



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 重抖精神迈步新成长

### ——索菲亚（002572）深度报告

2016年01月26日

强烈推荐/维持

索菲亚

深度报告

#### 报告摘要:

**定制家具行业仍将高成长。**公司目前主要收入来自于定制家具，我们认为受益于我国人口结构和住宅精装修化，定制家具未来仍将处于高速成长期。得益于行业的高成长，我们预计公司营业收入增速未来将维持在30%~40%。

#### 线上引流蒸蒸日上，线下体验拥抱VR。

- ◆ 线上引流：索菲亚互联网+平台的建立将显著提升消费者的线上体验，设计环节是公司与消费者接触的最前端，该平台的成功打造将真正的起到为公司截流客户的作用。
- ◆ 线下体验：随着公司的发展战略向三、四线城市布局销售网络，这些尚处于朝阳期的北方三、四线城市将成为公司未来业绩的增长点。同时公司实施门店电子化升级，配备VR设备，显著提升客户体验感。

**大家居战略实现一站式消费。**司米橱柜整合了索菲亚在中国定制家居市场深耕多年的经验以及法国SCHMIDT在橱柜行业多年的技术。随着橱柜的产能竣工并投入生产，2016年公司会在橱柜开店以及电商渠道方面全力以赴，随着明年橱柜门店的迅速扩张，橱柜收入在2017年将会有亮眼的表现，真正实现公司“衣橱联动”的发展战略。

**公司盈利预测及投资评级。**公司是定制家居行业的龙头，衣柜、橱柜的产能在15年年底已经投入生产，未来3年公司将逐步形成“衣橱联动”的业务格局。公司在一二线城市的开店渗透率仍有提高空间，三四线城市的渠道扩张更是处于蓝海状态，数字生态系统（互联网+）平台使公司牢牢占据与消费者接触的第一入口。我们预计公司2015~2017年营业收入分别为31.9亿元、43.5亿元和57.7亿元；归属于母公司股东的净利润分别为4.6亿元、6.2亿元和8.2亿元；每股收益分别为1.04元、1.41元和1.86元，对应PE分别为38x、28x和21x；给予公司2016年40x的估值，6个月目标价56.4元/股，维持公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,783.48	2,361.08	3,195.77	4,353.05	5,772.38
增长率(%)	45.98%	32.39%	35.35%	36.21%	32.61%
净利润(百万元)	253.18	330.47	461.83	626.80	826.17
增长率(%)	43.78%	30.52%	39.75%	35.72%	31.81%
净资产收益率(%)	14.04%	16.84%	19.94%	22.97%	25.26%
每股收益(元)	0.56	0.74	1.04	1.41	1.86
PE	70.39	53.27	38.05	27.98	21.16
PB	9.97	8.96	7.59	6.43	5.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

#### 孙金琦

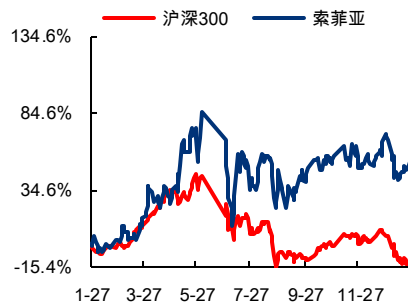
010-66554026

sun\_jq@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	23.70-47.69
总市值(亿元)	173.97
流通市值(亿元)	105.26
总股本/流通A股(万股)	44098/26682
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.8

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

1、《索菲亚（002572）：产能扩张助力业绩释放》2015-10-22

2、《索菲亚（002572）2012年中报点评：二季度业绩大幅改善 后期仍可持续》2012-08-07

3、《索菲亚（002572）调研快报：定制衣柜第一品牌 畅享行业成长机遇》2012-06-13

## 目 录

1. 定制家居行业高歌猛进.....	4
1.1 登上人口红利的末班车.....	4
1.2 受益于住宅市场精装修.....	5
1.3 未来市场容量空间广阔.....	6
2. 线上线下一网打尽.....	7
2.1 线上引流蒸蒸日上.....	8
2.2 线下体验拥抱 VR.....	10
2.3 全国生产布局完成拥有强大制造能力.....	12
3. 大家居实现一站式消费.....	14
3.1 衣橱联动再创佳绩.....	14
3.2 全屋定制提升客户消费.....	16
4. 公司上下一心收获靓丽业绩.....	18
4.1 股东利益一致.....	18
4.2 财务指标靓丽.....	19
5. 盈利预测及估值.....	21
6. 风险提示.....	22

## 表格目录

表 1: 住宅装修政策.....	5
表 2: 定制衣柜市场容量测算.....	6
表 3: 司米橱柜品牌优势.....	15
表 4: 索菲亚主要产品.....	16
表 5: 索菲亚员工持股计划.....	18
表 6: 索菲亚经销商持股计划.....	19
表 7: 索菲亚收入测算（单位：亿元）.....	21
表 8: 家居行业上市公司 PE 比较.....	21
表 9: 公司盈利预测表.....	23

## 插图目录

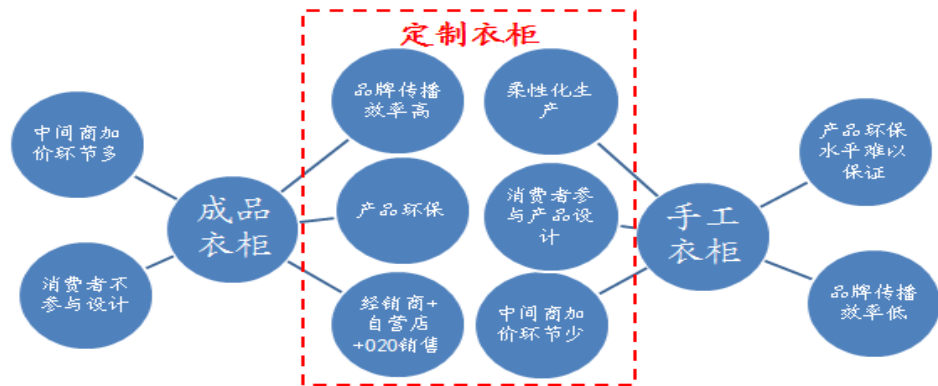
图 1:定制衣柜兼具成品衣柜和手工衣柜的优点 .....	4
图 2:定制衣柜市场竞争格局 .....	4
图 3:2013 年我国婚姻登记年龄分布 .....	5
图 4:我国人口出生率 .....	5
图 5:整体衣柜行业处于成长期 .....	7
图 6:整体衣柜行业市场容量 .....	7
图 7:索菲亚衣柜收入大幅领先行业平均值 .....	7
图 8:索菲亚产品销售流程 .....	8
图 9:索菲亚在线设计 .....	9
图 10:索菲亚爱菲 Club .....	9
图 11:索菲亚数字化生态系统 (互联网+) 平台展望 .....	10
图 12:索菲亚销售网络快速拓展 .....	10
图 13:各省份人均可支配收入 .....	11
图 14:东北、西北与华东、华南存在差距 .....	11
图 15:三四线城市整体衣柜尚处于朝阳期 .....	11
图 16:索菲亚门店电子化升级对接 VR 虚拟现实 .....	12
图 17:索菲亚核心竞争力 .....	13
图 18:索菲亚生产基地 .....	13
图 19:豪迈木制品加工机械 .....	14
图 20:司米橱柜发展进程 .....	14
图 21:司米橱柜 .....	15
图 22:索菲亚单店收入及其增速 .....	17
图 23:单店收入影响因素 .....	17
图 24:公司股权结构 .....	18
图 25:索菲亚营业收入、净利润及其增速 .....	19
图 26:同行业公司营业收入、净利润规模比较 .....	19
图 27:索菲亚销售毛利率、净利率 .....	20
图 28:同行业公司销售毛利率、净利率比较 .....	20
图 29:索菲亚 ROE、ROA、ROIC .....	20
图 30:同行业公司 ROE、ROA、ROIC 比较 .....	20
图 31:索菲亚总资产周转率 .....	21
图 32:索菲亚存货、应收账款周转率 .....	21

## 1. 定制家居行业高歌猛进

公司产品目前主要为定制衣柜及其他配套家具的柜体和组件，产品所处行业为木质家具行业中的细分子行业：定制衣柜行业。

衣柜产品可分为成品衣柜、手工衣柜和定制衣柜，我们认为整体衣柜融合了成品衣柜和手工衣柜的优点，摒弃了二者的缺点，通过此消彼长的产品替代效应，将逐步占据成品衣柜和手工衣柜的市场份额。

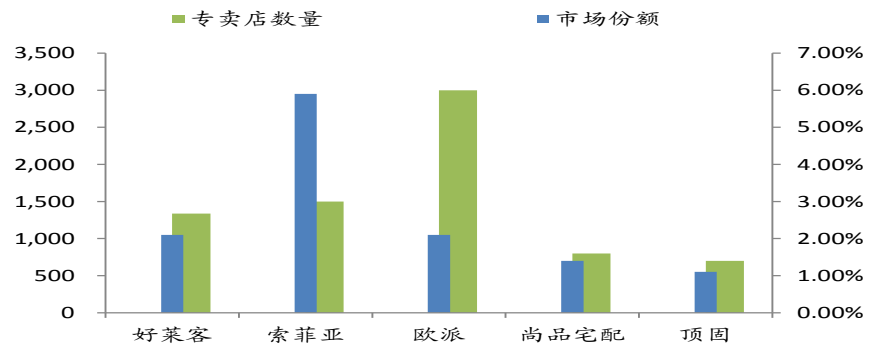
图 1:定制衣柜兼具成品衣柜和手工衣柜的优点



资料来源：东兴证券研究所

定制衣柜市场近年来市场容量迅速扩大，一些橱柜、成品衣柜企业相继进入，行业内市场竞争有所加剧。目前公司的主要竞争对手为好莱客、欧派、尚品宅配和顶固，这些都是行业内的一线领导品牌。从市场份额和门店数量来看，索菲亚目前处于行业第一的水平。

图 2:定制衣柜市场竞争格局



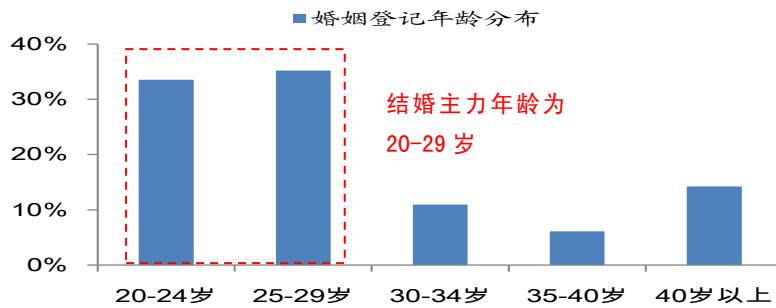
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 1.1 登上人口红利的末班车

我们在 2015 年 8 月 20 日发布的家具行业深度报告中提出，新婚购置新家具是我国

的传统, 新婚家庭是支撑家具消费的重要因素, 我们认为家具消费与新婚家庭数量成正相关关系。

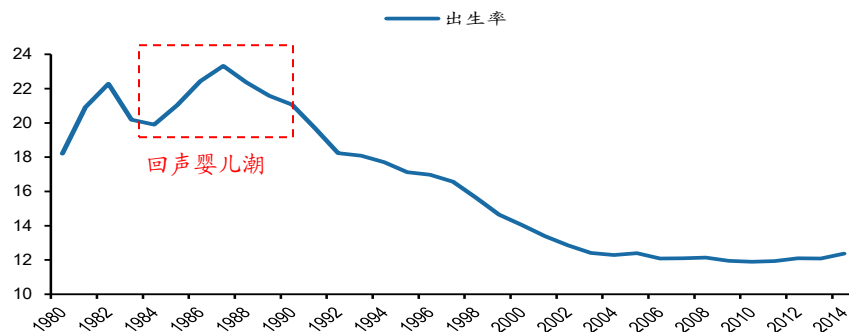
图 3:2013 年我国婚姻登记年龄分布



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从结婚家庭年龄的分布来看, 20-29 岁是我国结婚主力军, 占我国结婚家庭总数的比例为 69%。1986 年~1990 年, 由于中国上一次“婴儿潮”新增人口进入生育年龄, 因此产生了我国建国后的第三次婴儿潮, 称作“回声婴儿潮”, 这期间的人口出生率达到了 21.06%~23.33%的高峰。

图 4:我国人口出生率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

向后递推 20~29 年, 这部分新增人口的结婚时间在 2006 年至 2019 年期间, 新婚人口的增长将拉动家具的消费, 因此我们看好 2015 年至 2019 年的家具消费。

## 1.2 受益于住宅市场精装修

住房和城乡建设部在 2002 年和 2008 年发布了《商品住宅装修一次到位实施导则》和《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》, 积极推广装修一次到位, 逐步取消毛坯房, 直接向消费者提供全装修成品房。

表 1: 住宅装修政策

时间	政策名称	相关政策内容
2002 年	《商品住宅装修一次到位实施导则》	积极推广装修一次到位, 目的在于: 逐步取消毛坯房, 直接向消费者提供全装

## 修成品房

2008 年

《关于进一步加强住宅装饰装修管理的  
通知》

引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式。要根据本地实际，科学规划，分步实施，逐步达到取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房的目标。

资料来源：住房和城乡建设部网站，东兴证券研究所

从政策的层面看，国家鼓励新建保障性住房和商品住宅实施全装修住房。网尚家居的数据显示：2009年北京精装房的比例达到55%，上海市中心区新楼盘全装比例达50%，广州新盘中精装房占比为59%，二线城市的精装比例不足30%，我国精装修住宅的比例还有较大的提升空间。我们认为，各地住宅精装政策的出台将继续推动精装房比例的提高，而且营改增的实施使得开放商可以把精装修作为合理避税的手段进而推动精装房的发展，精装修住宅的发展将成为定制衣柜行业的重要经济增长点。

### 1.3 未来市场容量空间广阔

定制衣柜行业作为木制家具行业的细分子行业，市场容量难以统计。基于以下三点假设，我们对定制衣柜市场的容量做出估算。

- ◆ 每百户家庭购买衣柜数量的增速与木质家具收入的增速一致；
- ◆ 衣柜的平均展开面积为 10 平米；
- ◆ 衣柜的出厂价格区间为 156.65~171.76 元/平方米。

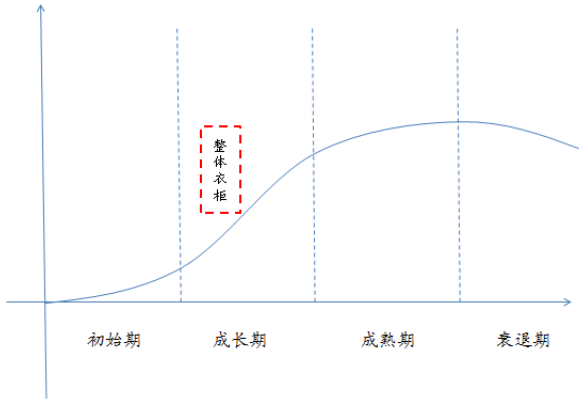
表 2：定制衣柜市场容量测算

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
总户数 (亿户)	4.23	4.18	4.38	4.42	4.52	4.56
每百户购买衣柜数 (个)	5.18	6.71	8.13	9.38	11.45	12.67
衣柜购买数量 (万个)	2191.04	2801.46	3559.30	4144.62	5180.38	5783.25
衣柜市场容量 (亿元)	374.58	478.94	608.50	711.89	842.68	905.96
整体衣柜市场容量 (亿元)	56.19	81.47	118.13	171.29	248.37	362.38

资料来源：CEIC, Wind, 东兴证券研究所

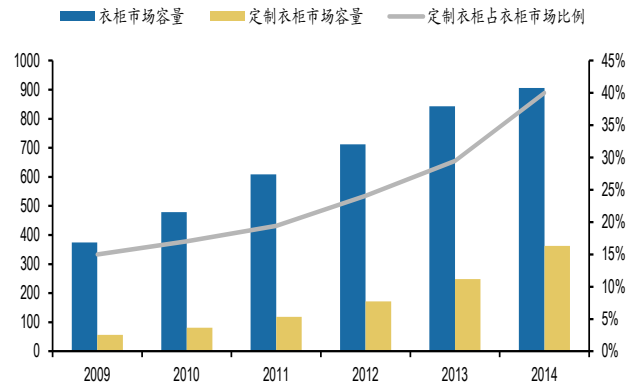
根据我们的估算，2009年定制衣柜市场空间为56亿元，2014年达到362亿元，CAGR达到45%，同期木质家具行业的CAGR仅为20%，定制衣柜占衣柜市场总容量的比例也从15%提高至40%。定制衣柜行业目前具备市场增长率高、技术逐渐定型、行业的竞争格局和用户特点明朗、行业进入壁垒高、产品的品种数量众多等特点，基于此我们认为定制衣柜行业目前正处于成长期。

图 5:整体衣柜行业处于成长期



资料来源：东兴证券研究所

图 6:整体衣柜行业市场容量

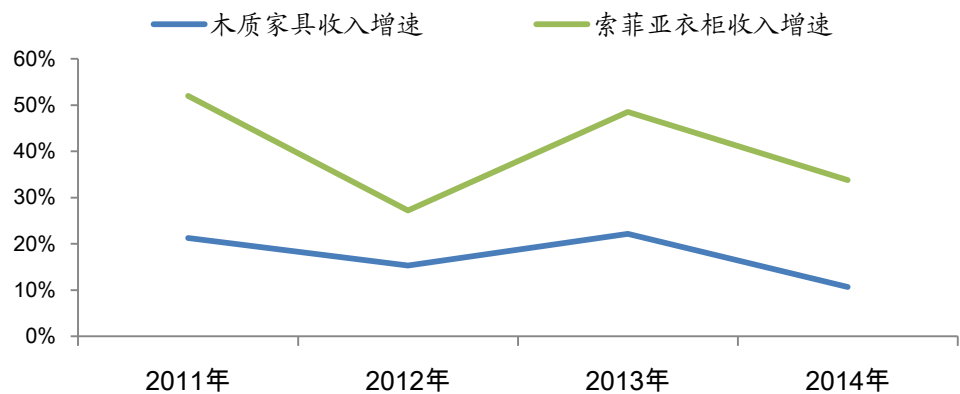


资料来源：CEIC, Wind, 东兴证券研究所

好莱客的招股书显示，发达国家的家居定制化比例高达 70%，而根据我们的测算，我国目前定制衣柜占行业的比例仅为 40%，因此我们认为定制衣柜行业目前尚未触及成长天花板，仍将保持目前的高增速。

受益于定制衣柜市场的快速成长，公司来自于衣柜方面的收入保持了高速增长，2012年至 2014 年索菲亚的营业收入增速分别为 22%、43%和 39%，同期我国木质家具行业收入增速分别为 15%、22%和 11%，公司定制衣柜收入的增长大幅领先行业平均值。我们认为虽然木质家具行业已经过了成长期，增速在放缓，但是行业的内部格局正在快速转变，市场份额快速增长的定制衣柜代表了行业未来的发展方向。

图 7:索菲亚衣柜收入大幅领先行业平均值



资料来源：公司财报, Wind, 东兴证券研究所

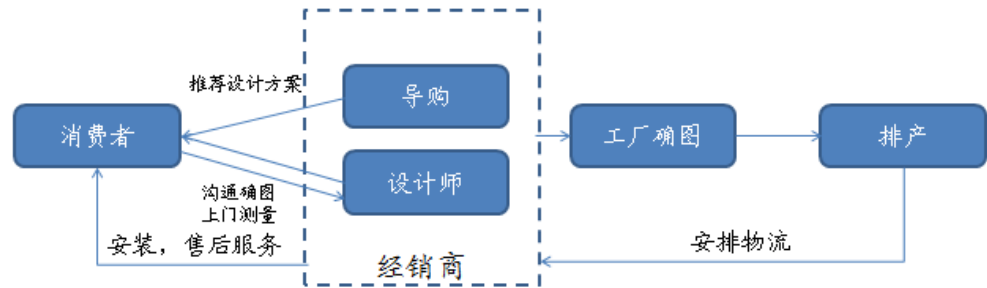
综上所述，公司目前主要收入来自于定制衣柜，受益于人口结构和住宅精装修化的影响，定制衣柜行业处于高速成长期。得益于行业的快速成长，我们认为公司营业收入将保持 30%~40%的增长速度。

## 2. 线上线下一网打尽

消费者与公司接触的最前端环节是产品设计，与消费者接触最多的是经销商，因此我

们认为公司在产品设计环节发力以及使门店尽量贴近消费者将是公司未来截流客户、提高收入的重要战略。

图 8:索菲亚产品销售流程



资料来源：东兴证券研究所

## 2.1 线上引流蒸蒸日上

我国网购市场发展迅速，市场规模由 08 年的 1286 亿元快速增长到 14 年的 28000 亿元，年复合增长率达到 167%。在网购市场快速扩张的背景下，公司积极拥抱互联网，一方面在各大电商平台开设网店以及与装修平台展开合作，搭建 O2O 平台；一方面通过搭建互联网运营平台和开发新的应用工具，逐步建立起产品引流渠道，服务 C2B 销售模式。

上文我们分析过，家具产品的消费者主要是新婚人群，我国 20~29 岁的新婚家庭占比超过 60%，目前这部分人群普遍属于 85 后、90 后，他们获得信息的渠道主要是使用 PC 终端以及手机 APP 通过互联网了解产品信息，线上选择线下体验是这类人群的购物风格。与大龄消费者不同，20~29 岁的新婚人士与家具产品接触的第一个环节是通过互联网，通过 PC 终端的展示去了解产品的样式、性能，在选定了心仪的产品之后才会去门店实地考察，而不再是穿梭于各大家具建材卖场货比三家。因此公司线上环节的主要目的就是要在产品的展示环节尽可能的吸引消费者，使自己的产品以更好的形式呈现在消费者眼前。

目前公司已经拥有官方网站平台负责产品的展示与销售，具有在线设计与社区讨论的功能。索菲亚的在线设计功能的一般流程为选择适合自身情况的柜体方案，如夫妻方案、单身方案等，然后根据个人喜好对柜体空间进行组合搭配，之后选择自己喜欢的颜色风格，结合以上各方面因素平台会给出一个合理估价，直至设计师根据个人的定制方案亲自登门测量最终确图。



图 9:索菲亚在线设计



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

我们认为, 目前索菲亚官方网站提供的在线设计功能还仅仅停留在产品的层面, 消费者还无法使用该平台进行全屋的 3D 定制。为了更加贴近市场、贴近客户, 满足消费者个性化的需求, 公司在 2015 年 11 月 12 日公告的定增预案中披露, 公司拟将发行股票募集的资金用于投资索菲亚家居数字化生态系统 (互联网+) 平台升级项目, 该数字化生态系统平台将在现有的互联网营销平台和定制家居设计系统的基础上, 构建出一个集设计师、消费者、商家于一体的开放式 3D 系统平台, 提供设计方案库的共享, 做到消费者定制需求与公司的设计方案库自动匹配。我们认为该平台的建立将显著提升消费者的线上体验, 设计环节是公司为消费者接触的最前端, 该平台的成功打造将真正的起到为公司截流客户的作用。另外, 凭借深耕定制家具市场十余年的积累, 公司的方案库也是行业内顶尖的水平, 方案库对消费者开放以及与消费者需求自动匹配的实现势必会对公司在销售链最前端截流客户加码。

与此同时, 公司目前的官方平台上还开辟了定制家具的讨论社区——爱菲 Club, 通过该社区向消费者传递定制家具的优势, 适用于不同户型结构的设计图, 各类经典装修案例等。我们认为, 爱菲 Club 也将被融入到数字化生态系统平台中, 使得公司拥有一个可以与消费者进行互动的社区, 使消费者对索菲亚品牌的了解更为深入, 同时公司对消费者需求的理解将更为精细化, 使公司未来对于产品的制造与营销可以做到有的放矢。

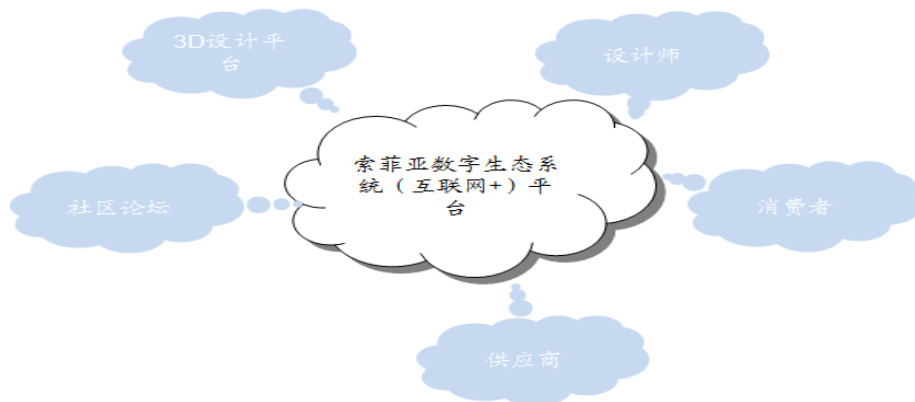
图 10:索菲亚爱菲 Club



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

综上所述,公司未来要构建的数字化生态系统平台不仅要公司将深耕多年的方案库与消费者共享,还将提供基于全屋的3D设计功能,真正实现集消费者、设计师、商家于一体的互联网+平台,该平台不仅要提供索菲亚自己的产品,公司OEM的产品也要放上平台,真正做到3D设计、全屋定制。另外爱菲社区的融入也将继续加深公司与消费者之间的互动,提高双方对彼此的了解。

图 11:索菲亚数字化生态系统(互联网+)平台展望



资料来源:东兴证券研究所

## 2.2 线下体验拥抱 VR

家具企业的销售模式主要分为线上和线下两类,对于线下,经销商是公司主要的销售渠道,门店的覆盖范围越广,覆盖越深入,渠道的价值就越高,企业的竞争力就越强。

索菲亚在2010年门店就已经基本覆盖了一、二线城市和东部沿海地区的三、四线城市,2011年公司开始向三、四线城市深入拓展,2014年公司调整战略开始下沉销售网络至四、五线城市,截止到2015年6月30日,索菲亚共拥有经销商专卖店1500家,预计到2015年年底公司将拥有门店1600余家。

图 12:索菲亚销售网络快速拓展



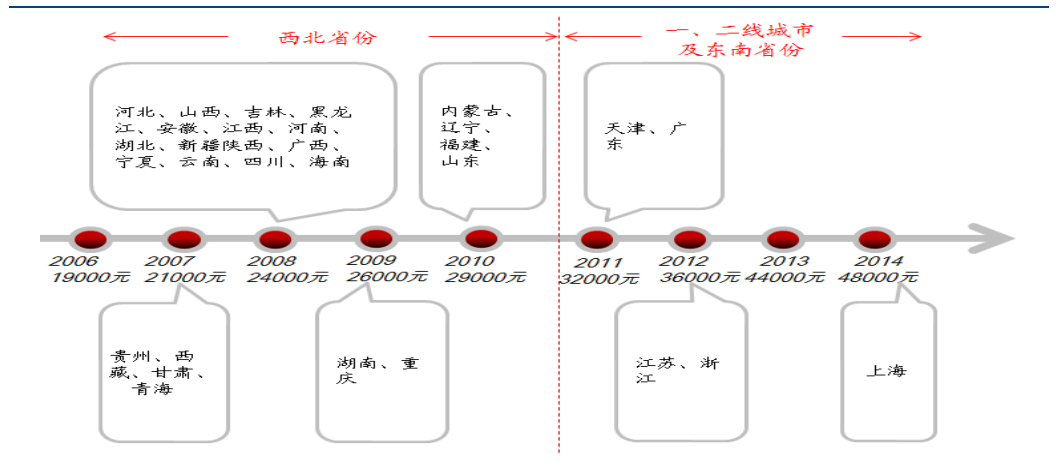
资料来源:公司财报,东兴证券研究所

公司门店目前已经基本覆盖了一二线城市以及大量东部、中部的三线和四线城市,我

们认为未来公司的发展战略将加密一二线城市布局, 深耕细作, 同时拓展四、五线城市。

从购买力的角度来看, 一线梯队是北京和上海, 2014 年的人均可支配收入超过 48000 元; 第二梯队则是华东、华南区域的广东、江苏、浙江以及天津, 人均可支配收入在 32000~36000 元之间; 第三梯队则集中在东北、华北、西北、西南等地区, 人均可支配收入在 24000~29000 元之间, 与北京、上海等地的差距为 4~6 年。这些地区在 2014 年的收入仅相当于北京 2008~2010 年的水平, 而 08 年~10 年正是整体衣柜在一线城市快速发展的初始期。

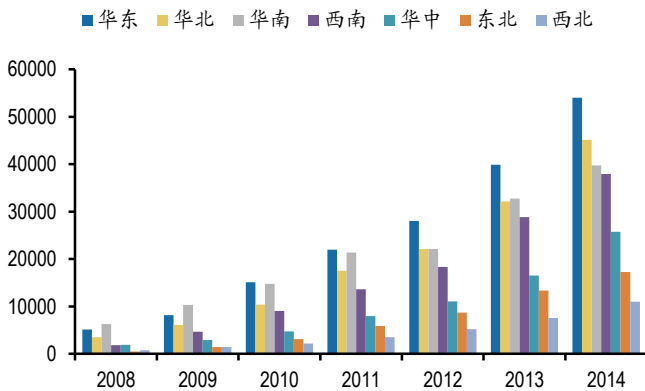
**图 13: 各省份人均可支配收入**



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

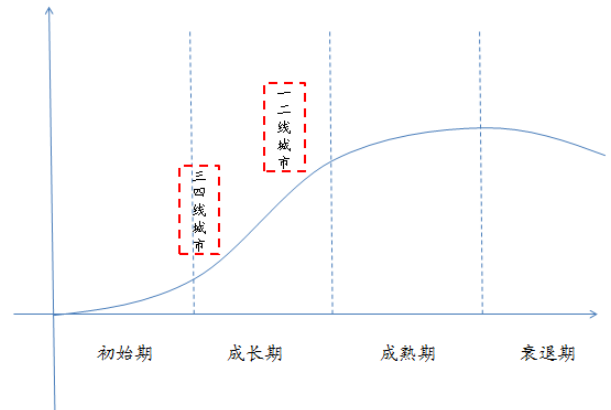
因此我们认为整体衣柜市场的扩张是随着居民收入的由低向高、由南向北逐步渗透发展的过程, 当前西北、东北地区的整体衣柜市场, 相对于华南、华东地区, 尚存在 4-6 年的发展差距, 随着公司的发展战略向三、四线城市布局销售网络, 这些尚处于朝阳期的北方三、四线城市将成为公司未来业绩的增长点。

**图 14: 东北、西北与华东、华南存在差距**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 15: 三四线城市整体衣柜尚处于朝阳期**



资料来源: 东兴证券研究所

另外公司打算对现有门店进行电子化升级，主要在现有门店开辟出电子展示区、电子体验区和方案洽谈区。

- ◆ **电子展示区**：通过展示 KD 设计方案及效果图、公司宣传片、促销视频、图片和设计云图库吸引客户，提高客户的进店率。
- ◆ **电子体验区**：通过让客户体验 360 度 3D 展示场景、虚拟现实场景、KD 在线设计等软件，提高客户的体验感，加长客户停留在店面里的时间。
- ◆ **方案洽谈区**：通过 KD 设计方案及效果图、KD 软件实时修改调整方案，从而快速形成预方案和预报价，促成订单。

图 16:索菲亚门店电子化升级对接 VR 虚拟现实



资料来源：东兴证券研究所

公司目前在广州、上海部分门店已经部署了 oculus VR 设备，360 度为消费者展示产品以及房屋空间设计。据我们了解，oculus 的 VR 眼镜是可以用于游戏，在功能方面是超越国内的一些 VR 眼镜设备。我们认为索菲亚对接 VR 虚拟现实设备，完美的利用了 VR 设备增强客户体验感的作用，为消费者提供了极致的 360 度全方位设计展示。

综上所述我们认为，公司一方面在一二线城市提高门店渗透率，一方面向四五线城市下沉渠道，完成四五线城市从无到有的建设，公司目前每年 200 家衣柜门店、300 家橱柜门店的开店速度未来至少可以持续三年，同时公司对线下门店进行的电子化升级也会进一步加强客户体验，提高成交率，以上两点将为公司的收入提供有力的支撑。

### 2.3 全国生产布局完成拥有强大制造能力

公司的核心竞争力在上述产品销售环节涉及到的比较多，但是公司的品牌、口碑也是影响公司经营的重要因素。经销商提供的数据表明口碑导流的订单率较高，因此品牌

影响公司的销售，销售带动后台的制造，口碑、终端、制造三个因素才能共同塑造起索菲亚在行业内强大的竞争力。口碑体现于产品质量，终端的扩张依靠产能，因此后台的强大制造能力是公司的核心竞争力。

图 17:索菲亚核心竞争力



资料来源: 东兴证券研究所

制造能力方面，公司已经在河北廊坊、浙江嘉善、四川成都、湖北黄冈和广州增城建立了华北生产基地、华东生产基地、西部生产基地、华中生产基地以及华南生产基地，完成了全国生产布局。目前河北廊坊、浙江嘉善、四川成都以及广州增城本部工厂均已正常生产，黄冈工厂预计 2015 年末投入生产，而且位于增城的橱柜新工厂的建设也已经基本完成，新工厂在 6 月份开始调试，预计 4 季度将投入生产。我们认为随着黄冈工厂、以及增城橱柜新厂投产，公司的总体产能还可以继续提升，从而满足快速扩张的门店终端。

图 18:索菲亚生产基地

索菲亚全国生产基地战略布局



资料来源: 东兴证券研究所

而且索菲亚的生产线使用的是德国豪迈公司的家具机械设备，据我们了解，豪迈 (Homag) 产品覆盖家具、地板、门窗、木结构房屋等木制品的加工机械，占全球市场份额的 25% 左右，是全球木工机械生产巨头，于 2007 年在德国证券交易所上市。

图 19:豪迈木制品加工机械



资料来源：知网，东兴证券研究所

我们认为，豪迈是德国木制品加工机械龙头，技术研发创新位于领先位置，并且将各类研发成果运用到豪迈设备中，帮助客户降低能源消耗、原材料的使用以及人工成本，提供企业的生产效率。目前豪迈在国内提供 16 条生产线，其中有 14 条在索菲亚，通过使用豪迈的机械设备，索菲亚的产品质量、生产效率可以得到有力保障。

### 3. 大家居实现一站式消费

#### 3.1 衣橱联动再创佳绩

2013 年公司战略由“定制衣柜就是索菲亚”向“定制家索菲亚”转变，开始布局整体家居，其中包括向橱柜市场进军。公司于 2013 年 12 月与法国知名橱柜服务商 SALM S.A.S 签订合作意向书，2014 年 7 月 SCHMIDT 司米橱柜正式向消费者亮相，截止到 2015 年 6 月，司米橱柜专卖店已经达到 150 家，2015 年预计将拥有橱柜专卖店 300 家左右。

图 20:司米橱柜发展进程



资料来源：东兴证券研究所

我们认为，家庭装修遵循着“吊顶-房门-地板-橱柜-衣柜”这样的先后顺序，目前橱柜是新开店，单店收入、店面坪效与成熟门店还有差距，衣柜带单橱柜作用明显，但是由于橱柜的装修环节早于衣柜，因此未来当司米橱柜的门店铺开、产能可以跟上的时候，司米橱柜会对索菲亚衣柜形成良好的带单作用，二者将形成一个良性互动、相

辅相成的关系。

与其他橱柜品牌相比，司米橱柜的优势在于它整合了索菲亚家居在中国定制家居市场深耕多年的经验以及法国 SCHMIDT 在橱柜行业多年的技术。目前索菲亚衣柜在全国约有门店 1500 家，2015 年底预计门店数量达到 1600 余家，这些衣柜门店在司米橱柜的扩张初期都可以使用自身的品牌口碑为其进行宣传和客户导流，使消费者对于司米橱柜有一个快速的了解。法国领军橱柜品牌 SCHMIDT 源于 1934 年，橱柜行业 80 多年的浸润使其在生产力、品质、工艺、功能、设计、环保、服务方面都做到了行业顶尖水平。

**图 21:司米橱柜**



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**表 3：司米橱柜品牌优势**

品牌优势	体现
生产力领先	拥有世界一流设备和全球领先工业体系
品质极致	使用珍罕、环保材质及顶级工匠，使用世界顶级品牌配件
工艺极致	欧洲先进橱柜工艺代表者
功能极致	充分满足消费者需求
设计极致	欧洲顶尖设计师团队
极致环保	坚定遵循可持续发展原则
服务极致	个性化定制服务、全程一对一服务

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

橱柜的产能在 2015 年第 4 季度才能完全铺设好，这也解释了公司在 2015 年的开店速度和电商方面没有全面发力。我们认为，橱柜的产能竣工并投入生产，2016 年公司会在橱柜开店以及电商渠道方面全力以赴，随着明年橱柜门店的迅速扩张，橱柜收入在 2017 年将会有亮眼的表现，真正实现公司“衣橱联动”的发展战略。

### 3.2 全屋定制提升客户消费

公司在 2012 年底完成柔性生产线的布局,奠定了公司推出其他配套定制家具的基础,包括了酒柜、鞋柜、饰物柜、餐柜和电视柜等,适用范围包括了卧室、书房、厨房、客餐厅以及儿童房,稳步的推进了“定制家“的品牌发展战略。

表 4：索菲亚主要产品

产品系列	产品种类	设计风格	图片展示
卧室系列	床头柜、梳妆台、衣帽间、衣柜（掩门）、衣柜（趟门）	田园风格、古典风格、简欧风格、现代简约风格	
书房系列	书桌、电脑桌、书柜、榻榻米	田园风格、古典风格、简欧风格、现代简约风格	
厨房系列	橱柜	皇家风格、贵族风格、浪漫风格	
客餐厅系列	餐酒柜	简欧风格、现代简约风格	
玄关系列	门厅柜、玄关柜、电视柜	简欧风格、现代简约风格	



儿童房系列

青少年房

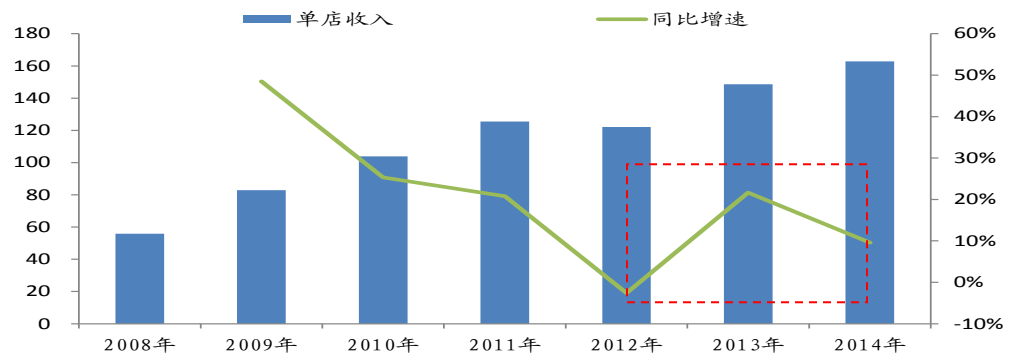
田园风格、古典风格、简  
欧风格、现代简约风格



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

索菲亚开展“全屋定制”的战略之前, 由于公司平均每年新开店 200 余家, 单店收入的增速略有放缓。2012 年下半年, 索菲亚开发并推出了多个系列的配套定制家具, 包括了酒柜、鞋柜、饰物柜、餐柜以及其他多功能柜子, 涵盖范围由原来的卧室、书房拓展到客厅和餐厅, 为消费者提供了一个完整的全屋定制方案。自实施该战略之后, 公司的单店收入增速开始触底回升。

**图 22: 索菲亚单店收入及其增速**



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

单店的收入主要受客流量、成交率和客单价三个因素的影响, 其中客流量和成交率受经销专卖店的地理位置、公司品牌等多个因素的影响, 提高客流量和成交率是一个长期积累的过程。在客流量和成交率不变的情况下, 提升客单价对提升单店收入有着重要的作用。

**图 23: 单店收入影响因素**



资料来源: 东兴证券研究所

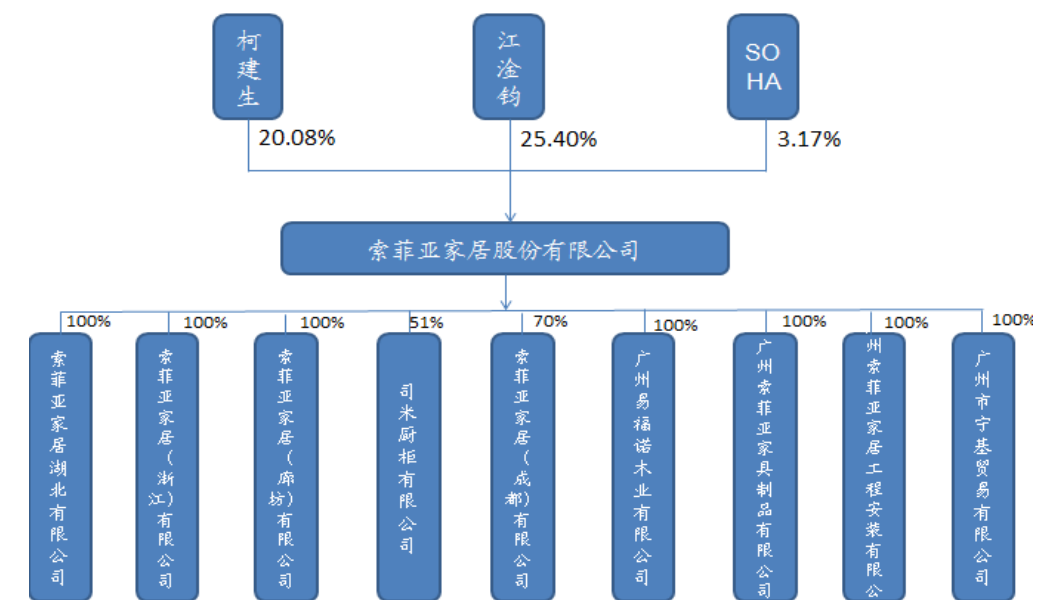
家具行业由于销售的是大件产品, 价格较高, 产品的消费周期比较长, 所以我们认为家具行业提升客单价的方式是要扩大销售产品的组合, 实行产品组合的多元化, 不仅销售主营产品, 还要搭配其他配套家具, 让消费者在购买主要家具的同时, 可以完成其他相关互补家具的购买, 真正实现一站式消费。

## 4. 公司上下一心收获靓丽业绩

### 4.1 股东利益一致

公司股权结构相对集中，董事长江淦钧持股 25.4%，总经理柯建生持股 20.08%，二者为公司一致行动人、实际控制人。公司控股 9 家子公司，其中 7 家为全资子公司，另外两家是司米厨柜有限公司和索菲亚家居(成都)有限公司，公司分别持股 51%和 70%。

图 24:公司股权结构



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司在 2015 年 9 月 29 日完成员工持股计划，于 2015 年 10 月 28 日完成经销商持股计划。此次员工持股计划分为 1 号、2 号、3 号子计划，其中索菲亚 1 号资管计划份额上限为 11280 万份，按照 3:1 的比例设立优先级份额和次级份额；索菲亚 2 号资管计划份额上限为 20612 万份，按照 1:1 的比例设立优先级份额和次级份额；索菲亚 3 号资管计划份额上限为 3067 万份。此次员工持股计划的股票来源是公司共同控股股东以及实际控制人之一的柯建生，股份转让价格为 28.6 元/股。

表 5：索菲亚员工持股计划

	资管计划份额上限 (单位：万份)	涉及标的股票数量 (单位：万股)	涉及的股票数量占公司现有 股本总数的比例
索菲亚 1 号资管计划	11280	394.41	0.89%
索菲亚 2 号资管计划	20612	720.70	1.63%
索菲亚 3 号资管计划	3067	107.24	0.24%
合计	34959	1222.34	2.77%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此次经销商持股计划认购的索菲亚 4 号资管计划份额上限为 36423 万份, 按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额, 股份来源为公司实际控制人之一的柯建生, 股份转让价格为 29.6 元/股。

**表 6: 索菲亚经销商持股计划**

	资管计划份额上限 (单位: 万份)	涉及标的股票数量 (单位: 万股)	涉及的股票数量占公司现有 股本总数的比例
索菲亚 4 号资管计划	36423	1230.51	2.79%

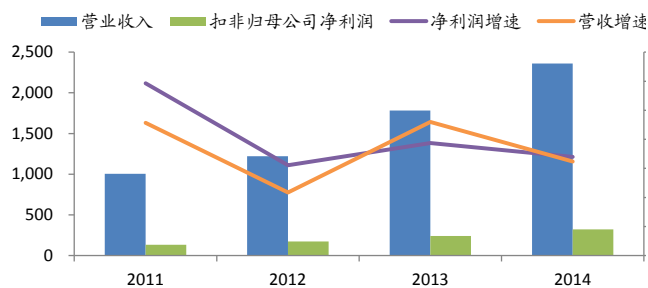
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为本次员工持股计划和经销商持股计划可以建立公司员工、经销商和公司所有者的利益共享制度, 改善公司的管理水平, 提供公司竞争力, 体现了员工、经销商对公司未来长期健康发展的信心, 同时 28.6 的员工持股价以及 29.6 的经销商持股价也为公司的股价提供了有力支撑。

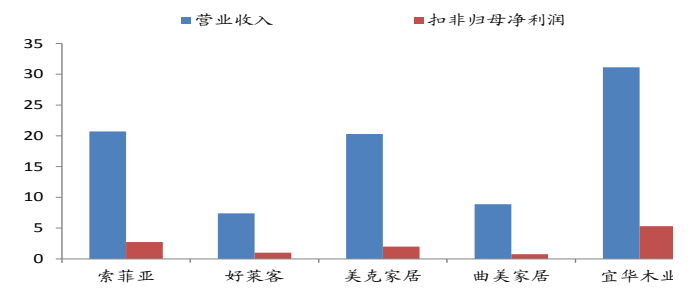
## 4.2 财务指标靓丽

收入方面: 公司上市以来, 2011~2014 年营业收入分别为 10.04、12.22、17.83 和 23.61 亿元, 对应的增速为 45.67%、21.73%、45.98%和 32.39%, 年复合增长率为 33%; 扣非后归属母公司的净利润分别为 1.32、1.73、2.39 和 3.21 亿元, 对应的增速为 59.30%、31.06%、38.70%和 33.99%, 年复合增长率为 35%。

与同行业公司比较, 索菲亚的收入与净利润规模在定制家居行业位列第一, 与其他家居企业相比也是领军水平。

**图 25: 索菲亚营业收入、净利润及其增速**


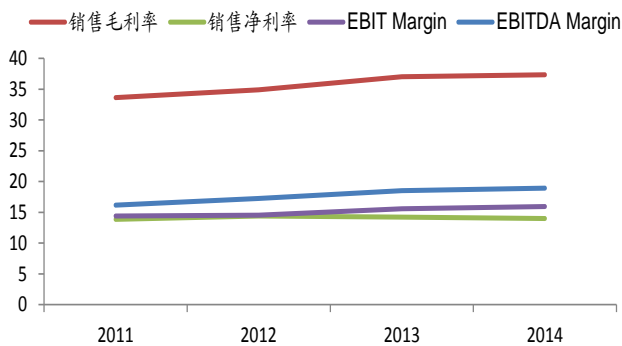
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 26: 同行业公司营业收入、净利润规模比较**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

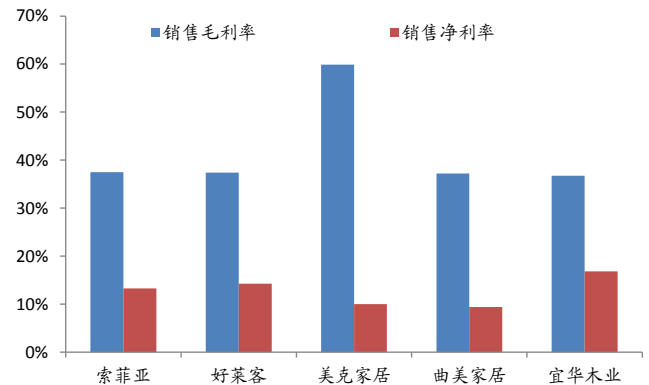
盈利能力方面: 公司销售毛利率小幅提高, 由上市时的 33.62%提高到 2014 年的 37.36%, 销售净利率保持稳定, 维持在 14%左右。

图 27:索菲亚销售毛利率、净利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

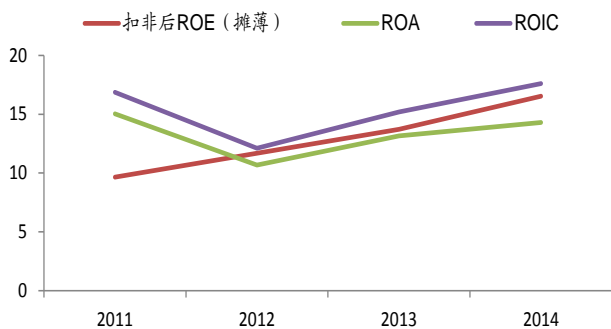
图 28:同行业公司销售毛利率、净利率比较



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

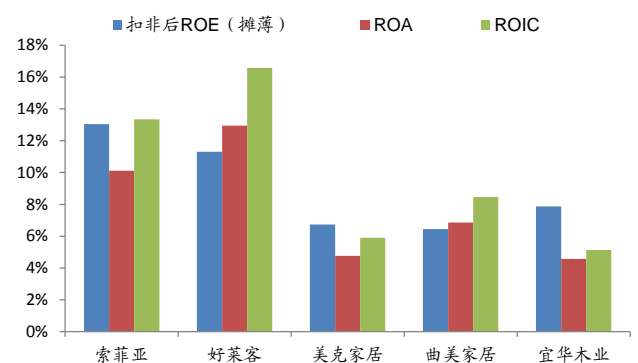
公司的净资产收益率、资产收益率等稳步上升, 并且可以看到定制家居企业的资产回报率显著高于其他家居企业。我们认为公司 ROE 水平较高的原因在于公司的总资产周转率较高, 根据杜邦分析,  $ROE = \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ , 定制家居企业与其他家居企业相比, 净利率水平略高, 资产负债率情况接近, 平均来看定制家居企业的资产周转率水平较高。

图 29:索菲亚 ROE、ROA、ROIC



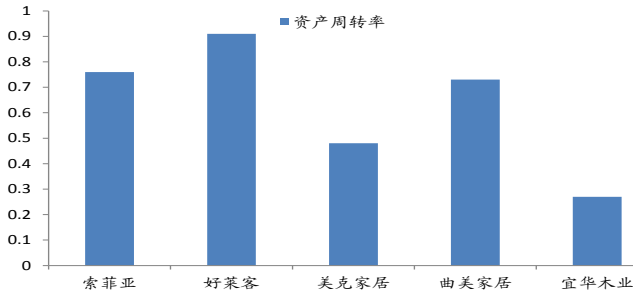
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 30:同行业公司 ROE、ROA、ROIC 比较

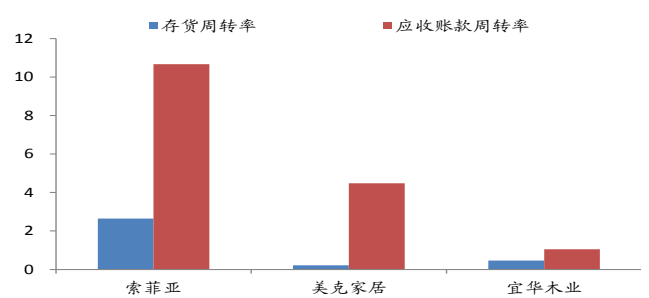


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

根据索菲亚的销售收入确认方法, 经销商专卖店在收取一定比例的定金后, 将经客户确认的销售订单发送至本公司, 本公司按照订单安排生产。一般情况下, 公司在收到经销商支付全部货款后发货, 并由经销商负责安装。公司在产品发出给经销商, 并且已经收款或取得索取货款依据时确认销售收入。“按照订单安排生产”将使公司存货较少, “先收款后发货”使得公司的应收账款较少, 对应公司的存货周转率和应收账款周转率很高。

**图 31: 索菲亚总资产周转率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 32: 索菲亚存货、应收账款周转率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 5. 盈利预测及估值

我们认为未来 3 年公司的定制衣柜业务将保持稳定增长, 厨柜产能释放使得司米橱柜的收入进入高速增长期。我们预计公司 2015~2017 年营业收入分别为 31.9 亿元、43.5 亿元和 57.7 亿元, 对应的增速分别为 35.3%、36.2%和 32.6%。其中定制衣柜及其配件的收入分别为 30.5 亿元、40.8 亿元和 53.1 亿元, 司米橱柜的收入分别为 0.8 亿元、2.1 亿元和 4.0 亿元。

**表 7: 索菲亚收入测算 (单位: 亿元)**

	2014A	2015E	2016E	2017E
定制衣柜及其配件	22.97	30.48	40.85	53.14
司米橱柜	0.12	0.84	2.06	3.99
合计	23.09	31.32	42.91	57.13
衣柜收入增速	34.23%	32.73%	34.00%	30.10%
橱柜收入增速		585.71%	143.75%	93.85%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

相对估值: 我们选取了三家与公司的经营模式、产品相类似的家居公司比较, 行业 16 年平均 PE 是 34x, 考虑公司的成长能力高于行业平均值, 以及在互联网平台端发力占据入口资源, 一二线城市的渗透率还不够高, 未来还有提升空间, 三四线城市下沉空间大, 厨柜产能铺设基本完毕, 未来将形成衣柜、橱柜的联动, 我们认为给予公司 40x 估值较为合理, 对应公司的股价为 56.4 元/股。

**表 8: 家居行业上市公司 PE 比较**

股票代码	股票名称	2014A	2015E	2016E	2017E
002572.SZ	索菲亚	53.27	38.05	27.98	21.16
603898.SH	好莱客	14.27	46.20	32.99	24.17
603818.SH	曲美家居	25.84	58.68	49.81	42.47
600337.SH	美克家居	33.29	24.88	19.50	15.43
	平均 PE		43.25	34.1	27.36

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

综上所述，我们看好未来 5 年的家居消费，尤其是定制家居对成品家居、手工打制家居的替代性消费。公司是定制家居行业的龙头，衣柜、橱柜的新建产能在 15 年年底已经可以投入生产，未来 3 年公司将逐步形成“衣橱联动”的业务格局。公司在一二线城市的开店渗透率仍有提高空间，三四线城市的渠道扩张更是处于蓝海状态，数字生态系统（互联网+）平台使公司牢牢占据与消费者接触的第一入口。未来 3 年公司的衣柜收入将保持稳定增长，橱柜业务将进入高速成长期。我们预计公司 2015~2017 年营业收入分别为 31.9 亿元、43.5 亿元和 57.7 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 4.6 亿元、6.2 亿元和 8.2 亿元；每股收益分别为 1.04 元、1.41 元和 1.86 元，对应 PE 分别为 38x、28x 和 21x；给予公司 6 个月目标价 56.4 元/股，维持公司“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

1. 衣柜、橱柜新开店数量不及预期的风险；
2. 定制家居行业的渗透率不及预期的风险。

**表 9: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	1430	1497	1956	2580	3360	<b>营业收入</b>	1783	2361	3196	4353	5772
货币资金	1153	1184	1577	2102	2764	<b>营业成本</b>	1123	1479	1941	2631	3485
应收账款	49	62	86	115	154	营业税金及附加	13	19	13	15	20
其他应收款	7	12	16	21	28	营业费用	161	226	309	434	590
预付款项	50	22	-41	-109	-210	管理费用	213	254	340	459	603
存货	137	142	212	270	369	财务费用	-27	-15	-14	-18	-24
其他流动资产	15	50	85	145	211	资产减值损失	1.98	4.37	2.91	3.08	3.45
<b>非流动资产合计</b>	656	1036	990	919	847	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	1.95	0.00	0.00	0.00
固定资产	433.01	493.33	469.17	420.99	372.60	<b>营业利润</b>	299	396	603	830	1095
无形资产	117	194	175	155	136	营业外收入	7.79	6.69	7.31	7.27	7.09
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.45	1.83	1.50	1.59	1.64
<b>资产总计</b>	2086	2533	2946	3499	4207	<b>利润总额</b>	306	401	609	835	1101
<b>流动负债合计</b>	284	411	456	563	691	所得税	52	70	147	208	275
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	253	330	462	627	826
应付账款	94	139	170	237	309	少数股东损益	8	4	5	6	5
预收款项	54	74	106	146	202	归属母公司净利润	245	327	457	621	821
一年内到期的非	0	20	20	20	20	EBITDA	426	620	660	882	1142
<b>非流动负债合计</b>	10	41	54	81	109	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.74	1.04	1.41	1.86
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	294	452	510	644	800	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	48	140	145	151	155	营业收入增长	45.98%	32.39%	35.35%	36.21%	32.61%
实收资本(或股	441	441	441	441	441	营业利润增长	42.69%	32.32%	52.35%	37.49%	32.05%
资本公积	783	809	809	809	809	归属于母公司净利润	39.77%	35.96%	39.77%	35.96%	32.24%
未分配利润	456	645	825	1070	1391	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1744	1941	2291	2705	3252	毛利率(%)	37.05%	37.36%	39.27%	39.57%	39.63%
<b>负债和所有者权</b>	2086	2533	2946	3499	4207	净利率(%)	14.20%	14.00%	14.45%	14.40%	14.31%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	11.74%	12.90%	15.51%	17.75%	19.53%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	14.04%	16.84%	19.94%	22.97%	25.26%
<b>经营活动现金流</b>	353	352	497	690	888	<b>偿债能力</b>					
净利润	253	330	462	627	826	资产负债率(%)	14%	18%	17%	18%	
折旧摊销	153.78	239.42	0.00	71.16	71.34	流动比率	5.04	3.64	4.29	4.58	4.86
财务费用	-27	-15	-14	-18	-24	速动比率	4.56	3.30	3.83	4.10	4.33
应收账款减少	0	0	-24	-30	-38	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	32	40	56	总资产周转率	0.93	1.02	1.17	1.35	1.50
<b>投资活动现金流</b>	-240	-443	-24	-3	-3	应收账款周转率	38	43	43	43	43
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.11	20.33	20.74	21.44	21.17
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.74	1.04	1.41	1.86
<b>筹资活动现金流</b>	-13	-20	-79	-163	-222	每股净现金流(最新	0.23	-0.25	0.89	1.19	1.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.95	4.40	5.20	6.13	7.37
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	227	0	0	0	0	P/E	70.39	53.27	38.05	27.98	21.16
资本公积增加	-129	26	0	0	0	P/B	9.97	8.96	7.59	6.43	5.35
<b>现金净增加额</b>	100	-111	393	524	662	EV/EBITDA	38.06	26.14	23.97	17.34	12.82

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 孙金琦

轻工造纸行业研究员，美国康涅狄格大学金融硕士，2015年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。