公司深度 索菲亚（002572）

轻工制造｜家用轻工

2018 年定制家居短兵相接，拥抱价值龙头索菲亚

2018 年 05 月 31 日

评级 **谨慎推荐**

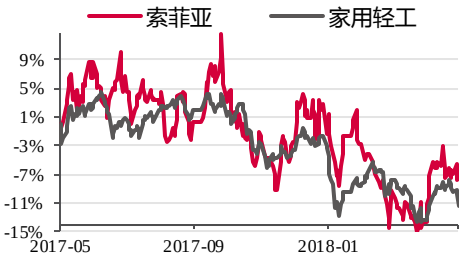
评级变动 首次

合理区间 **32-38.4 元**

交易数据

当前价格（元）	34.44
52 周价格区间（元）	31.00-42.50
总市值（百万）	31802.80
流通市值（百万）	21344.65
总股本（万股）	92342.63
流通股（万股）	61976.33

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
索菲亚	6.99	-5.3	-5.51
家用轻工	2.22	-2.89	-11.27

何晨 分析师
执业证书编号：S0530513080001 0731-84779574
hechen@cfzq.com
郑祖杰 研究助理
zhengzj@cfzq.com 0731-89955704

相关报告

1 《索菲亚：公司经营良好，定制家具行业仍在扩张》 2018-03-29

2 《索菲亚：财富证券*公司研究*宁基股份（002572）：定制衣柜行业龙头》 2011-04-12

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	4529.96	6161.44	8009.88	10012.35	12014.82
净利润（百万元）	664.02	906.77	1177.93	1472.03	1770.09
每股收益（元）	0.72	0.98	1.28	1.59	1.92
每股净资产（元）	4.21	4.84	5.49	6.35	7.36
P/E	47.89	35.07	26.85	21.60	17.97
P/B	8.18	7.11	6.27	5.43	4.68

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **2017 年多家定制家居公司上市。**2017 年对定制家居行业来说是行业大年，欧派家居、尚品宅配、志邦股份、金牌橱柜、我乐家居等定制家居企业集中上市。目前已经上市的定制家居公司市值就达到 1500 亿以上，2017 年全年的营收达到 280 亿以上。此外，做建材的兔宝宝，做地板的德尔未来等都开始向全屋定制转移，侧面印证了行业景气度。
- **三四线城市是未来主要的市场。**目前三四线市场房地产相较一二线市场潜力更大，一二线房地产受限购限售影响，三四线则相对宽松。根据中华橱柜网数据显示，2016 年二三线城市购买整体橱柜占比达到 61%，较 2015 年提高 6 个百分点，定制家居的渗透也在不断下沉中。
- **行业市场容量无需担心。**假设未来每年保持 1500 万套的新房销量（无增长的最低假设），加上二手房更新的 1000-1400 万套，每年的房屋装修需求就在 2500-2900 万套之间。而 2017 年，索菲亚的客户数仅 53 万个，客户的占有率仅 2%。尚品宅配的客户数也仅有 30 万余个，推算欧派、索菲亚和尚品宅配三大龙头的客户占有率也不足 6%，未来定制家居行业的空间无需担心。
- **行业处于扩产能、开门店的扩张通道中，正面的价格竞争无可避免，更加看好行业龙头索菲亚。**2017 年新上市的欧派、志邦等在其招股说明书中计划进行产能扩充，基本上要实现翻倍的增长。除了产能的扩张，上市公司的门店数也都进行了大的扩充，其中欧派、索菲亚、尚品宅配、志邦和金牌厨柜的门店数都增加了 400-500 家，增长幅度从 15%到 50%不等。而作为行业龙头的索菲亚对比其他公司拥有以下优势：（1）单店提货额高；（2）套餐价格优惠；（3）三四线城市布局更好；（4）主营衣柜受房地产精装影响更小。
- **盈利预测：**预计公司 2018/2019/2020 年的营收和净利增速可以达到 30%/25%/20%，EPS 为 1.28 元/1.59 元/1.91 元，根据行业增速以及可比公司情况，给予公司 25-30 倍估值，合理的价格区间为 32-38.4 元，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧；厨柜和木门业务发展不及预期。**

此报告仅供内部客户参考请务必阅读正文之后的免责条款部分

内容目录

1 定制家居行业 4
1.1 2017 年是定制家居行业大年 4
1.2 多家上市公司转向定制家居 5
1.3 定制家居未来三四线市场需求充裕 6
1.4 关于定制家居行业市场容量 8
2 定制家居行业扩张路径：扩产能、开门店 9
2.1 定制家居企业产能扩充计划 9
2.2 定制家居企业门店扩张 11
3 行业竞争加剧，看好定制龙头索菲亚 12
3.1 索菲亚衣柜单店提货额高 12
3.2 索菲亚衣柜套餐价格相对实惠 13
3.3 索菲亚三四级市场布局更好 14
3.4 公司主营衣柜受房地产精装修影响较小 15
4 上市定制家居公司财务对比 16
4.1 上市定制家居公司利润率比较 16
4.2 固定资产和在建工程对比 17
5 盈利预测 18

图表目录

图 1：索菲亚全屋定制界面 5
图 2：兔宝宝定制业务 5
图 3：百得胜全屋定制 6
图 4：商品房销售和家具行业收入增速对比 6
图 5：家具行业营收及利润率 7
图 6：商品房（住宅）销售增速 8
图 7：索菲亚全国生产基地 10
图 8：衣柜单店提货额 12
图 9：厨柜单店提货额 12
图 10：2017 年定制家居衣柜门店数 12
图 11：2017 年定制家居厨柜门店数 12
图 12：索菲亚 799 套餐 14
图 13：索菲亚 1111 套餐 14
图 14：各城市类别门店占比 15
图 15：三四五线城市门店数 15
图 16：毛利率和净利率对比 17
图 17：期间销售费用率 17
图 18：定制家居公司固定资产分析 17
图 19：索菲亚营收及净利增速 18
图 20：索菲亚业务占比 18

表 1：定制家居市值情况 4

表 2：定制衣柜和厨柜价格 4
表 3：上市定制家居产能扩充计划 9
表 4：上市定制家居公司基地布局 10
表 6：定制家居区域营收分布 11
表 5：定制家居企业门店数 11
表 7：全国部分全装修政策 16

1 定制家居行业

1.1 2017 年是定制家居行业大年

2017 年对定制家居行业来说是行业大年，欧派家居、尚品宅配、志邦股份、金牌橱柜、我乐家居、皮阿诺这些定制家居企业集中上市。其中欧派家居市值最大，达到 600 亿以上。此外定制家居公司还有 2015 年上市的好莱客和 2011 年上市的索菲亚。目前已经上市的定制家居公司市值就达到 1500 亿以上，2017 年全年的营收达到 280 亿以上。八家定制家居上市公司的营收在 2017 年和 2018Q1 基本上都保持了 30%的增速，行业处于高速增长的通道中。

表 1：定制家居市值情况

	总市值/亿（2018-05-17）	2017 年营收/亿	2018Q1 营收/亿	2017 年营收同比增速/%	2018Q1 营收同比增速/%
欧派家居	619.5	97.1	19.1	36.1	31.6
索菲亚	323.0	61.6	12.4	36.0	30.3
尚品宅配	234.8	53.2	11.0	32.2	38.8
好莱客	93.9	18.6	3.4	30.0	30.9
志邦股份	92.7	21.6	3.9	37.4	38.3
金牌厨柜	88.1	14.4	2.6	31.2	26.2
皮阿诺	43.3	8.3	1.8	31.1	73.8
我乐家居	29.0	9.2	1.5	35.3	26.0

资料来源：wind，财富证券

目前定制家居公司都在做全屋定制，主要包含衣柜、厨柜、鞋柜、酒柜等，其中厨柜的单体价值最高，定制家居公司的出厂价多在 7000-10000 元之间；衣柜的出厂价格多在 3000-4000 元之间；鞋柜、酒柜和电视柜、榻榻米等相对占比较小。

表 2：定制衣柜和厨柜价格

部分定制家居品牌产品价格	2016 年厨柜价格/元	2016 年衣柜价格/元
欧派家居	9556	3075
金牌橱柜	7193	——
皮阿诺	6727	3972
志邦厨柜	7078	3696

资料来源：志邦股份招股说明书，财富证券

图 1：索菲亚全屋定制界面

资料来源：公司官网，财富证券

1.2 多家上市公司转向定制家居

除了上市的定制家居公司外，还有很多相关的企业将产品线延伸至定制家居。主营板材的兔宝宝，2017 年全年营收 41.2 亿，装饰板材业务营收 29 亿。公司的衣柜业务增速非常快，2016 年开始做定制衣柜业务，当年营收 0.54 亿，2017 年营收 0.95 亿，同比增长 76%。

图 2：兔宝宝定制业务

资料来源：兔宝宝官网，财富证券

主营地板业务的德尔未来也收购了百得胜定制品牌从事定制衣柜业务，公司 2017 年营收 16 亿，地板业务营收 8.5 亿。公司 2016 年衣柜业务营收 4.04 亿，2017 年衣柜业务营收 6.98 亿，同比增长 73%。百得胜的全国门店数也超过 1000 家。此外，德尔未来还在 2017 年 10 月成立了厨柜公司，开辟厨柜业务，也正逐步向全屋定制迈进。

图 3：百得胜全屋定制

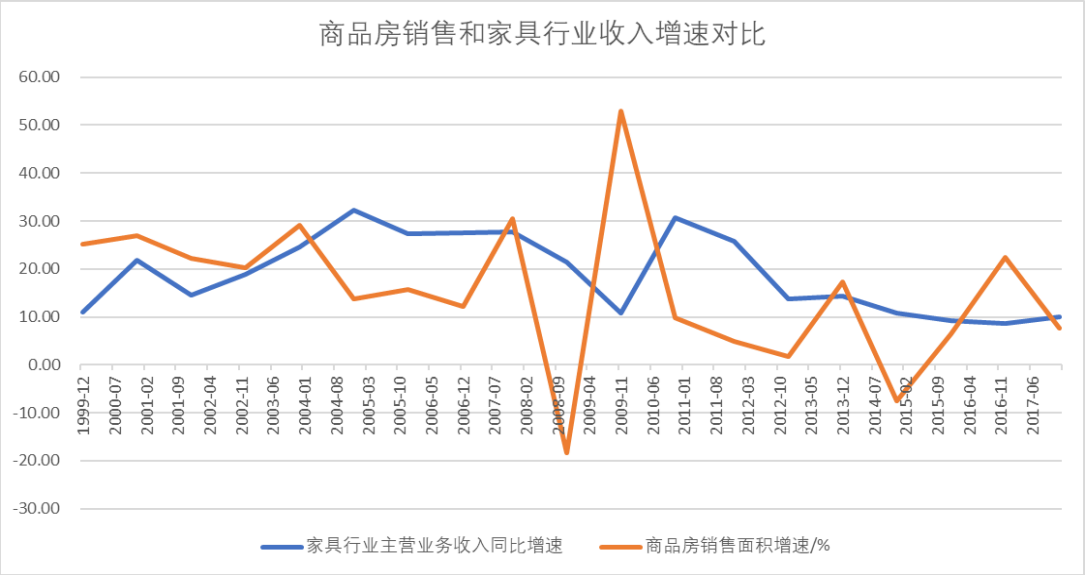
资料来源：百得胜官网，财富证券

此外，做集成灶的浙江美大也将产品线拓展至厨柜，做地板的菲林格尔也拥有衣柜和厨柜的产线。**因此从行业的趋势来看，犹如江河汇海，家居相关企业都开始做定制衣柜或厨柜，转向全屋的家居定制，也从侧面印证了定制家居行业的景气程度。**

1.3 定制家居未来三四线市场需求充裕

从整个家具行业营收规模的增速和商品房销售面积(包括住宅和商用楼)增速来看，两者基本一致，只是家具行业营收增速滞后商品房销售一年左右，其强属性显而易见。2008 年房地产销售面积大幅回落和 2009 年房地产销售面积的大幅增长，分别导致了家具行业 2009 年增速的放缓和 2010 年的加快。从 2012 年以来，房地产的整体增速放缓，家具行业的增速也趋于稳定，维持在 10%左右。

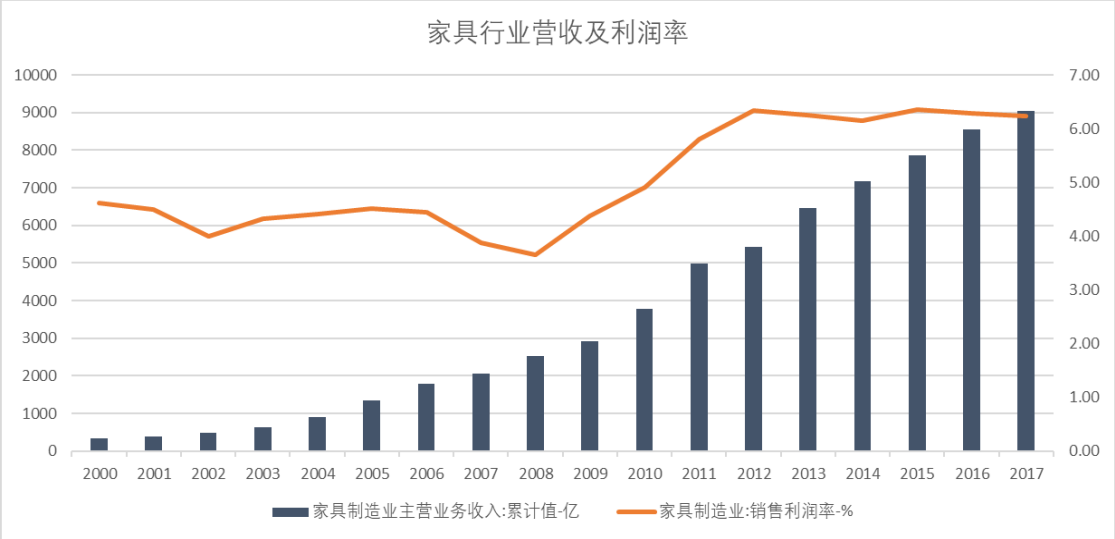
图 4：商品房销售和家具行业收入增速对比



资料来源：wind，财富证券

据 wind 数据显示，2017 年家具行业实现 9056 亿，利润总额 565 亿，利润率 6.24%。行业增速不断放缓。预计未来在房地产增速不断放缓的情况下，家具行业的增速也会受到影响。而目前房地产处于强周期期间，家具行业的周期性仍不明显。

图 5：家具行业营收及利润率



资料来源：wind，财富证券

注：由于部分数据缺失，其中 2007-2011 年采用当年 11 月累计数据

在 2016 和 2017 年行业大热的情况下，定制家居公司上市后，都对自家的产能进行扩张，在此背景下，未来房地产需求端对定制家居行业的影响就会更加明显。而目前三四线城市房地产相较一二线潜力更大，以厨电企业浙江美大为例，公司主营集成灶，主要的销售区域为三四线城市，在 2017 年业绩实现了 50%的增长，而主要耕耘一二线市场的老板电器增速则在 20%左右，一定程度上可以反映三四线房产市场的高景气程度。并且根据中华橱柜网数据显示，2016 年二三线城市购买整体橱柜占比达到 61%，较 2015 年提高 6 个百分点，定制家居的渗透也在不断下沉中。

据我们判断，未来三四线城市房地产会持续景气。短期来看，货币化棚改政策对三四线市场的房地产起到直接而有力的推动，中期来看，我国城镇化的进程多是靠三四线城市贡献，长期来看，一二线劳动密集型产业的转移将导致三四线城市人口回流。

短期来看，棚改货币化政策支撑三四线楼市的火爆。根据住建部数据，2016 年全国棚改货币化安置比例达到 48.5%，在 2016 年带动商品房去库存 2.5 亿平米，占全年销量的 16%。2015 年-2017 年 1800 万套的货币化棚改任务已经完成，并指出从 2018 至 2020 年继续改造各类棚户区 1500 万套，如果货币化棚改政策持续推进，对三四线市场的房地产是很大的推力。

中期来看，我国城镇化的建设将会带来城镇人口的增多，而三四线城市对城镇化建设贡献巨大。根据 wind 数据显示，河南、山东、安徽、四川和湖南五省对全国城镇化贡献在 40%以上，2015 年新增城镇人口增加 150 万，其中约 120 万由其省内三四线城市贡献，说明了我国三四线城市的城镇人口增加对我国城镇化起到很大的作用。

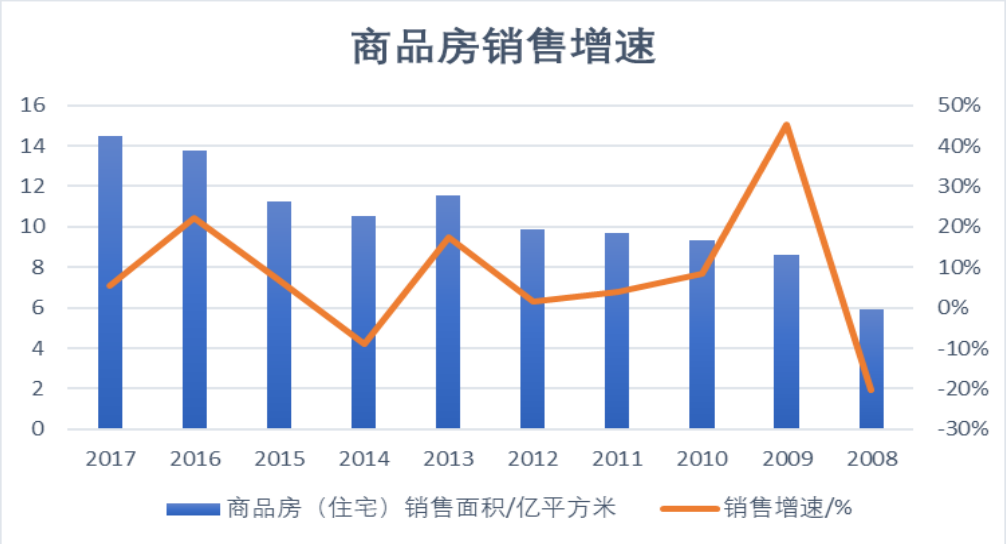
长期来看，三四线市场以其廉价劳动力的优势承接一二线城市外溢产业。以富士康为例，富士康在大陆的总部设在深圳，1992 年建厂，随后，1997 年建设昆山科技园，2003 年太原科技园和杭州科技园奠基，2004 年，烟台科技园奠基，2007 年武汉、营口、秦皇岛科技园奠基；随后几年，衡阳、南阳、鹤壁、濮阳等科技园陆续成立。可以看出，富士康的工厂正逐步从一二线城市转向三四线城市，不断在追寻更廉价的劳动力。预计未来珠三角的劳动密集型产业会逐步向内陆迁移，将有助于三四线人口的回流以及其房地产市场的发展。

1.4 关于定制家居行业市场容量

目前八家上市定制家居公司 2017 年营收仅 284 亿。根据国家统计局发布的 2017 年规模以上工业企业主要财务指标（分行业），家具制造业主营业务收入为 9112.6 亿元，比上年同期增长 10.2%。其中，成品家具的占比依旧达到 70%以上，定制家居的市场份额不足 20%，即定制家居营业收入不到 1800 亿。三家上市龙头企业欧派、索菲亚和尚品宅配在定制家居行业的占有率不足 12%，在整个家具行业的占有率则不足 2.5%，上市八家公司占有率不足 3%。未来的渗透率仍具有很大的提升空间。

2017 年，商品房（住宅）的销售面积达到 14.48 亿平米，同比增长 5.3%。1999-2017 年，住宅商品房的销售面积达到 135.5 亿平米，若按照一套房 100 平米面积计算，可以粗略估计目前国内二手房存量不少于 13550 万套（算上农村自建房，实际的二手房存量应该更高），以及 2017 年新房销售套数为 1448 万套。虽然房子销售完成到装修会有一定的时间差，但基本上可以采用近似的处理。

图 6：商品房（住宅）销售增速



资料来源：wind，财富证券

二手房的装修更新，保守估计 20 年更新，每年的更新需求就达到 700 万套级别，若 15 年更新一次，每年的需求达到 900 万套级别，因此每年的二手房翻新需求就达到 700-900 万套。目前我国城镇化率不到 60%，农村拥有大量的自建房，因此实际的二手房需求会更多，预计会增加 40-50%，预计达到 1000-1400 万套。

因此假设未来每年保持 1500 万套的新房销量（无增长的最低假设），每年的房屋装修需求就在 2500-2900 万套之间。而 2017 年，索菲亚的客户数仅 53 万个，客户的占有率仅 2%。尚品宅配的客户数也仅有 30 万余个，推算欧派、索菲亚和尚品宅配三大龙头的客户占有率也不足 6%，未来定制家居行业的空间无需担心。

2 定制家居行业扩张路径：扩产能、开门店

2.1 定制家居企业产能扩充计划

行业的成长需要公司产能作为支撑。2017 年多家公司上市并募集了资金，因此都进行了产能的扩充。2017 年新上市的欧派、金牌厨柜和志邦股份等公司，在其招股说明书中计划进行的产能扩充，基本上产能都是要实现翻倍的增长。

表 3：上市定制家居产能扩充计划

	2016 年产能或产量（取其大者）		目前规划总产能	
	厨柜/万套	衣柜/万套	厨柜/万套	衣柜/万套
欧派家居	50	73	80	108
索菲亚	——	180	50	300
尚品宅配	142 套（全部定制家居），佛山基地可以支撑 90-100 亿的终端销售		预计达到 200 万套以上。规划无锡基地产值 100 亿，成都基地 40-50 亿	
志邦股份	20	2.4	40	14.4
金牌厨柜	13.3	——	26	——
皮阿诺	7.7	2.8	20	12
我乐家居	7	2	10（预计）	5（预计）
好莱客	——		在建从化基地产能 15-30 亿；规划华中汉川基地产能 50 亿。	

资料来源：公司公告整理，财富证券

广东的定制家居企业占据很大的比例，欧派、索菲亚、尚品宅配、好莱客和皮阿诺总部都在珠三角。其次就是东部地区，志邦总部在合肥，我乐家居在南京，金牌厨柜在厦门。目前在上市定制家居公司的产能布局中，华北多以天津为基地，西南以成都及周边为基地，华东多以无锡为基地，华中以武汉周边为基地。其中，索菲亚实现了全国五大地域的基地建设；欧派实现华北、华东和华南的基地建设，西南地区在建；尚品宅配和好莱客目前都以华南地区为基地，在其他地区进行规划。其余的公司则多半还是以公司总部基地为主。

表 4：上市定制家居公司基地布局

	全国基地布局
欧派家居	华北（天津）、华东（无锡）和华南（广州），西南（成都）基地在建设中。
索菲亚	华北（河北廊坊）、华中（湖北黄冈）、华东（浙江嘉善）、西南（四川崇州）和华南（广东广州）五地
尚品宅配	主要在华南（广东佛山），华东（无锡）和西南（成都）的生产基地
好莱客	主要在华南（萝岗、惠州和从化三个基地），华中（湖北汉川）已经签订投资合同。
志邦股份	安徽合肥
金牌厨柜	主要在福建厦门，目前江苏泗阳的基地在建。
皮阿诺	华南（广东中山），华北（天津）在建。
我乐家居	华东（南京）

资料来源：公司年报整理，财富证券

定制家居公司都在进行疯狂的产能扩张，说明了目前行业内的公司都对定制家居行业保持看好，行业处于一个景气向上的阶段。索菲亚就已经完成了全国性的基地布局，领先于同行。

图 7：索菲亚全国生产基地

资料来源：公司年报，财富证券

从上市定制家居的营收区域来看，华东和华南是营收占比最大的区域，主要是华东有长三角，华南有珠三角，地区发达水平较高，定制家居的渗透率较高。其次是华北、华中和西南。从地区的营收分布也可以看出定制家居企业在全国的实力和布局，欧派在全国的销售比较平均，这和其网点分布较多有关；其次索菲亚在华东、华南和华北分布较为均匀；尚品宅配主要营收则来自华东和华南；好莱客的主要营收则来自华东地区。

表 5：定制家居区域营收分布

区域营收	欧派	索菲亚	尚品宅配	好莱客	皮阿诺
华东	17.7 亿	15.5 亿	16 亿	5.4 亿	1.7 亿
华中	10.3 亿	6.2 亿	6.6 亿	4 亿	1.2 亿
华北	14 亿	13 亿	7.2 亿	2.5 亿	0.8 亿
华南	17.8 亿	11.4 亿	16.2 亿	2.4 亿	2.2 亿
西南	11.7	7.9 亿	3.8 亿	2.1 亿	1.2 亿
合计	95.6	61.6 亿	53.2 亿	18.3 亿	8.3 亿

资料来源：wind，财富证券

2.2 定制家居企业门店扩张

除了产能的扩张，上市公司的门店数也都进行了大的扩充，其中欧派、索菲亚、尚品宅配、志邦和金牌厨柜的门店数都增加了 400-500 家，增长幅度从 15%到 50%不等。并且定制家居企业都在向全品类方向发展，最直接的就是衣柜和厨柜的联动，衣柜企业建设厨柜产能和门店，厨柜企业建设衣柜产能和门店。

表 6：定制家居企业门店数

	2016 年门店数	2017 年门店数
欧派家居	5357 家（其中欧派厨柜 2088 家，欧派衣柜 1392 家，欧铂丽 647 家）	**6311 家**（其中欧派厨柜 2150 家，欧派衣柜 1872 家，欧铂丽 647 家）
索菲亚	约 2500 家（其中，索菲亚衣柜 2000 家，司米 520 家）	**3035 家**（其中索菲亚衣柜 2200 家，司米厨柜 720 家）
志邦股份	1265 家（厨柜 1112 家，衣柜 153 家）	**1730 家**（厨柜 1335 家，衣柜 395 家）
尚品宅配	1081 个加盟店，76 个直营店	**1642 家**（1557 个加盟店，85 个直营店）
好莱客	约 1250 家	**约 1500 家**（含在装修）
金牌厨柜	约 800 家	**1250 家**（厨柜 1130 家，衣柜 120 家，含在建）
皮阿诺	——	**1114 家**（厨柜 716 家，衣柜 387 家）
我乐家居	——	**1062 家**（全屋专卖 362 家，厨柜 700 家）

资料来源：公司年报整理，财富证券

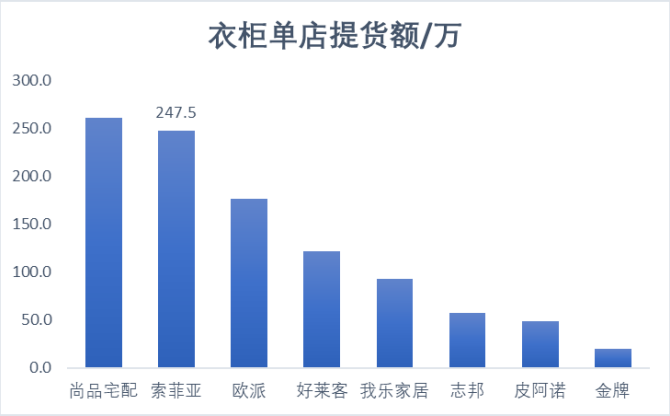
目前所有的上市定制家居公司中，欧派、志邦和金牌的厨柜门店数排前三，分别为2729 家（包含子品牌欧铂丽厨柜）、1335 家和 1130 家。衣柜行业，索菲亚、欧派、尚品宅配和好莱客的门店数遥遥领先（其中尚品宅配主要是做全屋定制，包含衣柜和厨柜，具体的业务难以拆分），门店数分别为 2200 家、1872 家、1642 家和 1500 家。其中，索菲亚计划 2018 年新增索菲亚衣柜 400 家，司米厨柜 300 家。

3 行业竞争加剧，看好定制龙头索菲亚

3.1 索菲亚衣柜单店提货额高

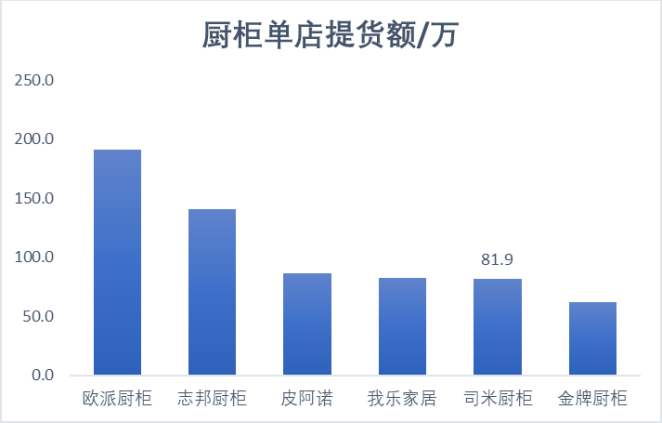
索菲亚衣柜的单店提货额（衣柜总收入除以衣柜总门店数）为 247.5 万，仅次于尚品宅配，远高于欧派和好莱客。尚品宅配主要是做全屋定制，衣柜厨柜业务不能拆分出来，所以计算出的衣柜单店提货额要比索菲亚要高。所以衣柜的单店提货额，索菲亚遥遥领先，欧派衣柜单店提货额为 176 万，好莱客为 122 万。索菲亚的衣柜门店数也是行业内最多，覆盖面最广。厨柜业务，目前索菲亚司米厨柜目前仍没有实现盈利，仍在不断扩张期间。

图 8：衣柜单店提货额



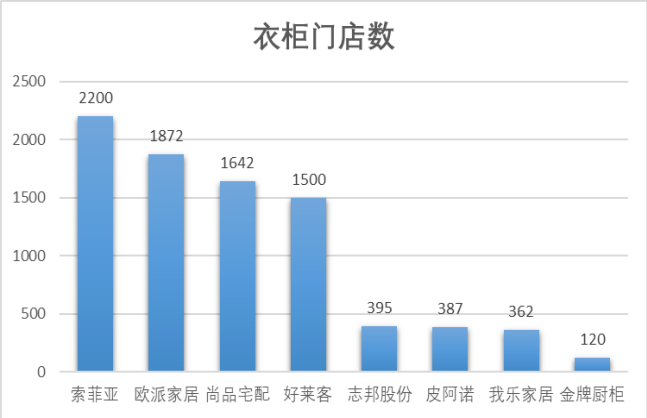
资料来源：公司年报整理，财富证券

图 9：厨柜单店提货额



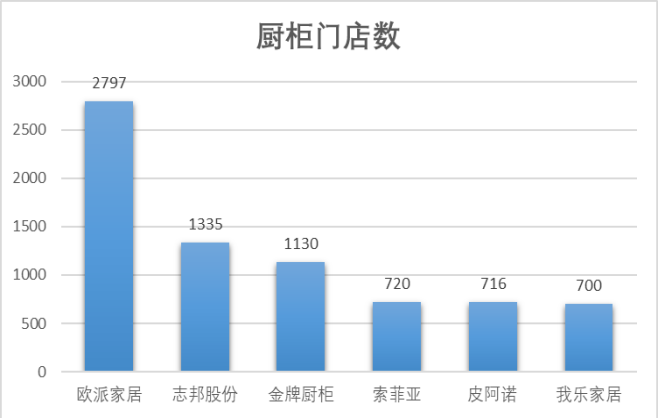
资料来源：公司年报整理，财富证券

图 10：2017 年定制家居衣柜门店数



资料来源：公司年报整理，财富证券

图 11：2017 年定制家居厨柜门店数



资料来源：公司年报整理，财富证券

3.2 索菲亚衣柜套餐价格相对实惠

近年来，越来越多的消费者选择定制家居，衣柜、厨柜、电视柜及鞋柜等都可以采用定制的方式完成，定制家居企业的业绩也是逐年向好。在定制家居的普及过程中，存在诸多让消费者不满意的地方，总结下来就是以下几点：（1）价格不透明。一种是欧派这样采用上门量尺寸，根据房间布局再加上消费者对板材、花纹以及风格的选择进行价格评估，这样会导致最后的全套衣柜价格变动大，对定制家居经销商是提供了极大的利润空间。另一种明码标价的套餐也存在很大的消费误区，在消费者进店进行咨询时，会发现柜体和柜门单独计算价格，并且即使是索菲亚此前推出的 799 套餐，按照柜体洞口面积计算价格，每平米 799 元，柜门免费，也还是会出现里面一些五金配件和镜子等都需要额外的计价，最后实际买的柜子价格基本上都高于 799 元/平。（2）从设计到安装环节都容易出现问题。虽说主流的定制家居企业都会采用设计软件，但设计师实际根据每个家庭的实际情况进行设计时，总会出现设计不合消费者心意的情况。再就是安装过程中，安装师傅的经验和技巧决定安装后的衣柜细节完成程度，如果细节上处理的不好，消费者心理会有一定的落差。（3）售后问题，因为行业的特殊性，定制家居的售后返修率较高。而定制家居企业基本上都采用经销商的模式，统一进行优质的售后服务较为困难，因此难免会有消费者对售后进行抱怨。

以上第二点和第三点的安装及售后确实是每个定制家居企业都会面临的问题，对于上市定制家居公司来讲，只能尽量改善，但消费者对产品的预期很高、容忍度很低，大企业在这方面会花更多的气力去维护企业形象，相对小企业还是有很大的优势。第一点的问题是最核心的问题，消费者在选择定制家居时，本身就接受了价格相对较高的预期，但是实际购买时发现价格更高，就会对产品的要求更高。通过优惠的促销，可以极大地缓解消费者对产品的苛求，并且增加消费者的购买欲。

欧派、索菲亚等企业都推出了套餐服务，极大地减少了购买过程中的隐性收费。定制家居进入到价格相对透明的竞争时代。**主要的原因还是 2017 年定制家居公司组团上市，都进行了门店和产能的扩张，接下来就是对市场份额的争夺，更加清晰和实惠的套餐价格是引流的不二利器。**

索菲亚 2018 年套餐：（1）升级版的 799 套餐，是公司主打和引流的套餐。增加可供选择款式至五款，基本覆盖各种不同风格。原有的 799 套餐送衣通、衣通托和抽屉各一个，升级后的套餐加送价值 300 元的阻尼顶轮，此外，辅料顶线加固板、顶柜加固条、垫板、收口、封板，均不单独计价。（2）1111 全屋定制套餐。全屋七大空间，五大系列进行定制，只需 1111 元/平。（3）升级的 1599 元/平套餐。环保板材全屋计价方式，采用无甲醛添加的康纯板作为更优质的基材。

图 12：索菲亚 799 套餐

资料来源：公司官网，财富证券

图 13：索菲亚 1111 套餐

资料来源：公司官网，财富证券

欧派套餐：全屋 22 ㎡ 19800 套餐。只需 19800 元，即可定制全屋 22 ㎡投影面积的家具，例如电视柜、酒柜、衣柜、衣帽间、书柜等。此外，欧派还推出 6 款全屋套餐：18 平 19800 经典套餐、品质套餐、简欧轻奢套餐，欧式尊享套餐、时尚实木套餐、16 平 19800 爱芯板套餐。这样的绑定套餐对于需求不足 16 平或 22 平的客户来讲并不方便，并且 22 平 19800 的套餐只是简约风格产品的价格，不包括欧式风格的产品，对标套餐为索菲亚的 799 套餐，实际价格还是高于索菲亚。

尚品宅配套餐：518 全屋定制。尚品宅配的经营方式与欧派索菲亚不同，主打全屋所有柜体的定制，尚品以房屋面积为基础，518 元/平进行计价。此前拥有的全屋套餐有 90 平以下的两房户型套餐总价为 46600 元，不含厨房为 34600 元；三房户型套餐总价为 56800 元，不含厨房为 44800 元。尚品宅配的主打是全屋整体一体化的定制，基本包含所有的家具类产品，而索菲亚和欧派的套餐只针对衣柜或其他自由柜。尚品宅配的产品更加适应于新房毛坯或者二手房全房改造的客户，受众面相比索菲亚要小。

其他好莱客、百得胜等品牌也有不同的套餐活动，但是其产品和客户定位和索菲亚并不相同，索菲亚的产品质量和品牌还是高于这些品牌，索菲亚最大的竞争压力还是来自于欧派和尚品宅配。而与最大的竞争对手欧派相比，索菲亚的衣柜套餐价格确实要更加实惠。

3.3 索菲亚三四级市场布局更好

目前索菲亚的门店布局中，一线及省会占比 19%，地级城市占比 29%，四五线城市门店数占比 52%。相应的增速是县级城市最高，达到 37%，其次是省会城市 30%，地级城市只有 23%，地级城市增速低迷主要是因为公司过去对其投入力度不够导致。

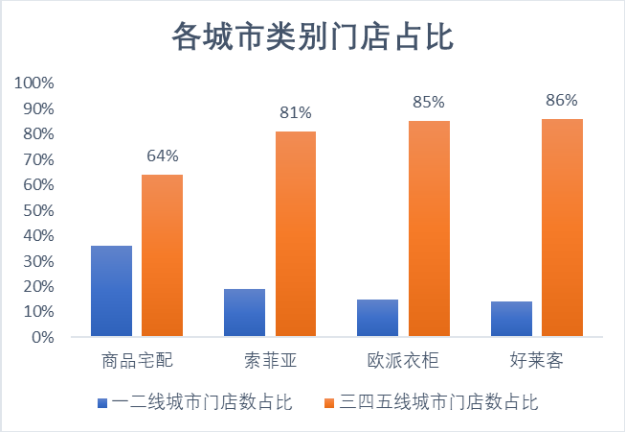
欧派厨柜的门店数分布：A 级城市 13%，B 及城市 26%，C 级城市 61%；欧派衣柜：A 级城市 15%，B 及城市 29%，C 级城市 56%。

好莱客：A 类为省会、直辖市和副省级城市，B 类为地级市，C 类为县级市级以下为主，占比分别为 14%、39%和 47%。

尚品宅配：对加盟店实现主营业务收入约 27 亿元，较上年增长约 41%，其中一二线城市占比约 33%，三四五线城市占比约 67%。公司直营店实现主营业务收入约 23 亿元，较上年同期增长约 21%。直营店主要在一二线城市，因此测算出三四五线城市营收占比仅 36%。公司加盟店一共 1557 家，假设三四五线城市的门店数占比也为 67%，那公司拥有三四五线城市门店数为 1043 家。

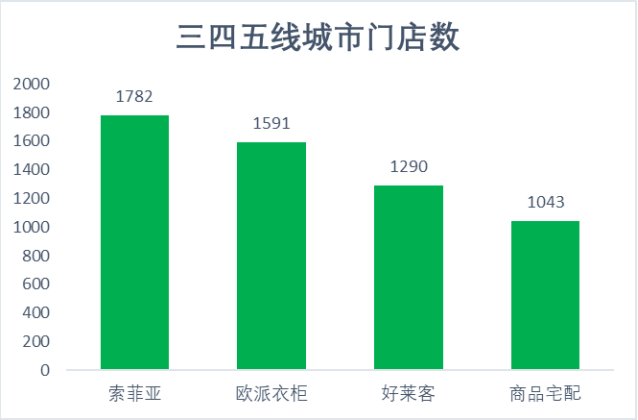
索菲亚、欧派和好莱客衣柜的门店占比中，一二线城市门店占比分别为 19%、15%和 14%，三四线及以下的门店占比为 81%、85%和 86%，索菲亚的一二线城市城市占比略大，三四级及以下占比略少。但考虑到索菲亚衣柜的全国门店数最多，用衣柜门店数来衡量，索菲亚、欧派和好莱客总的门店数分别为 2200 家、1872 家和 1500 家，因此其对应的三四级及以下的门店数分别为 1782 家、1591 家和 1290 家。可以看出索菲亚的三四线城市的门店数更多，覆盖面更广。结合上面所论述的未来三四线城市的市场空间依旧很大，因此未来索菲亚依旧值得看好。

图 14：各城市类别门店占比



资料来源：公司年报整理，财富证券

图 15：三四五线城市门店数



资料来源：公司年报整理，财富证券

3.4 公司主营衣柜受房地产精装修影响较小

目前房屋的整装业务从以前的家装公司一家独大到工程精装、整装定制和传统家装三分天下的局面。厨柜属于硬装，很多精装房都会装厨柜，然后选择性装衣柜，因此目前精装房要求对厨柜的影响很大。而与房地产公司进行合作的厨柜大宗业务，其毛利率低、回款周期长以及竞争压力大。对于房地产公司，可选择的合作企业太多，因此对于厨柜厂商来说，大宗业务并不是一个很好的选择。索菲亚的司米厨柜 2017 年营收仅 6 亿，营收占比不足 10%，总体占比较小。欧派和志邦这样的主打厨柜的定制家居企业将面临更大的竞争压力。据行业内了解，一般定制厨柜业务毛利率 25-30%，净利率不足 10%。而 2017 年欧派厨柜整体的毛利率为 36.7%，志邦股份的厨柜业务毛利率为 36.78%。

从 2014 年开始，我国各省市陆续开始推出一些全装修的政策，自 2016 年以来才开始有实质性的进展，政策不断加码。**2017 年 5 月 4 日，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》，规划提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。据中国产业信息网数据，目前我国全装修市场渗透率不足 20%，相较发达国家 80%的渗透率**

有较大差距。

表 7：全国部分全装修政策

地区	时间	政策
北京	2015.05	市内保障房推行全装修。
上海	2016.08	全装修住宅面积占新建商品住宅面积的比例为：外环线以内的城区应达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%，至 2020 年应达到 50%。本市保障性住房中，公共租赁住房的全装修比例为 100%。
山东	2016.05	计划 2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
四川	2016.03	计划到 2020 年，全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境，新建住宅全装修达到 50%。
浙江	2016.09	2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
海南	2017	从 2017 年 7 月 1 日起，各市县商品住宅项目要全部实行全装修。
长沙	2018.3	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 70%;望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市行政区域内新供地的商品住宅项目，全装修建设交付比例不低于 30%。
湖北	2018.4	出台《关于促进全省建筑业改革发展二十条意见》，2018 年 10 月 1 日起，全省政府投资工程项目满足装配式建筑技术条件的，50%以上项目要采用装配式建造方式。2019 年 1 月 1 日起，全省各城市新建商品住宅中，全面推行一体化装修技术，使业主可以拎包入住。

资料来源：产业信息网，公开资料整理，财富证券

未来全装修政策是大势所趋，虽说全装修和精装修有所区别，但不少房地产企业在全装修的基础之上都实现了对房子的精装修。万科精装修比例为 100%，绿城和绿地的精装修比例达到 80%，碧桂园、恒大等房企的精装修也占很大的比例。

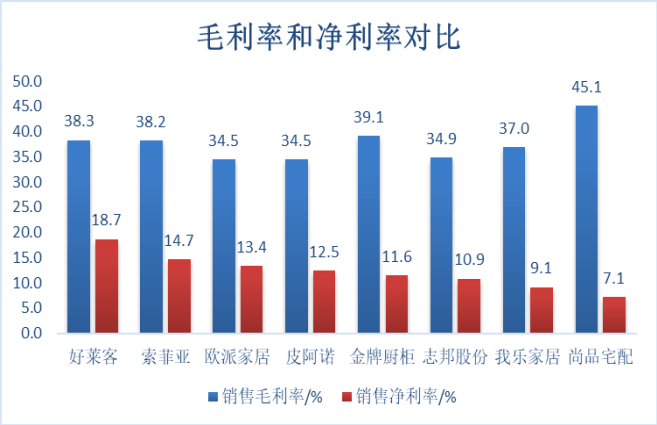
在精装修的情况下，属于硬装的厨柜业务将受到比较大的冲击。

4 上市定制家居公司财务对比

4.1 上市定制家居公司利润率比较

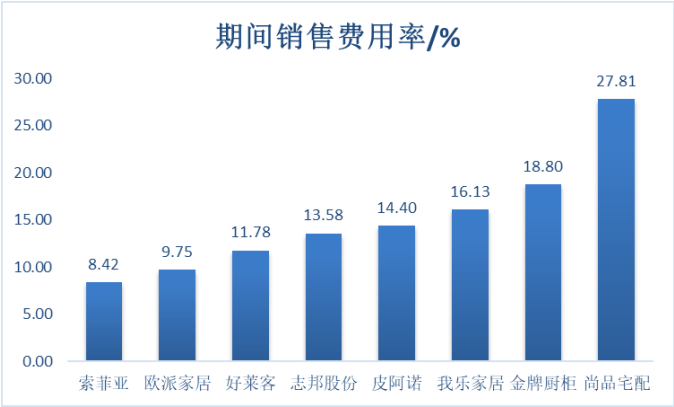
从 2017 年年报八家上市的定制家居毛利率和净利率来看，索菲亚的毛利率为 38.2%，净利率为 14.7%，毛利率水平处于一般水平，但净利率处于较高的水平，仅次于好莱客的 18.7%。索菲亚的期间销售费用率在八家上市公司中最低，只有 8.42%。综合两者可以看出索菲亚在盈利能力和费用控制上都有很好的表现。

图 16：毛利率和净利率对比



资料来源：wind，财富证券

图 17：期间销售费用率

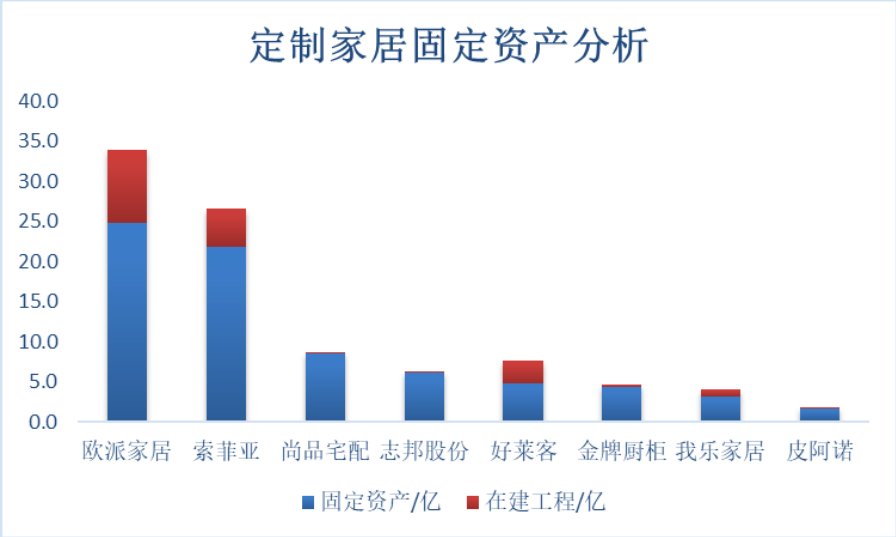


资料来源：wind，财富证券

4.2 固定资产和在建工程对比

公司的固定资产和在建工程决定了企业拥有多大的生产能力以及扩张速度，这两个指标可以反映企业产能的现状和扩产的趋势。对比八家上市定制家居公司的固定资产和在建工程，可以看出，在固定资产这一项目，索菲亚仅次于欧派，达到 21.8 亿，远远领先其他公司，并且在在建工程规模上也保持很大的优势，达到 4.7 亿，也仅次于欧派。

图 18：定制家居公司固定资产分析



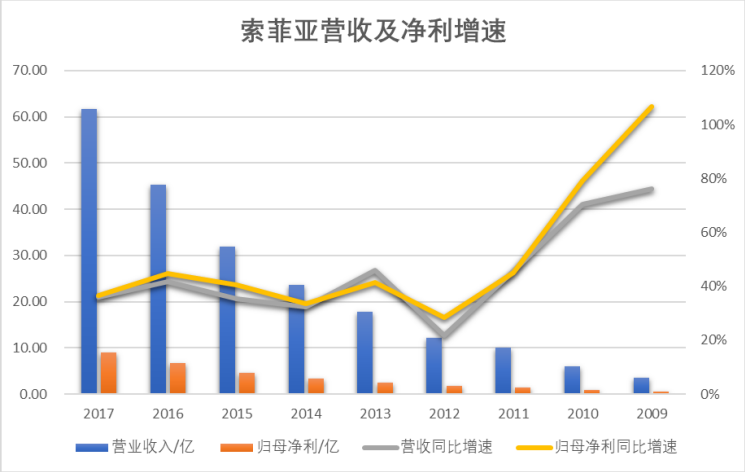
资料来源：wind，财富证券

索菲亚的厨柜和木门业务都处于不断扩产的过程中，目前经营的业绩还没有完全体现出来。2017 年索菲亚子公司司米橱柜营收 5.95 亿，亏损 3742 万，子公司华鹤木门营收 9870 万，亏损 1949 万，主要是厨柜和木门业务才刚开始起步，经营成本相对较大，随着销量提升，盈利能力将不断改善。

5 盈利预测

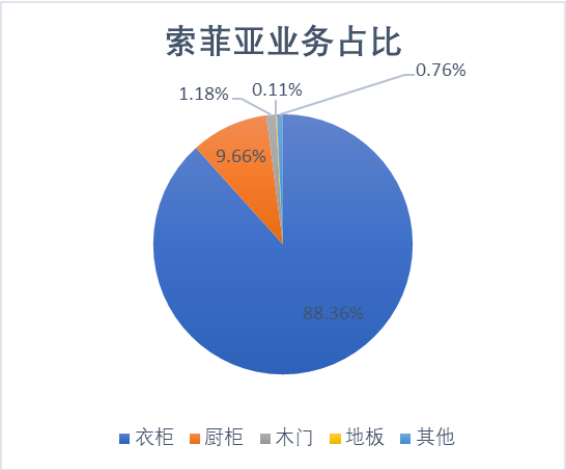
公司主营衣柜业务，经营业绩良好。近五年来，公司营收和净利的增速基本上都在30%以上，表现优异。2017 年 Q4 公司营收增速一度回落至 25%，主要是公司在 2017 年 4 月进行了提价，并取消了 799 套餐，公司在 2017 年 9 月将价格调回，并重启 799 套餐，并且比以前的优惠力度更大，2017 年四季度的订单增速保持较好的增长。而订单转化成收入需要 2-5 个月时间。公司 2018Q1 释放了 2017 年 Q4 的订单，经营业绩良好，公司营收 12.43 亿，同比增长 30.32%，归母净利 1.03 亿，同比增长 33.48%。

图 19：索菲亚营收及净利增速



资料来源：wind，财富证券

图 20：索菲亚业务占比



资料来源：wind，财富证券

未来量和价的提升助力公司衣柜业务 30%的增长。2018Q1 公司“索菲亚”全屋定制产品对经销商实现客单价 10566 元/单（不包括橱柜、木门），同比增长 14.8%，主要是受益于全屋定制，衣柜和其他柜体的一体化购买占比逐步提升，未来随着全屋定制的战略继续推进，客单价将会得到进一步的提升。此外公司门店数目也保持不断扩张中，2018Q1 索菲亚衣柜门店数就达到 2275 家，一季度增加 75 家；司米门店数 730 家，一季度增加 30 家；另有米兰纳木门专卖店 187 家。因此预计公司全年由于全屋定制面积提升导致的客单价提升幅度在 15-20%之间，门店的扩张速度也为 15-20%，全年可以实现 30%的营收增速。

最后预计公司 2018/2019/2020 年的增速可以达到 30%/25%/20%，营收达到 80.1 亿/100.12 亿/120.15 亿，归母净利达到 11.78 亿/14.72 亿/17.7 亿，EPS 为 1.28 元/1.59 元/1.91 元，根据行业增速以及可比公司情况，给予公司 25-30 倍 PE，合理估值区间为 32-38.4 元，给予“谨慎推荐”评级。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**4529.96**	**6161.44**	**8009.88**	**10012.35**	**12014.82**
减:营业成本	2,873.58	3,809.80	4,952.51	6,187.63	7,437.17
营业税费	47.27	68.21	76.09	103.48	123.78
销售费用	387.61	518.69	674.43	884.09	1,024.86
管理费用	404.23	605.53	776.96	991.22	1,190.67
财务费用	-4.56	10.00	2.28	-19.67	-27.51
资产减值损失	7.13	7.91	13.00	12.00	10.97
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	6.08	33.93	8.00	30.00	23.98
营业利润	**820.79**	**1,181.87**	**1,522.60**	**1,883.59**	**2,278.85**
加:营业外净收支	10.08	-0.48	27.59	51.00	47.35
利润总额	**830.87**	**1,181.39**	**1,550.19**	**1,934.59**	**2,326.20**
减:所得税	193.38	276.83	395.30	493.32	581.55
净利润	**664.02**	**906.77**	**1177.93**	**1472.03**	**1770.09**

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,386.70	1,812.62	2,050.23	3,253.97	4,164.70
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	138.76	293.17	158.94	428.59	313.24
应收票据	5.50	-	25.91	9.34	14.66
预付帐款	69.57	92.97	69.52	153.51	122.95
存货	268.58	286.91	503.21	460.78	682.42
其他流动资产	1,304.61	1,116.39	861.82	1,094.27	1,024.16
可供出售金融资产	100.54	100.54	83.66	94.92	93.04
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	24.93	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,166.50	2,184.66	2,076.45	1,968.24	1,860.03
在建工程	459.05	470.22	470.22	470.22	470.22
无形资产	246.00	489.98	455.06	420.14	385.22
其他非流动资产	167.41	212.48	144.84	124.26	120.63
资产总额	**5,338.17**	**7,059.95**	**6,899.88**	**8,478.24**	**9,251.28**
短期债务	133.73	311.07	-	-	-
应付帐款	477.76	613.92	679.99	991.66	1,036.13
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	679.21	890.04	684.12	1,186.00	994.92
长期借款	24.50	252.50	-	-	-
其他非流动负债	31.10	77.65	41.49	50.08	56.41
负债总额	**1,346.29**	**2,145.18**	**1,405.61**	**2,227.74**	**2,087.46**
少数股东权益	**103.49**	**443.38**	**421.50**	**391.26**	**366.39**
股本	461.71	923.43	923.43	923.43	923.43
留存收益	3,426.67	3,547.96	4,149.35	4,935.81	5,874.00
股东权益	**3,991.87**	**4,914.77**	**5,494.28**	**6,250.50**	**7,163.82**

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	637.48	904.56	1,177.93	1,472.03	1,770.09
加:折旧和摊销	153.74	211.56	143.13	143.13	143.13
资产减值准备	7.13	7.91	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	6.74	20.86	2.28	-19.67	-27.51
投资收益	-6.08	-33.93	-8.00	-30.00	-23.98
少数股东损益	-26.53	-2.21	-23.03	-30.75	-25.43
营运资金的变动	-698.80	489.55	38.88	324.32	-145.79
经营活动产生现金流量	**1,192.59**	**1,242.68**	**1,331.19**	**1,859.06**	**1,690.51**
投资活动产生现金流量	**-1,789.50**	**-919.80**	**24.88**	**18.75**	**25.85**
融资活动产生现金流量	**949.07**	**128.36**	**-1,118.46**	**-674.06**	**-805.63**

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	41.8%	36.0%	30.0%	25.0%	20.0%
营业利润增长率	36.8%	44.0%	28.8%	23.7%	21.0%
净利润增长率	44.7%	36.6%	29.9%	25.0%	20.2%
EBITDA 增长率	41.2%	46.1%	22.0%	20.3%	19.3%
EBIT 增长率	38.9%	45.2%	28.7%	22.2%	20.8%
NOPLAT 增长率	42.9%	45.7%	24.5%	22.2%	21.6%
投资资本增长率	81.7%	33.0%	-3.4%	-13.7%	0.2%
净资产增长率	64.7%	23.1%	11.8%	13.8%	14.6%
利润率					
毛利率	36.6%	38.2%	38.2%	38.2%	38.1%
营业利润率	18.1%	19.2%	19.0%	18.8%	19.0%
净利润率	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
EBITDA/营业收入	20.6%	22.2%	20.8%	20.0%	19.9%
EBIT/营业收入	18.0%	19.2%	19.0%	18.6%	18.7%
运营效率					
固定资产周转天数	85	98	96	73	57
流动营业资本周转天数	21	28	13	5	2
流动资产周转天数	185	198	163	163	176
应收帐款周转天数	9	13	10	11	11
存货周转天数	19	16	18	17	17
总资产周转天数	337	362	314	276	266
投资资本周转天数	156	173	149	109	84
投资回报率					
ROE	17.1%	20.3%	23.2%	25.1%	26.0%
ROA	11.9%	12.8%	16.7%	17.0%	18.9%
ROIC	44.8%	35.9%	33.6%	42.6%	60.0%
费用率					
销售费用率	8.6%	8.4%	8.4%	8.8%	8.5%
管理费用率	8.9%	9.8%	9.7%	9.9%	9.9%
财务费用率	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%
三费/营业收入	17.4%	18.4%	18.1%	18.5%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	25.2%	30.4%	20.4%	26.3%	22.6%
负债权益比	33.7%	43.6%	25.6%	35.6%	29.1%
流动比率	2.46	1.98	2.69	2.48	3.11
速动比率	2.25	1.83	2.32	2.27	2.78
利息保障倍数	-178.96	118.54	667.79	-94.76	-81.84
分红指标					
DPS(元)	0.35	0.45	0.61	0.75	0.90
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%	2.2%	2.6%

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.72	0.98	1.28	1.59	1.92
BVPS(元)	4.21	4.84	5.49	6.35	7.36
PE(X)	47.89	35.07		21.60	17.97
PB(X)	8.18	7.11	6.27	5.43	4.68
P/FCF	-77.15	69.92	42.32	16.65	18.05
P/S	7.02	5.16	3.97	3.18	2.65
EV/EBITDA	15.56	22.47	17.98	14.33	11.62
CAGR(%)	31.2%	24.5%	36.7%	31.2%	24.5%
PEG	1.53	1.43		0.69	0.73
ROIC/WACC	4.27	3.42	3.21	4.06	5.72
REP	1.34	2.66	2.87	2.52	1.73

资料来源：贝格数据，财富证券

此报告仅供内部客户参考请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%－15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%－5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%－5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438