证券研究报告

公司深度研究

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 04 月 14 日

索 菲 亚（002572）\轻工制造

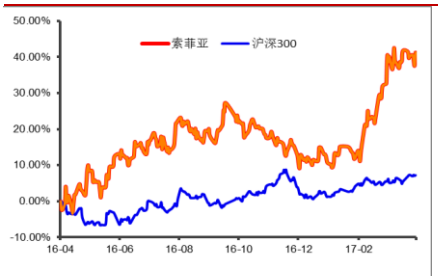
——专注成就品牌力量

投资建议：	推荐 首次覆盖
当前价格：	68.03 元
目标价格：	75 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	462/289
流通 A 股市值（百万元）	19660.67
每股净资产（元）	7.80
资产负债率（%）	25.22
一年内最高/最低（元）	70.50/35.08

一年内股价相对走势



钱建　　分析师

执业证书编号：S05905101240001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

祝璞

电话：0510-85609581

邮箱：zhupu@glsc.com.cn

相关报告

投资要点：

➢ **定制家具行业景气度高，将迎来千亿市场，**

定制家具正步入黄金发展期：首先，2015年以来房地产销售回暖势必对家装等房地产后周期产业带来催化；其次，90年前后五年的新生婴儿潮将带来巨大装修需求；据测算，目前我国家具定制率还不到30%，距离发达国家70%-80%的定制率差距仍较大，行业远未触及天花板。

➢ **“B2C+O2O”模式+大家居战略引爆定制家装市场**

“B2C+O2O”模式彻底颠覆了传统成品家具生产厂商经营模式，迎合年轻人消费习惯和个性化定制需求,凭借柔性制造解决客户个性化需求和定制家具大规模生产之间的矛盾，公司产品定位中高端，凭借品牌知名度享受更大议价空间。

➢ **公司以“品牌+规模+智能制造”优势构筑高行业壁垒，市占率提升空间大**

公司五大生产基地辐射全国，均已顺利投产，产能和交货时间有保障，全屋定制专卖店已经进入全国1000多个城市，截至2016年三季度达到1750家，未来经销商渠道将进一步下沉至四五线城市，公司存货周转率高，没有存货压力，财务风险低，定制衣柜毛利近年来稳定在37%左右。

➢ **非公开发行彰显管理层做大业务决心**

公司非公开发行募集资金总额不超过11亿元大力布局数字生态系统以及生产建设、升级、改造项目。公司顺应时代潮流，在营销端和生产端持续大力布局彰显公司做好主营的决心。

➢ **风险提示**

公司销售滑坡 行业竞争激烈

财务数据和估值	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3195.74	4529.96	6115.45	8072.40	10494.12
增长率（%）	35.35%	41.75%	35.00%	32.00%	30.00%
EBITDA（百万元）	703.87	979.57	1195.55	1551.08	1994.06
净利润（百万元）	459.02	664.02	919.37	1202.90	1554.52
增长率（%）	40.42%	44.66%	38.46%	30.84%	29.23%
EPS（元/股）	0.99	1.44	1.99	2.61	3.37
市盈率（P/E）	68.55	47.39	34.23	26.16	20.24
市净率（P/B）	13.65	8.09	6.99	5.94	4.97
EV/EBITDA	42.13	31.49	26.81	20.63	16.53

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1. 行业：多重利好下定制家具行业将迎来重大机遇 4
1.1. 家装属于房地产后周期产业有望享受地产景气度红利 4
1.2. 人口红利和消费升级带来广阔市场空间 5
1.3. 定制家具更加迎合消费者需求，全屋定制是行业方向 6
2. C2B+O2O 模式盘活定制家具市场，造就定制衣柜龙头 9
2.1. C2B+O2O 模式符合时代潮流 9
2.2. B2C+O2O 模式更容易铸就高行业壁垒、造就巨头 9
3. 探究索菲亚高成长的秘密 12
3.1. 公司渠道布局稳扎稳打 12
3.2. 引进司米橱柜做市场有力搅局者 13
3.3. 线上线下齐发力 同店增长可期 ..... 错误!未定义书签。
3.4. 柔性生产降成本，高投入构筑高生产壁垒 16
3.5. 工厂布局辐射全国，产能有保障 19
4. 公司未来看点：非公开发行助力公司业务转型、彰显公司做大做强决心 20

图表目录

图表 1：商品房销售面积同比增速（%） 4
图表 2：家具制造业主营业务收入（万元） 4
图表 3：建材家居卖场销售额同比（%） 4
图表 4：家具制造业毛利率（%） 4
图表 5：定制衣柜市场预测 5
图表 6：近几十年人口新生人口数 6
图表 7：定制家具和成品家具对比 6
图表 8：消费者选择定制家具原因 7
图表 9：我国家具消费年龄分布 7
图表 10：定制家具和成品家具对比 7
图表 11：主要定制衣柜竞争者分析 8
图表 12：定制家居产业服务流程图 9
图表 13：C2B+O2O 模式优势 10
图表 14：各主要品牌定制衣柜市占率（2009 年） 11
图表 15：定制家居专卖店数量统计（截至 2015 年） 12
图表 16：专卖店盈利测算 12
图表 17：整体衣柜上下游产业链 12
图表 18：司米橱柜现代简约系列 13
图表 19：司米橱柜欧式古典系列 13
图表 20：定制衣柜市场预测 13
图表 21：司米橱柜开店数量 14
图表 22：司米橱柜收入 14
图表 23：主要橱柜品牌市占率测算（单位：亿元） 14
图表 24：橱柜市场竞争分析 15
图表 25：索菲亚在线定制步骤 16
图表 26：线下 VR 与柔性制造 16
图表 27：索菲亚衣柜近年来销售和成本情况 17
图表 28：索菲亚衣柜近年来单位成本情况 17
图表 29：近两年定制家具中定制衣柜所占份额 17

图表 30：索菲亚近年来三费率变化情况 18
图表 31：索菲亚衣柜近年来三费情况 18
图表 32：主要定制家居企业毛利率 19
图表 33：主要定制家居企业净利率 19
图表 34：索菲亚非公开发行投资情况 20
图表 35：索菲亚数字化生态系统平台情况 21
图表 36：可比公司估值比较 22
图表 37：财务预测摘要 23

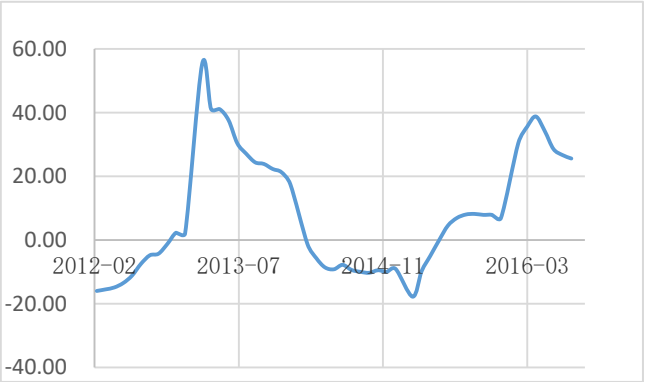
1. 行业：多重利好下定制家具行业将迎来重大机遇

1.1. 家装属于房地产后周期产业有望享受地产景气度红利

2015 年来，房地产行业进入回暖期，各地楼王频现，去库存效应明显，截止到 2016 年 6 月，商品房销售额 4.87 万亿元，同比增长 42%，在 2016 年 2 月~5 月这四个月同比增速更是超过 30%，随后迎来近期拐点。

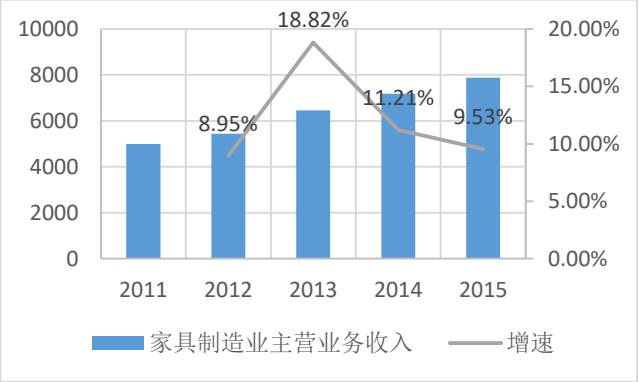
新房销售对家居产业影响滞后期相比二手房要长，平均来说家居市场作为地产后周期产业滞后半年至一年，这为 2016 年及以后几年市场提供良好的机遇。而定制家居企业由于没有存货压力，资金周转快以及产品更新及时对地产行业滞后性相对较低，有望提前享受地产红利。以索菲亚好莱客为代表的的定制家居企业营业收入近年来普遍保持在 30%以上（索菲亚 2014-2016 年收入增速分别为 32%，35%和 42%），远高于家具制造业主营业务收入，成为家具行业中耀眼的细分行业。为此，我们持续看好 2017 年-2019 年的住宅装修和家具消费市场。

图表 1：商品房销售面积同比增速（%）



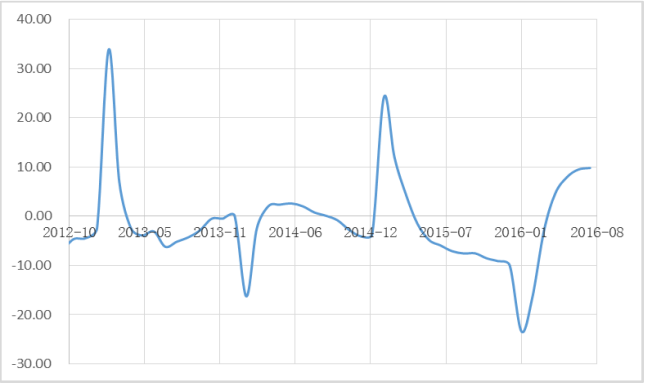
来源：wind、国联证券研究所

图表 2：家具制造业主营业务收入（万元）



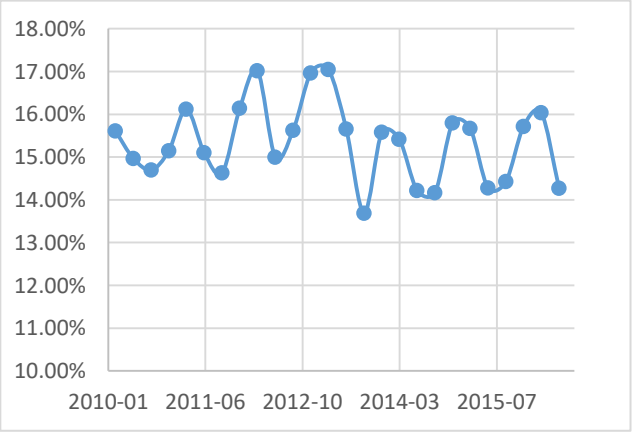
来源：wind、国联证券研究所

图表 3：建材家居卖场销售额同比（%）



来源：wind、国联证券研究所

图表 4：家具制造业毛利率（%）



来源：wind、国联证券研究所

根据《2013 中国定制家居行业发展与消费白皮书》欧美发达国家定制衣柜已经达到 78%，我国 09 年定制衣柜市场份额才 15%，还有很大提升空间。据我们结合相关数据测算，目前定制衣柜作为定制家居行业中仅次于橱柜的行业目前渗透率任然在 40%左右，在高房价背景下，尤其是一二线城市寸土寸金，定制衣柜可以有效解决空间，面对有梁有柱的情况可以通过设计充分利用，而且能满足用户个性化需求，我们保守预测 2018 年定制率将达到 50%，定制衣柜将迎来千亿市场。

虽然公司表示 2015 年服务了约 42 万名客户，按照历史数据每年的新房、二手房以及翻新房的装修需求约有 1500 万，市占率还不到 3%，但公司定位中高端客户，据我们测算，以公司 2015 年 32 亿的营业收入已经达到 7%市场份额，只要在客户市占率没提升一个百分点，在不考虑市场本身增长的情况下公司将提升 2.33 个百分点。

图表 5：定制衣柜市场预测

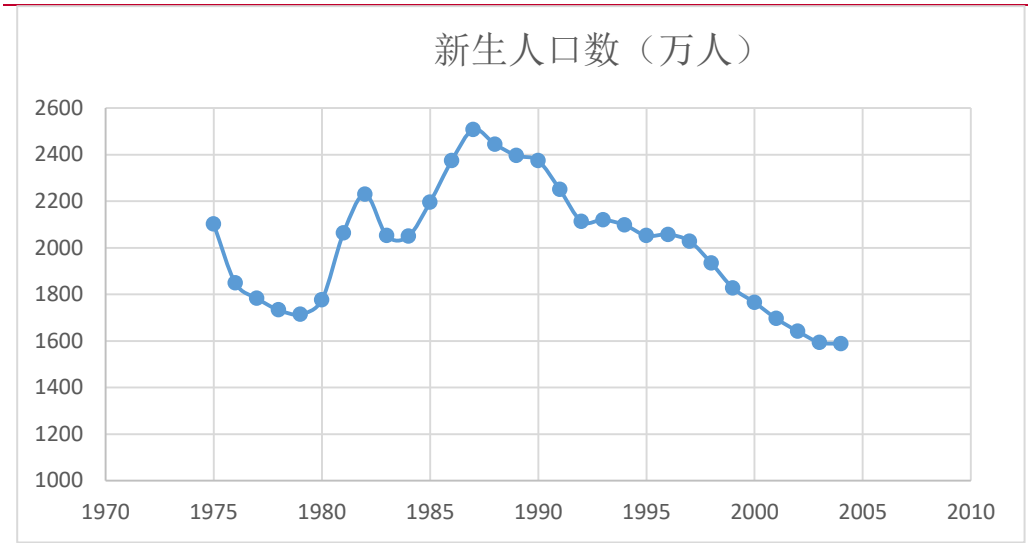
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
住宅销售面积(亿平方米)	10.52	11.24	11.9	12.49	12.8
住宅销售套数（万套）	1052	1124	1190	1249	1280
存量房套数（亿套）	1.500	1.612	1.731	1.856	1.984
存量房翻新率（亿套）	4.00%	4.20%	4.40%	4.60%	5.00%
需要装修总套数（万套）	1652	1801	1952	2103	2272
定制衣柜					
渗透率	30%	35%	40%	45%	50%
平均售价（万元）	0.7	0.72	0.75	0.77	0.85
市场规模（亿元）	347	454	586	729	966

来源：国联证券研究所

1.2.人口红利和消费升级带来广阔市场空间

由于新婚家庭是构成家居消费的主要需求，又我国婚姻登记年龄主要集中在 20-29 岁，两者占到结婚人群的 69%，因此倒推回人口出生年份，考察 85-95 年这十年出生人口数，发现这是历史上一段婴儿“回声潮”，在这年龄段平均出生人口数达到 2266 万，为装修市场需求提供重要支撑。

图表 6：近几十年人口新生人口数

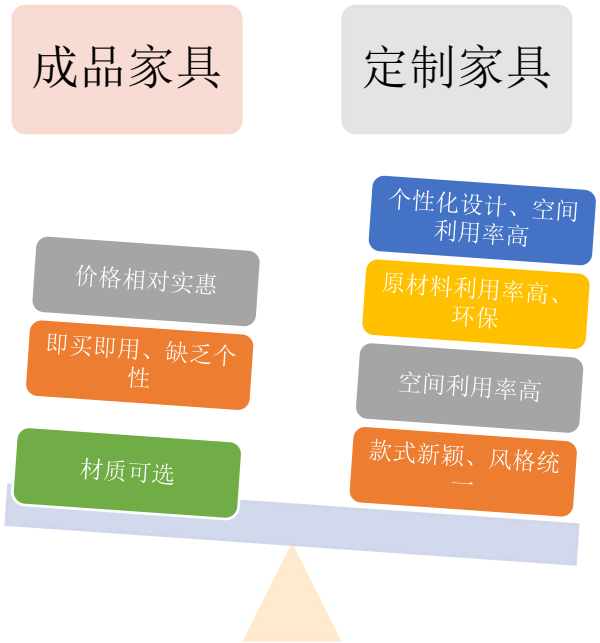


来源：国家统计局

1.3.定制家具更加迎合消费者需求，全屋定制是行业方向

通过调查发现现如今消费者对家居的自主设计意识日益增强，同时在我国人均住房面积 36 平米和一二线城市高房价背景下，消费者尤其是 80、90 后希望定制家居兼顾实用和空间利用率，还能体现年轻人对时尚的追求，这都使得定制家居的理念愈发普及。，定制家具可以针对有梁有柱的商品房结构进行量身定做，不仅美观而且空间利用率高。从造型来说，定制家具可以满足年轻人个性化的需求，相比成品家具，定制家具造型外观可变，衣柜、酒柜、橱柜，衣帽间选择多样化都有助于实现整屋装修风格统一。

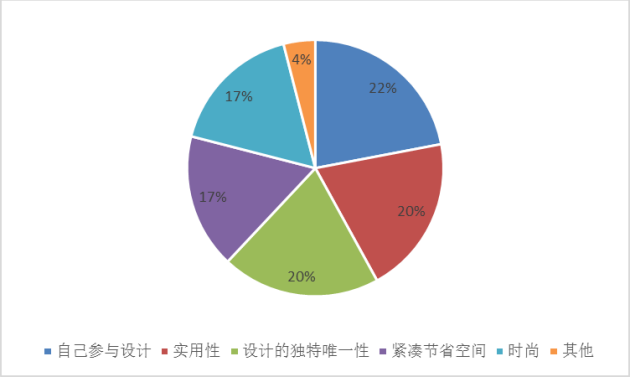
图表 7：定制家具和成品家具对比



来源：国联证券研究所

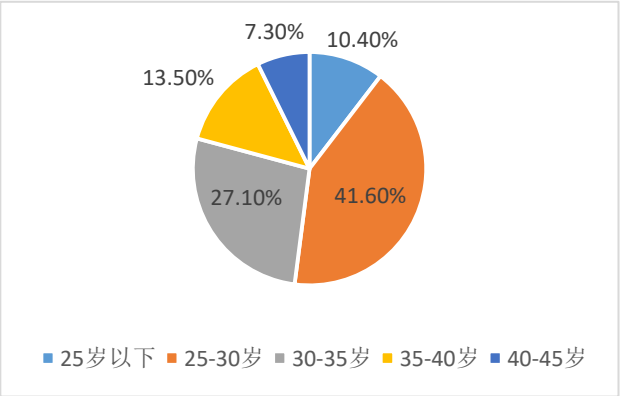
以尚品宅配为代表的全屋定制企业通过网上引流 14 年销售收入超过 19 亿元，08-14 年 CAGR 达 60%，定制家居正逐渐取代部分成品家具，而全屋定制是家具未来发展方向，用户的消费习惯也在慢慢发生变化，从原来以逛家具店为主的购买模式转变为通过互联网搜集相关信息，包括选择方案和进行预算，再去线下实体店参观

图表 8：消费者选择定制家具原因



来源：好莱客招股书

图表 9：我国家具消费年龄分布



来源：wind、国联证券研究所

全屋定制是家具的发展方向，对于企业来说存货周转率高，没有库存压力，财务风险低，同时从环保角度来说，目前索菲亚木材利用率以及超过 80%，而以尚品宅配为代表的的全屋定制企业更是达到 90%，再从公司业务来说，全屋定制在原来单一品种基础上可以和其他家具联动一体化销售，拓宽已有业务，在已有的销售渠道上进一步提高效率，同时还可以搭配 OEM 产品、饰品等等。

图表 10：定制家具和成品家具对比

来源：互联网、国联证券研究所

自 2013 年起，索菲亚开始转型，从“定制衣柜-索菲亚”到“定制家-索菲亚”，合资设立司米橱柜品牌，正式进军橱柜领域。同时与其他品牌比如“梦百合”协同销售床上用品和一些 OEM 产品比如一些非定制的座椅装饰件等等，同时可以看到 2016 年前三季度大家居产品类销售（非定制）也达到 3.44%，开始有成果。目前市场上衣柜领域索菲亚是绝对的龙头企业，据我们测算市占率稳定在 6%-7%之间，好莱客和欧派稳定在 2%-3%。尚品宅配约在 4%左右。

图表 11：主要定制衣柜竞争者分析

	产品	销售模式	生产技术	优势
索菲亚（2003）	定制衣柜及其配件,2014年进军橱柜	“经销商专卖店”为主的形式，正在稳步推进O2O 计划	标准件批量化生产，非标件柔性化生产	品牌优势，定制衣柜行业龙头
好莱客（2002）	整体衣柜产品	以经销商模式为主	将订单区分为标准件和非标件进行加工	专注衣柜，同店增长潜力大
欧派（1994）	整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品	以经销商模式为主	以一个批次的生产容量为单位，不限类型和尺寸，为同批次板材制定科学的裁板方案	品牌，渠道优势，生产制造优势（板材利用率超过90%）
尚品宅配（2004）	1、定制衣柜、橱柜、书柜、组合家具等全屋定制家具产品及配套家居产品 2、家居行业软件产品及技术服务	以直营、加盟店为实体，新居网、微信公众号为网络平台，组成O2O立体营销网络	前端设计方案确定时同步生成后端加工信息，标准件和非标件在同一条流水线上加工	1.软件研发，数据库优势，“新居网”引流 2.柔性制造优势，板材利用率高（90%以上）

来源：招股书，国联证券研究所

2. C2B+O2O 模式盘活定制家具市场，造就定制衣柜龙头

2.1. C2B+O2O 模式符合时代潮流

O2O 即线上到线下，让互联网成为线下交易的前台，为线下引流，线下实体店任然承担着重要的体验中心、区域售后服务平台的职能。C2B 则是从客户角度出发，根据客户需求去定制，C2B+O2O 模式将互联网思维融入到消费者和企业生产管理中，从客户角度而言，定制企业可以在较短时间内满足个性化需求，从企业角度而言，更加透明的价格和服务评价体系有利于积累口碑，提升市占率，龙头企业可以凭借品牌优势和规模优势（店面数量和先进柔性制造能力）铸就高壁垒。

索菲亚进行定制家-索菲亚转型后，提供的是个性化、综合的定制家具解决方案，这也是未来家具的发展方向，成品家具采用的是 B2C 模式，即商家先生产再出售给消费者，存在大量库存，而定制家具采用的是 C2B+020 模式，顾客先在线上选好款式，再在线下体验测量付款，该种模式符合工业 4.0 发展趋势，以信息技术带动制造方式变革，带来了颠覆式的变革，将这种大量个性化订单拆解为标准的零部件，从原材料到成品完全用智能信息系统完成，大大提升了板材利用率。

C2B+O2O 模式极其吻合国家政策导向，2015 年 5 月国务院颁布《中国制造 2025》，提出智能制造的主攻方向，开启中国工业 4.0 时代。2015 年 7 月，国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，鼓励制造企业面向个性化、定制化消费需求深化电子商务应用，积极向供应链协同平台转型。这都为定制家居企业提供良好的政策支持。

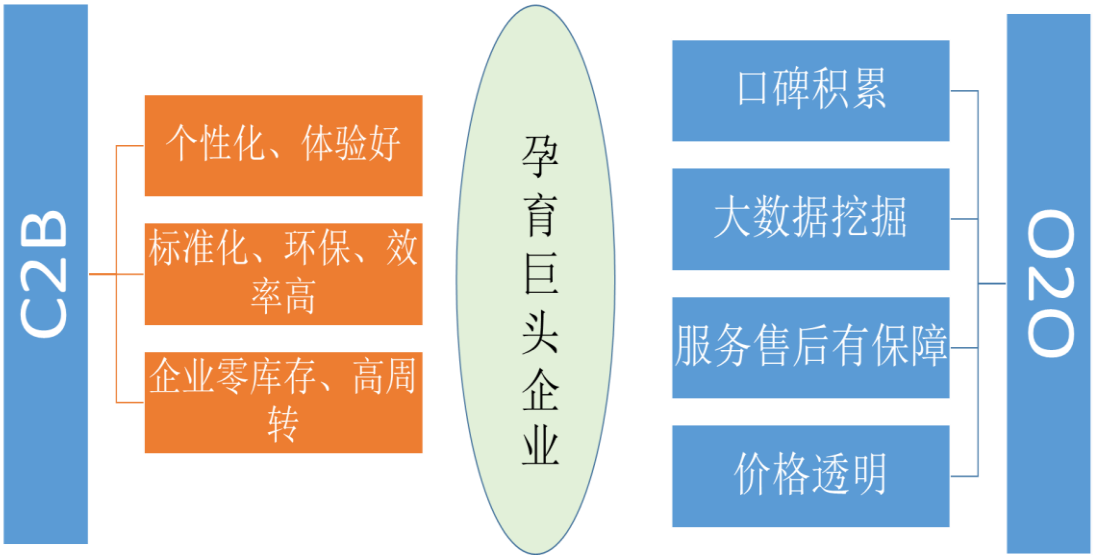
图表 12：定制家居产业服务流程图

来源：国联证券研究所

2.2. B2C+O2O 模式更容易铸就高行业壁垒、造就巨头

公司以 B2C+O2O 模式积极拥抱互联网，以消费者为中心，在设计上推陈出新，在渠道上一方面设立电商团队打造索菲亚官方商城，一方面在淘宝、京东等众多电商平台开设网店，积极与舒适易佰、齐家网、土巴兔等平台合作。索菲亚 2015 年仅双十一活动就在天猫创出 2.7 亿元的佳绩，相比 2014 年的 1.8 亿元增 50%，一方面利用天猫大量客户，一方面在业绩和知名度上双丰收，真正做到双赢。

图表 13：C2B+O2O 模式优势



来源：国联证券研究所

定制家具存在较高的隐性行业壁垒,兼顾制造业和服务行业特性，要求出错率低、交货及时、设计、测量、生产和配送安装每个环节都是瓶颈。

品牌上：率先打入市场的企业凭借优质一条龙服务和扩张形成的知名度会优先吸引潜在客户，这需要很长的时间去积累和推广。

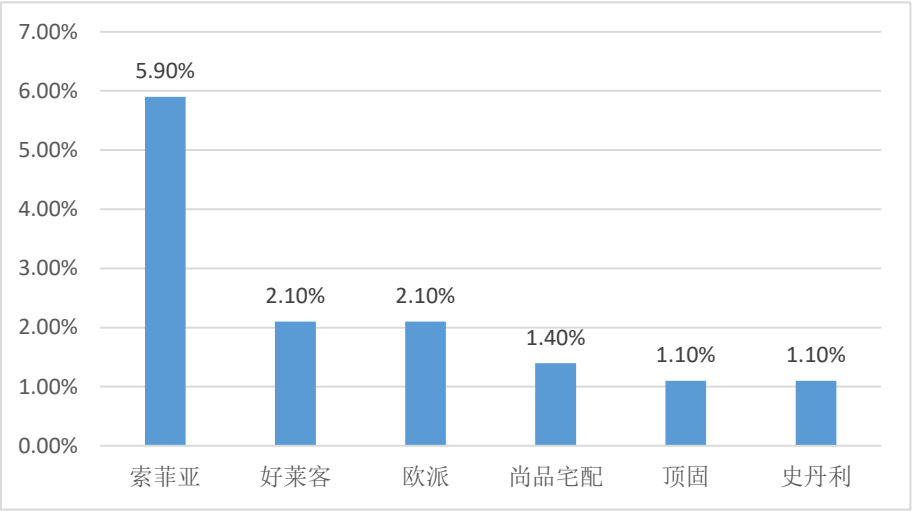
销售渠道：建立稳定、完善的 销售网络需要企业大量的资金投入和时间积累。而且专卖店管理制度、经销商培训制度和售后服务制度都十分重要。

信息化壁垒：从店面产品设计、订单和设计图提交、订单分解、生产排产到具体生产工序，甚至公司的生产、采购、销售、财务、客服管理等都离不开信息技术。

资金壁垒：搭建厂房和采购先进柔性制造流水线都需要大量资金，为此早先上市企业拥有资金上的优势而且融资也更便捷。

我们认为传统模式壁垒较低、多样化成本较高、库存大资金周转慢，使得难以造就巨头行业，而以韩国汉森为代表的定制企业在 08 后向大家居战略转变后以 COB+O2O 模式取得巨大成功，2015 年净利达到约 7 亿元人民币，2007-2015 年净利润增速 CAGR 达到 28.3%，股价更是表现亮眼，我们认为索菲亚正在逐渐在大家居战略上取得成功，随着橱柜业务逐渐成熟将带来又一巨大利润增长点。以索菲亚为代表的定制家居龙头有望凭借高行业壁垒稳步提升，上文也提到，据我们测算，索菲亚客户市占率每提升一个百分点，市场份额有可能提升 2.3 个百分点，十分可观。根据公司公布数据，2016 年前三季度索菲亚服务客户 32.8 万，同比增长 14%，与此同时，营业收入同比增长 42.66%。从数据分析可以得到在不考虑行业增速情况下，客户提升一个百分比的同时，营业收入提高三个百分点。

图表 14：各主要品牌定制衣柜市占率（2009 年）



来源：《中国人造板数据》、国联证券研究所

3. 探究索菲亚高成长的秘密

3.1.公司渠道布局稳扎稳打

索菲亚近年来经销商专卖店数量新开门店数量稳定在 200 家左右，公司表示截至 2016 年第三季度经销商专卖店数量为 1750 家，截至 2016 年底超过 1900 家（含在装修店铺），相比 2015 年的 1600 家增加 300 家，结合行业成熟品牌欧派开店数 3500 多家况看，索菲亚以其品牌优势和定制衣柜龙头地位，再结合各城市布局测算，维持每年 200-300 家新开门店，5 年时间内扩到 3000 家门店较为合理。

公司营业收入的提高一方面靠门店的扩张，门店进一步下沉到三四线城市以及县级市，从更长远的角度还是要提高单店的收入，包括订单数量和客户单价。同时我们测算平均每家专卖店扣除相关杂费后净利润在 15%左右。未来经销商门店将进一步下沉至三、四线城市：2015 年县级市收入占比已经由 2013 年的 5%提升至 8%。

图表 15：定制家居专卖店数量统计（截至 2015 年）

	营业收入（亿元）	经销商专卖店数量
索菲亚	32	1600
好莱客	11	1174
尚品宅配	19	901
欧派	56	4139

来源：公开资料、国联证券研究所

图表 16：专卖店盈利测算

年销售额（万元）	400
进货成本（万元）	200
租金成本（万元）	50
人工成本（万元）	50
所得税、物流、广告成本（万元）	40
净利润（万元）	60

来源：国联证券研究所举例测算

上下游比较稳定：整体衣柜行业带动了人造板、铝型材、五金等原材料行业发展，而相关行业生产企业众多，市场供应充足，能够保障整体衣柜行业发展需要。索菲亚 2013-2015 年前五供货商占比分别为 39.4%、35.45%和 32.46%。说明索菲亚对上游行业的依赖度在逐年下降，再次印证上游行业是充分竞争行业。定制衣柜行业集中度提升明显，企业龙头市占率提升依然有较大空间，定制家具整体行业进入门槛高，生产后端到销售前端的供应链体系只有在较大资本投入以及较深的渠道耕耘积累基础才会产生显著规模经济效应。

图表 17：整体衣柜上下游产业链

上游行业	本行业	下游用户
人造板行业	整体衣柜行业（家具制造业之细分行业）	新购房装修客户
铝型材行业		改善型装修需求客户
五金行业及其他		工程精装修

来源：公开资料、国联证券研究所

在上下游稳定的同时，公司的三费控制也很到位，由于是按需的拉动式生产，而且公司毛利率稳定，周转快，过去两年管理费用平均每年下降超过一个点。

3.2. 引进司米橱柜做市场有力搅局者

公司在主业稳定的同时进军橱柜业务，橱柜业务快速增长，截止 2016 年 9 月底，司米橱柜有独立专卖店 450 家，到年底目标 500 家，2017 年目标 7-800 家，公司 2014 和 2015 年持续投资橱柜业务，将在 2017 年后充分释放业绩橱柜已有 2015 年的 8666 万销售额增加到 2016 年前三季度的 2.34 亿，占比由 2.72%提升至 7.35%。

图表 18：司米橱柜现代简约系列

来源：公司官网

图表 19：司米橱柜欧式古典系列

来源：公司官网

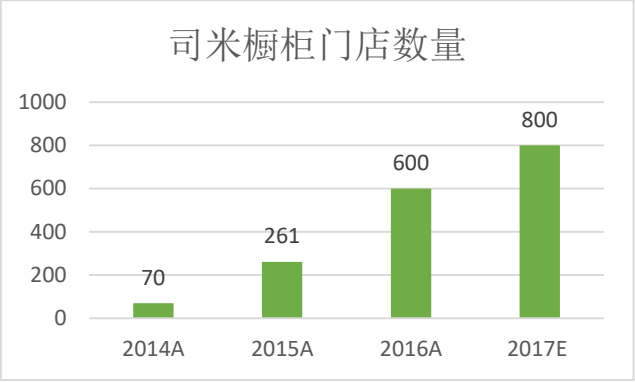
司米橱柜是法国橱柜第一大橱柜品牌，双方都派出管理团队，公司表示，司米橱柜定位中高端，是新注册的商标，属于合资公司，用“索菲亚”在当地的经销商独立运作司米的渠道，相比高端品牌（西门子/科勒），司米优势在于性价比高，把中国制造和法国品味相结合。

图表 20：定制衣柜市场预测

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
住宅销售面积(亿平方米)	10.52	11.24	11.9	12.49	12.8
住宅销售套数（万套）	1052	1124	1190	1249	1280
存量房套数（亿套）	1.500	1.612	1.731	1.856	1.984
存量房翻新率（亿套）	4.00%	4.20%	4.40%	4.60%	5.00%
需要装修总套数（万套）	1652	1801	1952	2103	2272
定制橱柜					
渗透率	55%	58%	62%	66%	70%
平均出厂价（万元）	0.9	0.95	1.0	1.05	1.10
市场规模（亿元）	817	992	1210	1457	1749

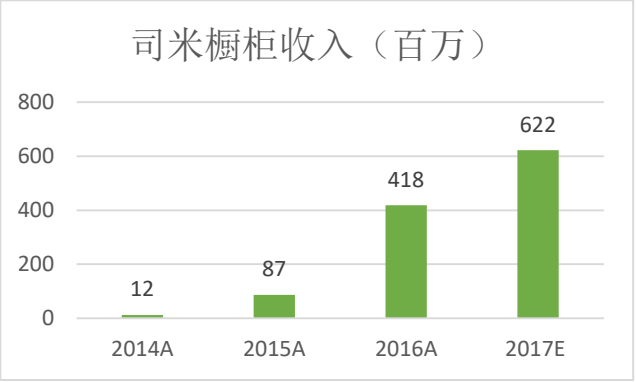
来源：国联证券研究所

图表 21：司米橱柜开店数量



来源：公告、国联证券研究所

图表 22：司米橱柜收入



来源：公告、国联证券研究所

且公司利用已有的品牌优势可以进行衣橱联动销售，橱柜业务将会为公司带来新的盈利增长点。橱柜直接材料不明显，厨房构造更加复杂，需要考虑电器、台面、柜体等，据调查橱柜经销门店盈亏平衡期需要 9 个月左右，而定制衣柜只需 3-6 个月。橱柜规模化效应相对不明显，橱柜相比衣柜盈利见效相对较慢，也是公司自 2014 年布局橱柜以来尚未盈利的主要原因。

图表 23：主要橱柜品牌市占率测算（单位：亿元）

	2014	2015E	2016E	2017E	2017市占率
索菲亚		0.87	4.18	6.2	0.43%
欧派	34.3	38.5	43.7	50.9	3.50%
志邦	10.2	11.2	12.3	13.5	0.93%
金牌	5.5	6.5	7.5	8.8	0.60%
市场规模预计	817	992	1210	1457	5.46%

来源：公司公告、国联证券研究所

从当前各品牌市占率分析可以得到，即使是龙头企业欧派市占率仍然不到 5%，可见橱柜市场的分散程度和竞争激烈程度，根据金牌橱柜披露的招股书显示目前主要的竞争在于全国性的品牌和区域性的品牌之间的竞争，品牌企业和小规模厂商的竞争。同时橱柜市场存在仿制、专利、商标或者企业名称等方面的侵权，影响了行业发展。我们认为索菲亚依靠私密品牌进军橱柜机会大于风险，首先索菲亚衣柜市占率第一，在衣橱联动引流上有天然优势，比如协同销售可以折上折等，再一个橱柜市场不缺乏竞争者，没有一家独大垄断市场的局面，依托索菲亚优异的运营经验和制造工艺，相信可以把司米品牌做大。

3.3.线上线下齐发力 同店增长可期

图表 24：橱柜市场竞争分析

第一层次（全国性品牌）	第一类(金牌橱柜)	整体橱柜行业（整合厨电、五金功能部件)
	第二类（欧派、皮阿诺）	泛家居多元化发展
	第三类（海尔、方太）	部分与整体厨柜行业具有关联性的电器及家居建材类企业向整体厨柜行业渗透
第二层次（区域性品牌）	由于规模及资金实力有限，产品主要覆盖所在城市及周边区域（百丽、倍特、倍特）	
第三层次（小规模厂商）	家庭作坊式企业，产品质量及服务可靠性差，品牌影响力不足	

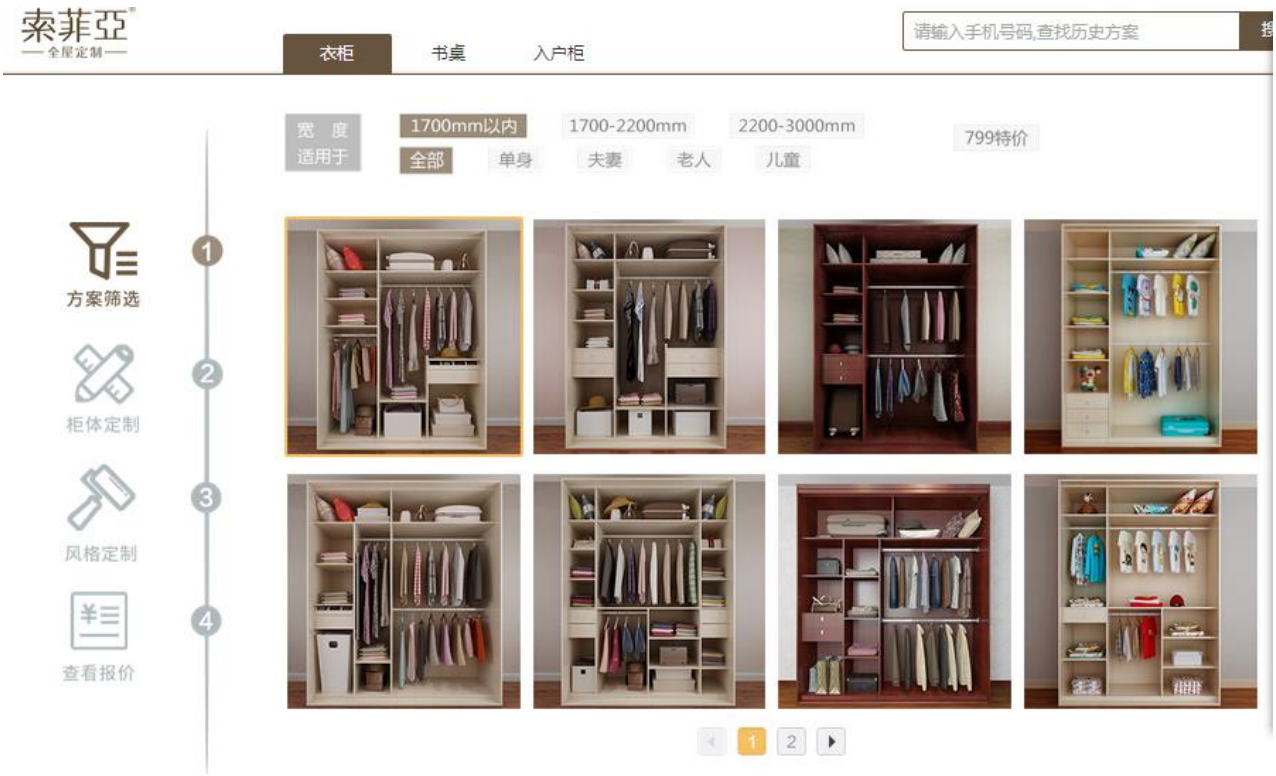
来源：金牌橱柜招股书、国联证券研究所

公司目前的官方设计平台还无法进行全屋定制，只能对特定的产品比如衣柜进行设计，客户无法进行全屋定制，而设计平台又是客户和产品联系最紧密的地方，不仅涉及到用户体验环节，而且是展示公司产品库和创意的体现实力的地方，因此公司在2015 年定增预案中拟投资 3 亿元用于索菲亚家居数字化生态系统（互联网+）平台升级项目中，在现有的营销平台和定制家具设计系统基础上，通过构建集消费者、家居设计师和商家一体化的开放式 3D 协同平台，实现消费者需求和方案库的共享和匹配，为消费者提供“定制家”的一体化产品和服务。

运用 VR 技术不断提升用户体验：公司投资 2010 万入股极点三维 67%股权，极点三维目前主营 3D VR 虚拟现实 O2O 行业应用和三维显示软件的开发和销售，已开发出完全自由的实时仿真高速三维渲染引擎。公司希望利用 3D VR 虚拟现实技术加强消费者对定制家具的参与程度。预计未来除了上海和广州等大城市装备 VR 电子设备以外，在全国其他城市也会逐渐铺开，在增强客户体验的同时提升品牌竞争力。

2016 年公司提升消费体验的核心工作在于推行索菲亚 3D 数字展厅（即索菲亚 3D），在重点门店配备虚拟现实眼睛、全息立体幻影成像工具。通过索菲亚 3D 立体投影实现单空间多功能、多款式样板房展示款式有限且制作、更新成本高的阻碍。给消费者带来直观、多样性的空间体验。

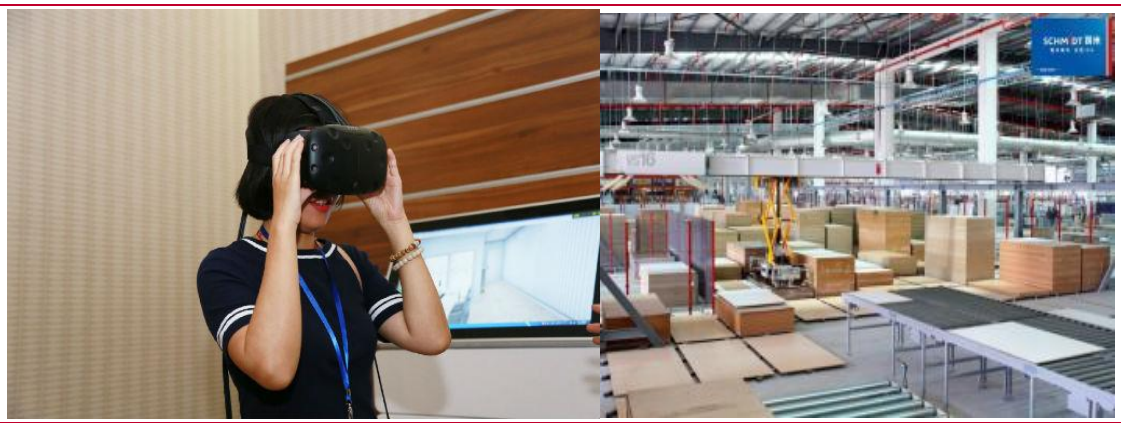
图表 25：索菲亚在线定制步骤



来源：公司官网

3.4.柔性生产降成本，高投入构筑高生产壁垒

图表 26：线下 VR 与柔性制造



来源：公开资料、国联证券研究所研究整理

索菲亚 2013 年 4 月从德国豪迈公司先后引入 14 条柔性化生产线，投资超过十个亿，板材利用率持续提高，材料占比持续下降，由于生产效率的提高，虽然制造费用有所上升，但是公司的毛利率仍然能稳定在较高水平，而且有稳中有升的态势。柔性生产线的革新和智能制造技术的的大规模应用可以为定制家具企业提供质和量的保证。索菲亚与明匠智能联手打造无工厂将进一步压缩成本，提高产品竞争力。进入 2016 年，客户门店已由衣柜展示全面升级为全屋定制，定制家战略落地后，客户单价有望提升到 3 万以上。从近两年的定制家居中衣柜份额所占比重出现下降可以看出公司选择“定制家-索菲亚”的大家居战略是正确的，其他家居品种也在提升。

公司自主研发的智能化自动拆单系统、自动排产系统，对终端店面汇集过来的订单进行审核和拆分，将订单中的产品拆分为若干零部件，将具有相当数量同类板材的订单合并为一个批次，按批次而不是按照订单组织生产，最终实现非标准件的个性化柔性生产。

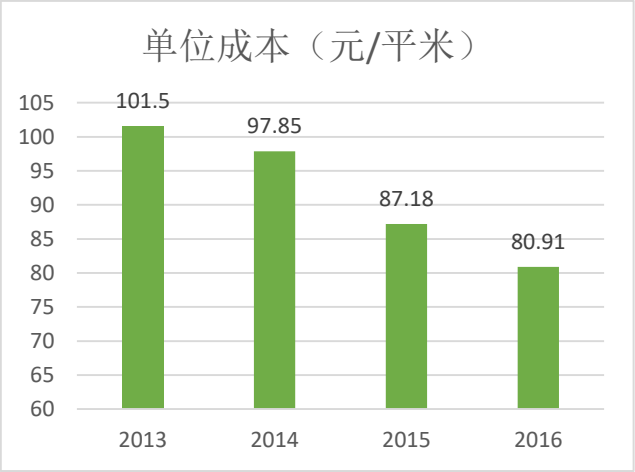
从图表可以看出随着柔性化制造带来的高木材利用率（80%以上）+规模效益带来原材料成本下降使得材料占营业成本逐渐下降，经过测算，单位面积的衣柜成本由2013 年的 110.3 元/平米下降到 2016 年的 80.91 元/平米。下降了 20.29%，同时索菲亚的毛利率稳步提升。

图表 27：索菲亚衣柜近年来销售和成本情况

	2013	2014	2015	2016
衣柜及其配件销售收入（万元）	172383.62	230624.11	307380.16	392570.6
衣柜及其配件成本（万元）	107602	144054	188738	234530
衣柜销售面积（万平米）	1059.71	1472.17	2164.96	2898.52
毛利率	37.58%	37.54%	38.60%	40.26%
营业成本构成占比				
材料	75.58%	73.76%	71.35%	67.44%
人工	5.91%	8.06%	10.94%	10.93%
制造费用	14.78%	15.87%	13.02%	7.91%

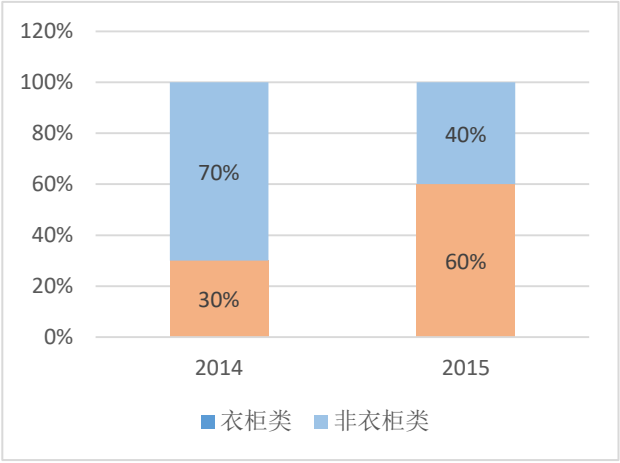
来源：公开资料、国联证券研究所

图表 28：索菲亚衣柜近年来单位成本情况



来源：公告、国联证券研究所

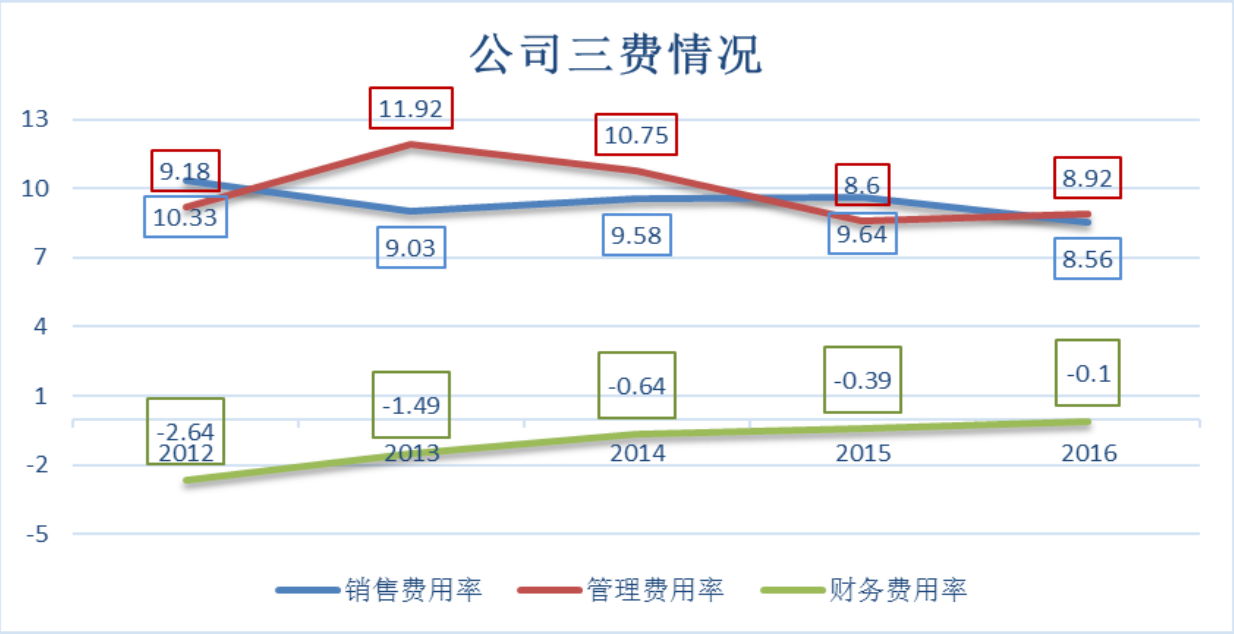
图表 29：近两年定制家具中定制衣柜所占份额



来源：公司公告

从图表可以看出以尚品宅配为代表的直营店收入占比 40%以上的企业毛利率比索菲亚和好莱客都要高，但是净利润却不如索菲亚和好莱客，原因是经销商模式下企业的费用更低，而且轻资产的运作方式使得市占率大幅提升。由此我们可以得出以经销商模式为主的公司相比直营的公司更具成本优势，净利润也更高。公司要想有长足的盈利增长，一方面是扩产能降成本，降低经销商的提货价可以给与经销商足够的议价空间，另一方面要通过营销手段使得订单数量和客单价提升。

图表 30：索菲亚近年来三费率变化情况



来源：公告

2013 年公司增加了广告投入，并且股权激励耗费 3557 万元，2015 年增加了司米品牌橱柜的投入，提高了电子商务平台渗透率以及增加人员进行商业拓展。在公司营业收入近年来保持 30%以上高增长的同时管理费用并未出现大幅上涨，表明公司在费用管控上很到位。

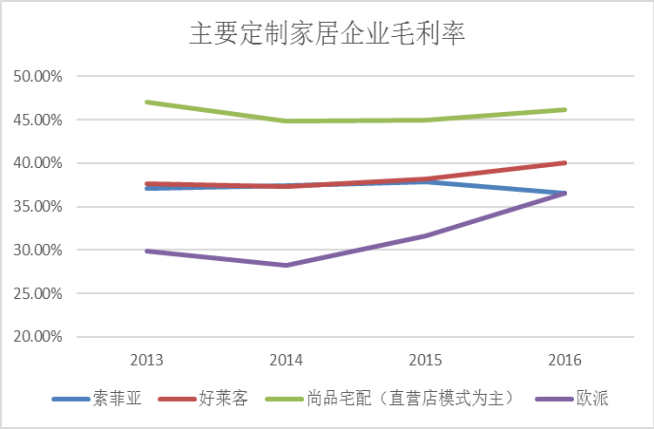
图表 31：索菲亚衣柜近年来三费情况

	2013	2014	2015	2016
销售费用（亿元）	1.61	2.26	3.08	3.88
同比增长	27.62%	40.38%	36.18%	25.97%
管理费用（亿元）	2.13	2.54	2.75	4.04
同比增长（%）	89.62%	19.44%	8.28%	46.91%
财务费用（亿元）	-0.266	-0.15	-0.124	-0.046
同比增长（%）	-17.33%	-43.61%	-17.41%	-62.90%

	2012	2013	2014	2015
销售费用（亿元）	1.26	1.61	2.26	3.08
同比增长		27.62%	40.38%	36.18%
管理费用（亿元）	1.12	2.13	2.54	2.75
同比增长（%）		89.62%	19.44%	8.28%
财务费用（亿元）	-0.322	-0.266	-0.15	-0.124
同比增长（%）		-17.33%	-43.61%	-17.41%

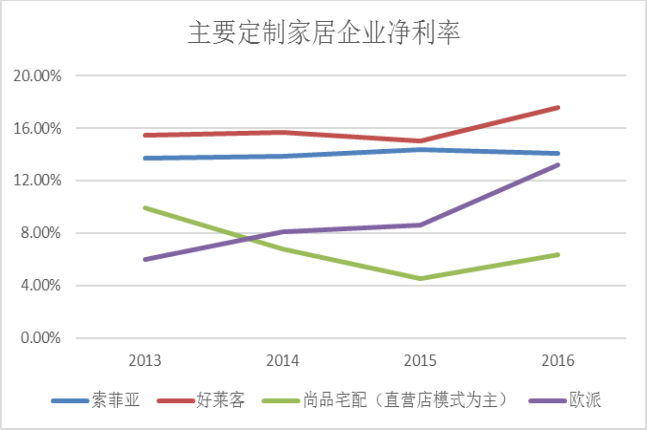
来源：公司公告

图表 32：主要定制家居企业毛利率



来源：公告、国联证券研究所

图表 33：主要定制家居企业净利率



来源：公告、国联证券研究所

3.5.工厂布局辐射全国，产能有保障

公司自 2013 年起逐步投资建设柔性化生产线。产能辐射全国，在河北廊坊、浙江嘉善、四川成都、湖北黄冈以及广州增城均有生产基地。截止到 2016 年三季度末，华南、华北、华东、西南、华中工厂均已正常生产，覆盖全国销售网络的生产支撑网络体系已形成。2016 年上半年“索菲亚”定制衣柜及其配套定制柜生产基地月均产能达到 15 万单，产能利用率平均达到 80%,产品生产周期达到 13-20 天。

定制家居为企业的信息化水平以及生产过程的自动化水平高，公司依靠在家居设计软件和信息系统领域的创新与积累，实现了家具设计数字化、生产制造流程数字化、实现整体家居的大规模定制，人工智能技术的应用，通过扫描产品部件上含有加工信息的二维码实现了部件指挥机器的生产过程，解决了非标准件的识别难题，大幅提高了生产效率。

4. 公司未来看点：非公开发行助力公司业务转型、彰显公司做大做强决心

图表 34：索菲亚非公开发行投资情况

	项目名称	项目总投资金额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
1	索菲亚家具数字化生态系统（互联网+）平台升级项目	3.0	3.0
2	信息系统升级改造项目	1.5	1.5
3	生产基地智能化改造升级项目	2.5	2.5
4	华中生产基地（一期）建设项目	7.0	4.0
合计		14.0	11.0

来源：公开资料、国联证券研究所研究

索菲亚家居数字化生态系统（互联网+）平台升级项目：

以索菲亚和好莱客为代表的定制家居企业收入近年来增速都超过 30%，依然享受定制行业高景气度，定时衣柜市场容量依赖两大因素：定制化比例和衣柜市场容量。我们分析目前我国定制衣柜比例还不足 40%，预计近几年仍然以每年 5%比例提升，市场基础稳定，改善性二次装修、结婚潮、房地产火爆、等催化因素多。导致衣柜市场容量稳步提升，而其中定制化比例也远未触及行业天花板。我们分析公司的首要任务应当是提升市占率，抢占客户资源。可以进一步打响品牌，而定制家居就是靠品牌和服务打开市场，公司表示目前也积累了大量的用户数据和内部运营数据，企业内部数据运营平台和数据的商业模型分析都在稳步推进中，公司致力于成为平台型大数据家居企业目标。

所谓数字化平台设计就是既是一个开放式、社会化的定制家居设计平台，又是设计师和消费者的互动社区，该数字化生态系统平台主要涵盖以下七大模块：

图表 35：索菲亚数字化生态系统平台情况

来源：公司公告

信息系统升级改造项目：公司现有的运营模式与信息系统主要是为了满足定制家具业务，特别是定制衣柜业务的快速发展而建设的，不能很好满足公司大家居转型需要，因此公司的运营模式与信息系统必须要经过企业流程再造。

生产基地智能化改造升级项目：公司的生产基地智能化改造升级并非单纯的信息化和自动化升级项目，而是整个生产体系的智能集成，既要做到人和系统、设备和系统集成，也要做到软件系统和硬件系统的集成。公司表示希望通过对生产基地进行智能化改造升级达到以下几个目标：生产过程全自动、所有物料不落地、高品质和效率。

华中生产基地（一期）建设项目：产能是公司业绩的保障，依照目前公司的高增速发展必须扩产能，公司需要更加智能、更加自动化、以及柔性化生产能力的工厂作为大后方，公司该项目将建设年产 60 万套定制衣柜及配套家居产品，其中包括家具贴面板、趟门、柜身及抽芯。

估值与评级

我们看好公司大家具战略的布局，尤其是司米橱柜将逐步扭亏，预计明年将达到盈亏平衡并且初步盈利，公司核心竞争力在于品牌优势+规模优势。我们将继续关注橱柜业务推进以及行业进入洗牌期后公司市占率的提升。预计 2017-2018 年净利润为 9.19 亿、12 亿，对应 PE 为 34.2 和 26.18 倍。首次覆盖，给于“推荐”评级。

图表 36：可比公司估值比较

证券代码	公司名称	当前股价（元）	总市值（亿元）	每股收益预测（元）				动态市盈率			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
603898	好莱客	54.93	389.56	0.85	1.13	1.54	2.12	46.06	32.17	23.77	17.25
603818	曲美家居	14.38	115.33	0.38	0.51	0.66	0.84	50.67	33.76	26.09	20.62
600337	美克家居	13.72	101.34	0.51	0.65	0.80	1.00	28.91	22.70	18.35	14.76
002572	**索菲亚**	**15.69**	**168.71**	**1.48**	**1.93**	**2.59**	**3.60**	**42.28**	**35.27**	**26.25**	**18.89**
				平均市盈率				--	30.98	23.62	17.88

来源：Wind 国联证券研究所

风险提示：原材料价格大幅上涨 行业竞争激烈。

图表 37：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	855.13	1228.86	611.55	807.24	1049.41
应收账款+票据	86.60	144.26	208.40	257.12	348.06
预付账款	24.28	69.57	52.11	108.51	100.29
存货	197.03	268.58	396.14	481.30	659.37
其他	161.65	1300.32	1300.32	1300.32	1300.32
流动资产合计	1324.6	3011.61	2568.51	2954.48	3457.45
长期股权投资	28.25	24.93	24.93	24.93	24.93
固定资产	980.05	1166.50	1510.28	1614.13	1808.97
在建工程	310.53	459.05	232.00	342.00	338.00
无形资产	215.62	246.00	251.22	254.33	258.13
其他非流动资产	104.59	190.74	1029.96	2055.01	2911.06
非流动资产合计	1639.0	2087.22	3048.40	4290.40	5341.09
资产总计	2963.7	5098.82	5616.91	7244.88	8798.54
短期借款	18.40	133.73	575.52	540.55	1519.67
应付账款+票据	227.38	413.78	293.47	640.10	573.54
其他	245.92	534.94	134.40	669.41	300.80
流动负债合计	491.69	1082.45	1003.39	1850.06	2394.02
长期带息负债	49.00	24.50	24.50	24.50	24.50
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	49.00	24.50	24.50	24.50	24.50
负债合计	540.69	1106.95	1027.89	1874.56	2418.52
少数股东权益	118.59	103.49	89.43	71.03	47.26
股本	440.98	461.71	461.71	461.71	461.71
资本公积	821.89	1941.58	1941.58	1941.58	1941.58
留存收益	1041.5	1485.10	2096.30	2896.00	3929.46
股东权益合计	2423.0	3991.87	4589.02	5370.33	6380.02
负债和股东权益总	**2963.7**	**5098.82**	**5616.91**	**7244.88**	**8798.54**

现金流量表

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
净利润	448.60	633.64	905.31	1184.50	1530.75
折旧摊销	111.53	153.74	133.75	146.93	166.25
财务费用	2.12	6.74	-3.28	10.62	26.94
存货减少	-61.92	-72.76	-127.56	-85.16	-178.08
营运资金变动	144.75	497.45	-567.52	776.52	-517.88
其它	185.65	-25.74	8.07	8.07	8.07
经营活动现金流	830.74	1193.07	348.78	2041.48	1036.04
资本支出	646.39	601.52	243.00	354.00	348.00
长期投资	729.90	1999.20	860.00	1043.00	877.00
其他	585.95	811.22	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-790.33	-1789.5	-1103.0	-1397.0	-1225.0
债权融资	91.90	90.83	441.79	-34.97	979.13
股权融资	0.00	1114.20	0.00	0.00	0.00
其他	-169.66	-255.96	-304.88	-413.82	-547.99
筹资活动现金流	-77.76	949.07	136.90	-448.78	431.13
现金净增加额	**-37.71**	**353.22**	**1228.86**	**611.55**	**807.24**

利润表

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	3195.7	4529.9	6115.45	8072.4	10494.1
营业成本	1987.7	2873.5	3837.8	5066.0	6585.82
营业税金及附加	28.72	47.27	55.76	73.60	95.68
营业费用	307.96	387.61	566.12	747.27	971.46
管理费用	274.94	404.23	576.49	760.96	989.25
财务费用	-12.41	-4.56	6.06	22.94	42.95
资产减值损失	12.71	7.13	8.07	8.07	8.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	596.06	814.71	1065.0	1393.5	1800.88
营业外净收益	9.72	16.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	605.78	830.87	1065.0	1393.5	1800.88
所得税	153.89	193.38	159.76	209.03	270.13
净利润	451.89	637.48	905.31	1184.50	1530.75
少数股东损益	-7.12	-26.53	-14.06	-18.39	-23.77
归属于母公司净利	**459.02**	**664.02**	**919.37**	**1202.9**	**1554.52**

主要财务比率

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	35.35%	41.75%	35.00%	32.00%	30.00%
EBIT	57.52%	39.42%	28.57%	32.24%	30.17%
EBITDA	57.58%	39.17%	22.05%	29.74%	28.56%
归属于母公司净利	33.51%	44.66%	38.46%	30.84%	29.23%
获利能力					
毛利率	37.80%	36.57%	37.24%	37.24%	37.24%
净利率	14.14%	14.07%	14.80%	14.67%	14.59%
ROE	19.92%	17.08%	20.43%	22.70%	24.55%
ROIC	35.65%	32.79%	27.57%	23.46%	26.63%
偿债能力					
资产负债率	18.24%	21.71%	18.30%	25.87%	27.49%
流动比率	2.69	2.78	2.56	1.60	1.44
速动比率	1.96	1.33	0.87	0.63	0.63
营运能力					
应收账款周转率	44.31	36.20	34.05	36.26	34.95
存货周转率	10.09	10.70	9.69	10.53	9.99
总资产周转率	1.08	0.89	1.09	1.11	1.19
每股指标（元）					
每股收益	0.99	1.44	1.99	2.61	3.37
每股经营现金流	1.80	2.58	0.76	4.42	2.24
每股净资产	4.99	8.42	9.75	11.48	13.72
估值比率					
市盈率	68.55	47.39	34.23	26.16	20.24
市净率	13.65	8.09	6.99	5.94	4.97
EV/EBITDA	42.13	31.49	26.81	20.63	16.53
EV/EBIT	**50.06**	**37.36**	**30.19**	**22.79**	**18.03**

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064