索 菲 亚(002572)/家用轻工　　全屋定制新起点，供应链管理新征程

评级：买入(维持)

市场价格：35.7

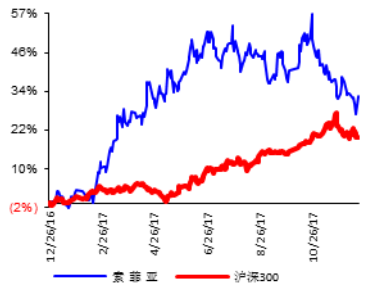
目标价格：43.52

分析师：笃慧
执业证书编号：S0740510120023
电话：021-20315133
Email：duhui@r.qlzq.com.cn
联系人：蒋正山
Email：jiangzs@r.qlzq.com.cn
联系人：徐稚涵
Email：xuzh01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	923
流通股本(百万股)	620
市价(元)	35.7
市值(百万元)	32,966
流通市值(百万元)	22,126

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,195.74	4,529.96	6,477.85	8,809.87	11,717.13
增长率 yoy%	35.35%	41.75%	43.00%	36.00%	33.00%
净利润	459.02	664.02	913.93	1,251.74	1,662.63
增长率 yoy%	40.42%	44.66%	37.64%	36.96%	32.83%
每股收益（元）	1.04	1.44	0.99	1.36	1.80
每股现金流量	1.88	2.58	2.45	3.64	4.59
净资产收益率	19.70%	17.08%	18.92%	20.58%	21.47%
P/E	41.41	37.66	40.23	29.38	22.12
PEG	1.02	0.84	1.07	0.79	0.67
P/B	8.16	6.43	7.61	6.04	4.75
备注：					

备注：

投资要点

- **公司是定制衣柜的领军者。**公司主营产品包括“索菲亚”衣柜，“司米”橱柜和“华鹤”木门等。2017 年前三季度公司实现营业收入 42.51 亿元，同比增长 43.07%；归母净利润达到 5.76 亿元，同比增长 41.05%。其中 17Q3 实现收入 17.64 亿元，同比增长 35.5%；归母净利 2.81 亿元，同比增长 35.2%。公司依靠先进的生产制造能力和信息化优势，以及稳定而成熟的经销商体系，持续拓展大家居战略。
- **定制家具仍具备成长性，集中度提升是大势所趋。**定制家具渗透率不足 30%，较国外相比仍处于低位。随着市场需求不断增加，定制家具渗透率有望进一步提升。龙头企业靠强大的品牌力和产品力实现渠道进一步下沉，落后产能退出市场，利润迅速向龙头集中。
- **大力发展信息数据化，成功打通前后端，高效数据处理能力解决行业痛点。**公司借助柔性化的生产制造以及信息化处理，实现产品前端到制造端的高效衔接，成功解决个性化定制和规模化生产之间的矛盾，提升订单处理能力，减少中间环节差错，目前公司产品板材利用率能达到接近 90%的水平，一次安装成功率接近 90%水准，平均交货期仅需 12 天左右。
- **公司经销商体系稳定且成熟。**（1）截至 2017 年 9 月底，公司门店数共计近 2955 家，2017 年索菲亚衣柜预计新增门店 200 家，司米橱柜、米兰纳木门新增门店均为 200~300 家，渠道持续扩张。（2）直营门店和经销商门店单店收入均处于行业前列，索菲亚衣柜 2016 年衣柜经销店坪效达到 1.91 万元/平方米，橱柜经销店坪效为 0.69 万元/平方米，反映出渠道的盈利能力和扩张实力。（3）公司推出了经销商股权激励政策，提高经销商对公司的忠诚度，保证了经销商的盈利能力和经营效率。
- **投资建议：**我们预估公司 2017-19 年实现销售收入 64.78、88.10、117.17 亿元，同比增长 43.00%、36.00%、33.00%，实现归属于母公司净利润 9.13、12.51、16.63 亿元，同比增长 37.64%、36.96%、32.83%，对应 EPS 为 0.99、1.36、1.80 元。我们给予公司 2018 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 43.52 元。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**定制家具行业竞争加剧，导致毛利率、净利率出现下降带来的盈利风险；房地产行业宏观调控带来的政策风险。

内容目录

定制衣柜领跑者，业绩高成长 ..... - 4 -
业内龙头企业，发展迅速 ..... - 4 -
渠道覆盖广，产能全国布局 ..... - 5 -
市场需求推动定制家具规模上升，行业发展潜力大 ..... - 6 -
定制市场空间大，发展速度快 ..... - 6 -
行业集中度较低，龙头马太效应凸显 ..... - 7 -
渠道基础牢靠，信息化助力大家居 ..... - 9 -
柔性化生产结合信息化处理，高效率助推公司业绩 ..... - 9 -
深化大家居，满足“一站式”全屋定制需求 ..... - 11 -
渠道持续下沉扩张，股权激励提高效率 ..... - 14 -
盈利预测和投资建议 ..... - 17 -
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 ..... - 17 -
风险提示 ..... - 17 -
定制家具行业竞争加剧的风险 ..... - 17 -
房地产行业宏观调控带来的政策风险 ..... - 17 -

图表目录

图表 1：公司历史沿革 ..... - 4 -
图表 2：2014-2017Q3 营业收入（亿元）及增速 ..... - 5 -
图表 3：2017Q3 主要产品占营业收入比重（%） ..... - 5 -
图表 4：2014-2017Q3 净利润（亿元）及增速 ..... - 5 -
图表 5：主营产品毛利率水平（%） ..... - 5 -
图表 6：公司产能布局 ..... - 6 -
图表 7：2009-2018E 房地产市场变化 ..... - 6 -
图表 8：预计 2017 年国内居民住房需求占比（%） ..... - 6 -
图表 9：各类家具优缺点对比 ..... - 7 -
图表 10：索菲亚市占率（按新房销售套数口径） ..... - 8 -
图表 11：索菲亚市占率（按家具制造主营业务口径） ..... - 8 -
图表 12：前五大定制家具企业 2012-2016 营业收入（亿元） ..... - 8 -
图表 13：知名定制品牌竞相上市 ..... - 9 -
图表 14：公司生产模式升级三阶段 ..... - 9 -
图表 15：索菲亚柔性化生产车间 ..... - 10 -
图表 16：公司产品单位价格及成本均呈下降趋势 ..... - 10 -
图表 17：宁基智能股权结构 ..... - 10 -
图表 18：同行业企业处理软件 ..... - 11 -

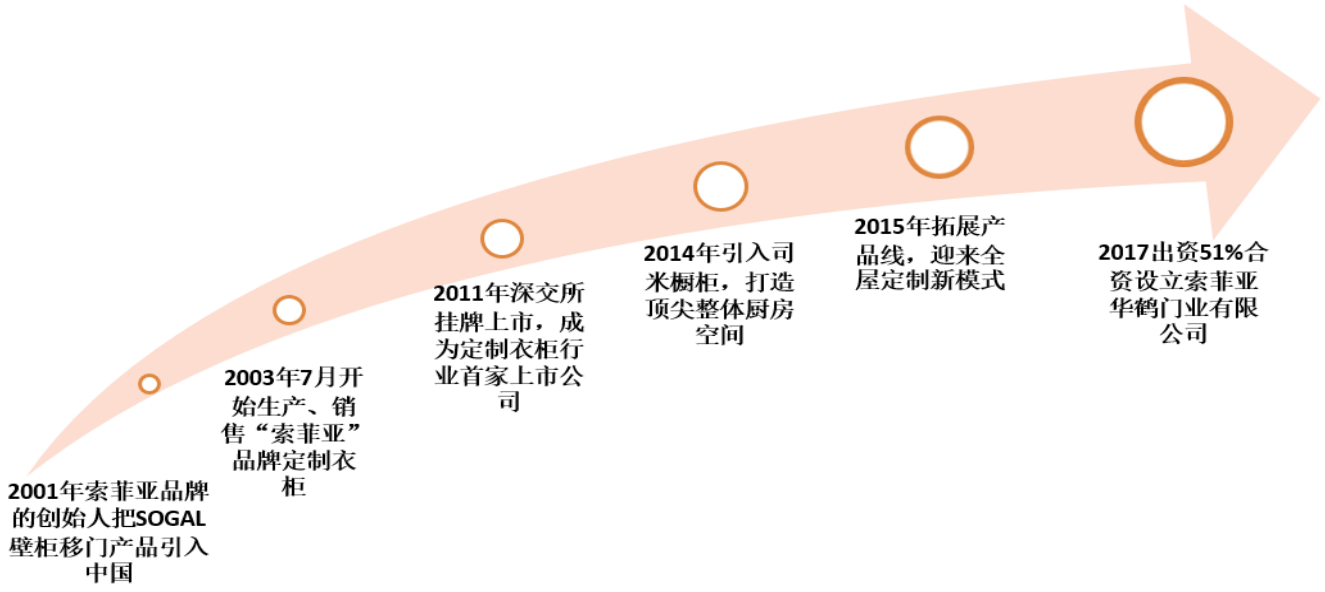
图表 19：2017 门店平均业务周期36 天 - 11 -
图表 20：主要品牌全屋定制种类对比 - 12 -
图表 21：2015-2017 年三大定制品牌新增品类数量 - 12 -
图表 22：公司产品效果图 - 13 -
图表 23：索菲亚公司多种定制套餐 - 13 -
图表 24：主要品牌定制套餐对比 - 13 -
图表 25：2014-2017Q3 公司三大主营业务门店数 - 14 -
图表 26：2016 年主要定制品牌门店数量 - 14 -
图表 27：2016 年四大品牌衣柜、橱柜门店数对比 - 14 -
图表 28：主要品牌直营单店收入（万元） - 15 -
图表 29：公司各地区销售收入 - 15 -
图表 30：2016 年定制衣柜经销商单店提货额 - 15 -
图表 31：2016 年定制橱柜经销商单店提货额 - 15 -
图表 32：公司员工、经销商持股计划 - 16 -
图表 33：2016 年定制家具企业线上销售排名 - 17 -
图表 34：2016 年索菲亚天猫旗舰店销售额（亿元） - 17 -
图表 35：索菲亚三大财务报表 - 18 -

定制衣柜领跑者，业绩高成长

业内龙头企业，发展迅速

- **公司主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售，为消费者提供全屋定制的空间解决方案。**索菲亚成立于 2003 年，成立之初主营方向为定制衣柜的相关产品的生产及销售。得益于消费升级，2015 年公司将产品线拓展至家具家品的定制，率先扛起“全屋定制”大旗，成为行业领跑者，目前产品包括卧室、书房、客餐厅等所需的衣柜、橱柜、榻榻米等，以及床垫、沙发、纺织用品等配套家居产品。

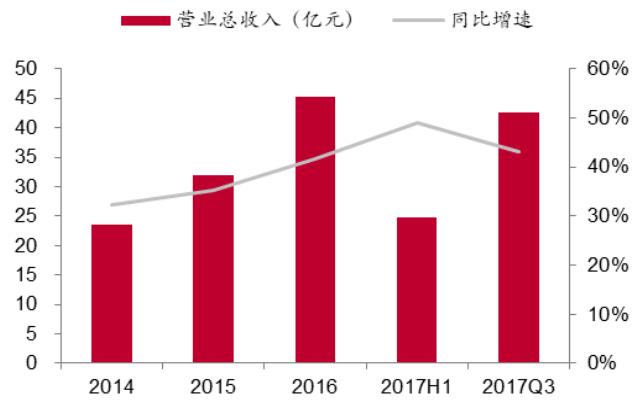
图表 1：公司历史沿革



来源：公司公告、中泰证券研究所

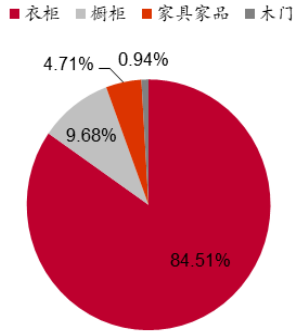
- **公司业绩稳健增长，主营产品毛利率进一步上升。**2017 年前三季度公司实现营业总收入 42.1 亿元，同比增长 43.1%；归母净利润 5.76 亿元，同比增长 41.1%。其中 17 年第三季度单季实现收入 17.64 亿元，同比增长 35.5%；归母净利润 2.81 亿元，同比增长 35.2%。2017 年前三季度，公司定制衣柜收入为 35.92 亿元，同比增长 37%；司米橱柜实现收入 4.1 亿元，同比增长 74.2%；定制木门业务营业收入达到 4000 万元。在主营产品提价和信息化生产不断完善的共同促进下，公司 2017 年前三季度综合毛利率达到 37.9%，同比提升 1.5 个百分点，公司业绩稳健增长。

图表 2：2014-2017Q3 营业收入（亿元）及增速



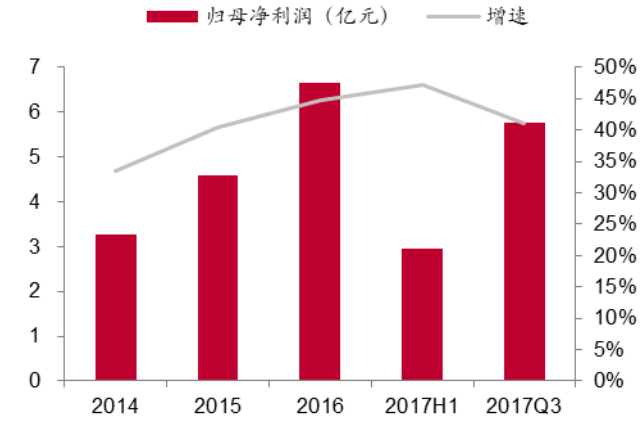
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3：2017Q3 主要产品占营业收入比重（%）



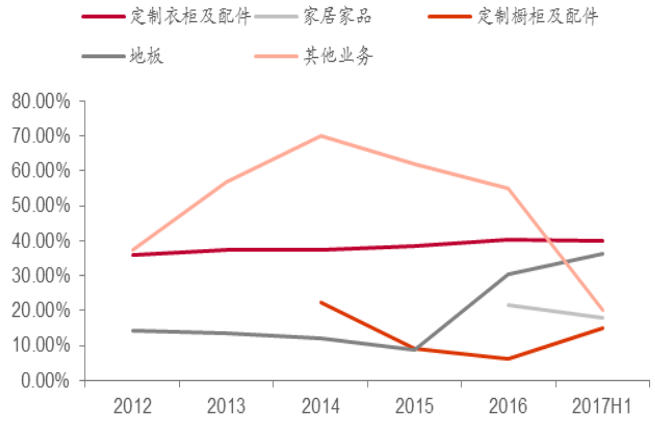
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4：2014-2017Q3 净利润（亿元）及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 5：主营产品毛利率水平（%）



来源：公司公告、中泰证券研究所

渠道覆盖广，产能全国布局

- **明显优势——营销渠道。**公司采取的**以经销商为主、以直营专卖店和大宗用户业务为辅的复合营销模式。**截至 2017 年 9 月底，索菲亚衣柜全屋定制共拥有门店 2170 家，其中省会城市门店数占比 20%，地级城市门店数占比 30%，县级城市门店数占比 50%，渠道进一步下沉；“司米橱柜”目前拥有经销商门店 700 家；米兰纳木门（包括在装修）共 85 家，渠道不断拓宽使得公司在全国各大城市拥有营销点，占据更大的市场，增厚公司端业绩。
- **有力支撑——产能释放+品类扩张。**公司柔性化生产技术领先行业，不仅保证了产品质量更是最大化节约成本，提高生产效率。公司在河北廊坊、浙江嘉善、四川成都、湖北黄冈及广州增城设有五大生产基地，2017 年上半年已实现平均月产定制衣柜 16 万余单，上半年平均产能利用率 85%。2017 年司米橱柜日均产能目标计划为 240 单/天，定制木门产值将达到近 10 亿元，公司还将在嘉善新建 30 万樘木门产品线，扩大定制木门生产。公司继 2016 年向市场推出两大色彩系列及实木系列之后，

为了提高对年轻消费者的吸引力，2017 年上半年又推出了自然系列、雅致新古典系列以及板木系列，延展原有品类，增加产品的多样性，扩大了产品覆盖的消费者人群范围。

图表 6：公司产能布局

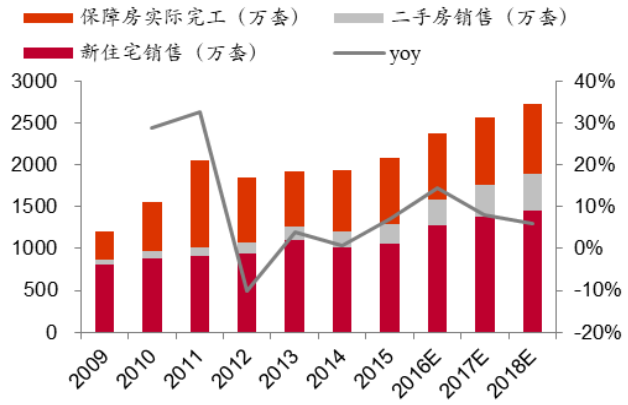
来源：公司公告、中泰证券研究所

市场需求推动定制家具规模上升，行业发展潜力大

定制市场空间大，发展速度快

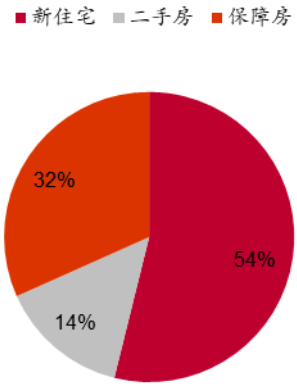
- **需求增加推动定制家具大发展。**定制家具目前仍受制于房地产市场的发展，根据我们的测算，**2017 年全年的房屋总装求需求为 2571 万套，同比增长 8%。**其中，新住宅销售、保障房和翻新住房分别占比 54%，32%和 14%。新用住宅中的大部分居住用途是用于年轻夫妻结婚的婚房，根据中国民政局婚姻登记处数据显示，2015 年中国结婚登记 1225 万对，其中主要适婚人群 80、90 后的消费观念正在改变，对定制家具需求会不断增加。

图表 7：2009-2018E 房地产市场变化



来源：中泰证券研究所测算

图表 8：预计 2017 年国内居民住房需求占比（%）



来源：中泰证券研究所测算

- 定制家具在国内的发展历程仅有十余年，但是近年来呈现了“井喷式”的发展。与传统家具相比，定制家具不仅能最大化的**满足消费者的“个性化”需求，还兼具环保、美观、舒适等多重优点**，因此，定制家具已经成为了现阶段消费者装修时的首选，越来越多的装修人群倾向于定制家具。
- 目前家具行业的整体状况是，**定制家具的渗透率不足 30%**，远低于发达国家定制家具 60%的市场渗透。国内定制家具行业虽起步较晚，但是渗透率提升明显，2009-2015 年，定制家具渗透率由 15%增长到 25%，年均复合增长率达到 85.5%。我们判断，定制家具在未来十年将会占据中国家具的半壁江山。

图表 9：各类家具优缺点对比

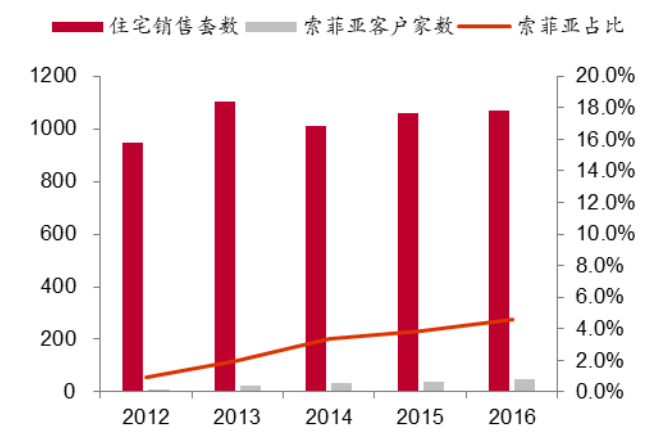
优点	手工家具	传统成品家具	定制家具
尺寸贴切	√	√	√
空间利用率高			√
性价比高		√	√
个性化设计			√
多材质可选性	√	√	√
款式时髦	√		√
节能环保			√
安装便捷			√
标准化产品		√	√

来源：公司公告、中泰证券研究所

行业集中度较低，龙头马太效应凸显

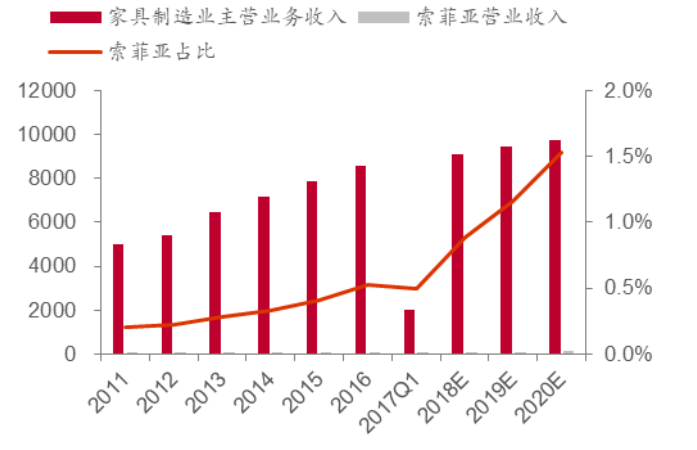
- 随着定制家具的渗透率不断上升，消费者对定制家具的品牌和质量会提出更高的要求，但是目前国内主要经营定制家具的企业行业集中度太低，不能形成良好的集聚效应。**对于定制衣柜龙头索菲亚而言，按照新房销售套数的口径来说，2016 年索菲亚市占率仅为 4.6%；而对于家具制造业主营业务口径而言，2016 年索菲亚收入占比仅为 0.5%。**由于定制家具在中国仍是起步阶段且定制家具的进入门槛不高，因此行业内企业不计其数，但定制家具发展对生产工艺和技术水平的要求很高，目前能做到 1 亿元营业收入的公司仅有 20 家，行业发展良莠不齐。

图表 10：索菲亚市占率（按新房销售套数口径）



来源：wind、中泰证券研究所

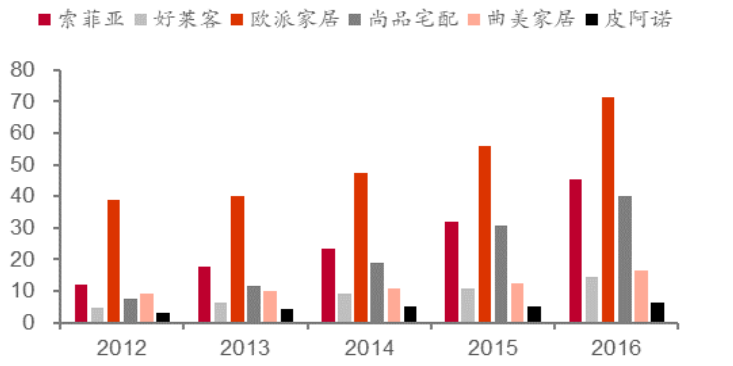
图表 11：索菲亚市占率（按家具制造主营业务口径）



来源：wind、中泰证券研究所

■ **自从 2011 年定制衣柜龙头索菲亚成功上市以来，目前行业内的知名企业如尚品宅配、皮阿诺、欧派家居等也都竞相上市。**从募集的资金方向来看，主要是投入产能扩张、基地建设、发展渠道等方面，众多龙头企业选择加速拓宽业务不仅说明定制家具行业的发展前景十分明朗，更加剧了中高端定制家具企业的竞争的激烈程度。定制家具市场的良好发展和行业内的竞争必然会引起收入增速有所下滑，但同时也会淘汰大部分技术落后、资金薄弱、渠道覆盖面窄的中小企业，**行业利润会逆势而上，进一步向龙头企业集中，**行业内主要家居品牌企业今年收入规模年复合增长率维持在 30%以上。目前，定制家具行业处于高速增长期，渗透率的不断增加会推动龙头企业市占率也在不断提升，这样更加有利于龙头企业提高利润水平，形成良性循环。

图表 12：前五大定制家具企业 2012-2016 营业收入（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 13：知名定制品牌竞相上市

品牌	上市时间	募集资金	主要用途
索菲亚	2011.3	11 亿元	升级改造定制衣柜项目、信息化系统改造
好莱客	2015.2	4.7 亿元	整体衣柜技术升级扩建项目和信息系统升级技术改造
顶固	2015.1	\	\
欧派	2017.2	20 亿元	橱柜生产线扩张、信息化系统改造
皮阿诺	2017.3	4.8 亿元	家具产能建设和信息管理系统
尚品宅配	2017.3	18 亿元	智能制造生产

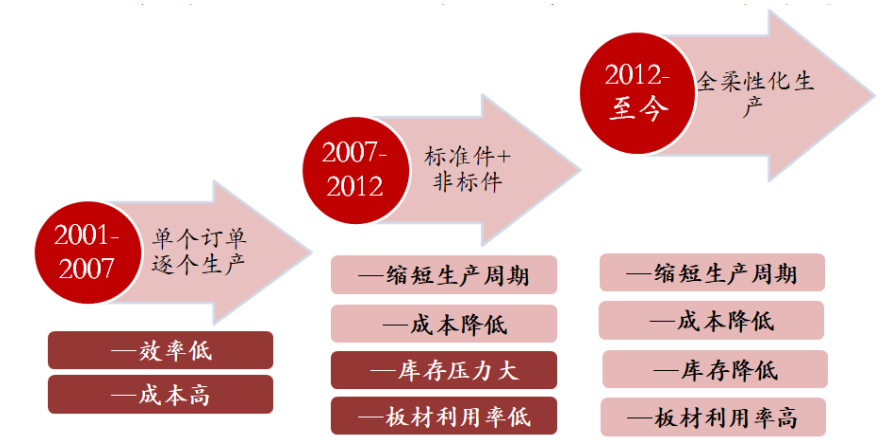
来源：公司公告、中泰证券研究所

渠道基础牢靠，信息化助力大家居

柔性化生产结合信息化处理，高效率助推公司业绩

- **柔性化生产线的构建，提高板材利用率，有效降低成本。**公司拥有亚洲定制衣柜行业内第一条投入使用的柔性化生产线，自动化机器可以完成压贴、开料、热压、封边等整个生产过程，在平均人工工资上涨的趋势下，柔性化生产有效的节省了人力消耗，降低成本。目前公司产品板材利用率能达到接近 90%的水平，大大节省了材料费用和人工费用。2016 年公司产品每平方米的价格为 135 元，同比下降 3.6%；每平方米成本为 81 元，同比下降 5.81%。

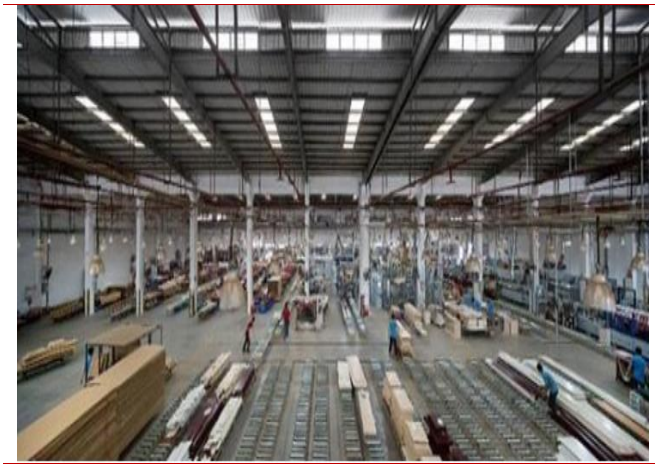
图表 14：公司生产模式升级三阶段



来源：公司公告、中泰证券研究所

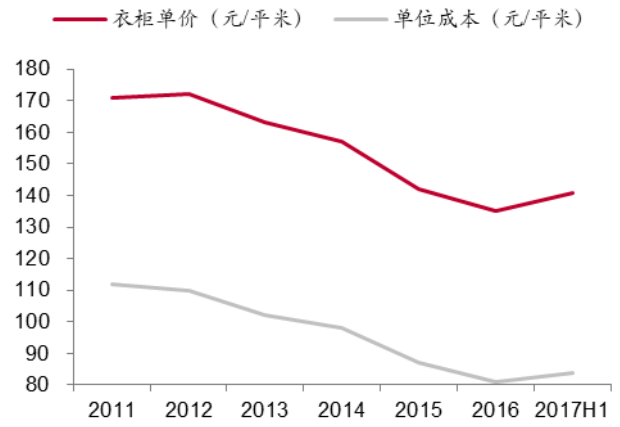
- **凭借柔性制造的规模优势，持续进行低价政策，巩固定制衣柜行业龙头地位。**公司 2015 年推行了“每平米 799”和“每平米 899”的连门带柜定制衣柜促销套餐，导流效果显著，凭借目前公司柔性化生产的规模优势，2016 公司继续深化“799”套餐，通过成本优势加低价套餐模式，巩固定制衣柜行业龙头地位，加快市场占有率和品牌渗透率的提升。公司将成本端下降红利让利于消费者，进一步提升了市场份额。

图表 15：索菲亚柔性化生产车间



来源：经济网、中泰证券研究所

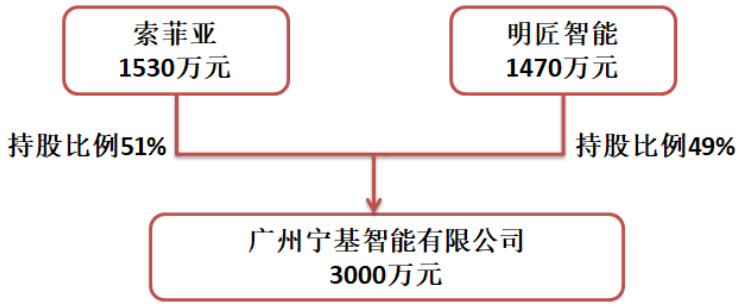
图表 16：公司产品单位价格及成本均呈下降趋势



来源：wind、中泰证券研究所

- **携手明匠智能系统，成立控股合资公司，加强公司柔性化生产优势。**在信息化方面，公司与上海明匠智能系统有限公司合资成立广州宁基智能系统有限公司。公司注册资本 3000 万元，索菲亚公司出资 1530 万元，持股 51%，上海明匠出资 1470 万元，持股 49%。宁基智能充分利用上海明匠在智能制造及智能工厂等智能生产系统方面的研发优势，并结合索菲亚在全屋定制和大家居方面的充足经验，双方互利共赢，开启家居行业智能制造的工业 4.0 新篇章。

图表 17：宁基智能股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **大力发展信息数据化、工业智能化，更好服务于个性化全屋定制，打通前后端，实现规模化生产。**索菲亚较早在家居行业扛起了大数据信息化处理的大旗，2015 年公司的信息化投入已经能够高达 4.79 亿元。在终端门店方面，（1）公司生产前端借助 3D 工具 DIYHOME 设计软件，结合 VR 及全息投影等技术展示产品，为消费者提供海量方案，并实现了同步全屋报价，提升消费体验。（2）公司通过信息化处理打通前后端，贯穿销售、采购、生产、交付构成了整个过程，实现产品前端到制造端的高效衔接，交货时间缩短，效率提升，节省了费用成本。在信息化系统的推动下，公司不但生产力大为提升，订单数据出错率也被控制在 1%以下，而 70%的客户订单数据准确率能达到 90%以上，一次安装成功率

接近 90%水准。我们认为，随着信息化处理系统的不断改进，公司核心竞争力会进一步凸显；技术的改进使得产品的生产成本降低，产品得到进一步优化，保证公司的盈利。

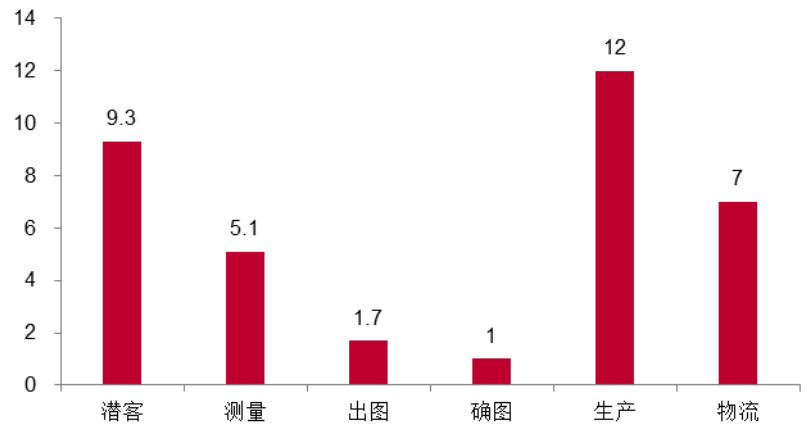
图表 18：同行业企业处理软件

软件	展示	报价	下单
尚品宅配	圆方设计系统	圆方装修报价软件	尚品宅配家具订单管理系统 V4.0
索菲亚	Diyhome 设计软件	KD 软件	加拿大 2020 下单系统
好莱客	3D 云设计	3D 云报价	好莱客下单系统
欧派家居	三维家	/	加拿大 2020 下单系统
我乐家居	三维家	三维家	加拿大 2020 下单系统

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 目前每天近万件的订单量，意味着 40 多万个板件，每个板件的花色、纹路、尺寸按照 10 个数据计算，每天要处理近 400 多万组数据。得益于信息与数字化处理的优势，以设计图纸的形式直接传入信息化系统，系统将图纸自动拆分成一个个板件数据，分拨到索菲亚位于广东、河北、浙江、四川和湖北的五大基地进行生产。2017 年，公司的平均交货周期仅需 12 天左右。

图表 19：2017 门店平均业务周期 36 天



来源：公司公告、中泰证券研究所

深化大家居，满足“一站式”全屋定制需求

- **全屋定制品类多样，“大家居”加速。**“全屋定制”因能满足家具装修整体性，为消费者带来省时、省力、省空间的优质消费体验，已成为了市场上许多企业竞相追逐的目标。公司自 2013 年开启全屋定制时代，从“定制衣柜”转向“定制家”，目前已有的定制品类包含衣柜、橱柜、榻榻米、书柜、床、梳妆台、电视柜、书桌、酒柜、餐柜、鞋柜、饰物柜、木门以及各类配套家居产品。目前在定制市场上，拥有全屋定制雏形的企业也只有索菲亚、尚品宅配、欧派等为数不多的企业，近两年**索菲亚**

的全屋定制发展明显加速，2013 年开始至今，每年都推出了质量过硬、性价比高的定制品类。

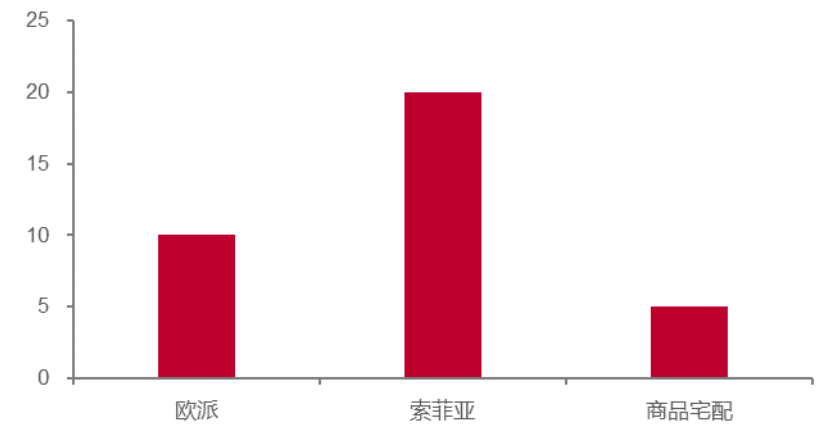
图表 20：主要品牌全屋定制种类对比

		索菲亚	好莱客	欧派家居	尚品宅配	皮阿诺
全屋定制	衣柜	✔	✔	✔	✔	✔
	橱柜	✔		✔	✔	✔
	榻榻米	✔	✔	✔	✔	✔
	木门	✔		✔	✔	
	书柜	✔	✔	✔	✔	✔
	床	✔	✔	✔	✔	✔
	梳妆台	✔	✔	✔	✔	✔
	电视台	✔	✔	✔	✔	✔
	卫浴			✔	✔	
	书桌	✔	✔	✔	✔	✔
	酒柜	✔	✔	✔	✔	✔
	餐柜	✔	✔	✔	✔	✔
	鞋柜	✔	✔	✔	✔	✔
	衣帽间	✔	✔	✔	✔	✔
	饰物柜	✔	✔	✔	✔	✔
配套用品	床垫	✔	✔	✔	✔	✔
	饰品	✔	✔	✔	✔	✔
	窗帘	✔		✔	✔	✔
	沙发	✔	✔	✔	✔	✔
	茶几	✔	✔	✔	✔	✔
	纺织用品	✔		✔	✔	

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2003-2013 年间，公司将索菲亚衣柜做到了行业龙头第一水平；有了全屋定制的战略目标才促使了公司 2014 年开始和司米橱柜合作，“司米橱柜”是欧洲第三大橱柜品牌。2015 年，公司与知名记忆绵床垫品牌“梦百合”合作解决了消费者选择床垫时的难题，2016 年与华鹤木门达成战略合作，公司预计在 2017 下半年开启定制窗帘业务，逐步践行大家居战略。对比行业内其他企业，公司在全屋定制方面的起步较晚，尚品宅配曾在 2009 年就提出的“全屋定制”，欧派家居 2014 年启动全屋定制业务，而公司在 2015 年才正式开启全屋定制服务，但是公司在 2015-2017 年之间，增加定制品类高达 20 多种，以“后来居上”的身份占据全屋定制家具市场。

图表 21：2015-2017 年三大定制品牌新增品类数量



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ **多种套餐，满足各阶层需求。**目前公司主营定制产品中，“简欧风”、“现代风”是比较火热的爆款。2017 年，公司在原有的“799”、“899”定制家具的套餐之上又加推出了“16 ㎡ 19800”、“22 ㎡ 27800”全屋定制套餐，满足更多消费者的全屋定制需求。为了迎合消费市场年轻化的趋势，公司在原有产品基础上于 2017 年上半年又新推出“自然系列”、“雅致新古典系列”以及“板木系列”三大系列产品，延展原有产品品类，增加消费覆盖范围。

图表 22：公司产品效果图

来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 23：索菲亚公司多种定制套餐

来源：公司官网、中泰证券研究所

■ 在 2017 年“金九银十”的行业旺季，索菲亚更是推出了“9999 打造优质司米橱柜”的套餐以及“22800 高端定制套餐”，进一步的让利于消费者，以更加亲民而又实惠的价格抢占更多的市场份额。而对比市场上其他竞争企业，目前推出的优惠定制套餐无法与索菲亚相比，欧派目前只有“16 ㎡ 19800 全屋定制”套餐，下半年预计会推出“59800”、“79800”全屋定制套餐；而好莱客的定制套餐也仅有“16800 全屋定制”套餐。因此，选择索菲亚完全可以满足不同阶层的消费者的需求，完善“一站式”购物体验。

图表 24：主要品牌定制套餐对比

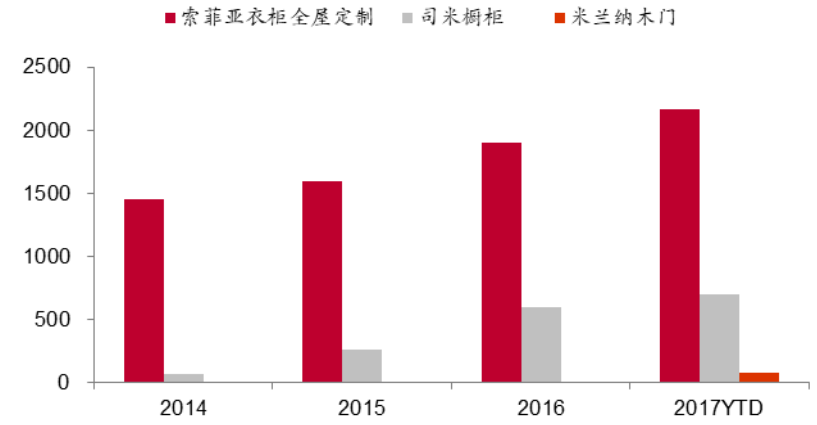
品牌	定制套餐种类
索菲亚	1.“799”、“899”定制衣柜套餐
	2. “9999”定制橱柜套餐
	3. "16 ㎡ 19800"、“18 ㎡ 27800”定制橱柜套餐
欧派	1.“18 ㎡ 19800”全屋定制套餐
	2. “两房两厅 59800”、“三房两厅 79800”全屋定制等
好莱客	1.“16 ㎡ 16800”全屋定制套餐

来源：公司公告、中泰证券研究所

渠道持续下沉扩张，股权激励提高效率

- **公司渠道建设处于行业领先地位，主要表现在渠道覆盖面广，直营和经销商实力强。**截止 2017 年第三季度，公司拥有全屋定制门店 2170 家，司米橱柜门店 700 家、米兰纳木门 85 家。目前，索菲亚已基本完成全年新开衣柜/全屋定制门店 200 家的目标，预计司米橱柜全年共新增门店 200~300 家，木门 200~300 家门店。2017 年前三季度公司客户数已达到 37.86 万户，同比增长 15.09%。公司的营销渠道进一步扩张，增加公司覆盖客户渠道，有助于公司占据更大的市场份额。

图表 25：2014-2017Q3 公司三大主营业务门店数

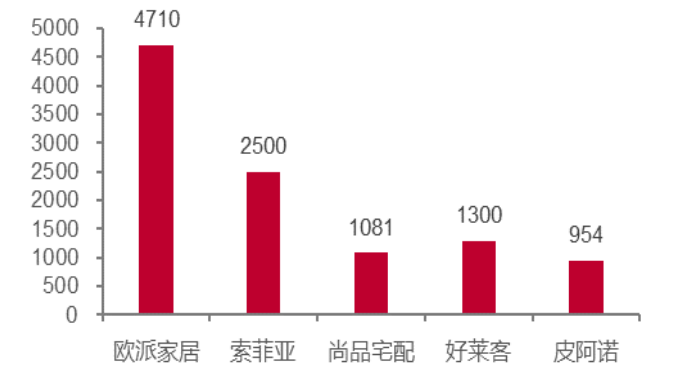


来源：公司公告、中泰证券研究所

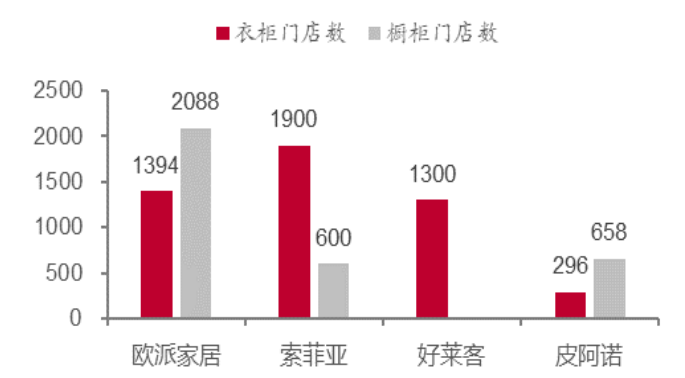
- **超市小店助力经销门店快速成长。**从门店开店位置来看，不论是索菲亚的直营店还是经销商门店地理位置都处于城市的交通发达、人流密集的地区，并且大多集中在城市的建材、装修、家具公司集聚的地区。在公司的渠道建设中，不仅有直营店、经销商门店还有很多超市小店，虽然店铺面积不是很大，但其职能不但能为公司创造收益，更重要的是为周边大店起到了很好的引流效果。这表明，公司在营销渠道方面，注重细节，覆盖全渠道，保证公司产品的渗透率进一步增长。

图表 26：2016 年主要定制品牌门店数量

图表 27：2016 年四大品牌衣柜、橱柜门店数对比

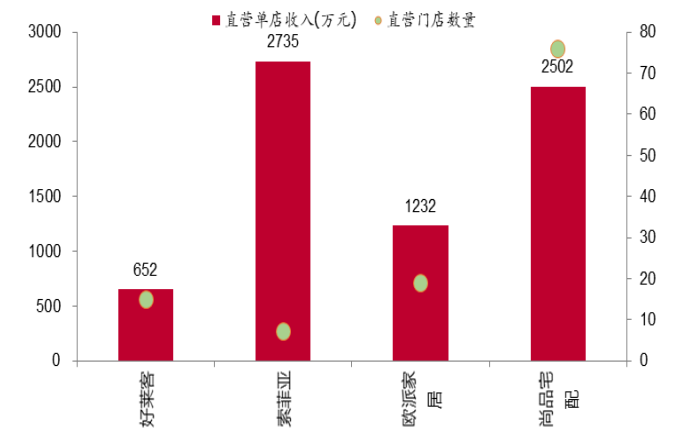


来源：公司公告、中泰证券研究所



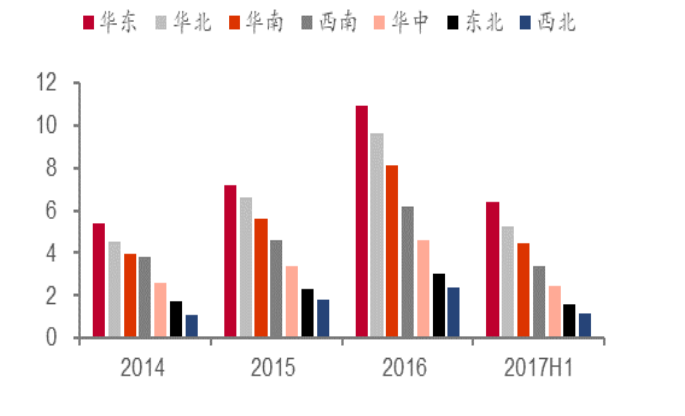
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：主要品牌直营单店收入（万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29：公司各地区销售收入

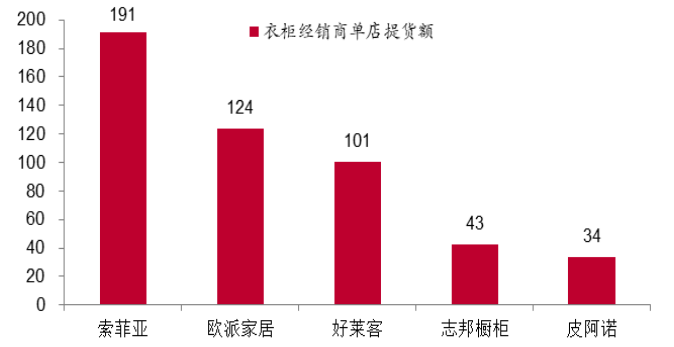


来源：公司公告、中泰证券研究所

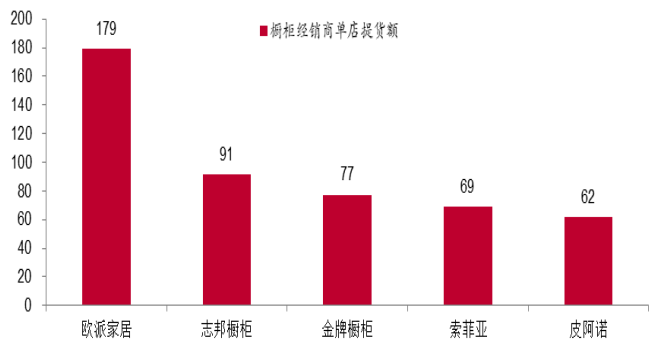
- 从直营渠道来看，2016 年索菲亚的直营门店 79 家，占比仅 3%，但直营门店的单店销售收入达到 2735 万元，显著高于其他企业，这有力的证明了公司在直营门店上的取得的巨大成功。
- **公司经销商体系成熟。**在经销商管理方面，索菲亚门店 2016 年单店提货额为 191 万元，位居衣柜行业第一，高出欧派家居 67 万元；橱柜的单店提货额为 69 万元，位居橱柜行业的第 4。以定制衣柜和定制橱柜经销门店平均面积为 200 平米并结合 2 倍的经销商平均加价率来测算，2016 年衣柜经销店坪效达到 1.91 万元/平方米，位居行业之首，橱柜经销店坪效为 0.69 万元/平方米。公司的衣柜的高坪效意味着公司经销商较高的盈利能力和扩张基础。目前公司橱柜和衣柜的经销商重合度高达七成，虽然橱柜目前的坪效并不高，但是我们仍看好公司经销商的持续经营能力，以及未来大家居趋势下衣橱的协同效应。

图表 30：2016 年定制衣柜经销商单店提货额

图表 31：2016 年定制橱柜经销商单店提货额



来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **股权激励助力经销渠道更好发展。**公司对员工和经销商都进行了股权激励，其中经销商持股计划合计受让股票 1177 万股，受让价格 29.6 元/股；员工持股计划合计受让股票 1166.8 万股，受让价格为 28.6 元/股。通过股权激励政策，（1）经销商会和公司保持更加紧密的联系，形成利益共同体，达到共享利益、共担风险的目的，实现“双赢”；（2）提高了经销商对于公司品牌的忠诚度，另一方面也可以使公司更好的对渠道进行把控和管理；（3）利益驱动会促进经销商提高工作效率，提高经销商的工作积极性，降低经销管理成本同时也可以达到减少库存压力的目的。

图表 32：公司员工、经销商持股计划

员工、经销商持股计划	
经销商受让股票合计	1177 万股
受让价格	29.6 元/股
员工受让股票合计	1166.8 万股
受让价格	28.6 元/股

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **线上营销助力盈利水平。**公司的“**线上+线下**”**联动**的营销策略，通过线上将客流引入到线下实体店，一来可以增加店面客流，二来可以保证销售流程无差错进行；实体店通过销售口碑增加线上的传播力度，提高广告受众人群比例，增加产品推广的效果。**2017 年上半年，公司线上收入占比 15%，**据天猫官网数据统计，索菲亚双十一期间总成交额突破 4 亿，成为了全屋定制行业第一。

图表 33：2016 年定制家具企业线上销售排名

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 34：2016 年索菲亚天猫旗舰店销售额（亿元）

来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测和投资建议

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

- **投资建议：**我们预估公司 2017-19 年实现销售收入 64.78、88.10、117.17 亿元，同比增长 43.00 %、36.00%、33.00 %，实现归属于母公司净利润 9.13、12.51、16.63 亿元，同比增长 37.64%、36.96%、32.83%，EPS 为 0.99、1.36、1.80 元。参照可比公司，我们给予索菲亚 2018 年 32 倍 PE，对应目标价 43.52 元。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示

定制家具行业竞争加剧的风险

- 由于国内家具企业纷纷涉足定制家具行业，市场竞争越发激烈，而行业竞争若出现加剧，可能会使行业毛利率、净利率出现下降。

房地产行业宏观调控带来的政策风险

- 国家陆续出台的限购、限贷等政策，会使商品住宅需求增速放缓，对家具行业产生影响，从而对公司经营业绩产生不利影响。

图表 35：索菲亚三大财务报表

损益表（人民币万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**236,108**	**319,574**	**452,996**	**647,785**	**880,987**	**1,171,713**
增长率	*32.39%*	*35.4%*	*41.8%*	*43.0%*	*36.0%*	*33.0%*
营业成本	-147,891	-198,776	-287,358	-408,391	-557,188	-740,879
% 销售收入	*62.6%*	*62.2%*	*63.4%*	*63.0%*	*63.2%*	*63.2%*
毛利	88,218	120,798	165,638	239,393	323,799	430,834
% 销售收入	*37.4%*	*37.8%*	*36.6%*	*37.0%*	*36.8%*	*36.8%*
营业税金及附加	-1,873	-2,872	-4,727	-6,177	-8,584	-11,470
% 销售收入	*0.8%*	*0.9%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-22,615	-30,796	-38,761	-58,863	-79,304	-104,938
% 销售收入	*9.6%*	*9.6%*	*8.6%*	*9.1%*	*9.0%*	*9.0%*
管理费用	-25,390	-27,494	-40,423	-59,089	-79,017	-105,599
% 销售收入	*10.8%*	*8.6%*	*8.9%*	*9.1%*	*9.0%*	*9.0%*
息税前利润（EBIT）	38,340	59,636	81,728	115,264	156,894	208,827
% 销售收入	*16.2%*	*18.7%*	*18.0%*	*17.8%*	*17.8%*	*17.8%*
财务费用	1,503	1,241	456	0	0	0
% 销售收入	*-0.6%*	*-0.4%*	*-0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	-437	-1,271	-713	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	195	392	608	467	502	508
% 税前利润	*0.5%*	*0.6%*	*0.7%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.2%*
营业利润	39,601	59,998	82,079	115,731	157,395	209,335
营业利润率	*16.8%*	*18.8%*	*18.1%*	*17.9%*	*17.9%*	*17.9%*
营业外收支	486	580	1,008	778	822	838
税前利润	**40,086**	**60,578**	**83,087**	**116,510**	**158,217**	**210,173**
利润率	*17.0%*	*19.0%*	*18.3%*	*18.0%*	*18.0%*	*17.9%*
所得税	-7,040	-15,389	-19,338	-27,944	-37,573	-50,077
所得税率	*17.6%*	*25.4%*	*23.3%*	*24.0%*	*23.7%*	*23.8%*
净利润	33,047	45,189	63,748	88,565	120,644	160,096
少数股东损益	357	-712	-2,653	-2,827	-4,530	-6,167
归属于母公司的净利润	**32,690**	**45,902**	**66,402**	**91,393**	**125,174**	**166,263**
净利率	*13.8%*	*14.4%*	*14.7%*	*14.1%*	*14.2%*	*14.2%*

现金流量表（人民币万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	33,047	45,189	63,748	88,565	120,643	160,096
少数股东损益	0	0	0	-2,827	-4,530	-6,167
非现金支出	7,500	12,424	16,087	13,685	16,480	19,242
非经营收益	-1,215	-1,795	-2,641	-1,245	-1,323	-1,346
营运资金变动	-4,106	27,152	42,064	11,000	31,053	31,915
经营活动现金净流	**35,226**	**82,970**	**119,259**	**109,178**	**162,323**	**203,740**
资本开支	41,460	64,625	60,133	39,012	42,244	41,161
投资	-3,000	-14,990	-119,420	-94,987	-88,743	-127,795
其他	170	582	604	467	502	508
投资活动现金净流	**-44,290**	**-79,033**	**-178,950**	**-133,531**	**-130,485**	**-168,449**
股权募资	9,772	0	111,420	46,171	0	0
债权募资	0	9,190	9,083	-13,373	0	0
其他	-12,662	-17,001	-25,538	0	-64,640	0
筹资活动现金净流	**-2,890**	**-7,811**	**94,965**	**32,799**	**-64,640**	**0**
现金净流量	**-11,954**	**-3,874**	**35,274**	**8,445**	**-32,802**	**35,292**

资产负债表（人民币万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	118,362	99,741	138,670	149,943	121,671	163,130
应收款项	9,581	8,660	14,426	16,659	22,728	30,197
存货	14,244	19,703	26,858	33,682	45,683	60,864
其他流动资产	10,633	19,926	134,623	230,907	323,400	454,823
流动资产	152,821	148,031	314,578	431,190	513,482	709,013
% 总资产	*59.6%*	*46.8%*	*59.2%*	*64.0%*	*65.6%*	*70.8%*
长期投资	0	7,815	12,548	13,662	12,102	12,548
固定资产	76,831	129,058	162,555	186,973	212,852	233,128
% 总资产	*30.0%*	*40.8%*	*30.6%*	*27.8%*	*27.2%*	*23.3%*
无形资产	23,879	27,031	33,461	34,035	36,300	38,336
非流动资产	103,584	168,452	216,444	242,548	269,134	291,891
% 总资产	*40.4%*	*53.2%*	*40.8%*	*36.0%*	*34.4%*	*29.2%*
资产总计	**256,405**	**316,482**	**531,022**	**673,739**	**782,616**	**1,000,904**
短期借款	1,990	6,841	15,823	2,450	2,450	2,450
应付款项	26,278	39,637	88,813	99,605	141,915	185,943
其他流动负债	12,836	20,177	24,434	99,635	45,559	59,723
流动负债	41,105	66,656	129,070	201,690	189,923	248,116
长期贷款	0	4,900	2,450	2,450	2,450	2,450
其他长期负债	2,628	72	315	315	315	315
负债	**43,732**	**71,628**	**131,835**	**204,455**	**192,688**	**250,881**
普通股股东权益	198,661	232,996	388,839	461,763	586,936	753,199
少数股东权益	14,011	11,859	10,349	7,521	2,991	-3,176
负债股东权益合计	**256,405**	**316,482**	**531,022**	**673,739**	**782,616**	**1,000,904**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.741	1.041	1.438	0.990	1.356	1.800
每股净资产(元)	4.505	5.284	8.422	5.001	6.356	8.157
每股经营现金净流(元)	0.799	1.882	2.583	1.641	2.747	4.401
每股股利(元)	0.000	0.000	0.700	0.700	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.45%	19.70%	17.08%	19.79%	21.33%	22.07%
总资产收益率	12.75%	14.50%	12.50%	13.56%	15.99%	16.61%
投入资本收益率	33.88%	30.05%	23.28%	40.06%	46.18%	—
增长率						
营业总收入增长率	32.39%	35.35%	41.75%	43.00%	36.00%	33.00%
EBIT增长率	39.61%	55.55%	37.04%	41.03%	36.12%	33.10%
净利润增长率	33.51%	40.42%	44.66%	37.64%	36.96%	32.83%
总资产增长率	19.87%	23.43%	67.79%	26.88%	19.33%	27.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.6	7.6	7.7	7.6	7.7	7.7
存货周转天数	34.5	31.2	29.6	30.1	29.9	30.0
应付账款周转天数	28.7	33.6	40.7	38.3	39.1	38.9
固定资产周转天数	71.6	84.1	86.5	69.7	56.7	45.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.17%	-36.37%	-29.46%	-50.55%	-54.08%	—
EBIT利息保障倍数	-25.5	-48.1	-179.2	—	—	—
资产负债率	17.06%	22.63%	24.83%	30.35%	24.62%	25.07%

来源：公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		