

持股计划绑定多方利益，空中加油构筑平台模式

核心观点：

- **持股计划绑定多方利益，空中加油开启加速模式：**公司员工持股计划与经销商持股计划落地，董事长转让约 5.6% 股份，转给经销商股票价格为 29.6 元，转让 1230 万股，转给员工股票价格为 28.6 元，转让 1222.3 万股。持股计划锁定期为 1 年。我们认为本次持股计划绑定多方利益，转让价格具备安全边际，显示管理层团结各方利益加速发展的决心，公司有望在业绩维持高增速时空中加油，向更广阔市场空间加速推进。
- **产能瓶颈打开，新款广受好评，橱柜业务有望稳健增长：**目前保守预计产能约为 125 万件柜体，2016 年最高产能约为 280 万套，产能瓶颈打开；公司预计每年新增 200 家门店，2016 年有望拥有近 2000 家门店，全国布局更为完善，索菲亚年初推出的 799/899 款式订单增长迅速，橱柜业务稳健增长。
- **加码舒适 100 打开成长空间，多品类销售带动渠道价值重估，定制全屋市场打开：**预计公司下半年有望加码加码舒适 100，发挥其平台导流作用，舒适 100 主营的硬装与公司软装形成业务互补，且能在新房装修中就接触客户，客户流量与品类设计数量均大幅提高，公司 5 月份已开始以合作形式售卖其他品牌的床垫、餐桌、鞋柜等家具，具备供应能力；自有销售渠道节约渠道费用，同类家具终端价可低至市场五折，价格优势明显。公司已打开全屋定制市场空间，坪效有望再上台阶，渠道价值应得到重估。**维持推荐评级**

表 1：主要财务指标预测：

财务摘要	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,783.48	2,361.08	3,250.94	4,350.67
收入同比增长率%	45.98	32.39	37.65	33.83
净利润（百万元）	244.85	326.90	444.64	598.04
净利润同比增长率%	41.37	33.51	36.19	34.05
毛利率%	37.05	37.36	37.60	37.03
ROE%	15.20	16.84	19.02	20.36
市盈率	59.02	44.21	32.33	25.21
EPS（元）	0.56	0.74	1.01	1.32

资料来源：WIND 中国银河证券研究部

索菲亚（002572.SZ）

推荐 维持评级

分析师

马莉（8610）6656 8489
mali_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020012

杨岚：（8610）8357 4539
（yanglan@chinastock.com.cn）
执业证书编号：S0130514050004

特此鸣谢：

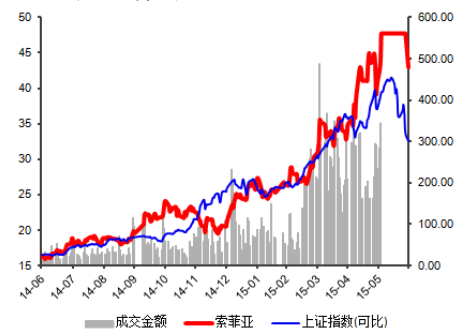
赵中平（0755）82837691
zhaozhongping@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据 2015.6.29

A 股收盘价(元)	42.92
A 股一年内最高价(元)	47.69
A 股一年内最低价(元)	3.87
上证指数	4053
市净率	10.37
总股本（亿股）	4.41
实际流通 A 股(亿股)	2.56
限售 A 股(万股)	1.85
流通 A 股市值(亿元)	110

注：*价格未复权

板块价格走势



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

索菲亚是轻工板块中毫无争议的白马成长股，定制家具领域的龙头企业，营业收入与归属于母公司净利润除 2012 年连续 6 年维持 30%+以上增长（2012 年收入同比增长 21.7%，净利润同比增长 26.5%），我们预计 2015 年净利润 4.5 亿元（同比增长 36.7%），本次实行员工持股计划有望统一管理层、员工、经销商利益，在业绩高增长的同时加速布局格局，拓展经营边界，打开更广阔的市场空间。降息周期下地产产业链预期修复与公司定制家具行业龙头地位有望提升公司估值中枢，横向品类业绩的逐步落地有望逐步增厚业绩，舒适 100 加力发展有望打开更广阔的市场空间与新颖的商业模式。具体推荐逻辑如下：

（1）持股计划绑定多方利益，有网空中加油开启加速模式，具备调动数十亿元资源潜质：公司 6 月 27 日发布公告实行员工持股计划与经销商持股计划，本次员工持股计划是柯建生（董事长，原持有 25.4% 股权）通过二级市场协议转让共约 5.6% 的股份给经销商和员工，其中转让给经销商股票价格为 29.6 元，转让 1230 万股，占比 2.79%，转让给员工股票价格为 28.6 元，转让 1222.3 万股，占比 2.77%。持股计划锁定期为 1 年。我们认为本次持股计划绑定多方利益，且转让价格约为现价的 6 折，按此价格计算市值对应 2015 年利润约为 30XPE，具备安全边际，显示管理层团结各方利益加速发展的决心，公司有望在业绩维持高增速时进行空中加油，向更广阔市场空间加速推进。

本次协议转让后前两大股东共持有约 45% 股权，持股比例较高仍有进一步下降空间，按照当前市值的 10% 计算价值约 19 亿元，预计公司 2015 年经营性净现金流 4 亿元，账面现金 10 亿元，扣除运营资金约为 7-8 个亿，共有 30 亿元等值股权与现金资源可调动

（2）橱柜主业：生产端衣柜基地逐步落成，产能逐步释放，供不应求瓶颈解除，销售端线下门店推进顺利，线上爆款增长迅猛，助力主业维持高增长：公司目前在华南、华东、华北、华中、华西投资五个战略性加工中心，生产定制衣柜标准件和非标准件，目前保守预计产能约为 125 万件柜体，2015 年廊坊一期、嘉善一期、成都子公司预计达产，

16 年各项目二期有望部分达产，最高产能约为 280 万套。产能将根据需求扩张持续释放，供不应求瓶颈解除。

表 1：索菲亚产能情况

生产中心	建设情况	目前产能	预计达产产能 (2016)
华南 (广州)	募投项目已达产，新建定制家居项目	90 万件柜体	150 万件柜体
华东 (嘉善)	一期预计 15 年达产，二期开始建设	8 万件柜体	23 万件柜体
华北 (廊坊)	一期预计 15 年达产，二期开始建设	8 万件柜体	35 万件柜体
华中 (武汉)	预计 2016 年投产	无	50 万件柜体
华西 (成都)	15 年预计达产	约 20 万件柜体	不详
合计		约 125 万件柜体	约 281 万件柜体

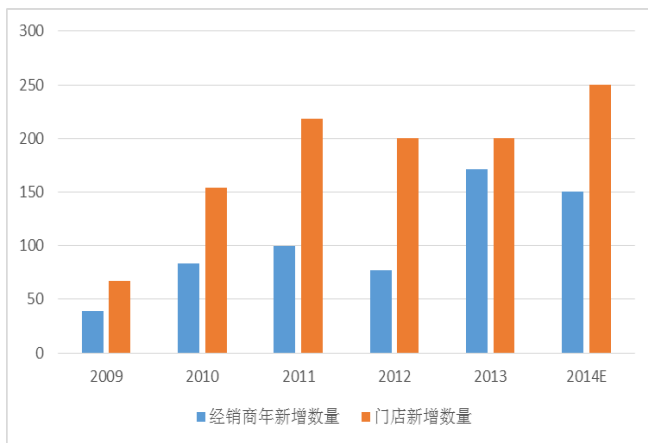
注 1：由于柜体是定制衣柜的主要组件，我们用索菲亚柜体的产能作为估算其整体产能的近似指标

注 2：其中华西生产中心产能是根据历年销售成本与柜体产能的关系倒推计算得出

资料来源：根据索菲亚招股书及相关公告整理

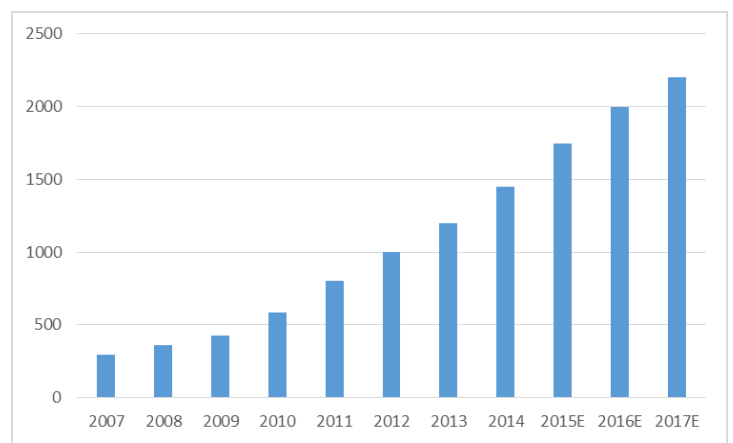
公司继续深化建设线上与线下渠道：线下渠道方面 2015 年继续在二三线城市进行渠道下沉，并积极布局 4、5 线城市，2014 年拥有经销商 800 多家，门店 1450 多间，预计 2015 与 2016 年各增加 200 家门店，公司由一线城市向二线城市的拓展已基本成功，城镇化逐步推进带动三到五线城市消费升级，公司推出的 799/899 系列广受好评，增长迅猛；线上渠道方面加强与京东、淘宝的合作，通过推出爆款积极引流，和土巴兔、齐家网也有全国性合作。

图 1 索菲亚新增经销商数量与门店数量



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 2: 索菲亚门店数量



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

(3) 舒适易佰发力, 市场空间从定制家具迈向定制全屋, 渠道价值有望真正重估

公司 2015 年 1 月出资 3000 万元参股舒适易佰 30% 的股权, 舒适易佰主营业务为舒适家居系统的制作与安装, 截止 2014 年 10 月 31 日, 公司营业收入 54 万元, 净利润-9 万元, 尚处于起步阶段。公司所处的舒适家居系统解决方案行业在我国发展时间并不长。但随着居民对健康生活水平要求提高, 舒适家居系统有望成为未来的消费趋势。

公司参股的舒适 100 主营硬装, 与公司自主扩张的软装形成互补, 硬装比软装更早接触消费者, 舒适 100 未来有望成为公司重要的自主引流工具, 打开全屋定制市场空间, 舒适 100 提供了硬装前端抓取客户的机会, 公司已具备各类软装家具生产能力 (与司米合作进军橱柜领域, 并在 5 月份已经开始售卖餐桌、床、床垫等其他软装家具, 发展定制卧室), 并且公司未来近 2000 家门店将有效降低新品类的渠道费用, 据了解对同等家具公司可以卖到终端卖场价格的一半, 自主渠道优势明显。

(4) 柔性供应链发展成熟, 依托消费者需求加速抢占传统家具市场

柔性供应链效率对于定制家具内部管理最为关键, 定制化产品要求协调客户个性化需求与工厂标准化生产间的矛盾, 柔性供应链对信息化程度、跨部门协调能力、物流周转能力提出较高要求, 这些也是定制化商业模式的护城河。公司拥有较强的 IT 团队与信息化工

厂，上线了 1 套大数据系统记录分析潜客。2011-2013 年库存量还在随业务量增长近乎同比例提升，2014 年公司生产量与销售量分别增长 37%、39%的情况下，库存量反而下降 13.7%，彰显了公司柔性供应链管理能力的成熟。

柔性供应链的成熟标志着公司可以以低廉库存成本加速抢占传统手工衣柜与成品衣柜的市场，传统衣柜企业以产定销，对终端消费者需求感知迟钝，且面临需求转向造成的库存风险。相比之下公司以销定产，业务量不会带动库存同比例提升，产能更为充沛，且能够快速响应消费者需求变化，从销售感知与成本控制角度完胜传统衣柜商。

表 2：索菲亚 2011-2014 年销售量、生产量与库存量（单位：万平方米）

	2011	2012	2013	2014
销售量	534	676	1060	1472
生产量	532	677	1069	1468
库存量	13.4	16.5	26	22.4

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚轻工制造行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

