329
非流动资产	4144	4356	4370	4686	5032
长期投资	4	39	39	39	39
固定资产	2403	2731	2811	3089	3388
无形资产	579	546	588	635	687
其他非流动资产	1158	1041	933	923	919
资产总计	7812	8484	8689	10488	11124
流动负债	2188	2444	1955	2900	2442
短期借款	427	313	296	337	343
应付票据及应付账款	672	835	639	1130	862
其他流动负债	1090	1296	1020	1433	1237
非流动负债	265	130	125	128	131
长期借款	177	30	24	27	30
其他非流动负债	88	100	100	100	100
负债合计	2454	2575	2079	3028	2573
少数股东权益	526	465	477	495	514
股本	923	912	912	912	912
资本公积	1475	1304	1304	1304	1304
留存收益	2612	3267	3901	4618	5440
归属母公司股东权益	4832	5445	6132	6965	8037
负债和股东权益	7812	8484	8689	10488	11124

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1100	1301	1324	1771	1584
净利润	964	1095	1202	1353	1558
折旧摊销	289	347	286	280	323
财务费用	23	26	17	8	-3
投资损失	-32	-52	-31	-37	-38
营运资金变动	-159	-82	-50	204	-211
其他经营现金流	15	-32	-100	-37	-46
投资活动现金流	-318	-1400	-169	-521	-586
资本支出	735	686	14	315	346
长期投资	371	-781	-0	-0	-0
其他投资现金流	789	-1495	-155	-206	-240
筹资活动现金流	-431	-739	-665	-464	-453
短期借款	116	-114	-17	41	6
长期借款	-76	-147	-6	3	3
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	-4	-171	0	0	0
其他筹资现金流	-467	-296	-642	-508	-462
现金净增加额	351	-837	490	785	545

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7311	7686	8232	9483	10868
营业成本	4564	4817	5104	5889	6765
营业税金及附加	76	72	85	98	110
营业费用	700	765	807	901	1032
管理费用	566	591	617	711	815
研发费用	191	185	198	228	261
财务费用	23	26	17	8	-3
资产减值损失	11	-18	0	0	0
其他收益	34	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	46	100	37	46
投资净收益	32	52	31	37	38
资产处置收益	-10	-2	0	0	0
营业利润	1234	1348	1535	1722	1971
营业外收入	1	2	5	2	2
营业外支出	4	3	3	3	4
利润总额	1231	1347	1536	1721	1969
所得税	267	252	334	368	411
净利润	964	1095	1202	1353	1558
少数股东损益	5	17	13	18	19
归母净利润	959	1077	1189	1335	1540
EBITDA	1492	1674	1794	1954	2227
EPS(元)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	5.1	7.1	15.2	14.6
营业利润(%)	4.4	9.2	13.9	12.2	14.4
归属于母公司净利润(%)	5.8	12.3	10.4	12.3	15.3
获利能力					
毛利率(%)	37.6	37.3	38.0	37.9	37.7
净利率(%)	13.1	14.0	14.4	14.1	14.2
ROE(%)	18.0	18.5	18.2	18.1	18.2
ROIC(%)	16.9	18.0	18.0	17.7	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	31.4	30.3	23.9	28.9	23.1
净负债比率(%)	-26.3	-13.3	-21.6	-29.0	-31.5
流动比率	1.7	1.7	2.2	2.0	2.5
速动比率	1.3	1.5	2.0	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	17.8	9.4	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	7.5	6.4	6.9	6.7	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.18	1.30	1.46	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.43	1.45	1.94	1.74
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.97	6.72	7.63	8.81
估值比率					
P/E	27.2	24.2	21.9	19.5	16.9
P/B	5.4	4.8	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	16.9	14.6	13.3	11.8	10.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn