

2018年05月07日

索菲亚 (002572.SZ)

什么是索菲亚的核心竞争力?

■ **行业:** 行业竞争趋于激烈, 但风险可控。地产景气下行, 需求驱动边际趋弱; 供给端产能&渠道扩张加速, 定制家具行业竞争逐步趋于激烈化。但定制家具是产品+服务属性, 且存在非标化、价格不透明等特征; 此外, 定制属轻资产运营、无库存; 同时行业仍保持较快增长, 且总体非常分散, 这些行业特性决定了定制家具大概率不会发生恶性的价格战。我们认为未来三年行业毛利率可能有序回落, 龙头持续抢占三/四线品牌份额, 收入端仍有望保持较快增长。

■ **成本优势构筑核心竞争力:** 定制家具的竞争是综合的竞争, 包括产品、品牌、渠道、供应链、成本等方面。索菲亚过去几年在信息化、智能制造等大规模投入, 导致公司生产效率领先同行, 成本具有较强优势, 公司及经销商盈利高于行业水平。未来三年公司成本端优势将逐步得到放大, 有望持续抢占中小企业的份额。

■ **业绩有望保持高增长。** 目前我国定制家具综合渗透率约 30%+, 对打制/成品替代的行业红利仍在, 长远看, 定制家具渗透率有望达到 60%以上。从公司层面看, 公司未来业绩成长驱动主要来自三个方面: 1) 客单价: 13 年开启全屋定制战略以来, 客单价年增速基本保持 10%-15%; 高档品、康纯板、大家居等新产品/新渠道的推出, 仍将驱动客单价稳步提升; 2) 订单量: 17 年公司衣柜客户数约 53.5 万户, 市占率仅约 3.5%。依靠成本优势+渠道扩张, 未来仍有较大提升空间; 3) 新品类: 橱柜业务 18 年预计销售额 8-10 亿元, 有望扭亏; 木门业务也在积极布局中, 预计 18 年销售有望达到 1.5 亿元以上, 新品类将逐步成为公司增长重要驱动力。

■ **投资建议:** 我们预计公司 18-20 年归属上市公司股东净利润分别为 12.3 亿元、16.3 亿元、21.3 亿元; 分别增长 35.6%、32.3%、31%; EPS 1.33 元、1.76 元、2.31 元。目前股价动态约 25.2xPE, 给予"买入-A"评级, 六个月目标价 45 元, 对应 19 年 25.4xPE。

■ **风险提示:** 地产景气下行, 行业竞争加剧, 新品类拓展不及预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	4,530.0	6,161.4	8,342.6	11,112.3	14,534.9
净利润	664.0	906.8	1,230.0	1,627.7	2,132.0
每股收益(元)	0.72	0.98	1.33	1.76	2.31
每股净资产(元)	4.21	4.84	5.54	6.47	7.70

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	48.0	35.1	25.9	19.6	14.9
市净率(倍)	8.2	7.1	6.2	5.3	4.5
净利润率	14.7%	14.7%	14.7%	14.6%	14.7%
净资产收益率	17.1%	20.3%	24.0%	27.2%	30.0%
股息收益率	1.0%	1.3%	1.8%	2.4%	3.1%
ROIC	44.8%	35.8%	36.8%	47.5%	63.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他轻工

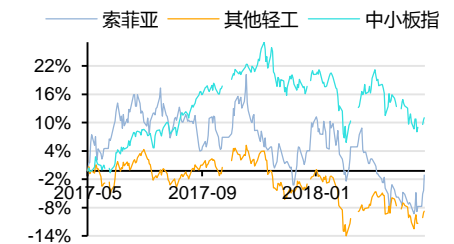
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **45 元**
股价 (2018-05-04) **34.50 元**

交易数据

总市值(百万元)	31,858.21
流通市值(百万元)	21,381.83
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	619.76
12 个月价格区间	31.80/42.50 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.04	-7.41	-13.84
绝对收益	4.97	-4.28	-4.04

周文波 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华 分析师
SAC 执业证书编号: S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

索菲亚: 调整初见成效, 期待更好的自己/周文波	2018-04-17
索菲亚: 等待时间的验证/周文波	2018-02-28
索菲亚: Q3 增速有所波动, 关注调整效果/周文波	2017-10-26
索菲亚: 多业务齐发力, 员工持股显信心/周文波	2017-08-14
索菲亚: 索菲亚业绩快报: 增长近 50%, 彰显龙头地位/周文波	2017-07-18

内容目录

1. 索菲亚股价走势与板块的分化	4
2. 市场的担忧及我们的看法	5
2.1. 行业是否有价格战风险?	5
2.2. 索菲亚多品类战略能否成功?	14
2.3. 索菲亚是一家优秀的公司吗?	16
3. 怎么看索菲亚的成长性?	19
3.1. 客单价	20
3.2. 订单量: (份额逻辑+门店数)	21
3.3. 新品类: 橱柜/木门	22
4. 盈利预测与投资建议	23

图表目录

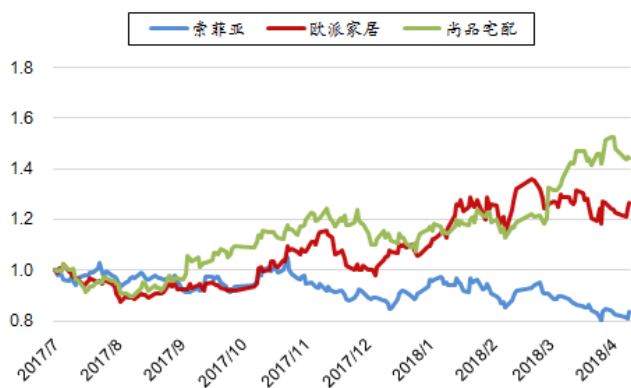
图 1: 索菲亚/欧派/尚品股价走势分化	4
图 2: 索菲亚/欧派/尚品动态 PE	4
图 3: 定制龙头企业收入增速	4
图 4: 定制龙头企业利润增速	4
图 5: 索菲亚/欧派/尚品机构持仓金额 (亿元)	5
图 6: 索菲亚/欧派/尚品持仓占流通股比	5
图 7: 索菲亚/老板股价走势图	5
图 8: 各大定制企业促销套餐持续加码	6
图 9: 商品房销售面积增速	6
图 10: 定制家具龙头营业收入与地产销售增速比较	6
图 11: 家装公司 VS 定制家具	7
图 12: 精装房占比提升拉动定制家具渗透率提升	7
图 13: 各定制企业首发/增发募集资金数	8
图 14: 定制家具企业门店情况	8
图 15: 定制家具企业新增门店数	8
图 16: 各大定制企业产能扩张计划	9
图 17: 90 年代价格战龙头企业盈利维持高位	10
图 18: 2000-2006 年价格战期间家电行业毛利率	10
图 19: 2000-2006 年价格战期间家电行业净利率	10
图 20: 2000-2006 年价格战期间家电企业收入增速	11
图 21: 家电龙头股价走势	11
图 22: 空调行业 CR3 (格力、美的、海尔) 集中度	11
图 23: 空调产品营收增长情况对比 (%)	11
图 24: 毛利率情况对比	12
图 25: 龙头家电企业股价走势	12
图 26: 安防龙头企业毛利率	12
图 27: 安防龙头企业净利率	12
图 28: 安防龙头企业收入增长	13
图 29: 安防龙头企业归母净利润增长	13

图 30: 安防龙头股价走势.....	13
图 31: 行业特性及企业情况对比.....	14
图 32: 索菲亚收入、毛利率增速预判.....	14
图 33: 司米橱柜营业收入.....	15
图 34: 橱柜业务增长情况 (季度)	15
图 35: 司米橱柜净利润.....	15
图 36: 主流品牌橱柜业务收入增速	16
图 37: 索菲亚各级区域增长情况.....	17
图 38: 索菲亚售价与成本.....	18
图 39: 各定制品牌柜体板出厂价	18
图 40: 各定制企业利润率.....	18
图 41: 经销渠道盈利分析 (万元)	19
图 42: 索菲亚各区域平均店效情况 (万元/店)	19
图 43: 定制企业店效对比 (万元/店)	19
图 44: 定制家具行业容量及渗透率	20
图 45: 索菲亚客单价	21
图 46: 国内一站式家具消费渠道.....	21
图 47: 全屋定制套餐单均价对比 (元/平米)	22
图 48: 索菲亚门店数	22
图 49: 索菲亚营收预测.....	23

1. 索菲亚股价走势与板块的分化

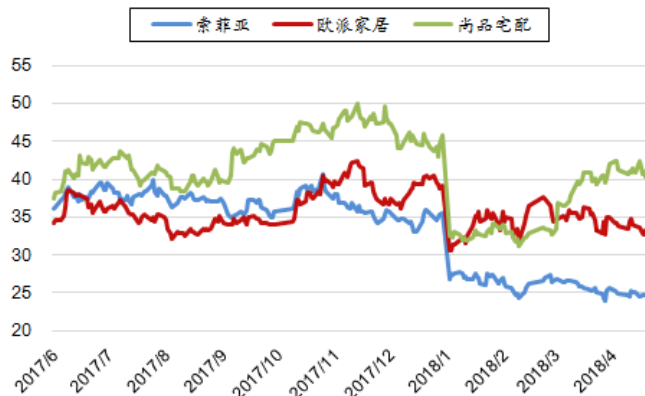
17年7月以来，索菲亚股价连续调整，高点以来累计跌幅近20%，而同期尚品宅配、欧派家居则分别上涨约50%、24%，索菲亚股价走势与一线龙头出现明显分化。目前索菲亚、欧派、尚品三家公司动态估值约25xPE、34xPE、40xPE，市场给予索菲亚非常大的估值折价。

图 1：索菲亚/欧派/尚品股价走势分化



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 2：索菲亚/欧派/尚品动态 PE

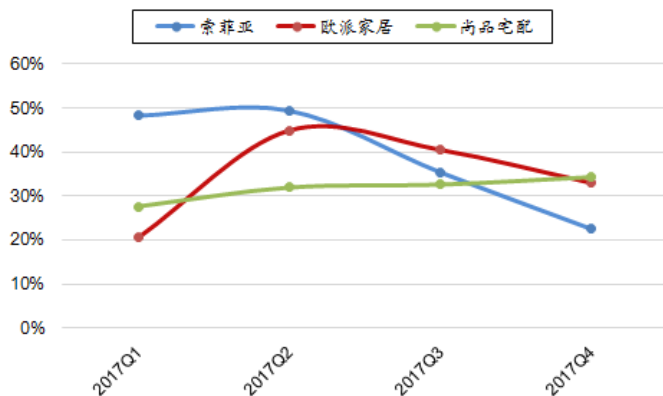


资料来源：Wind, 安信证券研究中心

业绩增速的分化

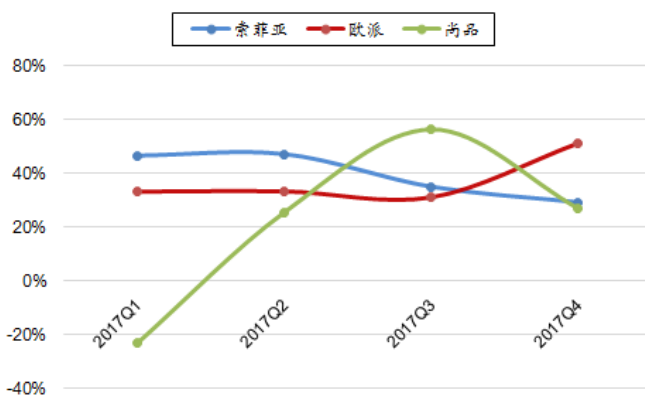
寻找股价分化背后的原因：首先是三家公司业绩增速的差异，欧派 Q1 增速相对较低外，Q2-Q4 整体保持高速增长。考虑其规模要大于索菲亚，其业绩增速高于索菲亚证明其内在竞争力，尤其是新品类-衣柜业务增速达 60%左右；而尚品收入增速则稳步上升，17Q1-Q4 每个季度提升 1 个百分点左右，尚品与互联网结合及大店零售在业内领先，颇受市场青睐。相反，索菲亚业绩增速自 17 年中期逐季下滑，尤其是 17Q4 增速仅 22%，且司米橱柜也低于年初预期，导致市场对公司未来成长性及市场空间产生一定怀疑。

图 3：定制龙头企业收入增速



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 4：定制龙头企业利润增速



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

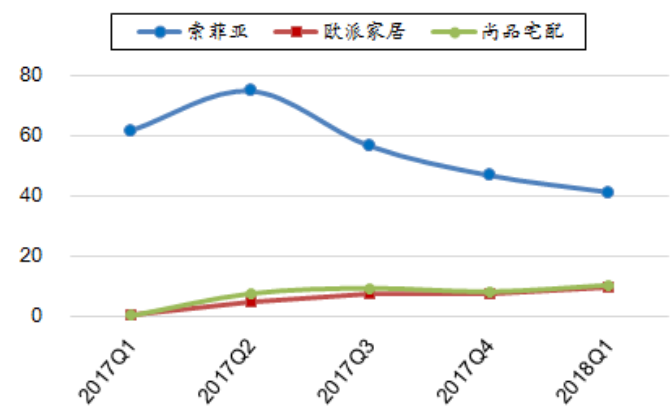
市场认知的变化

除了业绩增速差异外，由于索菲亚是机构重仓股，机构对定制家具行业及索菲亚公司看法的变化也直接影响了公司股价走势。我们路演中，常常被问到三个问题：1、定制家具行业是

否有价格战风险；2、索菲亚多品类扩张还能否成功；3、索菲亚是一家管理优秀的公司吗？

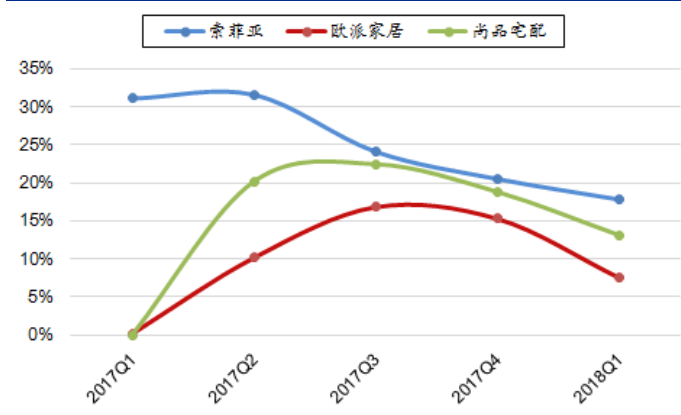
第一个问题是机构最为关注的问题，尤其是众多定制企业上市后，产能/门店扩张速度加快，对行业竞争的担忧影响了机构的持仓信心。第三个问题主要是欧派上市后，且索菲亚业绩增速的回落，对索菲亚质地产生了一定怀疑。部分机构认为欧派规模大，管理团队强，品类搭建好，产品线丰富、长期成长空间等优于索菲亚，欧派将是定制家具行业龙头；除以上三个市场纠结的问题外，机构重仓的消费白马整体调整也是索菲亚股价回落的重要因素，如白酒、家电等龙头股价较高点普跌20%以上。

图 5：索菲亚/欧派/尚品机构持仓金额（亿元）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 6：索菲亚/欧派/尚品持仓占流通股比



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 7：索菲亚/老板股价走势图



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

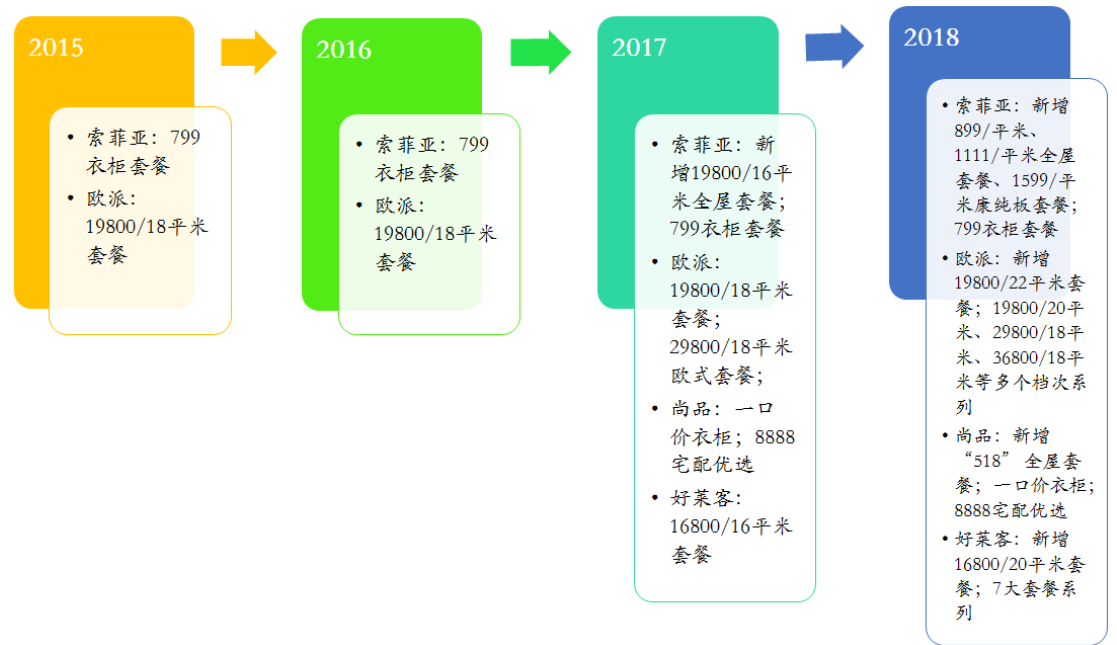
2. 市场的担忧及我们的看法

2.1. 行业是否有价格战风险？

促销力度逐步加大

跟踪 2015-2018 年产业的变化，定制家具行业的促销力度确实越来越大，行业竞争趋于激烈化毋庸置疑。2015-2016 年，定制企业之间价格竞争相对温和，降价促销多限于小范围的爆款引流产品。17 年以来，随着地产景气的回落，以及定制企业全屋配套能力的完善，各大企业纷纷推出 19800/xx 平米等全屋套餐；18 年各大企业定制套餐优惠力度再次加码，市场曾经经历过白电/乳业等行业价格战，因此对定制家具行业的竞争变化颇为敏感及担忧。

图 8：各大定制企业促销套餐持续加码

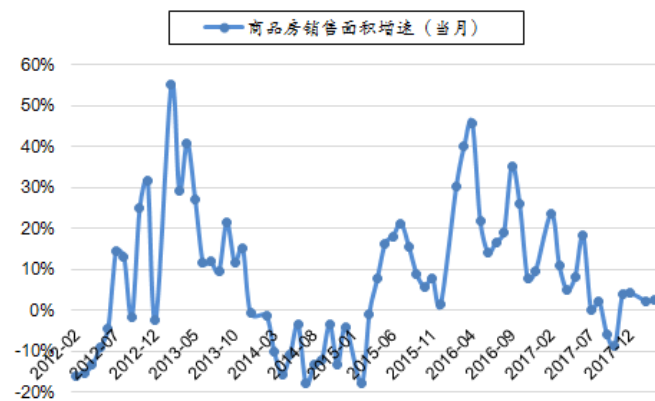


资料来源：卖场数据整理，安信证券研究中心

需求拉动的边际趋弱

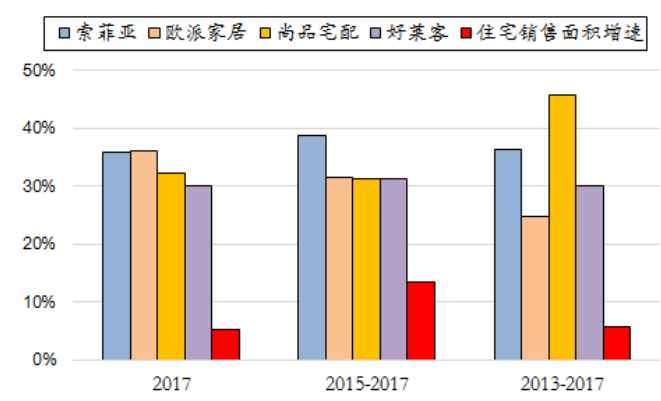
定制家具是地产链的下游，地产景气的变化将直接影响定制家具行业。过去 5-10 年由于定制家具渗透率的快速提升，各企业享受了行业红利，加上门店基数低，扩张快，所以企业受地产影响并不显著。目前，龙头企业门店数普遍达数千家，地产影响可能强于以往。随着政府加强对地产的调控，17 年下半年以来地产销售增速逐步回落，因此需求端驱动力将趋弱。另一方面，随着定制家具行业渗透率的提升，其二阶导也将逐步向下，因此定制家具行业总体增速较前几年将有所放缓。

图 9：商品房销售面积增速



资料来源：Wind,安信证券研究中心

图 10：定制家具龙头营业收入与地产销售增速比较



资料来源：Wind,安信证券研究中心

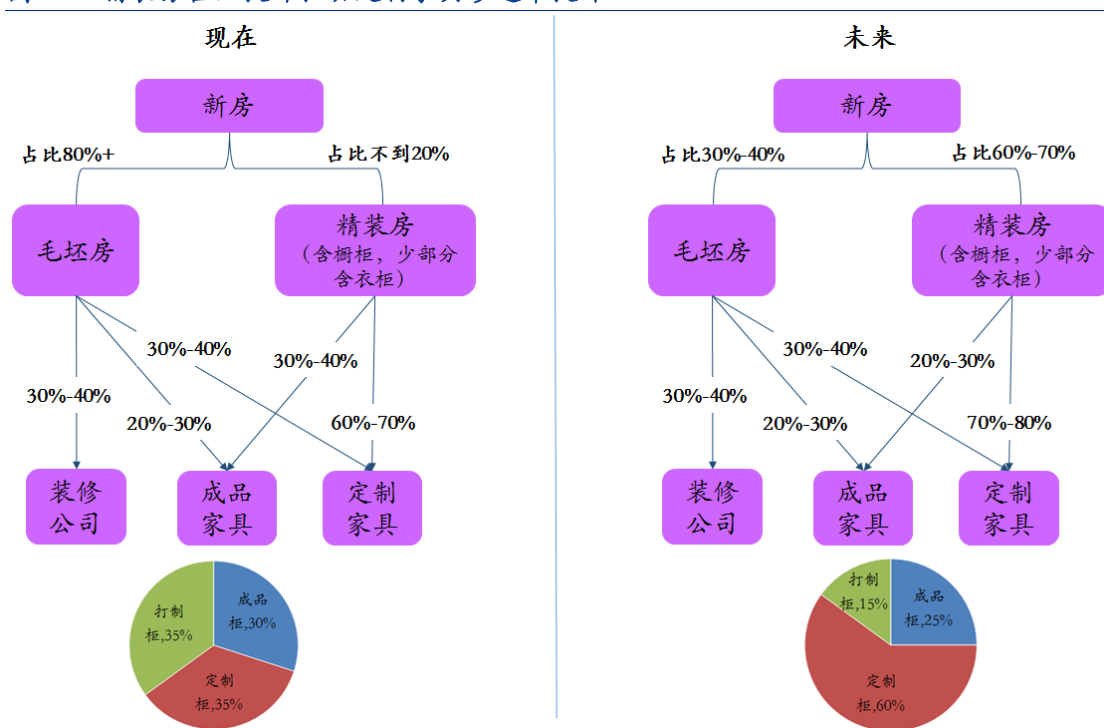
精装房的潜在增量：在需求端，需关注精装房的潜在影响，这也是定制家具企业的机遇。目前全屋柜体是定制企业、装修公司、成品三分天下。相较定制家具，家装公司切入时间更早，且可提供一站式的全屋设计、施工服务，对业主房屋装修设计话语权更高，是定制企业的主要竞争对手。未来随着精装房普及度的提升，消费者将直接购买定制家具，有望进一步促进定制行业渗透率的提升。

图 11：家装公司 VS 定制家具

	家装公司	vs	定制品牌
服务模式	提供从设计、硬装施工到家具配套等一条龙服务		提供全屋家具产品设计安装服务
定制产品生产模式	手工打制、无品牌工厂小规模定制生产为主		大规模定制
服务客户	毛坯房客户		毛坯房/精装房/翻新/二次装修/局部改造等
销售策略	价格优先，捆绑销售		注重品质，尽量提升产品性价比，持续优化服务
产品环保性/品质保障	无特殊环保要求，质量参差不齐，品质保障较弱		严格执行环保等级标准；品质保障及售后服务好
优势	在更早阶段接触客户；可一站式服务，省心省力；部分区域家装公司话语权强		环保&品质保障好，可满足各类装修人群需求

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：精装房占比提升拉动定制家具渗透率提升



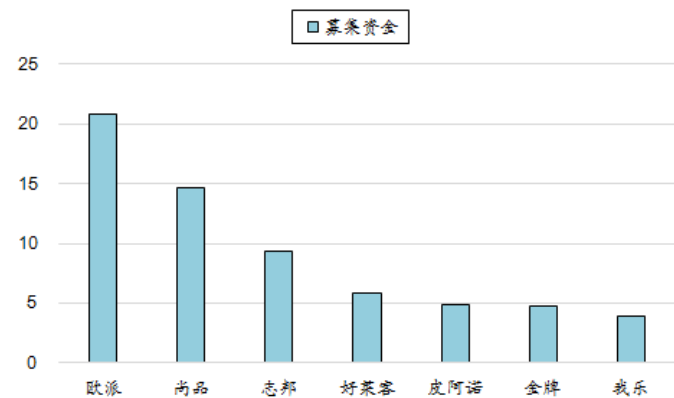
资料来源：Wind，安信证券研究中心

供给端：产能/门店加速扩张

17 年共有 6 家定制家具企业上市，在解决资金瓶颈后，各企业纷纷加快市场扩张步伐；成品

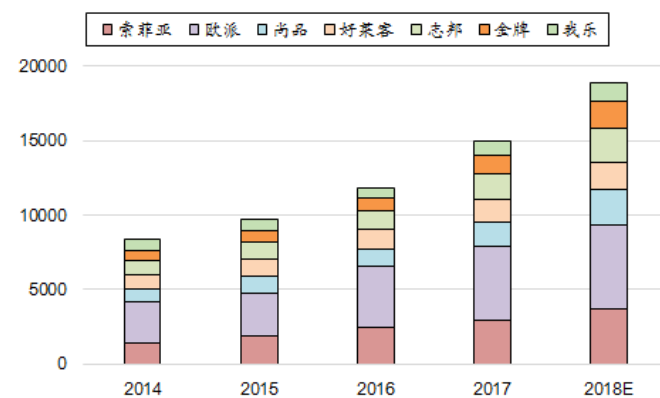
家具如顾家家居、曲美家居、德尔家居等也通过自建、收购等方式切入定制行业。我们统计 17 年定制家具上市企业橱衣柜新增门店总数超过 3000 家，是 16 年 1.5 倍以上，预计 18 年新增门店数达 4000 家，门店扩张明显加速（仅统计企业规划，最终数据将动态调整）。而且各定制企业也开始全国布局生产基地，多个龙头企业规划产能是现有产能的 1-2 倍以上，我们跟踪非上市类公司也在加速扩张。

图 13：各定制企业首发/增发募集资金数



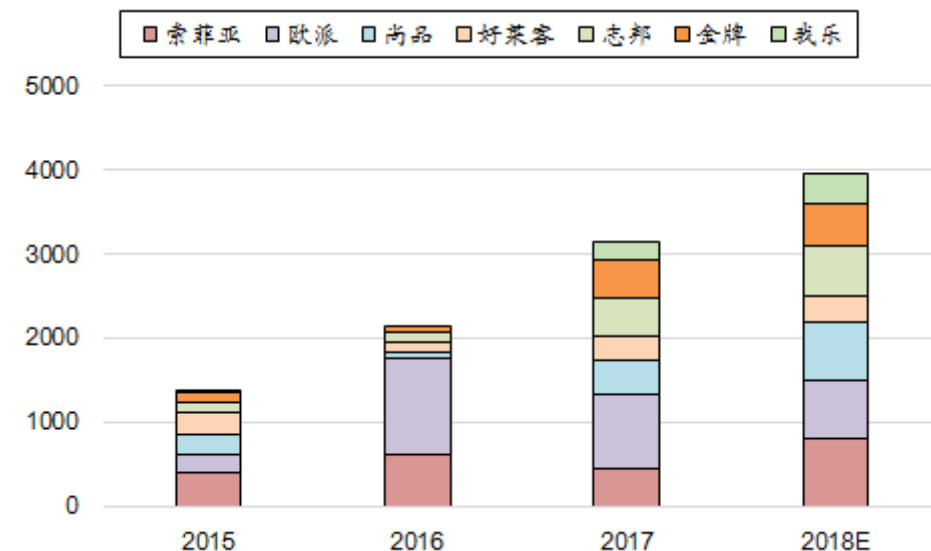
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 14：定制家具企业门店情况



资料来源：Wind, 公司公开交流, 安信证券研究中心

图 15：定制家具企业新增门店数



资料来源：Wind, 公司公开交流, 安信证券研究中心

图 16：各大定制企业产能扩张计划

	现有产能	规划中产能
索菲亚	衣柜现在是260万套，橱柜20万套	在黄冈建厂产能是68万套，目前土地买好，厂房建好了，产能每年新增30-40万套。华鹤达产木门产能45万套
欧派	橱柜50万套，衣柜150万套	无锡（400亩）、清远（838亩）、成都（400亩）三大基地建设；仅清远基地规划在100亿以上
尚品	佛山基地几个厂可支持90-100亿终端销售	规划无锡厂产值100亿；成都厂产值40-50亿
好莱客	17年底产能30亿元	在建从化产能15-20亿元；规划华中汉川基地产能50亿元（包括橱柜/木门），预计建设期5年；第三大基地正在选址
志邦	橱柜产能40万套；衣柜15万套（其中17年投产12万套）	规划28万套衣柜产能，预计2021年达产；规划木门50万套的产能，预计2022年达产
金牌	橱柜产能26万套（其中17年投产13万套）	江苏金牌6万套整体厨柜产能预计18年投产
我乐	橱柜产能12亿元	溧水全屋定制产能规划60亿元

资料来源：Wind,公司公开交流，安信证券研究中心

案例参考：白电/安防

纵观国内消费品行业，不少行业曾发生过激烈的价格战，而这一过程往往伴随着行业盈利水平的普遍下滑，这在产品差异化程度较低的行业中更为明显。价格战的幅度受到行业竞争状态及龙头企业的动力等多个因素影响：从行业层面看，主要包括行业成长性、产品及需求标准化程度、业内品牌议价力等；从企业层面看，产能过剩程度、库存压力、企业快速扩张产能能力（应对市场份额提升带来的量的增长）、企业对利润的重视度等也会影响龙头企业发起价格战的动力。

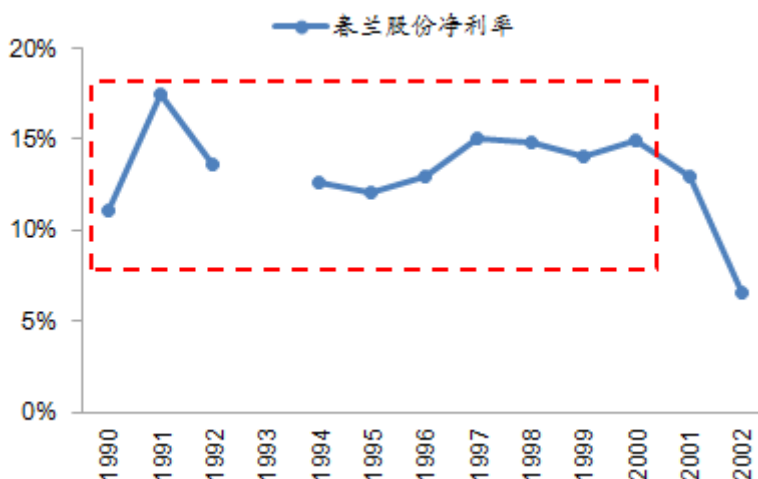
目前定制行业竞争已趋于激烈化，在这一过程中，龙头企业盈利水平变化趋势如何成为市场最关注的问题。我们简要回顾白电/安防行业曾经的价格战，以研判定制行业的未来走势。

附 1：白电行业

空调行业最早于上世纪八十年代进入中国市场，在近 40 年的发展历程中主要发生三轮价格战：

第一轮（90 年代初期）：产能快速增长引发价格战，龙头企业盈利相对平稳，业绩快速增长。空调自 80 年代引入中国市场以来，需求快速增长，供不应求的市场格局及高盈利能力吸引着大量企业进入空调领域，大规模产能投入使行业逐渐开始供过于求，1990-1995 年全国空调产量复合增速达到 88%，而需求的增长未能赶上供给端增长。供过于求的市场及高额的利润空间直接触发了价格战。这一轮价格战过程中，行业成长性依旧良好，强势品牌利润率受损并不明显。春兰、格力、海尔、美的等脱颖而出，成为 90 年代国内空调领域的主导品牌。

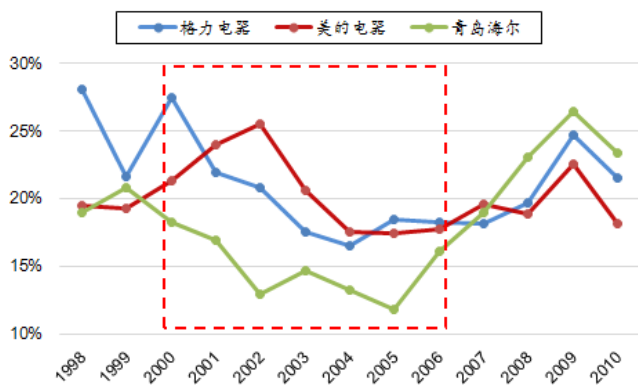
图 17：90 年代价格战龙头企业盈利维持高位



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

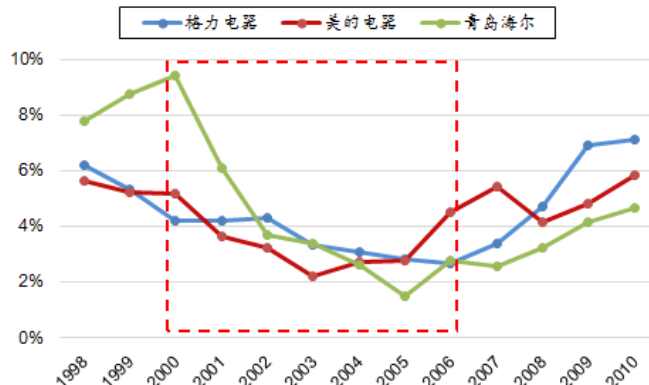
第二轮 (2000-2006)：库存积压引发价格战，行业盈利大幅下滑，市场集中度进一步提升。 2000 年前后，居民空调保有量处于高位，行业增长放缓，行业库存积压（2002 年空调行业库存量高达 700 万台）使龙头企业通过发动价格战来消化库存。当时国内空调品牌约 400 家左右，其中年产能达到 200 万台的企业仅有 10 家左右，中小企业数量众多。价格战的发生使行业盈利持续下滑，大量中小企业退出，龙头企业以微弱盈利持续经营，营收平稳快速增长，市场集中度快速提升。

图 18：2000-2006 年价格战期间家电行业毛利率



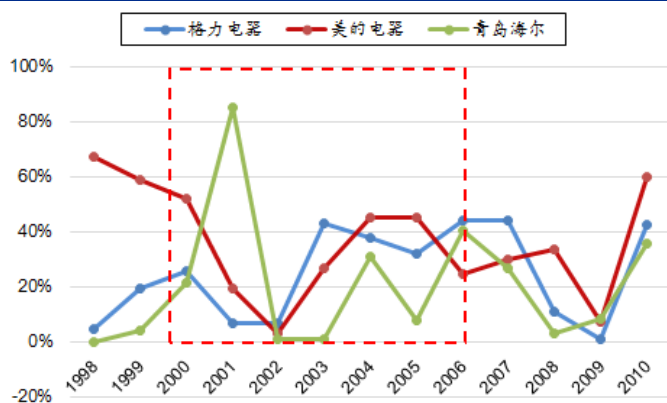
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 19：2000-2006 年价格战期间家电行业净利率



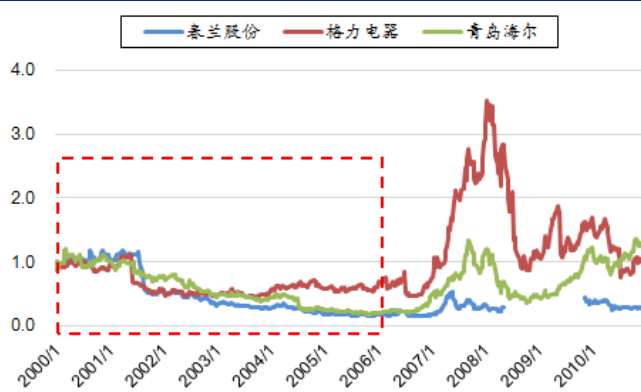
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 20: 2000-2006 年价格战期间家电企业收入增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

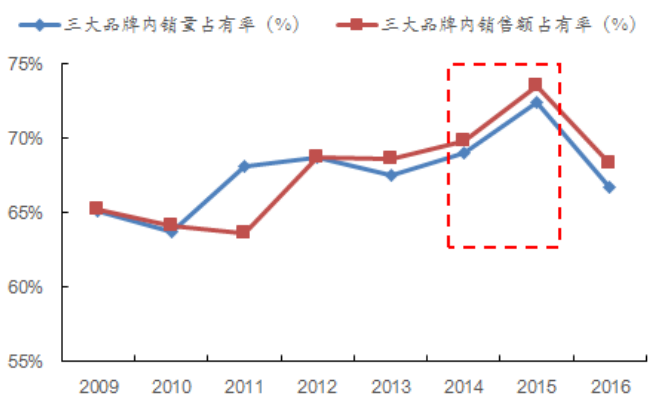
图 21: 家电龙头股价走势



资料来源: Wind, 公司公开交流, 安信证券研究中心

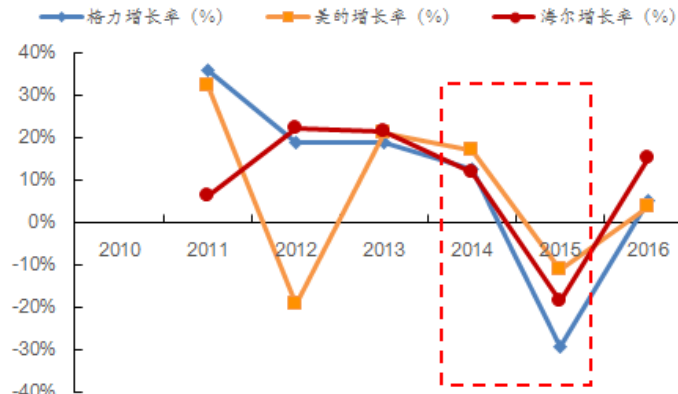
第三轮 (2014 年 9 月起): 空调行业新一轮大规模价格战。06 年以来, 空调龙头不断致力于技术革新及降本提效, 盈利能力稳步提升。然而空调行业库存水平较高的问题一直未得到彻底解决, 在高库存背景下, 行业内众多企业采取“以量取胜”策略, 以格力为首的龙头企业在 14 年频繁降价, 意在用价格战的方式刺激销售, 消化库存同时抢占市场份额。由于竞争格局较好, 且企业运营效率提升, 此轮价格战并未对企业盈利能力造成太大影响。

图 22: 空调行业 CR3 (格力、美的、海尔) 集中度



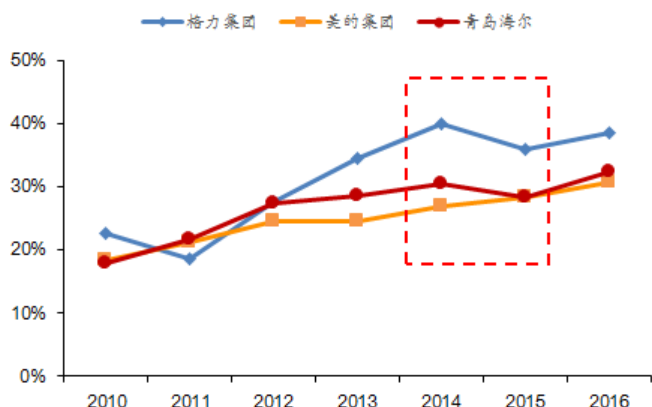
资料来源: 中国空调市场统计年鉴, 安信证券研究中心

图 23: 空调产品营收增长情况对比 (%)



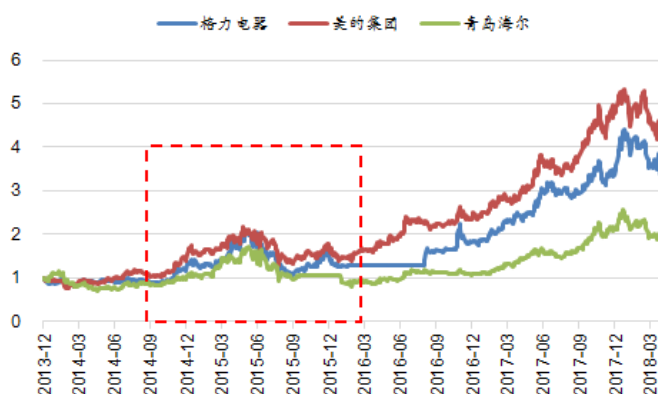
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 24: 毛利率情况对比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: 龙头家电企业股价走势

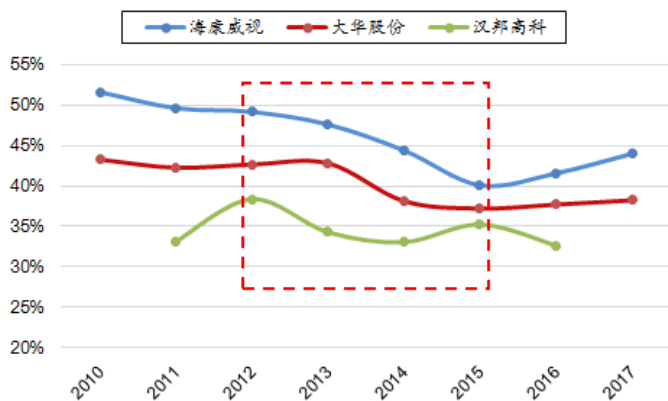


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

附 2: 安防行业

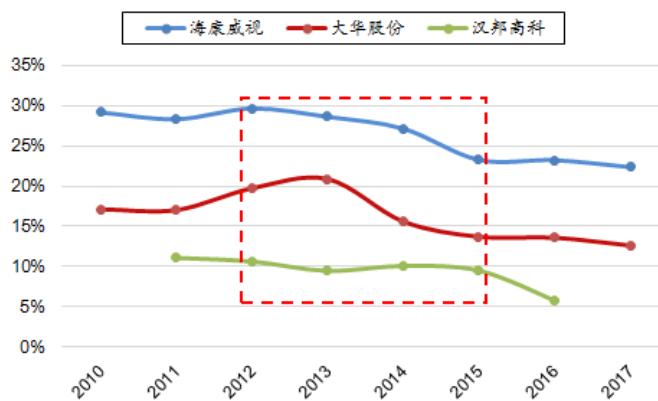
安防行业价格战 2012 年开始打响, 大华、海康威视两大视频安防龙头企业率先降价。13 年两大企业对网络摄像头、高清摄像头等产品大范围降价, 当年降价幅度分别达到 12%、20%-30%; 并推出价格 200 元以内的低端款设备, 抢占民用市场。在价格战中, 由于龙头企业技术壁垒及盈利安全带较高, 与中小企业差距拉大, 同时产品快速更新换代能力使得传统产品降价及盈利能力的下降对公司整体盈利造成影响相对有限, 盈利仍然维持较高水平; 同时随着中小企业的陆续淘汰, 龙头依托技术、资源及规模优势保持良好的业绩增长。

图 26: 安防龙头企业毛利率



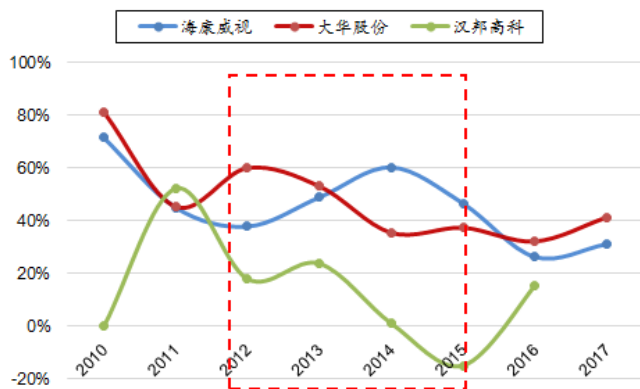
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 27: 安防龙头企业净利率



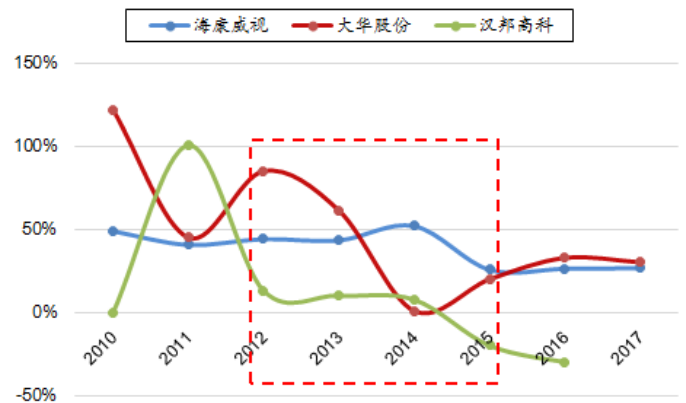
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 安防龙头企业收入增长



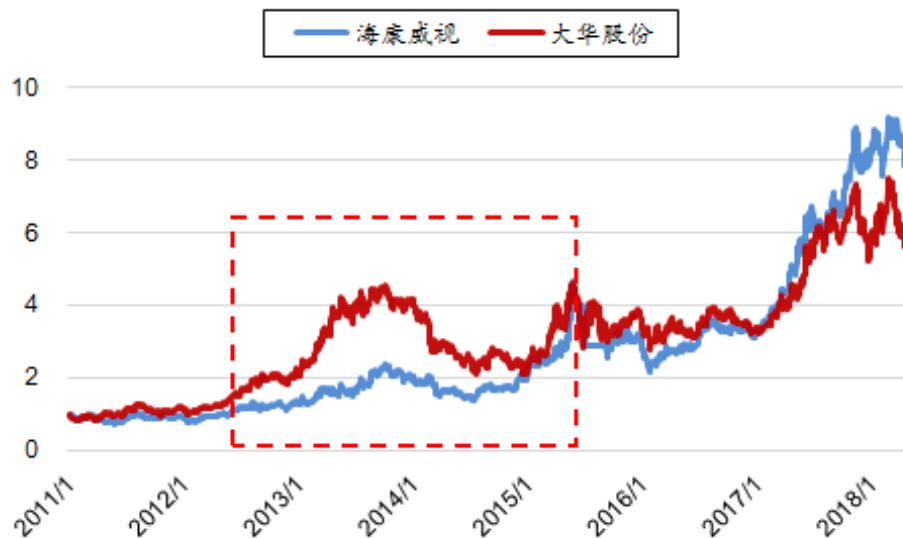
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 安防龙头企业归母净利润增长



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 安防龙头股价走势



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

总结:

参考家电、安防等行业价格战历史, 行业价格战发生的根源往往来自行业供过于求, 龙头企业增长出现瓶颈, 库存积压或生产效率大幅提升导致成本下降的市场环境下, 具有成本/效率优势的龙头企业消化产能、提高市场份额的需求, 价格战也往往由具备竞争力的龙头企业发起。在这一过程中, 抗风险能力较弱的中小型企业被迫退出, 龙头凭借较好的成本控制力仍保持适度盈利, 市场集中度快速提升。

结合考虑定制家具行业的供给/需求, 我们认为市场竞争大概率将逐步趋于激烈。定制家具产品的同质化 (板材/风格差异不大); 生产过程的标准化及规模化, 也将导致价格战成为龙头可能选择的手段。

从我们角度看, 也是支持龙头通过适度价格战去抢占份额。遍观国内众多行业, 大部分高集中度行业都曾经经历过价格战, 我们认为定制家具也将复制。重要的是怎么打? 是像曾经的

白电一样，打到大家都不怎么赚钱？还是毛利空间有序回落，持续抢占三/四线品牌份额？

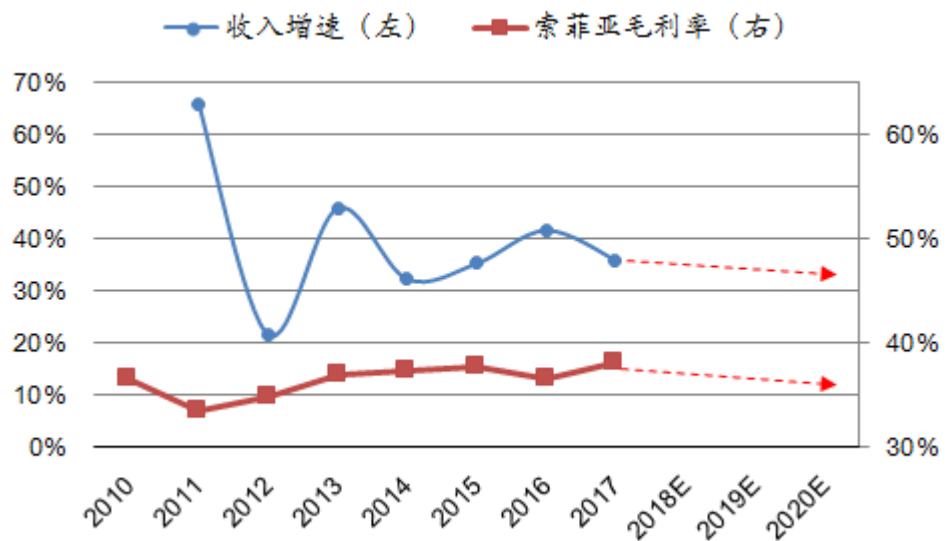
我们判断第二种可能性较大，因为定制家具是产品+服务属性，且存在产品非标化、价格不透明等特征；此外，定制属轻资产运营（固定资产占比低）、无库存；同时行业仍保持较快增长，且总体非常分散，这些行业特性决定了定制家具大概率不会发生恶性的价格战。以索菲亚为例，我们判断未来三年公司收入将保持 30%+ 增长，毛利率有所回落。

图 31：行业特性及企业情况对比

	彩电	空调	厨电	安防	定制家具
产品标准化	高	高	高	高	低
行业增速	低	低	中	中	高
产能过剩情况	严重	较严重	暂无	暂无	暂无
库存压力	高	中	低	低	无
产能扩张速度	高	高	高	高	高
价格战前品牌认知度	中	高	高	较高	低
价格战激烈度	高	高	低	中	低

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 32：索菲亚收入、毛利率增速预判

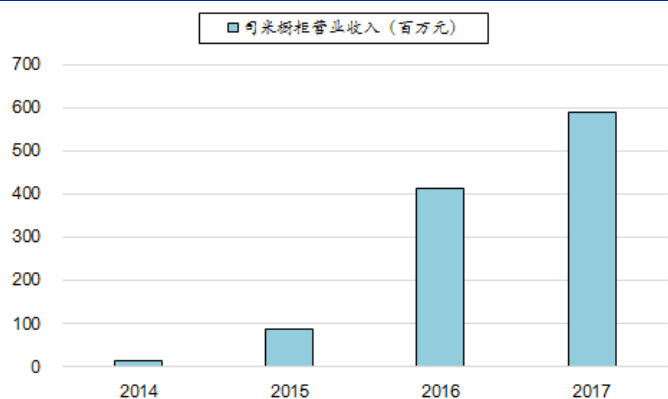


资料来源：Wind, 安信证券研究中心

2.2. 索菲亚多品类战略能否成功？

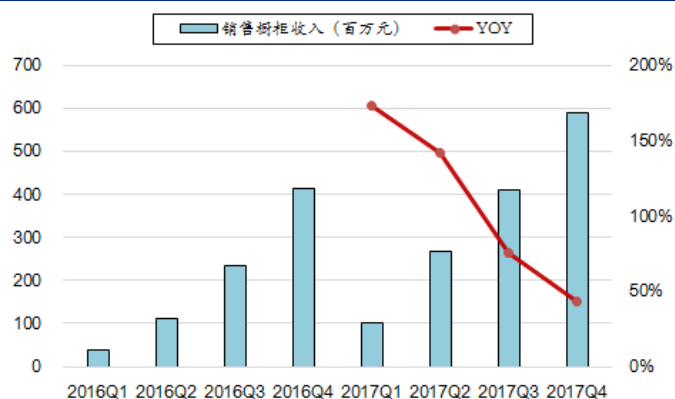
橱柜持续低于预期：14 年索菲亚开启品类延伸战略，进军橱柜行业，品牌司米。作为新进入者，公司选择与法国 SALM 合作，希望借助 SALM 在橱柜行业多年的经验，将法式设计引入国内市场，更重要的是引入法国企业在橱柜领域先进的自动化生产能力。经过 3 年发展，17 年公司橱柜业务销售额达 5.9 亿元。由于前期投入较大，固定成本及折旧摊销等较多，橱柜业务连续多年亏损，17 年亏损约 3700 万元。司米橱柜近几年的发展低于市场预期，尤其是 17 年。橱柜业务关乎公司未来的成长性及公司多品类战略能否成功，所以市场颇为诟病。

图 33: 司米橱柜营业收入



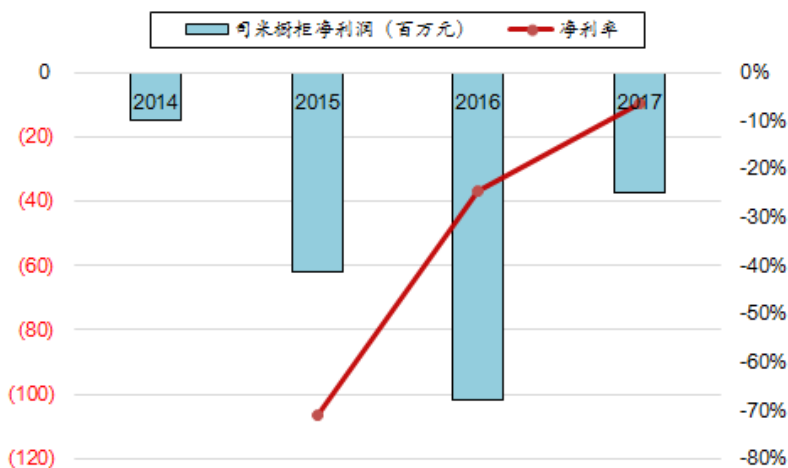
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 橱柜业务增长情况 (季度)



资料来源: Wind, 公司公开交流, 安信证券研究中心

图 35: 司米橱柜净利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

司米橱柜为什么这么难?

索菲亚司米橱柜业务发展不尽如人意, 与橱柜行业特性、所处的发展阶段, 及公司管理等方面均有一定关系。

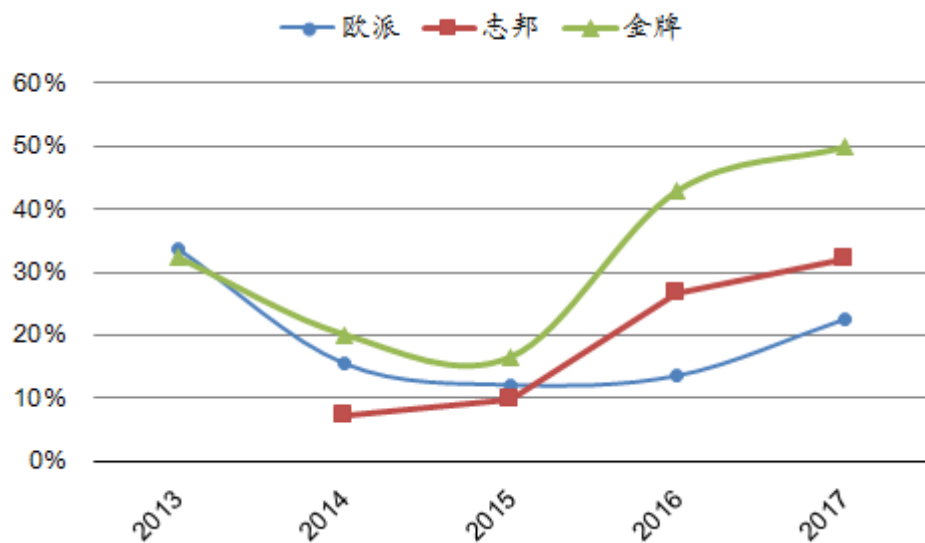
橱柜行业增长缓慢, 存量博弈为主: 定制橱柜行业发展时间早, 渗透率高, 行业增速相对缓慢; 且橱柜业务以单品为主, 主流品牌客单价通常在 1.5-2.5 万, 市场容量要小于衣柜/全屋。所以橱柜市场以存量博弈为主, 竞争相对激烈, 这是司米橱柜发展不顺的重要原因之一。而橱柜切衣柜相对较为顺利, 一方面有橱柜导流效应, 同时衣柜/全屋市场容量大, 增速快, 也是需要考虑的因素。

橱柜竞争格局相对稳定: 橱柜行业经过多年的发展, 虽整体仍较为分散, 但已形成一超多强格局。欧派橱柜营收规模约 50 亿元, 我们测算其国内市场占有率近 5%, 在中高端橱柜领域市场已经积淀了非常高的知名度及美誉度; 第二梯队志邦、金牌、博诺尼等品牌也有各自的特色及优势。司米橱柜来自法国品牌, 虽有 70 多年历史, 但对于国内消费者而言, 品牌认知度低, 需要时间培育及积淀。

公司管理层面的问题：索菲亚在衣柜/全屋定制已是经验丰富的“老手”，而在橱柜领域则是涉世未深的“新手”。司米橱柜是公司与方法方合资项目，公司与方法方在经营理念等方面需要时间磨合；司米管理团队部分引进欧派，其与索菲亚原有文化及团队也需要时间磨合；在生产上，橱柜与衣柜等存一定差异，涉及石材、家电等不同材料整合，司米工厂标准化程度更高，但也存在灵活性、个性化相对较差等问题；在价格定位上，司米自上市以来已经历几番摇摆等。以上问题不一而足，都需要公司不断去学习及调整。

对于橱柜业务，我们认为现在下结论还为时尚早，市场仍需要给公司一定时间。目前龙头欧派市占率也仅5%左右，公司仍有机会，参考公司规划，我们预计今年收入约8-10亿元，有望扭亏。

图 36：主流品牌橱柜业务收入增速



资料来源：Wind,安信证券研究中心

2.3. 索菲亚是一家优秀的公司吗？

这个问题稍显突兀，因为索菲亚自上市以来，一直是投资者心目中价值投资的经典案例。7年间，公司从一个仅30多亿市值的小公司成长为超过300亿市值的家具龙头，股价涨幅超过10倍，年化收益率43%。这一方面来自于定制家具的行业红利，更来自于公司优秀的管理团队，可以说索菲亚是家具业的标杆，也是资本市场的一道靓丽风景线。

但欧派/尚品上市后，抢去不少索菲亚的光环。欧派的多品类发展势头好于索菲亚，橱柜是国内老大，衣柜增速达60%+，木门/卫浴等品类也高速增长；尚品的模式更具创新性及其颠覆性，且业绩增速逐季加快。而索菲亚17Q3-17Q4业绩增速持续下滑，且橱柜大幅低于预期，草根调研感觉公司管理也存在这样那样的问题，所以市场对索菲亚质地产生了一定怀疑，其也从行业的标杆沦落到优秀的龙二，是否优秀，市场都觉得要打个问号？

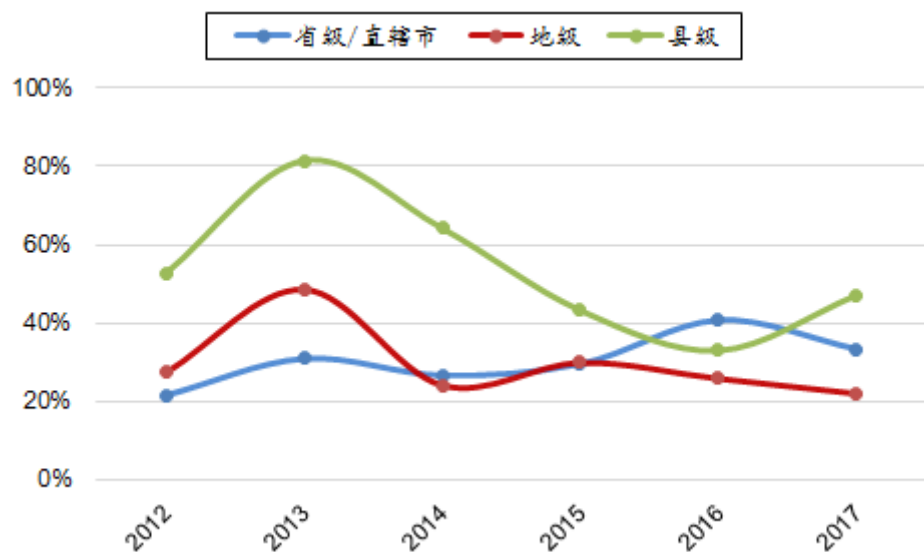
索菲亚过去几年有没有犯错误？说实话，有。譬如：1、扩张速度是否可以更快一点，不用严格按每年200家门店，而应抓住上市的红利，迅速抢占份额；2、橱柜是否应该找合作方？橱柜用索菲亚品牌是否要比司米更好？这些也值得讨论；3、对行业业态的未来方向及公司业务发展要有更多前瞻性思考及布局；4、对涉及公司长远竞争力的业务，如成本控制、供

应链整合、门店零售、互联网+等方面，应多多吸纳高素质人才梯队；5、经销商渠道的优胜劣汰及制度化管理等是否应更严格些，狼性能否多一些，尤其是部分经销商早就存在进取心不足等问题。

而谈到 17 年公司业绩增速下滑的原因，我们认为既有公司经营策略的失误，17 年 4 月公司对衣柜/橱柜产品提价 6%/15%，终端提价幅度更大（经销商层面），导致公司产品与竞品价差过大；另一方面，也有公司管理团队对行业竞争变化准备及应对不足，未能对欧派等企业在衣柜领域的发力作出前瞻性的针对性措施；此外，过去多年的成功也导致高管团队及经销商产生一定的自满情绪等。

欣喜的是我们看到了公司的行动，17 年 9 月公司采取了包括降价、恢复 799、推广 1111 套餐；在产品上，补充吸塑、烤漆等中高端产品；提升康纯板占比，满足消费者对不同档次产品的需求。在经销商层面，加强经销商优胜劣汰，17 年公司淘汰经销商 70 家，根据公司规模，预计 18 年淘汰 100 家，促进经销商换血升级；在管理上，我们也可以看到公司调整了司米的高管团队等。所有的事情发展不会一帆风顺，公司发展遇到困难、挫折都属正常现象，优秀与否要看公司能否看到问题，及时作出调整，且能见到效果。目前，调整措施已见到成效，我们跟踪到公司订单已逐步回暖。我们相信索菲亚依然是一家非常优秀的公司，只是有时候我们对优秀公司的要求更高了些。

图 37：索菲亚各级区域增长情况



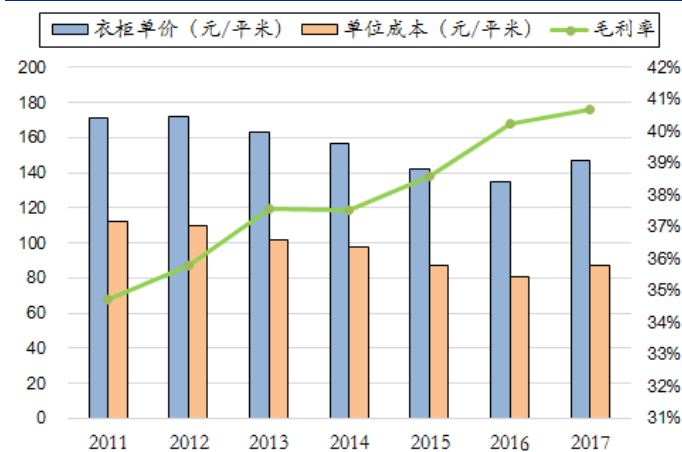
资料来源：Wind,安信证券研究中心

什么是索菲亚的核心竞争力？

定制家具行业的竞争是综合的竞争，包括产品、品牌、渠道、供应链、成本等方面。我们突出谈谈公司的成本优势及经销商的盈利性，这也是我们认为公司应对行业竞争激烈化的重要砝码。

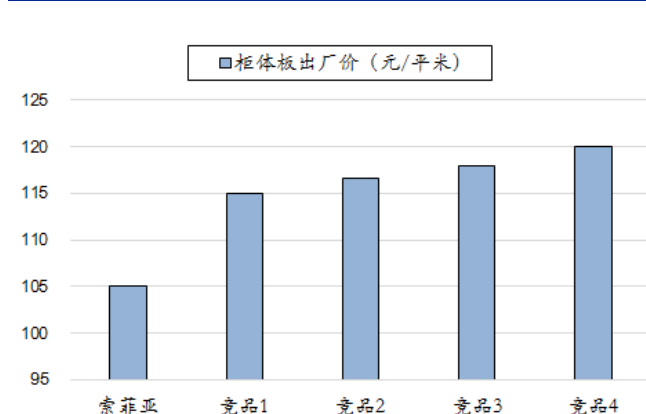
得益于公司过去几年在信息化、智能制造的大规模投入，不断优化生产销售环节，使公司生产效率领先同行。2011-2017 年间，公司产品价格及单位成本降幅达 15%-20%，同期公司毛利率提升近 5pct。我们跟踪一/二线全屋定制品牌柜体板出厂价普遍在 115-120 元/平方，公司较竞品低 10%-15%，且毛利率高于同行。

图 38: 索菲亚售价与成本



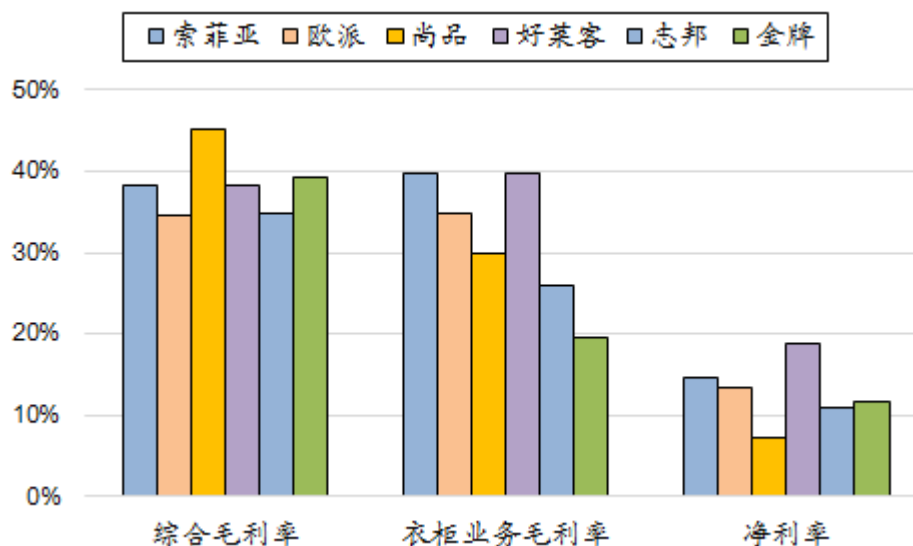
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 39: 各定制品牌柜体板出厂价



资料来源: 市场调研, 安信证券研究中心

图 40: 各定制企业利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

优秀的成本控制使公司在向市场提供更低价格的同时享有更高的毛利及净利润水平，同时产品的性价比及渠道的盈利空间也更高。与传统成品企业不同，定制产品的设计、安装等大量与客户体验高度相关的服务需要依靠经销商完成，因此经销商的卖场资源、资金实力、服务水平在很大程度上影响着—个品牌在区域的口碑、影响力及市场份额。好的企业吸引和培养好的经销商，好的经销商造就好的品牌，这是一个正反馈的过程。

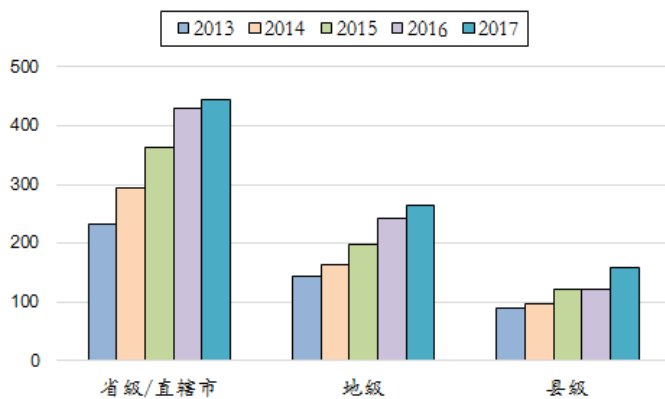
索菲亚的经销商综合实力及运营能力领先同行，17年公司平均单店提货额超过250万元，而在省级市场，公司平均单店提货额接近450万元，在各大定制企业中首屈一指。由于经销商拿货成本较低，索菲亚经销商的盈利性显著高于同行，尤其是二/三线品牌，公司完全可以适当压缩经销商的盈利去挤压竞争对手，这也是我们看好公司能够胜出的重要原因。我们认为公司的成本优势在未来三年将逐步得到放大，有望持续抢占中小企业的份额。

图 41：经销渠道盈利分析（万元）

	索菲亚	某二线品牌
单店营业额	500	250
毛利	250	125
净利润	75	23
净利率	15%	9%

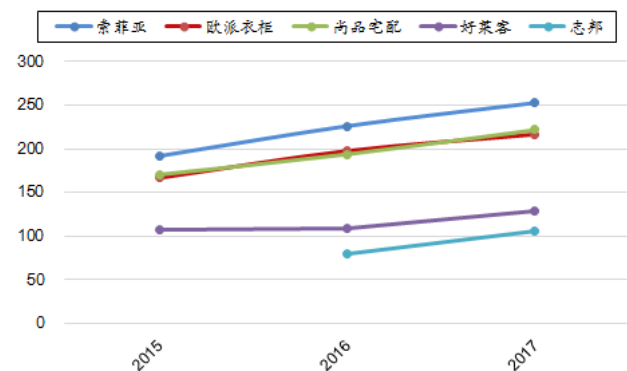
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 42：索菲亚各区域平均店效情况（万元/店）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 43：定制企业店效对比（万元/店）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

3. 怎么看索菲亚的成长性？

行业红利仍在

目前我国定制家具市场综合渗透率约 30%+（定制橱柜渗透率约 60%+，但衣柜及客厅柜体渗透率依然偏低）。随着居民生活水平的提升，对家具产品的功能性、设计性、空间利用率、个性化等需求提高，定制家具对传统成品家具及打制家具的替代趋势将延续，长远看，定制家具有望达到 60%以上（主要指衣柜、橱柜、加上部分客厅可定制柜体）。

各大定制品牌性价比及服务体验快速提升，在一定程度上也加速对成品打制产品的替代：近年来各大定制品牌不断加大促销力度，并推出价格更透明更亲民的套餐，使过去定制产品相对成品/打制产品的价格劣势大幅弱化，在一些一线发达城市，由于人工成本的不断提升，定制已成为比打制更具性价比的选择。同时，定制品牌近年来设计服务的持续提升及全屋定制能力的强化更进一步提升了定制产品优秀的服务体验。因此，虽然存地产景气回落的影响，但依靠行业渗透率及市场占有率的提升，龙头企业增速仍有望保持 30%以上。

图 44：定制家具行业容量及渗透率

	客单价 (万元)				
定制衣柜	1-2				
定制橱柜	1.5-2.5				
客厅/书房柜体	2-4				
木门	1				
零售端合计	6-10				
企业端-销售额	3-5				
年销售房屋 (新房+二手/翻新房) : 万套数	1500				
假设市场渗透率	15%	30%	50%	70%	100%
市场规模-工厂端 (亿元)	900	1800	3000	4200	6000
四家龙头2017合计销售额 (亿元)	231	231	231	231	231
四家龙头市场占有率%	26%	13%	8%	6%	4%

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

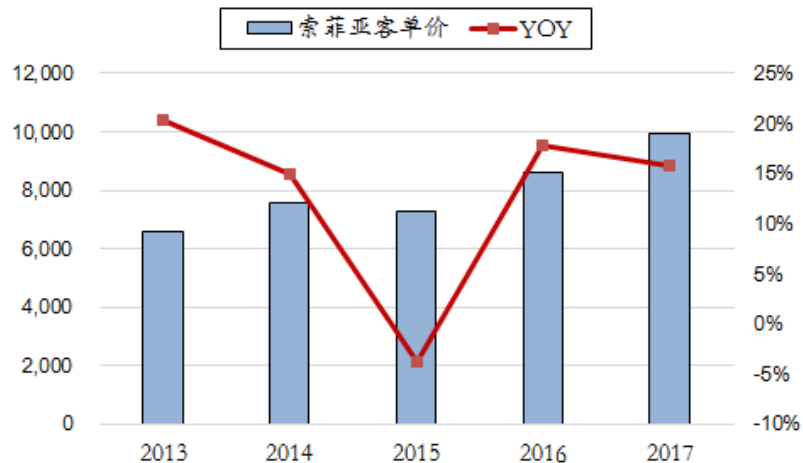
具体到公司层面, 业绩成长驱动因素主要包括客单价、订单量、新品类三个维度, 索菲亚 12-17 年收入端年复合增长 38.2%; 净利润年复合增长 39.2%, 其中客单价年约增 10%-15%, 订单量年增 15%-20%。

3.1. 客单价

索菲亚 13 年开启全屋定制战略以来, 客单价稳步提升, 除 15 年由于推广 799 特价套餐对整体客单价造成一定拖累外, 公司客单价基本保持 10%-15% 的年增幅。17 年公司平均出厂客单价达到 9960 元, 我们测算三四季度客单价超过 10300 元。目前公司客单价已处于同行中较低水平, 一方面与公司产品结构有关, 目前公司产品仍以基础的双饰面板产品为主, 烤漆、模压等高端品类占比较低; 另一方面与公司营销策略有关, 竞品多以全屋套餐形式推荐产品组合, 索菲亚则主打单品性价比概念, 让用户自主选择搭配; 第三方面公司的各类配套品还未全面发力。

今年以来公司积极推动产品多样化布局, 推出烤漆、模压等多个产品系列, 并积极提升康纯板占比, 推出多个康纯板系列新品, 有望提升高端产品占比; 同时公司进一步丰富海纳百川系列配套功能件, 在丰富柜体功能的基础上进一步提升客单价。虽然产品促销力度会适度加大, 但综合考虑, 高档产品提升、消费者购买更多柜体组合, 我们预计未来两年公司客单价仍可保持 10%-15% 增长。

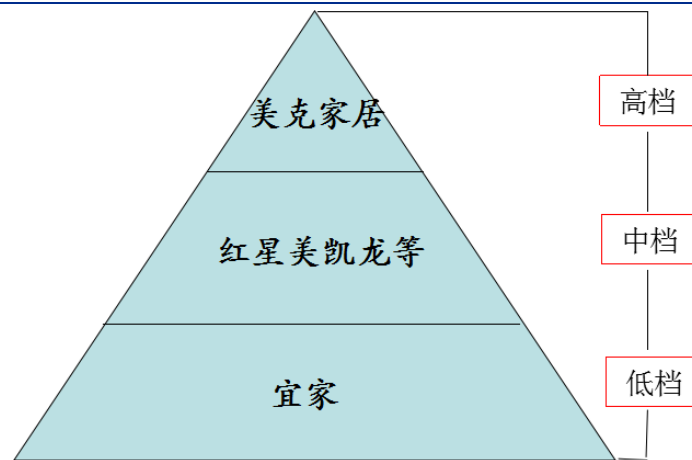
图 45：索菲亚客单价



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

此外，我们认为公司大家居店战略也将有效地提升客单价，以 100-150 平米普通商品房计：定制柜体+成品家具+软装+饰品等合计消费 10-20 万元之间，远高于公司当前水平，具体可参见韩国汉森等案例。大家居逻辑：定制品类自己生产与销售；其它品类——成品家具、软装、饰品等供应链整合，通过品牌背书、价格优势、多品类、以及一站化采购优势给消费者提供更高性价比的选择。具体参见深度报告《是时候推荐索菲亚了》。

图 46：国内一站式的家具消费渠道



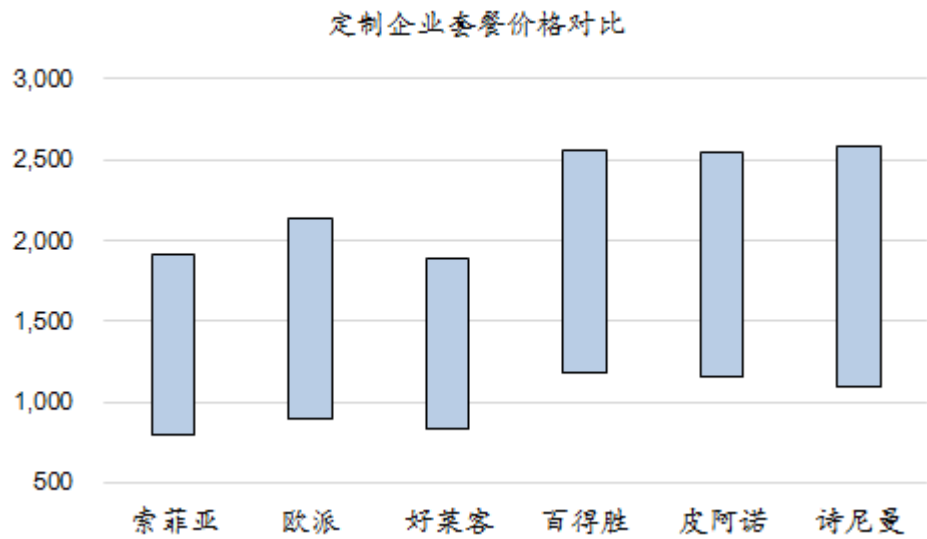
资料来源：安信证券研究中心

3.2. 订单量：（份额逻辑+门店数）

17 年公司衣柜客户数约 53.5 万户，按照全国 1500 万套/年左右需求量计算，公司市占率仅约 3.5%，提升空间非常大，主要来自几个方面：

成本驱动市占率提升：定制的规模效应使得大型定制企业在规模扩大，管理效率提升的过程中成本不断降低；而中小品牌生产、管理模式上的差异使其效率提升速度远低于龙头。我们跟踪 18 年以来二、三线品牌价格已经普遍高于一线品牌。未来以索菲亚为代表的龙头企业有望以性价比优势抢占份额。

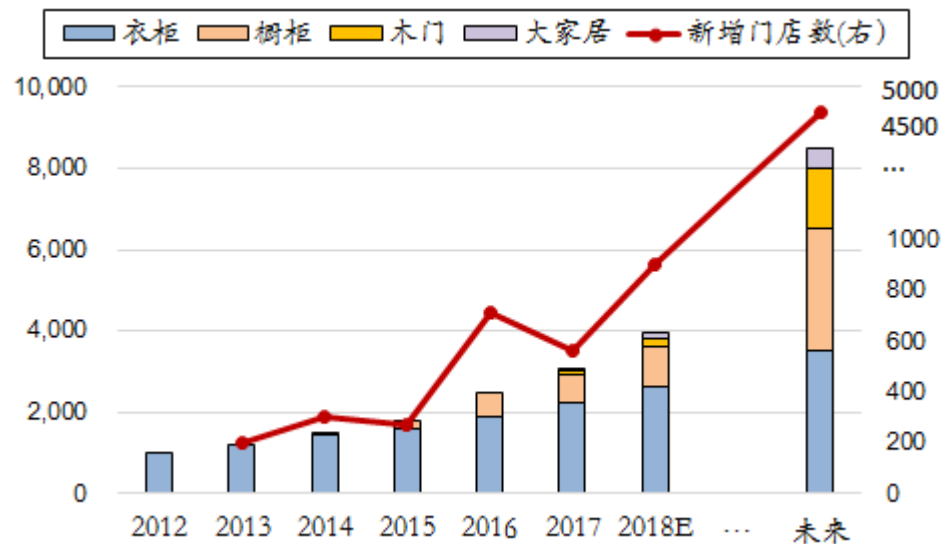
图 47：全屋定制套餐单均价对比（元/平米）



资料来源：市场调研，安信证券研究中心

门店扩张：2017 年底公司衣柜门店 2200 家，根据国内城市数量及卖场数量，我们预计国内衣柜店未来可支撑 3000-3500 家门店，约 50%空间。18 年公司将加速门店布局，计划开店 400 家/年。橱柜门店近 700 家，计划每年新增 300 家以上门店。此外，公司 18 年着手在重点城市布局千平米的大家居旗舰店，18 年计划新增 100 家，旗舰店面积 1000-2000 平方米。

图 48：索菲亚门店数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 新品类：橱柜/木门

新品类：橱柜业务 17 年实现销售 5.9 亿元，亏损 3700 万元，较 16 年亏损幅度有所缩窄；我们预计 18 年销售额 8-10 亿元，增长 50%左右，有望扭亏。19 年橱柜业务对公司的盈利将开始增量；木门业务也在积极布局中，我们预计 18 年销售有望达到 1.5 亿元以上；此外，需关注公司大家居门店方面的拉动。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 18-20 年归属上市公司股东净利润分别为 12.3 亿元、16.2 亿元、21.4 亿元；分别增长 35.6%、32.5%、30.7%；EPS 1.33 元、1.76 元、2.31 元。目前股价动态约 25.2xPE，给予"买入-A"评级，六个月目标价 45 元，对应 19 年 25.4xPE。

图 49：索菲亚营收预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全屋定制业务								
客单价(万元)	0.66	0.76	0.73	0.86	1.00	1.15	1.32	1.51
客户总数(万)	24	28	38	44	50	58	67	76
经销销售收入(百万元)	1568	2128	2851	3787	4992	6626	8763	11488
YOY	50%	36%	32%	29%	30%	33%	32%	31%
直营销销售收入(百万元)	68	87	112	168	186	213	241	270
YOY	34%	29%	28%	50%	11%	15%	13%	12%
大宗(百万元)	63	70	92	109	237	355	462	600
YOY	37%	11%	32%	18%	117%	50%	30%	30%
索菲亚渠道收入合计	1,724	2,306	3,074	4084	5444	7225	9496	12389
YOY	49%	34%	33%	33%	33%	33%	31%	30%
司米橱柜业务								
单店营业额(万元)		25	80	111	98	98	103	111
门店数		50	168	579	720	1120	1420	1720
橱柜收入(百万元)		12	87	413	590	902	1307	1745
YOY			609%	373%	43%	53%	45%	34%
米兰那木门业务								
木门收入(百万元)					73	150	250	400
YOY						105%	67%	60%
产品总收入	1783	2361	3196	4530	6161	8330	11107	14587
YOY	46%	32%	35%	42%	36%	35%	33%	31%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,530.0	6,161.4	8,342.6	11,112.3	14,534.9	成长性					
减:营业成本	2,873.6	3,809.8	5,157.4	6,869.6	9,018.9	营业收入增长率	41.8%	36.0%	35.4%	33.2%	30.8%
营业税费	47.3	68.2	92.4	123.0	160.9	营业利润增长率	36.8%	44.0%	33.3%	36.4%	30.1%
销售费用	387.6	518.7	699.1	911.2	1,191.9	净利润增长率	44.7%	36.6%	35.6%	32.3%	31.0%
管理费用	404.2	605.5	817.6	1,066.8	1,395.4	EBITDA 增长率	41.2%	46.1%	30.8%	34.1%	27.9%
财务费用	-4.6	10.0	23.2	14.7	-5.8	EBIT 增长率	38.9%	45.2%	34.9%	35.4%	28.9%
资产减值损失	7.1	7.9	7.0	7.0	7.0	NOPLAT 增长率	42.9%	45.7%	36.7%	35.4%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.5%	32.9%	4.9%	-4.1%	-1.3%
投资和汇兑收益	6.1	33.9	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	64.7%	23.1%	13.1%	16.3%	18.3%
营业利润	820.8	1,181.9	1,575.9	2,149.9	2,796.6	利润率					
加:营业外净收支	10.1	-0.5	1.0	1.0	0.8	毛利率	36.6%	38.2%	38.2%	38.2%	38.0%
利润总额	830.9	1,181.4	1,576.9	2,150.9	2,797.5	营业利润率	18.1%	19.2%	18.9%	19.3%	19.2%
减:所得税	193.4	276.8	346.9	473.2	615.4	净利润率	14.7%	14.7%	14.7%	14.6%	14.7%
净利润	664.0	906.8	1,230.0	1,627.7	2,132.0	EBITDA/营业收入	20.6%	22.2%	21.4%	21.6%	21.1%
						EBIT/营业收入	18.0%	19.2%	19.2%	19.5%	19.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	85	98	101	84	69
						流动资产周转天数	21	28	12	5	-2
						流动营业资本周转天数	185	198	170	163	155
						应收账款周转天数	9	13	10	11	11
						存货周转天数	19	16	15	17	16
						总资产周转天数	337	362	322	280	248
						投资资本周转天数	157	174	150	113	84
						投资回报率					
						ROE	17.1%	20.3%	24.0%	27.2%	30.0%
						ROA	11.9%	12.8%	15.6%	17.8%	20.7%
						ROIC	44.8%	35.8%	36.8%	47.5%	63.8%
						费用率					
						销售费用率	8.6%	8.4%	8.4%	8.2%	8.2%
						管理费用率	8.9%	9.8%	9.8%	9.6%	9.6%
						财务费用率	-0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	17.4%	18.4%	18.5%	17.9%	17.8%
						偿债能力					
						资产负债率	25.2%	30.4%	29.4%	31.4%	27.6%
						负债权益比	33.7%	43.6%	41.6%	45.7%	38.1%
						流动比率	2.46	1.98	1.91	1.99	2.39
						速动比率	2.25	1.83	1.72	1.78	2.14
						利息保障倍数	-178.96	118.54	68.90	147.02	-484.24
						分红指标					
						DPS(元)	0.35	0.45	0.63	0.83	1.08
						分红比率	48.7%	45.8%	47.5%	47.3%	46.9%
						股息收益率	1.0%	1.3%	1.8%	2.4%	3.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	637.5	904.6	1,230.0	1,627.7	2,132.0	EPS(元)	0.72	0.98	1.33	1.76	2.31
加:折旧和摊销	153.7	211.6	188.9	232.4	273.9	BVPS(元)	4.21	4.84	5.54	6.47	7.70
资产减值准备	7.1	7.9	-	-	-	PE(X)	48.0	35.1	25.9	19.6	14.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.2	7.1	6.2	5.3	4.5
财务费用	6.7	20.9	23.2	14.7	-5.8	P/FCF	-75.1	70.2	25.8	21.1	16.1
投资损失	-6.1	-33.9	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	7.0	5.2	3.8	2.9	2.2
少数股东损益	-26.5	-2.2	-	50.0	50.0	EV/EBITDA	25.3	24.1	16.9	12.2	9.2
营运资金的变动	-687.0	490.9	34.9	315.0	138.4	CAGR(%)	38.1%	34.1%	39.6%	38.1%	34.1%
经营活动产生现金流量	1,192.6	1,242.7	1,447.0	2,210.0	2,558.6	PEG	1.3	1.0	0.7	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1,789.5	-919.8	-319.5	-333.7	-338.3	ROIC/WACC	4.3	3.4	3.5	4.6	6.2
融资活动产生现金流量	949.1	128.4	-437.3	-1,045.3	-1,193.6	REP	2.1	2.8	2.4	1.9	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn	
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034