

索菲亚 (002572.SZ)

定制衣柜龙头，百亿起点再启航

买入

核心观点

公司概况：定制衣柜龙头，发展全渠道多品牌全品类。索菲亚始创于 2001 年，系我国定制衣柜领域开创者。逐渐形成覆盖定制家居全品类的产品矩阵。渠道流量入口多元化布局，线下零售开设终端门店逾 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，铺设零售/大宗/整装/线上全渠道。旗下拥有索菲亚/司米/华鹤/米兰纳四大品牌，覆盖高/中/大众全方位消费档次。以大家居为战略，以“全渠道、多品牌、全品类”为发展目标。生产端建设全国 7 大生产基地，拥有亚洲先进的工业 4.0 车间。管理架构上通过扁平化组织结构提升管理效率，打造数字化、智能化中后台。

行业分析：规模增速放缓分化趋势渐显，渠道和品类趋向多元化。2020 年我国定制家居市场规模达到 3811 亿元，2016-2020 年复合增速为 17.8%，2021 年至今，随住宅销售和竣工量不断下滑，家具市场规模增速持续放缓。竞争格局分散，2019 年定制橱柜 CR5 为 16%；定制衣柜 CR5 为 35%。行业未来发展动能在于：1) 动力转换：存量房时代行业驱动力由地产后周期转向需求驱动；2) 泛家居行业融合竞争：对公司全方位综合实力要求提升，企业通过产品和渠道的多元化布局发力，龙头优势与分化趋势更加明显。

竞争力成长性分析：内核实力强劲，战略调整后再启航。渠道力方面，零售渠道核心品类店数、店效较高；经销商管理考核标准趋严，赋能效果显现，大商依赖程度下降、中小商保持扩张和成长；客单价在整家战略下显著提升；渠道多元化布局，整装渠道与大型装企建立深度合作。**品牌力方面**，以品牌为导向全面实行大家居战略，各品牌定位精确，品牌矩阵完善，品牌热度与知名度高。**产品力方面**，优势品类带动全屋品类发展，成长空间大；产品内外兼修，风格系列丰富满足多元审美需求，产品品质精益求精；价格带广，子品牌定价区隔明显，客群覆盖面广，套餐性价比；拥有七大生产基地，供应链、数字化能力领先。**成长性方面**，公司通过**战略、渠道、管理等方面变革**，管理能力和终端运营能力持续优化，客单价和盈利能力增长可期。

风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好公司战略调整后长期增长空间，维持“买入”评级。我们看好索菲亚的内核实力和市场领先地位，以及持续深化“全渠道、多品牌、全品类”的大家居发展战略下客单价和盈利能力的成长性。维持对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年的净利润分别为 11.5/13.74/16.3 亿元，同比增速 838.4%/19.4%/18.7%。我们维持“买入”评级，下调合理估值区间至 19.6~22.6 元，合理估值对应 2023 年 13~15xPE。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,353	10,407	11,582	13,452	15,310
(+/-%)	8.7%	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%
净利润(百万元)	1192	123	1150	1374	1630
(+/-%)	10.7%	-89.7%	838.4%	19.4%	18.7%
每股收益(元)	1.31	0.13	1.26	1.51	1.79
EBIT Margin	16.8%	12.8%	12.4%	12.7%	13.1%
净资产收益率(ROE)	19.5%	2.2%	18.3%	19.5%	20.5%
市盈率(PE)	11.4	111.1	11.8	9.9	8.4
EV/EBITDA	10.4	11.8	10.6	9.2	8.1
市净率(PB)	2.22	2.41	2.17	1.94	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

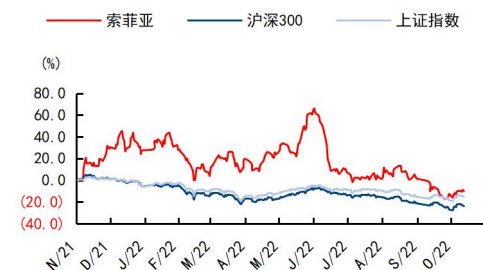
轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.60 - 22.60 元
收盘价	14.93 元
总市值/流通市值	13616/9540 百万元
52 周最高价/最低价	28.39/13.46 元
近 3 个月日均成交额	278.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《索菲亚 (002572.SZ) - 第三季度收入增长 7%，客单价显著提升》——2022-10-29
- 《索菲亚 (002572.SZ) - 上半年收入增长 11%，整装和新品牌快速增长》——2022-09-01
- 《索菲亚 (002572.SZ) - 2022 一季度营收增长稳健，多品牌矩阵品类扩充逐步落地》——2022-04-29
- 《索菲亚 (002572.SZ) - 收入稳增长，全面实行大家居战略》——2022-04-13
- 《索菲亚-002572-2013 年上半年业绩快报点评：成长动力充沛》——2013-07-22

内容目录

公司概况：柜类专家，我国定制衣柜开创者	7
业务分析：定制衣柜领导者，发展全渠道多品牌全品类	7
七大制造基地覆盖全国，数字化建设提升核心竞争力	8
发展历史：开创我国定制衣柜先河，首家定制家居上市企业稳步前行	11
股权结构：股权相对集中，组织架构扁平化	13
财务分析：2021 收入增长重回快车道，剔除短期坏账影响盈利能力稳定	16
行业分析：规模增速放缓分化趋势渐显，流量粉尘化时代渠道变革带来整合机遇	21
产业与价值链条：定制家居位于装修中期环节，服务属性强	21
市场规模与竞争格局：整体增速放缓，集中度逐渐提升	23
动力转换：行业驱动力由地产后周期转向需求驱动	25
渠道变革：渠道与商业模式变化带来行业整合机遇	26
竞争力成长性分析：内核实力强劲，战略调整后再启航	34
渠道力：零售渠道管理精细化，多元化渠道布局发力	34
品牌力：品牌矩阵完善，以品牌为导向全面实行大家居战略	45
产品力：优势品类带动全屋品类发展，产品内外兼修价格带丰富	49
成长性：整家战略下客单价增长可期，管理精细化助力终端优化	60
盈利预测	66
假设前提	66
未来三年业绩预测	68
盈利预测情景分析	68
估值与投资建议	69
绝对估值：19.7~22.4 元	69
相对估值：19.6~22.6 元	70
投资建议	70
风险提示	71
附表：财务预测与估值	73
免责声明	74

图表目录

图 1: 索菲亚四大品牌系列.....	7
图 2: 索菲亚产品空间分类.....	7
图 3: 索菲亚产品收入占比.....	8
图 4: 索菲亚渠道收入占比.....	8
图 5: 索菲亚生产基地布局.....	9
图 6: 索菲亚数字化智能化发展历程.....	10
图 7: 索菲亚 4.0 智能工厂.....	11
图 8: 索菲亚发展历史.....	12
图 9: 索菲亚股价与估值复盘.....	13
图 10: 索菲亚股权结构（截至 2022 三季度末）.....	14
图 11: 索菲亚组织架构.....	14
图 12: 索菲亚营业收入及同比增速.....	16
图 13: 公司品类营收占比.....	17
图 14: 公司品类营收增速.....	17
图 15: 公司渠道营收占比.....	17
图 16: 公司渠道营收增速.....	17
图 17: 相关公司营业收入（亿元）.....	17
图 18: 相关公司营业收入同比增速.....	17
图 19: 索菲亚归母净利润及同比增速.....	18
图 20: 相关公司净利润（亿元）.....	18
图 21: 相关公司净利润同比增速.....	18
图 22: 相关公司毛利率.....	19
图 23: 相关公司净利率.....	19
图 24: 公司品类毛利率.....	20
图 25: 公司渠道毛利率.....	20
图 26: 索菲亚各项费用率.....	20
图 27: 索菲亚存货/应收/应付账款周转天数.....	21
图 28: 索菲亚 ROE 及 ROIC.....	21
图 29: 装修工程复杂且冗长.....	22
图 30: 装修涉及供应主体多.....	22
图 31: 定制家居价值链.....	23
图 32: 中国定制家居行业市场规模.....	24
图 33: 中国定制家居市场渗透率.....	24
图 34: 2018 年头部定制家居公司市场份额.....	24
图 35: 2019 年定制橱柜行业竞争格局.....	25
图 36: 2019 年定制衣柜行业竞争格局.....	25
图 37: 2011~2021 我国住宅销售面积及累计同比（亿元，%）.....	25

图 38: 我国家装行业市场产值及增速 (万亿元, %)	26
图 39: 我国家装市场住宅供给结构 (万套)	26
图 40: 我国精装修相关政策颁布数量及变化	28
图 41: 我国精装房渗透率	28
图 42: 2019 年我国与海外国家精装修率	28
图 43: 我国精装房开盘数及变化 (万套, %)	29
图 44: 部分头部定制企业大宗渠道收入及同比增速 (百万元, %)	29
图 45: 整装与其他装修模式对比	30
图 46: 我国整装行业市场规模	30
图 47: 传统装修与整装区别	31
图 48: “爱空间”用户年龄结构	31
图 49: 用户选择整装服务因素分析	31
图 50: 我国整装市场主流参与者	32
图 51: 索菲亚部分线上平台官方账号	33
图 52: 定制家居行业市场规模测算	34
图 53: 公司渠道营收占比	34
图 54: 公司渠道毛利占比	34
图 55: 索菲亚多渠道模式转换	35
图 56: 相关公司门店数	36
图 57: 相关公司经销商数	36
图 58: 全品类店均提货额 (百万元/店)	36
图 59: 橱柜店均提货额 (百万元/店)	36
图 60: 衣柜店均提货额 (百万元/店)	37
图 61: 木门店均提货额 (百万元/店)	37
图 62: 索菲亚工厂端客单价	37
图 63: 前五名客户销售额占比	38
图 64: 定制品牌柜类产品经销商平均开店数	39
图 65: 索菲亚定制柜类城市门店/收入占比	39
图 66: 头部品牌在家居卖场占据优质位置	40
图 67: 索菲亚 618 促销活动战绩	41
图 68: 索菲亚大宗业务收入及占比 (亿元, %)	41
图 69: 索菲亚与圣都家装合作签约仪式	43
图 70: 索菲亚与星艺装饰合作签约仪式	43
图 71: 索菲亚墙地一体 空间定制项目	44
图 72: 索菲亚与东鹏成立合资公司	44
图 73: 索菲亚整装收入 (亿元)	45
图 74: 索菲亚多品牌矩阵	45
图 75: 家居公司百度指数关键词搜索趋势 (按季度平均)	47
图 76: 百度指数搜索热度地域分布	48
图 77: 索菲亚品牌由衣柜延伸至全屋七大空间	49
图 78: 司米品牌以整体厨房为主延伸全屋空间	50

图 79: 华鹤品牌以高端木门为主搭配其他全屋产品.....	50
图 80: 米兰纳品牌全屋产品.....	51
图 81: 索菲亚开拓墙地一体新赛道.....	52
图 82: 索菲亚各式风格新品系列.....	53
图 83: 康纯板客户及订单占比.....	54
图 84: 索菲亚康纯板纳入国家孕婴童体系.....	54
图 85: 产品集结八大权威认可.....	54
图 86: 2022 年度德国 iF 设计大奖.....	54
图 87: 海纳百穿 5.0&5.0 Pro 精细化收纳系统.....	54
图 88: 索菲亚“39800 元”整家定制套餐发布会.....	58
图 89: 索菲亚生产基地布局.....	58
图 90: 索菲亚率先布局工业 4.0 智能生产线.....	59
图 91: 索菲亚智能化生产流程.....	60
图 92: 索菲亚品牌新 logo 中融入“整家定制”.....	61
图 93: 索菲亚橱柜千城万店“城市合伙人”模式.....	62
图 94: 索菲亚增长逻辑图.....	63
图 95: 索菲亚未来五年分品类规模及市占率.....	64
图 96: 出口平均单价: 胶合板及类似多层板.....	65
图 97: 板材进口价格指数.....	65
表 1: 索菲亚生产基地布局.....	9
表 2: 索菲亚董事会与高管基本情况.....	15
表 3: FY2021 部分公司应收账款及减值损失 (单位: 亿元)	18
表 4: 定制家居品牌经销商盈利情况.....	23
表 5: 我国国家级别精装房相关政策.....	27
表 6: 部分头部定制企业大宗渠道合作伙伴.....	29
表 7: 公司各品牌/品类门店数量.....	35
表 8: 公司各品牌/品类经销商数量.....	35
表 9: 公司各品牌/品类经销商平均开店数.....	38
表 10: 索菲亚与大型装企建立深度合作.....	43
表 11: 定制家居公司整装模式基本情况.....	44
表 12: 公司品牌 2022H1 营收及平均客单.....	46
表 13: 家具公司各平台粉丝数 (单位: 万人) (更新)	48
表 14: 定制品牌衣柜部分产品价格展示.....	55
表 15: 定制品牌橱柜部分产品价格展示.....	56
表 16: 定制品牌木门部分产品价格展示.....	57
表 17: 索菲亚“39800 元”整家定制套餐.....	57
表 18: 各定制家居公司细分品类毛利率.....	65
表 19: 索菲亚盈利拆分.....	67
表 20: 索菲亚盈利预测假设条件.....	67

表 21: 索菲亚盈利预测及市场重要数据.....	68
表 22: 情景分析（乐观、中性、悲观）.....	68
表 23: 公司盈利预测假设条件（%）.....	69
表 24: 资本成本假设.....	69
表 25: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	69
表 26: 可比公司估值.....	70

公司概况：柜类专家，我国定制衣柜开创者

业务分析：定制衣柜领导者，发展全渠道多品牌全品类

索菲亚始创于 2001 年，以定制衣柜起步，系我国衣柜领域开创者和领导者，有“柜类定制专家”的美誉。发展 20 余年，品类逐渐拓展到橱柜、木门、地板等，形成覆盖定制家居全品类的产品矩阵。同时构建多重渠道流量入口，线下零售开设终端门店逾 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，此外铺设大宗、整装、线上全渠道。旗下拥有“索菲亚”、“司米”、“华鹤”和“米兰纳”四大品牌，覆盖高端、中端、大众消费全方位档次，满足不同客群需要。近年来以大家居为战略，以“全渠道、多品牌、全品类”为发展目标，推出全屋定制、整厨定制、整屋木门、整屋墙板、整屋家具、整屋地板和整屋电器 7 大整装品类，以及 8+1 空间整体解决方案。生产端，建设全国 7 大生产基地，拥有亚洲先进的工业 4.0 车间，打造了全方位、垂直一体化“数字化运营平台”，形成集团内相互呼应的产品研发和供应体系，实现纵深渠道全面发展。管理架构上，通过扁平化组织结构提升管理效率，打造出数字化、智能化中后台。

图1：索菲亚四大品牌系列



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

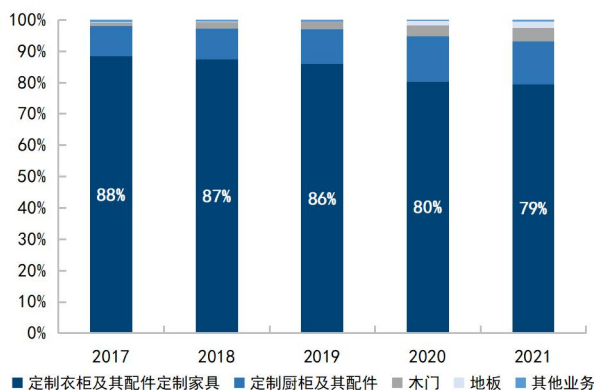
图2：索菲亚产品空间分类



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

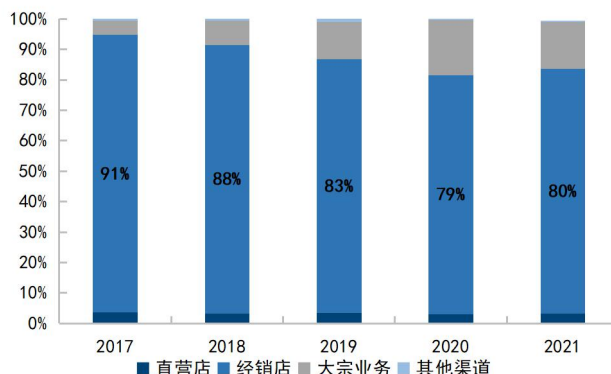
产品端以定制衣柜为主，渠道端经销渠道占八成。从产品结构来看，公司从定制衣柜起步，收入以衣柜为主。近些年来随全品类的打通、柜类定制专家的品牌定位更加深入人心、以及全屋定制和多元渠道的发展，其他品类尤其是橱柜品类收入快速增长，衣柜收入占比有所下滑，从 FY2017 的 88.4% 下降至 FY2021 的 79.5%，橱柜收入占比从 FY2017 的 9.6% 提升至 FY2021 的 13.6%。从销售渠道来看，经销渠道占比最高，但随多元化渠道发展占比有所下滑，近年来从 FY2017 的 91.2% 降至 FY2021 的 80.3%；同时大宗渠道占比快速提升，从 FY2017 的 4.6% 提升至 FY2021 的 15.4%。

图3: 索菲亚产品收入占比



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图4: 索菲亚渠道收入占比



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

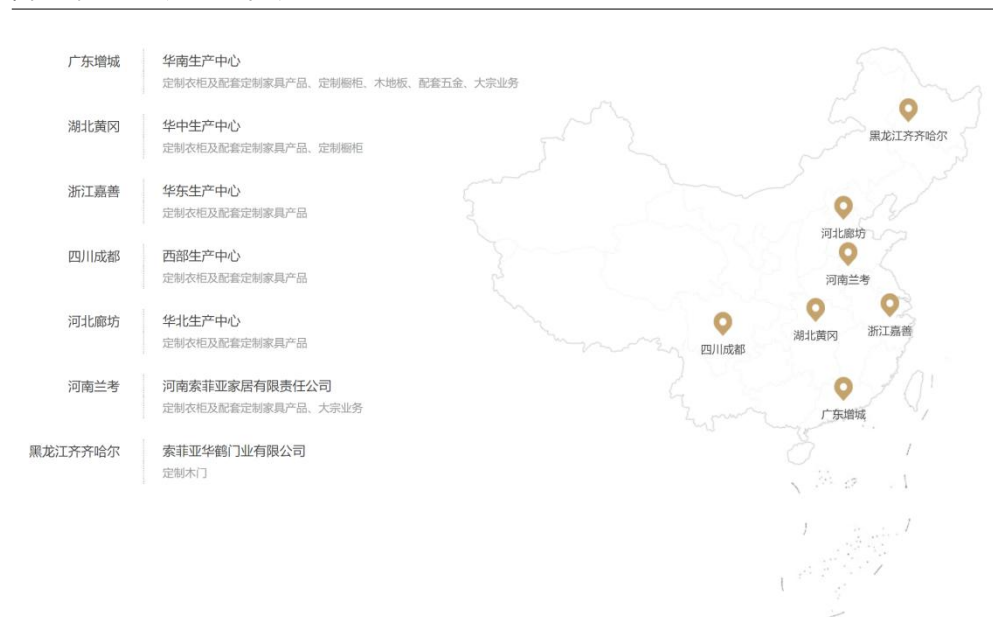
七大制造基地覆盖全国，数字化建设提升核心竞争力

建成七大制造基地，完善全国产能布局。自 2003 年以来，公司在中国东南西北中建成七大制造基地，分别为华南生产基地（增城），华东生产基地（嘉善），华北生产基地（廊坊），西部生产基地（成都），华中生产基地（黄冈），恒大索菲亚家居（兰考），索菲亚华鹤门窗（齐齐哈尔），基本实现了全国化产能布局。其中，定制衣柜及配套家具产品产能依托于华南、华东、华北、西部、华中以及兰考六大生产基地，定制橱柜产能依托于华南生产基地（三期），定制木门主要基于齐齐哈尔哈尔滨基地。基于七大基地，索菲亚基本实现了全国化产能布局。充沛的产能叠加数字化、智能化的柔性生产技术，以及高效的供应链体系，公司在实现生产规模、业务规模、产品品类、sku 扩张的同时，还可以保障交货速度和产品品质。

表1: 索菲亚生产基地布局

区域	位置	开工/投产时间	面积	满产产能
华南	广州增城一期	2003 年 7 月投产	1.75 万 m ²	15 亿产值
	广州增城二、三期	2005 年 1 月投入使用		
	升级改造	2011 年		提升产能达 15 亿产值
	定制家居项目 广州增城宁西工业园 (定制家居智能化工业 4.0 工厂)	2014-2016 年 12 月	119 亩	25 万套定制橱柜及其配套产品/年 生产定制衣柜柜身、趟门、线条百叶、吸塑类、木门类
华东	浙江嘉善一期	2013 年 5 月投产		300 单/天 8 万套定制衣柜及配套家居产品/年 20 万樘门/年 16 万个抽芯/年
	浙江嘉善二期	2013-2020 年	4.5 万 m ²	15 套万套柜身加工生产线及其配套设施/年 150 万张贴面板生产线及其配套设施/年 120 万支百叶、40 万支线条生产线及其配套设施/年 10 万平方米吸塑产品生产线及其配套设施/年
	浙江嘉善三期	2020 年	173.4 亩	30 万扇复合门及配套产品/年 100 万套定制衣柜及配套产品/年 高端智能家具项目, 制造流程全智能化
华北	河北廊坊一期	2013 年 5 月投产	120.364 亩	20 万扇趟门加工生产线及其配套设施/年 8 万件柜身加工生产线及其配套设施/年 16 万件抽芯生产线及其配套设施/年
	河北廊坊二期	2013 年 12 月	1.96 万 m ²	55 万扇趟门加工生产线及其配套设施/年 27 万件柜身加工生产线及其配套设施/年 100 万件抽芯生产线及其配套设施/年
华中	湖北黄冈一期	2018 年 9 月竣工	14.6 万 m ²	110 万套定制衣柜及配套家居产品/年
	湖北黄冈二期	2022 年 6 月公告计划扩产	15.3 万 m ²	35.2 万套定制柜类及配套家居产品
西部	四川崇州	2017 年	12.52 万 m ²	50 万套定制衣柜及配套家居产品/年
其他	河南兰考	2017 年	10.17 万 m ²	34 万套定制衣柜及配套家居产品/年
	河南兰考	2020 年		12 万套衣柜、10 万套橱柜、16 万套镜柜/年 2020 年产值 4.5 亿元
	黑龙江齐齐哈尔	2017 年	近 7 万 m ²	30 万樘木门产品生产线/年

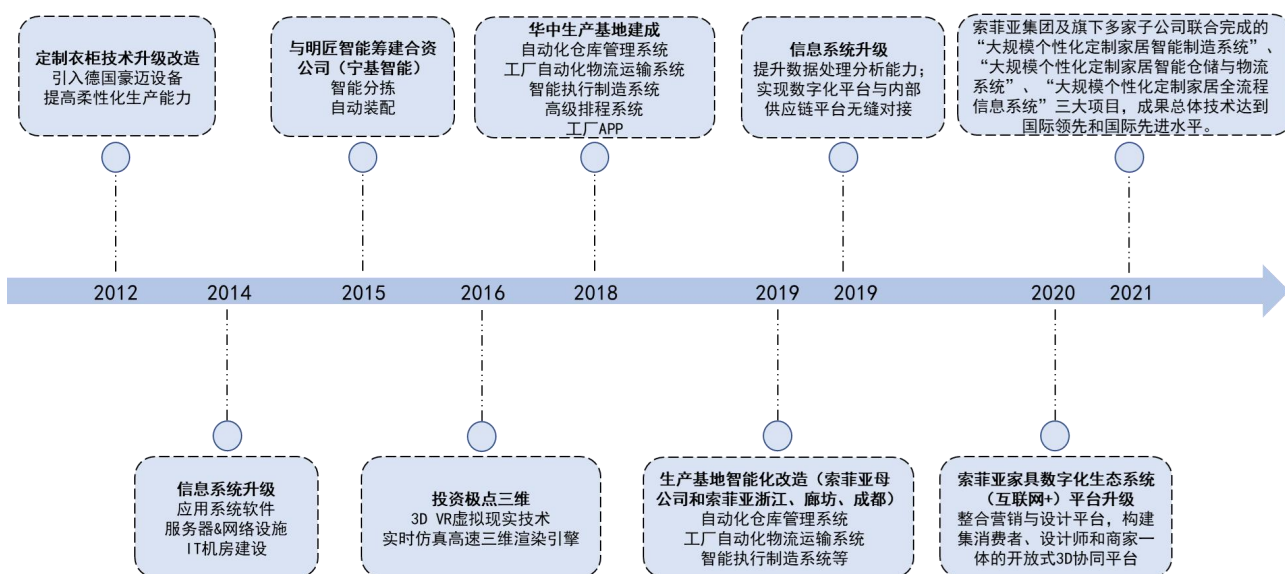
资料来源: 公司公告, 公司财报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图5: 索菲亚生产基地布局


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

长期深耕数字化建设，提高效率打造品牌核心力量。索菲亚是定制家居行业内最早做数字化转型的公司，生产模式由“单个订单逐个生产”转变为“标准件+非标件”再到“全柔性化生产”，始终走在行业前列。自2014年，公司成立IDC信息与数字化中心，索菲亚正式开启数字化、智能化创新改革。IDC与2016年成立的宁基智能、极点三维共同成为索菲亚信息化和数字化的三驾马车，为企业长期数字化战略实施保驾护航。目前，索菲亚已组建了研发、营销、智能制造、服务4大平台，打造X-PLAN、DIYHome、4.0智能车间、智能仓储和物流、客户服务系统CSP等10大系统，用科技破解运营痛点。通过虚拟系统信息与物理系统的深度融合，智能化工厂从销售前端的设计、报价、下单，再到后端生产的贴面、开料、封边、打孔、分拣、包装、入库等，整个生产流程全自动无缝贯穿，极大降低失误率，大大缩短每批板件的生产周期，加快物流运转，实现高度灵活的个性化、数字化生产。自2018年代表着索菲亚生产水平最高号称未来工厂的黄冈基地投产后，公司工厂对经销商的平均交货周期能达到7~12天左右，首次打破定制行业普遍面临的产能瓶颈。现在，公司能最大范围的贴近市场和消费者，具有产品交付周期短、准确率高、返修率低等优势，为前端的销售提供了强大的供应链保障，整体中后台水平遥遥领先行业。

图6：索菲亚数字化智能化发展历程



资料来源：公司公告，公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

图7：索菲亚 4.0 智能工厂



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

发展历史：开创我国定制衣柜先河，首家定制家居上市企业稳步前行

索菲亚品牌源自法国。2001 年，公司创始人江淦钧引入法国衣柜品牌 SOGAL，开创了中国定制衣柜时代，并于 2003 年成立宁基有限（索菲亚前身）。2004 年宁基有限与 SOGAL 合资成立广州索菲亚公司，2009 年更改为合资公司，2011 年成功在深圳证券交易所挂牌上市，成为了国内首家上市的定制家居企业。最初公司以定制衣柜业务为主，从 2013 年开始布局大家居战略，扩大产能和品类布局，2014 年后扩展橱柜、木门等业务，合资设立“司米”、“华鹤”品牌，同时陆续建立起 7 大生产基地和数字化、智能化制造平台。2020 年品牌战略升级为“柜类定制专家”，2021 年品牌定位从“柜类定制专家”升级为“衣柜|整家定制”，并正式发布“整家定制”战略。经过多年的发展，索菲亚逐渐明确自己的品牌定位，践行大家居，坚定不移执行“全渠道、多品牌、全品类”战略。

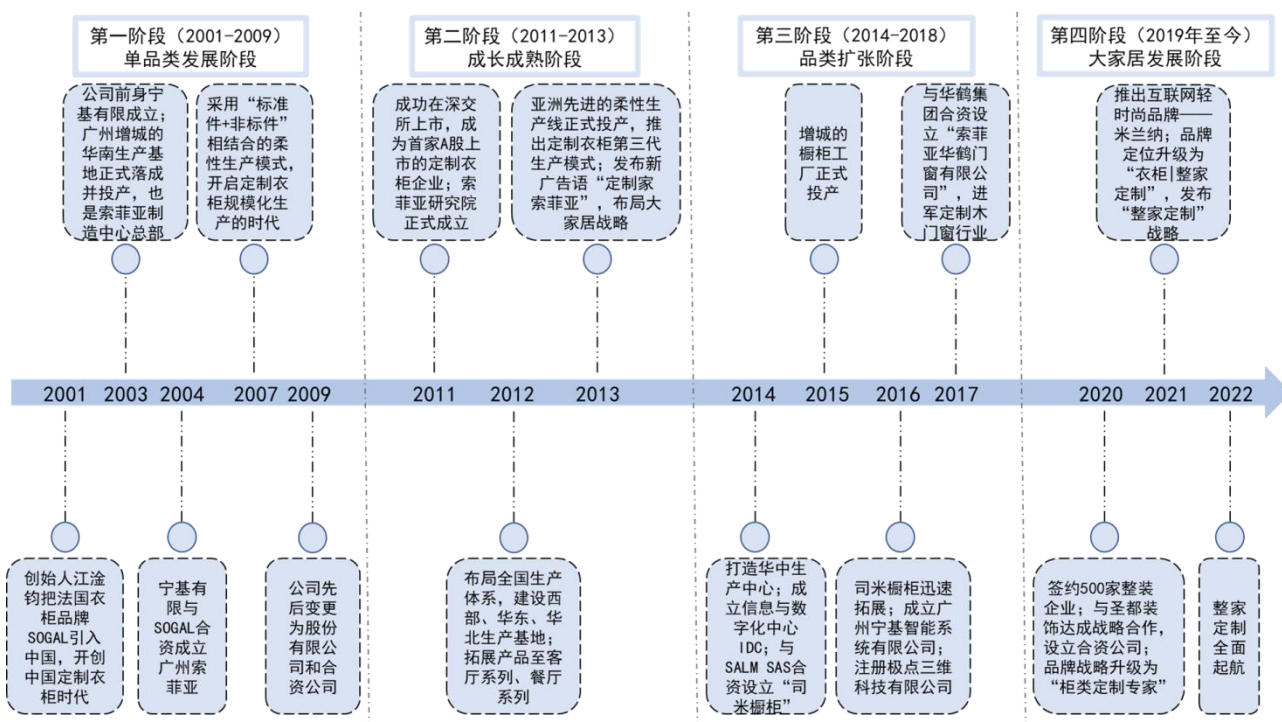
1、第一阶段（2001-2009）单品类发展阶段。2001 年，公司创始人江淦钧将法国衣柜品牌 SOGAL 引入中国，率先提出“定制衣柜”概念，产品开始在中国区销售，开创了中国定制衣柜时代。2003 年公司前身宁基有限成立，同年位于广州增城的华南生产基地正式落成并投产，依据国际化标准建立实验室管理体系，成立索菲亚中心实验室。2004 年宁基有限与 SOGAL 合资成立广州索菲亚，构建双方五金联合采购平台，并于上市前宁基购回剩余股份。2007 年，公司启用“标准件+非标件”的生产模式，实现定制衣柜规模化生产。2009 年，公司先后变更为股份有限公司和合资公司。这一阶段索菲亚专注于定制衣柜制造。

2、第二阶段（2011-2013）成长成熟阶段。2011 年 4 月 12 日，公司在深交所上市，成为首家 A 股上市的定制衣柜企业。同年索菲亚研究院正式成立，助力公司产品研发，这一年公司快速发展，年销售额突破 10 亿大关，全国专卖店达到 800 家。2012 年，索菲亚投资设立索菲亚家居（成都）有限公司、索菲亚家居（浙江）有限公司、索菲亚家居（廊坊）有限公司，成立西部、华东、华北生产中心，扩大生产规模和产能。2013 年，索菲亚推出定制衣柜第三代生产模式，亚洲先进的柔性生产线正式投产，制造能力全面升级。同年 7 月发布新广告语“定制家 索菲亚”，布局大家居战略。自此索菲亚从定制衣柜品牌，开始向大家居品牌进发。

3、第三阶段（2014-2018）品类扩张阶段。2014年5月，公司投资设立索菲亚家居湖北有限公司，打造华中生产中心，同年6月成立信息与数字化中心 IDC，倡导并推行信息化、智能化的创新变革，同时与 SALM SAS 合资设立“司米橱柜”，进入橱柜领域。2016年，成立广州宁基智能系统有限公司，投资极点三维科技有限公司，推进定制家居智能化。截止2016年底，司米橱柜拥有经销商接近400家，独立的经销商专卖店达600家，实现营业收入4.18亿元。2017年，公司与定制门窗行业的代表企业华鹤集团合资设立“索菲亚华鹤门窗有限公司”，进军国内定制木门窗行业。2018年，公司建立的拥有自主知识产权、符合工业4.0标准的“未来工厂”在黄冈首次亮相并正式投产，该车间可以实现板件生产全程连通，板材不落地，首次打破定制行业普遍面临的产能瓶颈。

4、第四阶段（2019年至今）大家居发展阶段。2019-2020年，公司整装业务快速布局，完成500家整装企业签约计划，并与圣都装饰达成战略合作，设立合资公司，实现深度绑定。2020年3月，公司品牌战略升级为“柜类定制专家”，携手环保板材商开启康纯板无醛环保行动，迈入定制家居行业的环保新标准时代。2021年，公司推出互联网轻时尚品牌——米兰纳，同年12月，升级品牌定位为“衣柜|整家定制”，并正式发布“整家定制”战略。自此，公司整家定制全面启航，在2022年重磅推出39800整家定制套餐，推出全屋定制、整厨定制、整屋木门、整屋墙板、整屋家具、整屋地板和整屋电器7大整装品类，8+1空间整体解决方案，并且独创“把刚需当赠品，免费送橱柜”的创新玩法。

图8：索菲亚发展历史



资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

公司上市十余年，业绩和估值变化与地产景气度、地产政策调控、行业发展阶段以及公司自身发展状况都密切相关。2021年公司大宗业务受到恒大事件冲击，叠加地产链景气度下行，公司业绩和估值降至低位。具体来看：

1) 2011-2012年（估值中位，业绩增速中位，地产增速中位），公司作为定制家居龙头股上市，处于单品类成熟阶段，依靠传统核心的定制衣柜业务成长较快，

但业绩增速逐渐下滑，PE 估值区间在 17-27x。

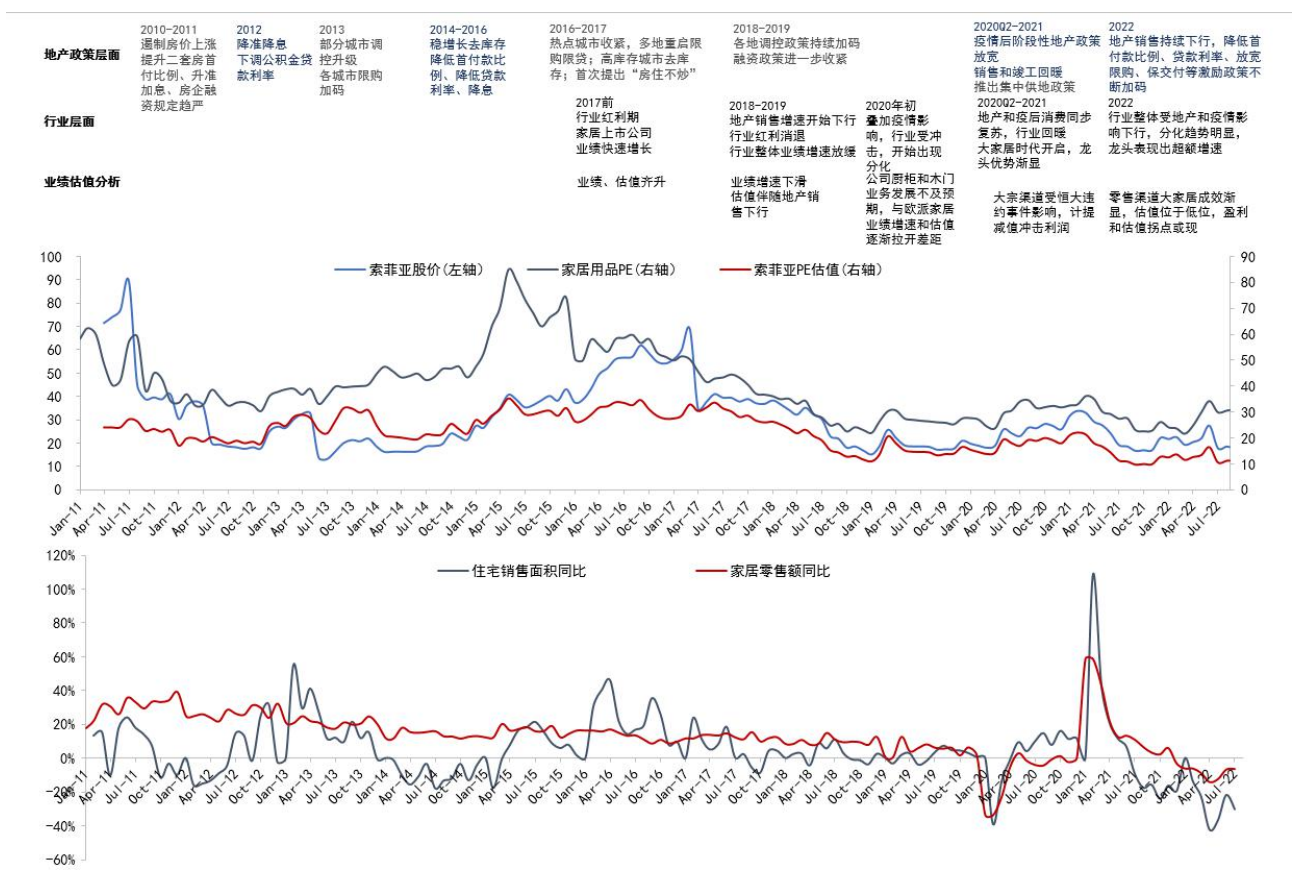
2) 2013-2018H1 (估值中高位，业绩增速高位，地产增速中高位)，公司开启品类扩张阶段，同时房地产行业高景气，家居行业处于发展红利期， β 和 α 叠加使得 2013-2017 年公司业绩、估值齐升，PE 估值区间在 21-34x。

3) 2018H2-2020 年初 (估值中低位，业绩增速低位，地产增速中位)，公司开启大家居发展阶段，但受到行业红利消退，公司厨柜、木门业务发展不及预期，一方面业绩增速下滑，逐渐与欧派家居拉开差距；另一方面，估值震荡下行，2018H2 至 2020 年底，PE 估值从 20x 下滑至 14x；

4) 2020Q2-2021H1 (估值中位，业绩增速低位上行，地产增速高位)，开始随疫情复苏，消费行业估值整体有所提升，收入增速提升，公司估值最高回升至 22x；

5) 2021H2 至今 (估值低位，业绩增速中位，地产增速低位)，由于大宗业务冲击以及地产周期下行，市场预期悲观，估值区间回落至 10-16x。当前估值位于历史低点，2022 年公司整家业务发力抵御行业下行周期，超额增速下盈利和估值拐点或现。

图9：索菲亚股价与估值复盘

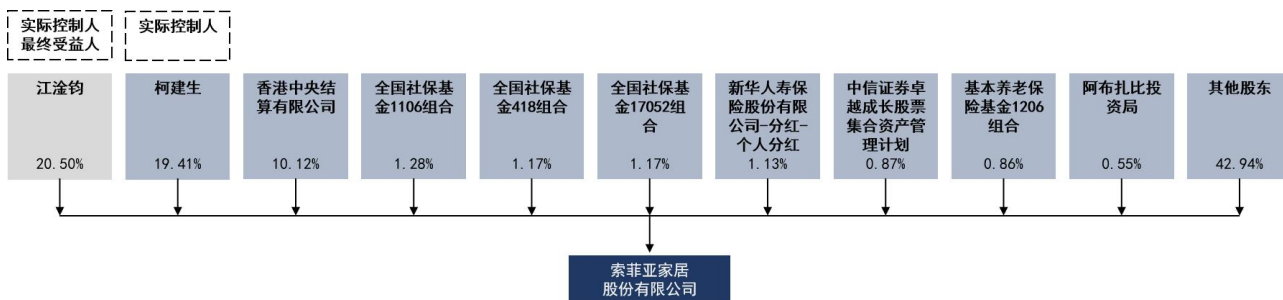


资料来源：wind，公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

股权结构：股权相对集中，组织架构扁平化

股权较为集中。截至 2022 年三季度末，公司共同控股股东和实际控制人江淦钧、柯建生直接持股 39.91%，江淦钧先生和柯建生先生两人因关系良好、志向相投，其在 90 年代开始一直保持合作关系并共同创业。其两人于 2003 年共同设立宁基有限，并一直在公司的管理上各司其职。公司股权结构稳定，决策执行力较强。

图10：索菲亚股权结构（截至 2022 三季度末）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

组织架构扁平化，提升管理效率。2020 年，公司完成多品牌矩阵的规划和初步的布局，四大品牌、全品类、全渠道运营。为实施公司发展规划，实现组织高效运行，公司进行了组织变革，实行业务部管理机制，成立了索菲亚柜类定制事业部、司米橱柜事业部、木门事业部、工程事业部、直营整装事业部、米兰纳事业部六大事业部，其他职能中心以矩阵架构赋能六大事业部。

图11：索菲亚组织架构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

公司高管团队调整，引入职业经理人，重视人才组织培养。2021 年 9 月，索菲亚新一届董事会涉及多位高管岗位调整，董事长仍由江淦钧先生担任，王兵出任公司总经理，负责集团整体运营；杨鑫出任副总经理负责零售事业部（2022 年 7 月公告离职）；吕先红出任副总经理负责工程事业部管理工作；陈炜出任公司副总经理，负责制造中心、质量中心以及宁基智能管理工作；黄毅杰出任公司董事会秘书兼财务总监。

2022 年 7 月 11 日，索菲亚宣布刘志超加入并担任索菲亚零售事业部高级总经理，全面负责索菲亚零售事业部的运营和日常管理工作，直接向集团总裁王兵总汇报。总裁王兵于 1976 年 11 月出生，2014 年 1 月加入索菲亚，先后担任集团 IT 总监兼制造中心副总经理、信息与数字化中心总经理。在其主导下，索菲亚完成智能制造的超前布局和数字化建设构架的搭建，成为国内定制家具行业“大数据”建设的先驱。

刘志超 2019 年底加入索菲亚华鹤事业部，2020 年带领木门业务增长 50%，突破华鹤三年不增长的瓶颈。2021 年离开后先前往战略合作伙伴贝壳，成为大家居业务负责人，筹建大家居店；后成为索菲亚华南大区经销商。华鹤在刘志超已制定的体系下依然有较好增长。2022 年 7 月刘志超重返索菲亚接任零售事业部负责人。同时，公司重视人才培养，成立了“索菲亚学苑”、“索菲亚黄埔 EMBA 班”等各种内部培训组织，不遗余力的培养自身员工、经销商负责人以及经销商的员工。公司还推出各种激励机制，鼓励员工和管理层积极参与外部培训提升自我。此外，公司大胆创新，大量引入跨界优秀人才，公司内部鼓励各种创新，形成你追我赶的积极氛围。基于“创新/分享”的企业核心价值观，公司多次推出员工股权激励和经销商持股计划，覆盖逾千名员工和近百名优秀经销商。通过与员工、管理层以及合作伙伴们长期并深度的捆绑，实现了公司可持续的长期增长。

表 2：索菲亚董事会与高管基本情况

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
江淦钧	董事长, 董事	2009/6/2	1964	2003 年 7 月至今先后担任公司执行董事, 董事长, 现任公司董事长, 董事, 2014 年起兼任司米厨柜有限公司董事, 2017 年 6 月起兼任索菲亚华鹤门业有限公司董事, 2010 年 7 月起担任全国工商联家具装饰业商会衣柜专业委员会会长, 2021 年 4 月起担任全国工商联家具装饰业商会第五届理事会副会长。
柯建生	董事	2009/6/2	1964	高级工商管理硕士 (EMBA)。2003 年 7 月至今先后担任公司监事, 总经理, 董事, 现任公司董事, 总经理。2014 年起兼任司米厨柜有限公司副董事长以及深圳索菲亚投资有限公司执行董事, 2017 年 6 月起兼任索菲亚华鹤门业有限公司董事, 2018 年 11 月起兼任广州森岭投资有限公司监事。
郭颀	独立董事	2021/9/13	1965	中山大学经济法研究生, 律师, 经济师, 税务师, 无境外居留权。1999 年 9 月起任职于广州方圆至成律师事务所[后改名为“国浩律师(广州)事务所”], 现任国浩律师(广州)事务所律师管理合伙人。目前兼任广州仲裁委员会仲裁员, 广州市天河区工商联会常委。
吉争雄	独立董事	2021/9/13	1963	高级会计师, 注册会计师, 注册税务师, 无境外永久居留权。2009 年至 2011 年获中国证监会聘任为第一、第二届创业板发行审核委员会专职委员。现任广东正中珠江会计师事务所审计业务合伙人。兼任广州润昇管理咨询有限公司董事, 广州明道财务咨询有限公司董事长, 天健会计师事务所管理有限公司监事, 广州广哈通信股份有限公司独立董事, 广州港股份有限公司独立董事, 苏州迈为科技股份有限公司独立董事, 中国注册会计师协会专业委员会委员, 中国成本研究会理事, 广州市高级会计师任职资格评审委员会委员, 广东省高级会计师任职资格评审委员会委员, 华南理工大学 MPAcc 导师。
徐勇	独立董事	2021/9/13	1959	管理学博士, 曾任中山大学广东发展研究院副院长, 现任中山大学管理学院教授, 博士生导师, 广东中大科技创业投资管理有限公司董事长。目前担任上市公司深圳市金新农科技股份有限公司, 广州珠江实业开发股份有限公司独立董事。
王兵	总经理	2021/9/13	1976	索菲亚集成家居有限公司执行董事, 总经理, 广州市宁基贸易有限公司执行董事, 总经理, 深圳索菲亚投资发展有限公司总经理, 执行董事, 广州索菲亚置业有限公司经理, 执行董事, 广州米兰纳家居有限公司经理, 执行董事, 索菲亚圣都家居(浙江)有限责任公司董事长, 广州索菲亚星艺家居有限公司执行董事以及广州极点美家科技服务有限公司执行董事。
吕先红	副总经理	2021/9/13	1971	大专学历。先后任职于顺德陈村职业中学, 美涂士化工集团, 米奇涂料公司以及顶固集创股份公司, 2013 年加入索菲亚家居股份有限公司, 先后担任营销中心副总经理, 营销中心总经理, 索菲亚建筑装饰有限公司总经理, 执行董事。现任索菲亚家居股份有限公司副总经理, 兼任索菲亚建筑装饰有限公司执行董事, 河南索菲亚家居有限责任公司执行董事。
陈炜	副总经理	2021/9/13	1978	工商管理硕士。2001 年 7 月份参加工作, 先后任职于中兵红箭股份有限公司, 中山小榄硬质合金工具有限公司, 2004 年至 2020 年任职于广东美的暖通设备有限公司, 先后任供应链总监, 合肥工厂总经理, 顺德工厂总经理, 印度工厂总经理, 制造副总裁。2020 年 11 月加入索菲亚家居股份有限公司, 现任副总经理职务。
刘志超	副总经理	2022/7/11	-	2019 年底加入索菲亚华鹤事业部; 2021 年离开后先前往战略合作伙伴贝壳, 成为大家居业务负责人, 筹建大家居店; 后成为索菲亚华南大区经销商。2022 年 7 月志超总重返索菲亚接任零售事业部负责人。
黄毅杰	财务总监, 董事会秘书	2021/9/13	1975	会计硕士学位。1998 至 2013 年, 任职于立信会计师事务所, 最高任职高级经理。2013 年至今, 先后担任索菲亚家居股份有限公司结算中心副总经理, 结算中心总经理, 财务总监职务。现任公司财务总监兼董事会秘书, 兼任中山市极点三维电子科技有限公司监事, 索菲亚华鹤门业有限公司监事, 广州索菲亚供应链有限公司监事, 广州索菲亚置业有限公司监事, 深圳索菲亚投资发展有限公司监事, 索菲亚圣都家居(浙江)有限责任公司监事会主席, 广州极点美家科技服务有限公司监事。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

财务分析：2021 收入增长重回快车道，剔除短期坏账影响盈利能力稳定

2021 年收入增长再次进入快车道。2021 年度，公司实现营业收入 104.07 亿元，同比增长 24.6%，增速达到 2018 年以来最高值；FY2016-2021 五年复合增速为 18.1%。得益于大家居战略、整家定制业务的发展，除较为成熟的衣柜、橱柜业务外其他品类收入获得快速增长。1) 衣柜业务为公司核心优势业务，FY2021 规模达 82.7 亿元，历年来占比从 95%以上逐渐下降到 80%左右，近 5 年复合增速为 15%，2018-2020 年增速有所放缓，2021 年在衣柜业务及配套品业务快速增长，同比+23%，增长重回快车道；2) 橱柜业务为公司规模第二大的业务，FY2021 规模为 14.2 亿元，历年来占比从个位数提升至 14%，近 5 年复合增速为 28%，2021 年以来受大宗业务影响，增速有所放缓；3) 木门业务为第三大业务，FY2021 规模为 4.6 亿元，自成立以来近 4 年复合增速为 58%；4) 地板业务 FY2021 规模为 2.0 亿元，近 5 年复合增速为 86%，木门和地板业务，规模小、增速快。

分渠道看，1) 零售渠道增速稳健，FY2021 提速。零售渠道主要包括直营和经销渠道，其中又以经销渠道为主，历年来占比基本在 80%以上，直营渠道占比在 3%-4%，经销和直营渠道近 5 年复合增速分别为 10%和 12%，2021 年有所提速，分别同比+28%和 37%。FY2021 整装业务，包含经销商合作装企以及公司直签装企的整装业务，营业收入达 5.29 亿元，同比 2020 年实现 3 倍增长。2) 大宗渠道从 FY2016-2020，收入快速增长，四年复合增速 86%，2021 年受地产行业及恒大暴雷事件影响，增速下滑，FY2021 同比+7%。

图 12：索菲亚营业收入及同比增速



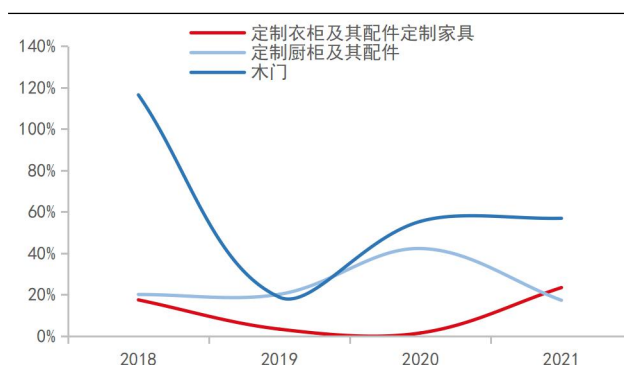
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 13: 公司品类营收占比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司品类营收增速



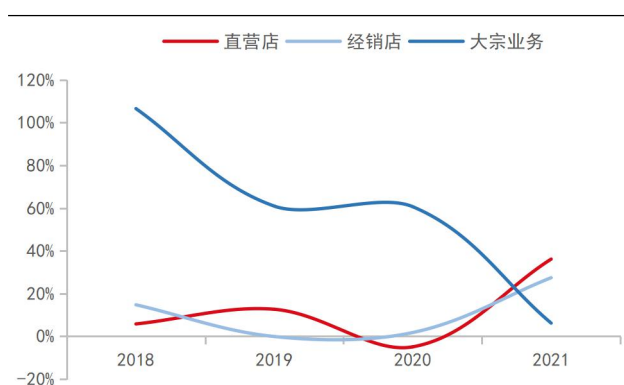
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司渠道营收占比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司渠道营收增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

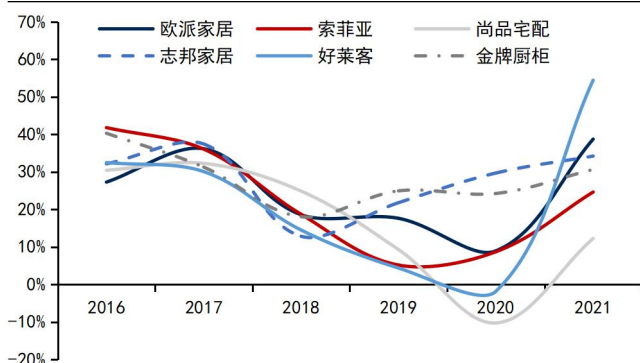
同业对比来看, 欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌橱柜 FY2021 营收分别为 204.42/104.07/73.1/51.53/33.71/34.48 亿元; 同比增长 38.7%/24.6%/12.2%/34.2%/54.4%/30.6%。

图 17: 相关公司营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 相关公司营业收入同比增速

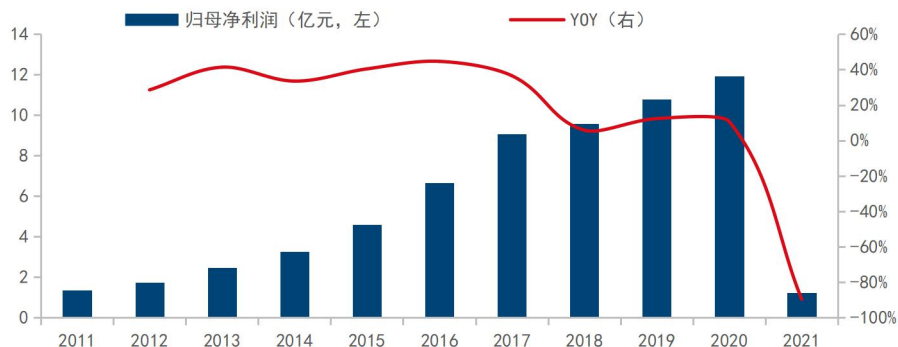


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

净利润受坏账影响短期承压。基于收入增长较快, 盈利能力不断提升, 历年来索菲亚净利润稳步增长, FY2015-2020 五年复合增速为 22.1%, 高于收入复合增速。

2021 年度实现归母净利润 1.23 亿元，较去年同期大幅下滑主要系报告期内公司对应收恒大集团款项计提了单项资产减值准备，合计 9.27 亿元。同期多家家居公司受此事件影响，计提大量坏账，利润端短期承压。

图 19: 索菲亚归母净利润及同比增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

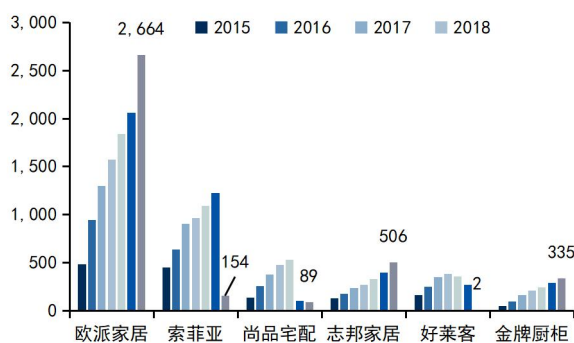
表 3: FY2021 部分公司应收账款及减值损失（单位：亿元）

	应收款项	逾期应收款项	减值损失(2021)	减值损失(2020)	减值损失(2019)
索菲亚	11.85	2.18	9.27	0.33	0.22
皮阿诺	12.22	5.69	10.03	0.15	0.11
好莱客	4.65	1.44	4.37	0.03	0.08
江山欧派	7.14	5.15	1.43	0.81	0.22
我乐家居	4.99	-	4.11	0.17	0.14

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

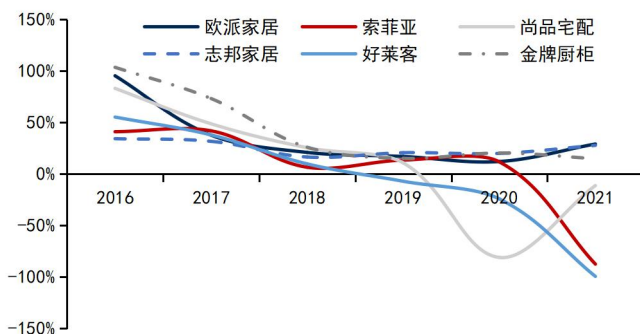
同业对比来看，欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌橱柜 FY2021 归母净利润分别为 26.64/1.54/0.89/5.06/0.02/3.35 亿元；同比 +29.2%/-87.4%/-11.2%/+27.8%/-99.4%/14.9%。

图 20: 相关公司净利润（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 21: 相关公司净利润同比增速



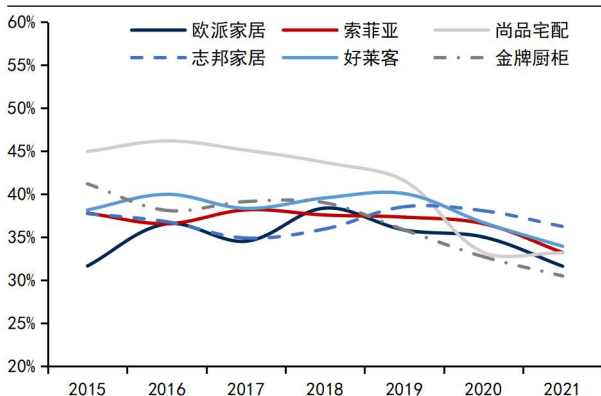
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

毛利率水平基本稳定，2021 年受多因素影响毛利率水平下降。索菲亚毛利率历年来的基本稳定在 37% 左右，其中核心品类衣柜毛利率较高。FY2021 索菲亚毛利率为

33.2%，同比-3.4pp，毛利率下降主要有以下几点原因：1）衣柜外其他低毛利品类收入占比提升；2）2021年下半年，受原材料价格上升影响，公司生产成本上涨，但产品销售价格没有同步进行调整；3）产品SKU短时间内大幅度增加，另外直营整装和米兰纳的运作等多因素叠加导致生产效率降低；4）为推动新业务发展，公司给予经销商大力支持，包括补贴、折扣等。

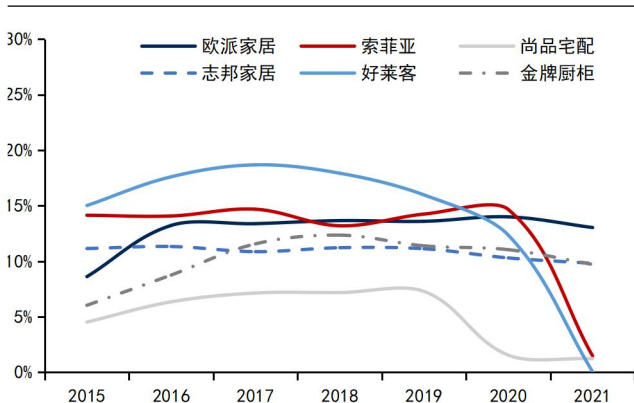
同业对比来看，欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌橱柜 FY2021 毛利率分别为 31.6%/33.2%/33.2%/36.2%/33.9%/30.5%，相较于前两年基本均有所下降，分别同比-3.4%/-3.4%/-0.1%/-1.8%/-2.8%/-2.2%；FY2021 净利率分别为 13.0%/1.5%/1.2%/9.8%/0.1%/9.7%，相较 FY2020、FY2019 基本均有不同程度的下降，索菲亚若剔除恒大事件资产减值的影响，FY2021 净利率为 8.6%。

图 22：相关公司毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

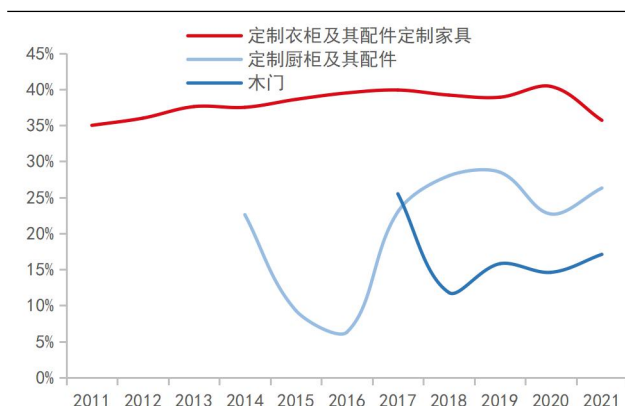
图 23：相关公司净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

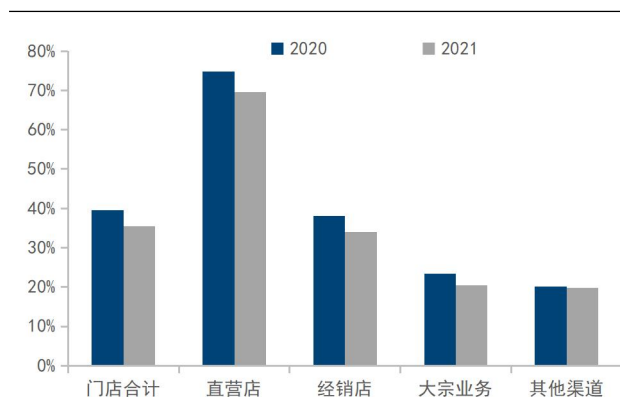
从毛利率拆分来看，分品类来看，衣柜作为索菲亚的核心、优势业务，毛利率始终处于较高水平，大约在 35%~40%。橱柜业务起始于 2014 年合资设立的司米橱柜，木门业务起始于 2016 年合资建设的华鹤木门，此后以“索菲亚”和“华鹤”双品牌运行木门业务，至今为止，橱柜和木门业务毛利率已较为稳定，但与同业此品类运营成熟后的毛利率相比，仍有提升空间。索菲亚 FY2021 衣柜/橱柜/木门业务毛利率分别为 35.7%/26.3%/17.1%，同比-4.7%/+3.6%/+2.6%，衣柜品类毛利下滑主要因配套品占比提升。分渠道来看，直营店/经销店/大宗/其他渠道毛利率分别为 69.5%/34.1%/20.5%/19.8%，同比-5.3%/-4.1%/-2.9%/-0.3%。

图24：公司品类毛利率



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

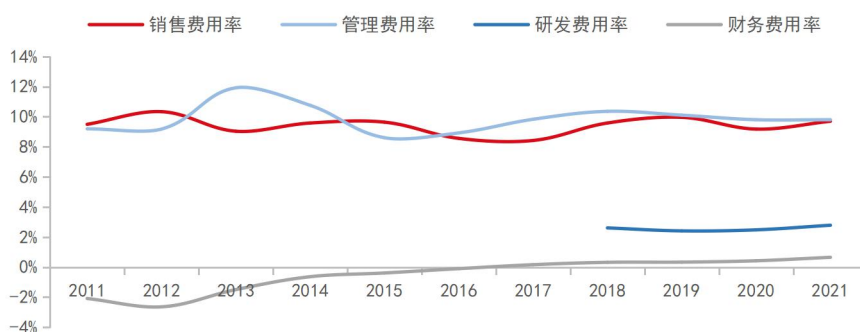
图25：公司渠道毛利率



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

费用端维持稳定投入。费用端历年来都维持在稳定均衡的水平，波动幅度小。FY2021 销售费用率同比+0.5pp 至 9.7%；管理费用率 9.8%，与上年持平；研发费用率同比+0.3pp 至 2.8%；财务费用率同比+0.2pp 至 0.7%。

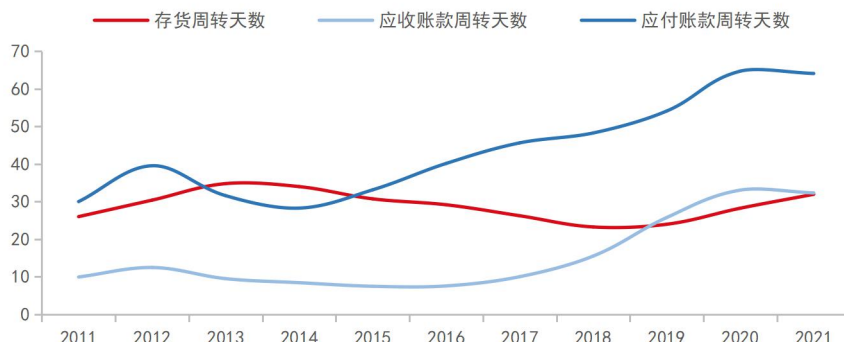
图26：索菲亚各项费用率



资料来源：公司财报，wind，国信证券经济研究所整理

营运效率稳定。基于不断扩充的品类和 sku，得益于供应链管理持续优化，公司存货周转天数始终维持在稳定较低的水平，FY2021 存货周转天数为 32 天，同比增加 3.3 天。从应收账款周转天数来看，受大宗业务发展影响，近年来有所增加，FY2021 应收账款周转天数为 32 天，同比缩短 0.7 天。FY2021 应付账款周转天数 64 天，同比缩短 0.6 天。

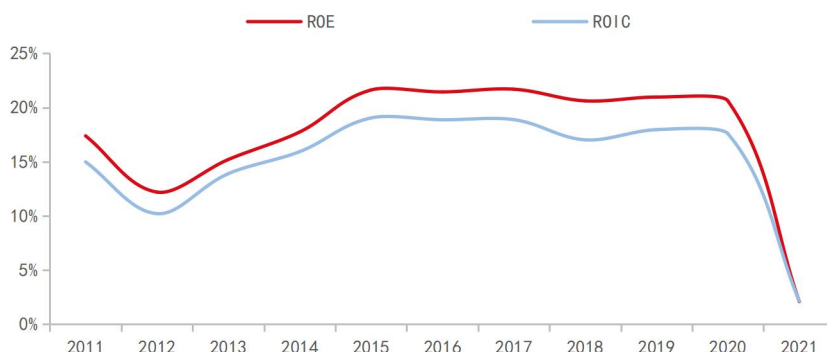
图 27: 索菲亚存货/应收/应付账款周转天数



资料来源: 公司财报, wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 和 ROIC 稳定, 短期受坏账影响大幅下滑。2021 年之前, 公司 ROE、ROIC 稳定且处于业内较高水平, 主要与稳定的盈利水平和营运效率有关。FY2016-2020 的平均 ROE、ROIC 分别为 21.1% 和 18.1%。FY2021ROE 和 ROIC 大幅下滑超十个百分点, 主要系计提减值损失后净利润大幅下滑所致。

图 28: 索菲亚 ROE 及 ROIC



资料来源: 公司财报, wind, 国信证券经济研究所整理

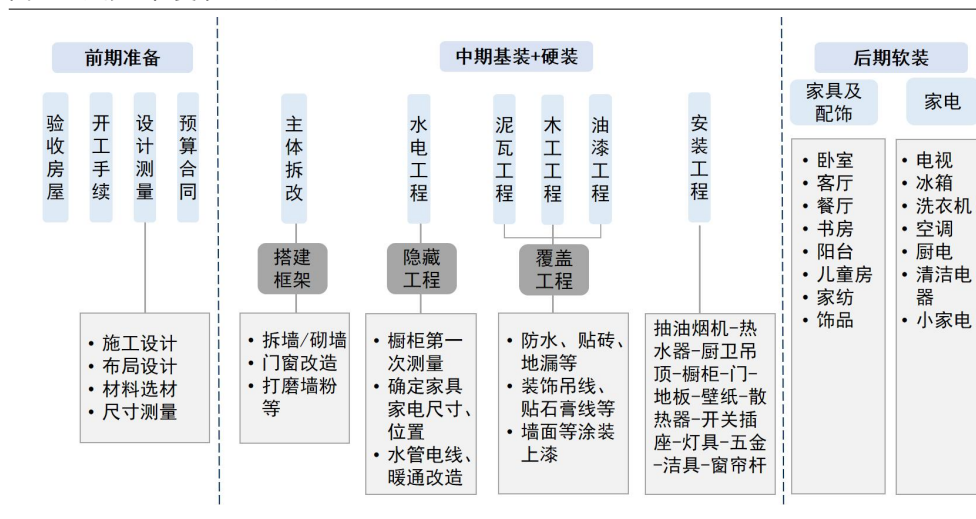
行业分析: 规模增速放缓分化趋势渐显, 流量粉尘化时代渠道变革带来整合机遇

产业与价值链条: 定制家居位于装修中期环节, 服务属性强

装修工程复杂且冗长。家庭装修流程一般分为前期准备、中期基装硬装和后期软装家电。前期准备主要包含测量、设计、报价、选材。中期基装硬装施工, 涉及主体改造、水电隐藏工程、覆盖工程和安装工程, 定制家居即作为硬装在此时进场, 定制家居主要指以定制方式打造的橱柜、衣柜、木门、卫浴等。后期软装家电进场, 软装主要指可以动的、为了满足功能和美观需要、附加在建筑物表面或者室内的装饰物及设置与设备。水电工程一般耗时 5-20 天, 泥瓦、木工等工程与室内面积相关, 约耗时 10-25 天, 后续安装工程约 10-15 天。整个装修流程复杂

且耗时长，每个环节前后承接性强。

图 29：装修工程复杂且冗长



资料来源：齐装网家居，国信证券经济研究所整理

装修涉及供应主体多。在冗长的装修工程中，参与者众多，供应主体主要可以分为以下几类：一是家装公司；二是产品供应商，即建材、家具、家居、家电公司；三是渠道商，线下零售包括经销商、连锁家居卖场运营商、卖场加盟商；线下大宗包括地产商；线上涉及互联网电商、直播平台等。家装行业公司小而分散，缺少有品牌影响力的大公司；产品供应各细分赛道皆拥有知名品牌，例如定制家居行业，大中型上市公司包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜等，基于定制家居非标准化以及产品同质化的特点，行业格局较为分散；渠道层面，各公司拥有自己的经销商体系和 KA 客户，连锁家居卖场的市场格局较为集中，红星美凯龙和居然之家形成两强竞争的格局，市占率合计超过 30.0%。

图 30：装修涉及供应主体多



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

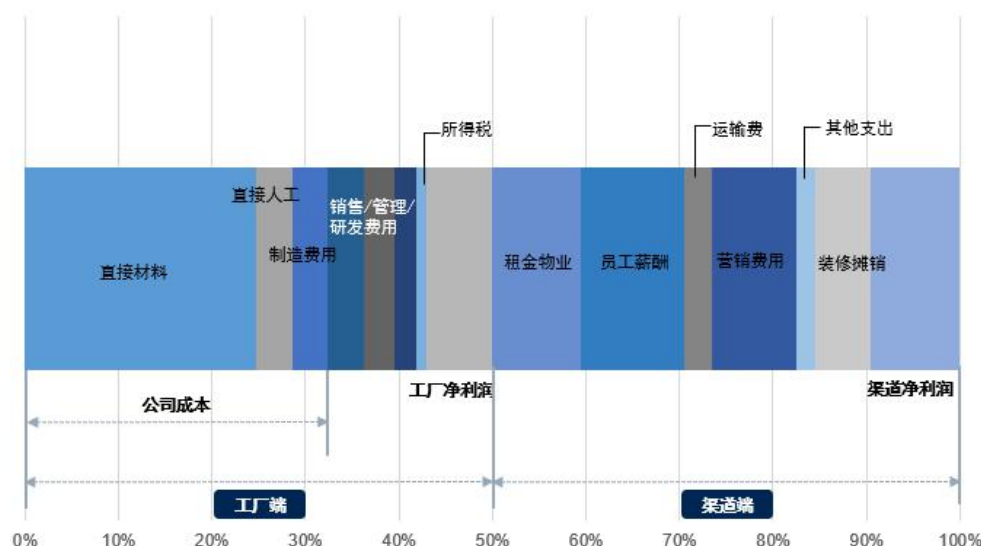
定制家居行业重渠道，主要原因系定制行业具有非标、以销定产的特点，进而导

致一是消费者的购买过程较长，引流、签单、设计、安装、服务全部都需要线下渠道落地执行；二是消费者需求较为复杂，考验渠道的设计、服务能力和运营效率。

定制家居的传统零售渠道包括经销商门店和直营店，其中以经销商为主；传统大宗渠道即公司与地产商达成合作，为精装房提供产品和服务；新兴渠道包括整装和线上渠道。近年来随精装修率的上升，大宗业务快速增长，传统渠道占比逐渐下降。

根据欧派招股书披露，欧派给经销商的结算系数（结算系数=经销商拿货价/终端零售价）与经销商级别有关，大约在 0.5 左右，即按终端零售价算，公司和经销商的收入各占一半。根据价值链测算分析，销售一单产品，经销商享有比公司更大的利润空间，定制企业的净利率大约在 10.0%~14.0%（在价值链中终端零售价是出厂价的两倍，因此占 7.0%，经销商净利率和价值链占比同理），经销商的净利率近 20.0%。

图 31：定制家居价值链



资料来源：公司公告，加盟费查询网，国信证券经济研究所整理

表 4：定制家居品牌经销商盈利情况

	橱柜			衣柜		
	一线城市 (北京)	二线城市 (沈阳)	三线城市 (徐州)	直辖市/省会城市	地级城市	县级城市
月营业额(万元)	28	22	18	22	16	10
毛利润(万元)	10.64	7.92	6.12	9.9	7.04	4.2
毛利率	38%	36%	34%	45%	44%	42%
净利润(万元)	4.3	3.7	3.14	6.12	4.67	2.81
净利率	15%	17%	17%	28%	29%	28%

资料来源：加盟费查询网，国信证券经济研究所整理

市场规模与竞争格局：整体增速放缓，集中度逐渐提升

根据中商产业研究院调查及预测，我国定制家居市场规模于 2020 年达到 3811 亿元，2016-2020 年复合增速 17.8%，近年来增速有所放缓。我国定制家居渗透率不

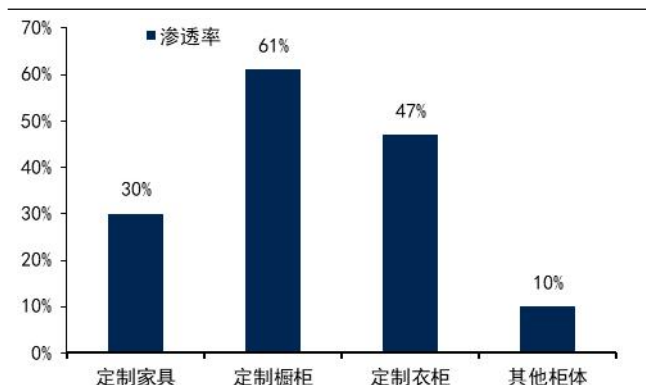
断提升，目前行业整体在 30%，而美韩等发达国家在 60-70%左右，我国仍处于较低水平，有较大的提升空间。不同品类渗透率具有差异，定制橱柜由于起步较早发展时间最长，市场接受度最高，进而渗透率最高，可达 61%；定制衣柜渗透率在 47%，其他柜体为 10%。

图 32：中国定制家居行业市场规模



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

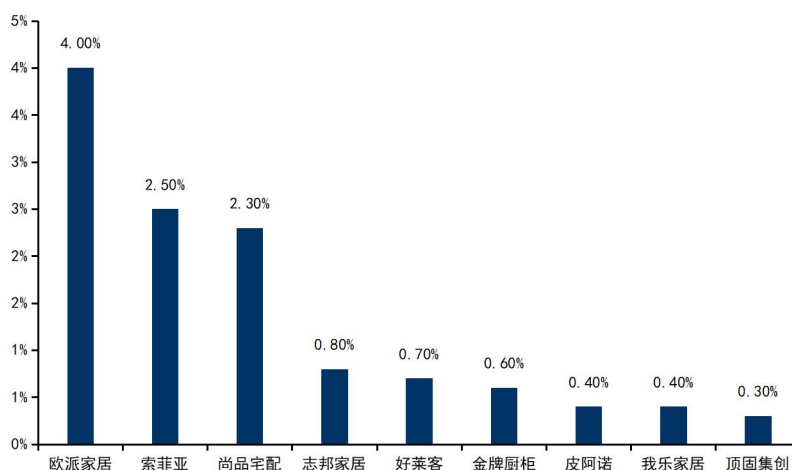
图 33：中国定制家居市场渗透率



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

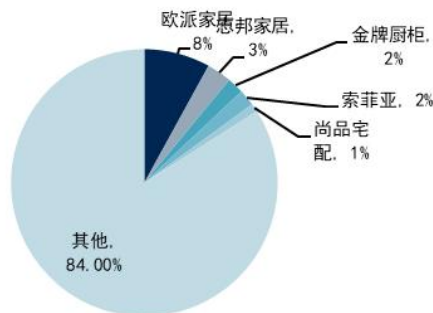
我国定制家居行业具有产品同质化、进入门槛低、品牌区隔不明显的特点，进而造成行业集中度低。根据前瞻产业研究院数据显示，我国定制家居企业市场份额极度分散，2018 年 CR3 仅为 8.8%，CR5 为 10.3%。与海外国家相比具有较大差距，欧洲国家 2015 年 CR5 达 35.0%；韩国 2016 年 CR3 可达 69.0%。细分行业中，定制橱柜和定制衣柜发展较为成熟，行业集中度与行业整体相比较为高。其中定制橱柜以欧派家居为龙头，2019 年欧派市占率为 8.0%，CR5 为 16.0%；定制衣柜相对橱柜来说更加集中，2019 年龙头公司索菲亚和欧派，市占率分别为 13.0%和 10.0%，CR5 为 35.0%。

图 34：2018 年头部定制家居公司市场份额



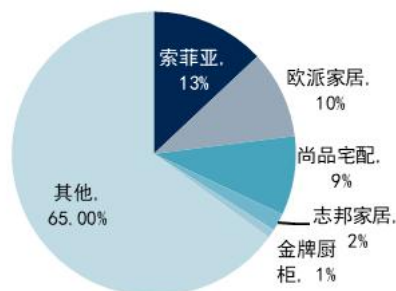
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 35：2019 年定制橱柜行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 36：2019 年定制衣柜行业竞争格局



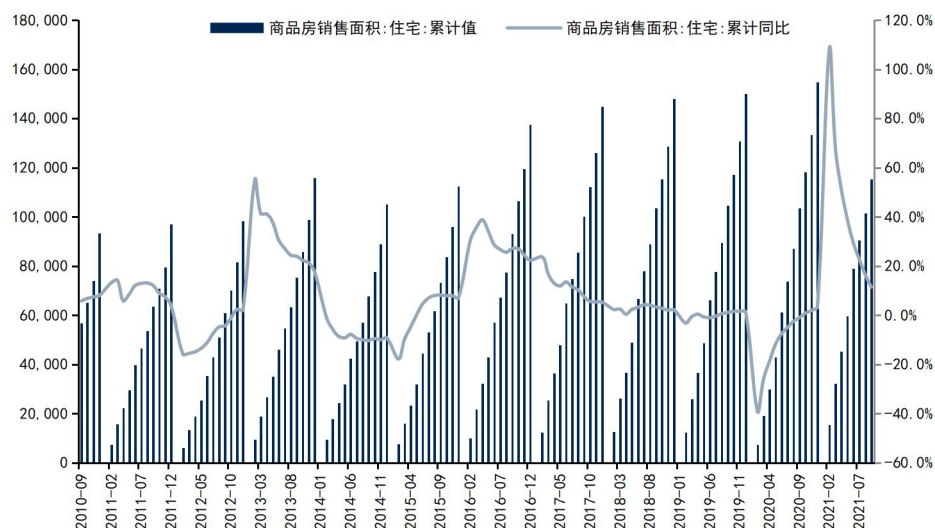
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

随品类拓展、大宗渠道和整装业务的布局，龙头竞争力渐显，未来行业集中度有望进一步提升。基于目前定制行业集中度低的原因，我们认为未来集中度提升的主要驱动力在于产品差异化的形成，具体而言就是龙头企业凭借自身优势，为消费者提供更高质量且更具性价比的产品；同时抓住渠道变革的机遇，通过多渠道布局以及流量前置来更早占领更多客户的心智，进而挤占中小公司市场份额，行业集中度提升。

动力转换：行业驱动力由地产后周期转向需求驱动

过去二十年，家居家具市场发展紧随房地产市场发展变化，行业景气度很大程度上受房地产竣工周期的影响。而目前我国新房购置需求、新房销量已经逐渐趋缓，一二线城市逐渐迈入存量房时代。在我国存量房基数庞大、目前消费主力逐渐过渡到 80 后和 90 后的情况下，旧房翻新需求将逐渐成为零售渠道主要驱动力。

图 37：2011~2021 我国住宅销售面积及累计同比（亿元，%）

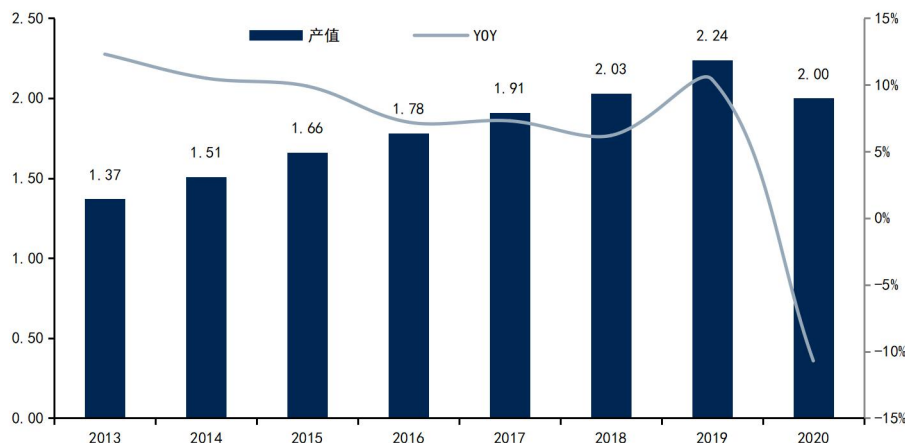


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

根据中国建筑装饰协会数据，2020 年全国家装行业产值受疫情影响同比减少 10.7%，产值约为 2 万亿元；2019 年达 2.24 万亿元，其中精装商品房 8500 亿元，同比+11.8%，占总产值 41.7%；存量房装修产值 6900 亿元，同比+15.0%，占比为

33.8%；毛坯房市场产值 5000 亿元，同比-10.5%，占比为 24.5%。存量房改造市场增速最快，而毛坯房市场萎缩。未来随着存量房规模的迅速扩大，按照平均 7-10 年的再装修周期计算，可以预计，今后存量房改造市场将进一步扩大，且几乎不受房地产市场周期的影响，精装成品房市场、毛坯房市场是存量市场，受房地产周期及政策调控影响较大。

图 38：我国家装行业市场产值及增速（万亿元，%）



资料来源：中国建筑装饰业协会，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

图 39：我国家装市场住宅供给结构（万套）



资料来源：政府官网，国家统计局，奥维云网，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

渠道变革：渠道与商业模式变化带来行业整合机遇

自 2018 年以来渠道变化趋势明显，各定制企业在大宗、整装以及线上渠道布局和发力，2021 年前大宗渠道增速快，占比逐渐提升；目前整装渠道正处于布局和发力期。由于布局时间和综合能力的差异，渠道变革的同时公司间开始出现分化，龙头公司优势渐显。一方面，随精装修渗透率的快速提升，大宗市场增速快，由于大宗规模化、标准化程度高，交付时间短，对服务要求高，所以房地产商倾向于与大公司大品牌合作，一些中小品牌、夫妻店的大宗渠道发展不理想。另一方

面，整装对于公司来说不仅是渠道变革，同时也带来了商业模式的变革。整装对公司综合能力有更高要求，公司品类的多样性、品牌知名度、供应链整合能力、运营效率、信息化程度等因素对整装业务都有影响。目前市面上做整装或全屋定制的公司类型、模式、规模都有较大差异。

● 精装渠道：政策推动精装房渗透率提升，定制家居大宗渠道快速发展

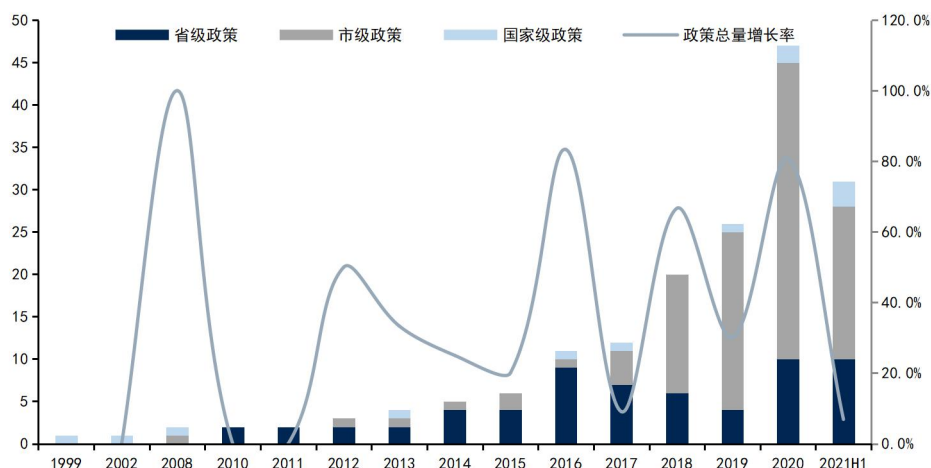
精装房与毛坯房相比，具有成本、环保、安全等多方面优势。自 2016 年起国家推出多项精装房政策，各省市进而推出相关细则，政策推动精装修普及率快速提升。据奥维云网统计，2016 年省、市、国家级政策数量合计增速达 83.3%，2020 年同比增速同样超过 80.0%。各省细则多对精装渗透率制订严格标准，2019~2020 年我国精装渗透率达到 30%以上，据各省目标以及海外国家水平仍有较大差距。

表5：我国国家级别精装房相关政策

时间	部门	内容
1999 年	住房城乡建设部等	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》首次明确指出推广装修一次到位或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。
2002 年	住房城乡建设部	《商品住宅装修一次到位实施导则》鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房，明确全装修内容，规范装修管理、设计、实施等细则。
2008 年	住房城乡建设部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》鼓励各地完善扶持政策，推广全装修房。
2011 年	住房城乡建设部	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》指出，鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013 年	发展改革委 住房城乡建设部	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》提出，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016 年	国务院办公厅	《关于大力展装配式建筑的指导意见》提出，推进建筑全装修，实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
2016 年	住房城乡建设部	《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》提出，完善工程质量验收标准，让全装修有“标”可循。
2017 年	住房城乡建设部	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》提出，全面制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2019 年	住房城乡建设部	《住宅项目规范（意见征求意见稿）》指出，明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置作出明确规定，明确要求卫生间防水耐用须达到 20 年。

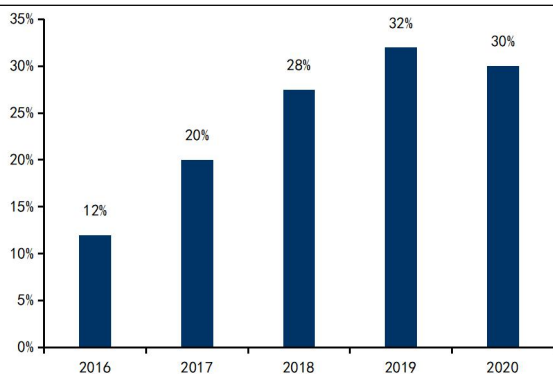
资料来源：政府官网，国信证券经济研究所整理

图 40: 我国精装修相关政策颁布数量及变化



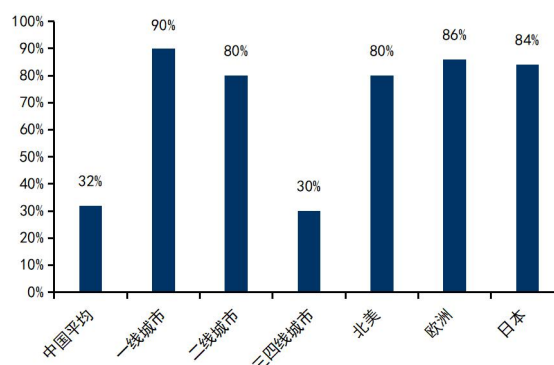
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图 41: 我国精装房渗透率



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图 42: 2019 年我国与海外国家精装修率



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

精装房对于房地产商，批量采购和整体施工，能够享受较低的采购价格和较长的账期，因此房地产商具有较大的推动精装模式的动力。2015 年我国精装房开盘数仅 82.0 万套，2020 年达 325.5 万套，CAGR5 为 31.7%。对于定制家居企业，大宗渠道带来业务增量，近年来部分头部定制公司与各家地产商合作，大宗渠道收入增速显著。但是与房地厂商的合作对公司实力有所要求，头部定制公司中，欧派、索菲亚、志邦、金牌橱柜、皮阿诺抓住了大宗渠道的机会，2020 年大宗渠道收入分别达到 26.82/15.10/11.75/5.93/7.12 亿元，同比+24.1%/60.7%/83.7%/17.4%/10.7%。而尚品宅配、好莱客布局较晚，其余中小型公司与地产商合作难，因此我们预计未来大宗渠道的市场份额相较零售渠道将更为集中。对于**消费者而言**，精装房省心省时。

图 43: 我国精装房开盘数及变化 (万套, %)



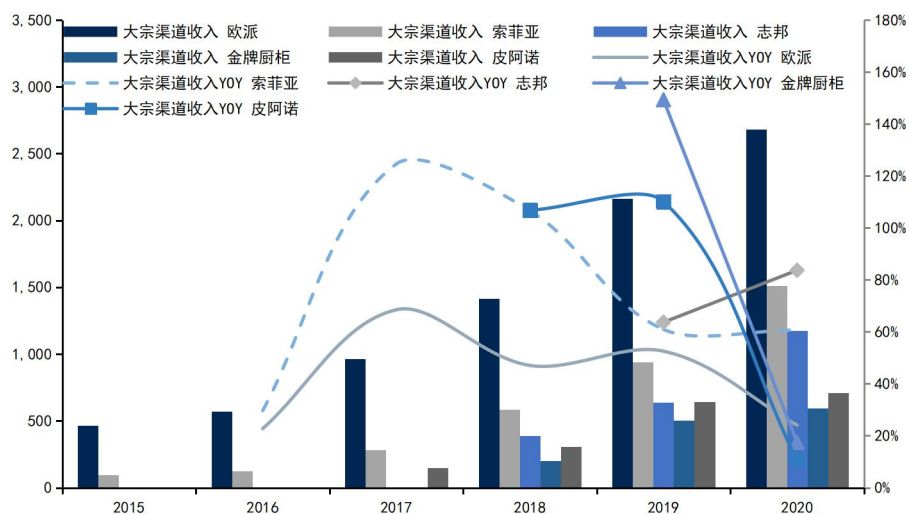
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

表 6: 部分头部定制企业大宗渠道合作伙伴

公司名称	合作伙伴
欧派家居	Top100 地产商里有 50 多家合作, 包括与保利地产、绿城集团、恒大集团、越秀地产、祈福集团、远洋地产、招商地产、绿地集团、融侨地产、当代置业、朗诗地产、中信地产、广州地铁、碧桂园、荣盛地产、荣和集团、凯德置地、中粮集团、中国电建等都达成战略合作, 工程集中度高。
索菲亚	与恒大地产、保利地产、融创地产、招商地产、中南地产、中国金茂等知名地产商建立长期战略合作关系, 与万科地产、绿地集团、中海地产、华润置地等近百家地产公司达成深度合作。
志邦家居	与多家百强头部地产、主板上市公司、地区龙头地产公司合作。百强地产客户占 30%, 前 10 占 60%。其中前五大大宗业务客户分别为中南地产、绿地集团、新城、阳光城。
金牌橱柜	Top100 的 50 多家中每家都有 1-2 个代理商在跟踪, 但没有头部企业客户。
皮阿诺	地产开发商、建筑装饰及其他安装工程类客户。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 44: 部分头部定制企业大宗渠道收入及同比增速 (百万元, %)

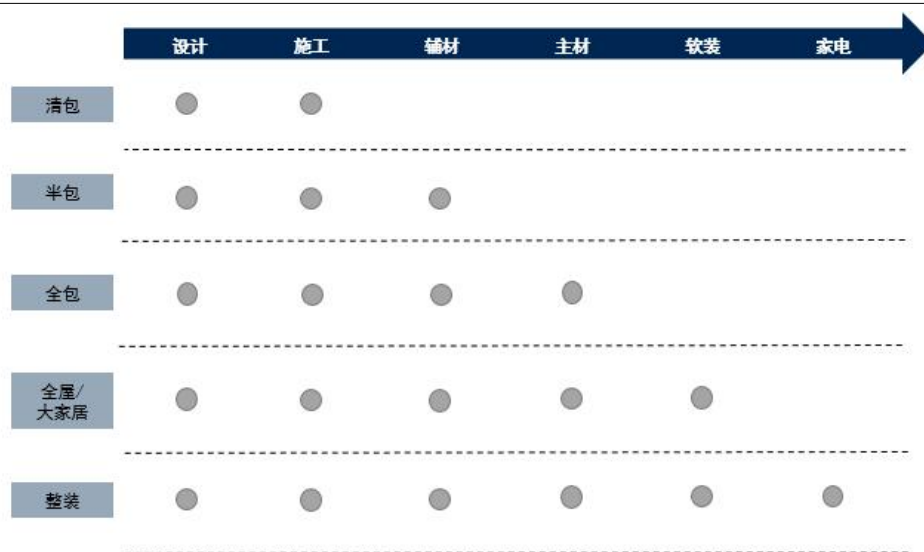


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

● 整装渠道：市场规模大，竞争日渐激烈

整装发展的历史，最早可以追溯到 2010 年前后，尚品宅配做全屋定制开始，随后欧派家居提出大家居战略；再到 2018 年左右整装概念正式出现，各类市场参与者纷纷入局；发展至今已形成多类型市场主体牵头、多模式并存的整装市场，各种模式基本是一市场参与者牵头，与其他家装供应链上的品牌合作，共同为消费者提供从设计、基装、硬装到软装乃至家电的一站式服务，不同公司所做的整装内容存在差异。从 2018 年发展至今，整装市场规模已经翻倍，2020 年整装市场规模为 6798.61 亿元，2021~2023 年行业增速预计在 20.0% 以上。

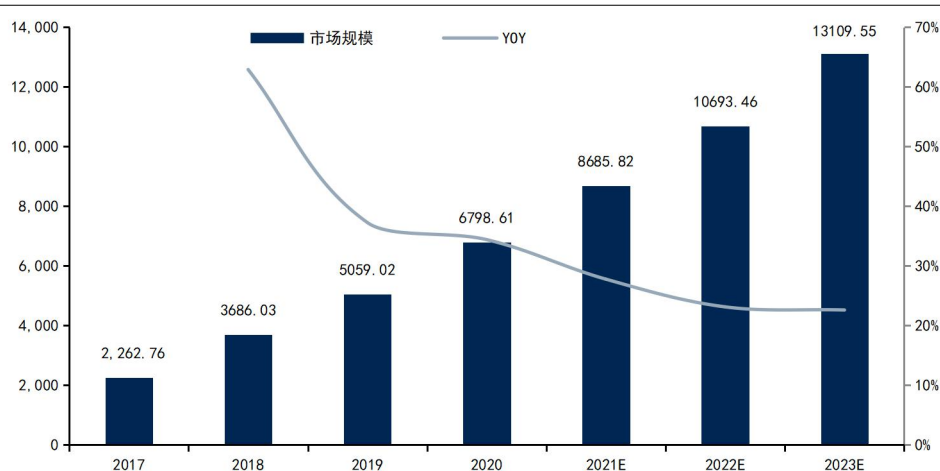
图 45：整装与其他装修模式对比



资料来源：亿欧智库，国信证券经济研究所整理

注：主材包含定制家居；图中所示“整装”为狭义的整装，各公司对整装定义和所包含内容有所不同

图 46：我国整装行业市场规模



资料来源：国家统计局，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

整装的发展，主要得益于供求双方的推动。需求端整装省心省钱省力，更符合年轻消费者一站式购买的需求。家装市场消费群体年龄段集中在 26-45 岁，主流客户已向 90、95 后转移。据互联网整装公司“爱空间”披露，其用户结构中，26-35 岁用户占 36.7%，36-45 岁用户占 31.2%。年轻一代消费者出于工作时长较长等原因，缺乏时间和精力花费在冗长的家装流程上，因此对装修流程的简化有更高需求。此外，传统家装不仅流程长、环节多而复杂，耗时耗力，更存在信息价格不透明、装修队质量参差、不同产品搭配风格不一致等问题。而整装有大品牌的背书，流程价格透明、质量有保证、设计工程风格统一。

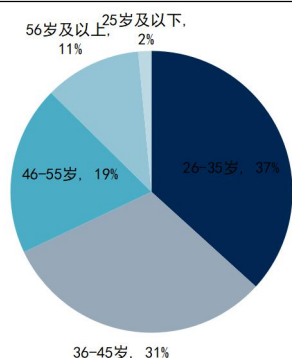
图 47：传统装修与整装区别



资料来源：欧派官网，国信证券经济研究所整理

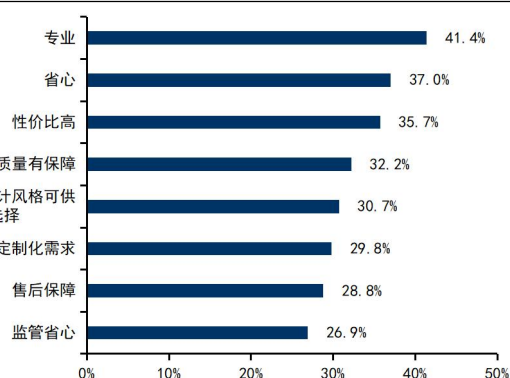
根据艾瑞咨询调查显示，整装服务的专业性、省心和性价比高成为消费者最看重的因素，选择整装的用户中看重这三个因素的用户分别占 41.4%/37.0%/ 35.7%，同时消费者也会考虑性价比、质量、审美和个性化选择。

图 48：“爱空间”用户年龄结构



资料来源：爱空间，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 49：用户选择整装服务因素分析



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

供给端机遇与挑战并存。整装模式的机遇在于，公司将整装作为引流手段将获客时间前置到装修流程最初的设计环节，同时通过供应链的整合扩大市场空间。对于定制家居企业来说，获客时点从硬装前置到设计环节，获得更大客流的同时，对于客户对后续装修流程中品牌的选择具有更大的话语权，进而有利于自身不同

品类产品的搭售以及对合作品牌形成赋能，实现共赢。

整装模式的挑战在于，一方面对于定制家居企业来说，竞争池扩大，竞争环境更加复杂，目前市场上家装产业链上几乎所有类型的玩家都对整装模式有所布局，同时还出现了互联网家装平台和互联网巨头布局整装。另一方面，整装对品牌影响力、产品和服务质量、供应链整合能力都提出更高要求，中小型企业与头部企业的差距渐显。

图 50：我国整装市场主流参与者



资料来源：亿欧智库，国信证券经济研究所整理

● 线上渠道：加码直播赛道，线上引流线下转化

除大宗、整装渠道外，线上渠道也成为各定制家具企业近年来重点发力的新兴渠道。在当下主力消费群体更为线上化、渠道大环境变革、疫情催化线上渠道发展、线下门店引流效果下降、直播兴起等多重因素推动下，定制家具企业纷纷发力电商直播、短视频直播等互联网营销，并采取线上引流，叠加线下转化的方式，提升整体销售业绩。

图51：索菲亚部分线上平台官方账号



资料来源：索菲亚家居公众号，索菲亚微家装小程序，索菲亚抖音官方账号，国信证券经济研究所整理

动能转换、渗透率和客单提升共同推动行业规模增长

我们通过构建市场需求模型，对定制家居行业及其细分品类进行了更加详细的测算和预测。我们假设在新住宅销量和竣工面积逐年减少的情况下，未来行业增长动力主要在于：1）存量房数量和翻新需求增加；2）定制家居渗透率和单价逐年增加。二者叠加未来定制行业总规模有望一定程度上抵御新房增速下滑。在行业增长以及变革的基础上，龙头企业的品牌力、渠道力、产品力优势将逐渐强化且日益凸显，我们更加看好在行业变革趋势下龙头企业通过整合市场份额，获得超越行业的增速。

图52：定制家居行业市场规模测算

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房	现房销售面积	万平方米	23,205	18,215	15,736	16,357	15,702	15,074	14,471	13,893	13,337	12,803	12,291	11,800
	面积增长率	%	-26%	-22%	-14%	4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
	2年前期房销售面积	万平方米	105,609	113,545	124,725	131,929	139,142	140,175	135,269	130,535	125,966	121,557	117,303	113,197
	面积增长率	%	22%	8%	10%	6%	5%	1%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
	住宅平均面积	平米/套	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
存量房	新房装修套数	万套	1,431	1,464	1,561	1,648	1,720	1,725	1,664	1,605	1,548	1,493	1,440	1,389
	新房套数占比	%	71%	69%	69%	67%	66%	67%	66%	66%	65%	65%	64%	64%
	10年前住宅竣工套数	万套	494	555	602	722	764	749	766	705	746	677	623	645
	二手房销售套数	万套	430	426	432	393	381	370	359	348	337	327	318	308
	二手房装修率	%	20%	22%	25%	26%	27%	28%	29%	31%	33%	37%	41%	45%
存量房	旧房更换套数+二手房装修套数	万套	580	649	710	824	867	853	870	813	857	798	753	784
	存量房更换套数占比	%	29%	31%	31%	33%	34%	33%	34%	34%	36%	35%	34%	36%
	需装修住宅套数	万套	2,011	2,113	2,271	2,472	2,588	2,578	2,534	2,418	2,405	2,291	2,193	2,173
	橱柜规模	亿元	951	1,013	1,079	1,209	1,303	1,335	1,349	1,323	1,353	1,324	1,301	1,323
	规模增长	%	6%	6%	12%	8%	2%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	-2%
橱柜规模	渗透率	%	59%	60%	59%	60%	61%	62%	63%	64%	65%	66%	67%	68%
	需求量	万套	1,189	1,267	1,349	1,493	1,589	1,609	1,606	1,557	1,573	1,521	1,478	1,486
	价格	元/套	8000	8000	8000	8100	8200	8300	8400	8500	8600	8700	8800	8900
	衣柜规模	亿元	905	972	1,067	1,199	1,294	1,328	1,344	1,320	1,351	1,324	1,303	1,326
	规模增长	%	7%	10%	12%	8%	3%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	-1%
衣柜规模	渗透率	%	45%	46.00%	47.00%	48%	49%	50%	51%	52%	53%	54%	55%	56%
	需求量	万套	905	972	1,067	1,186	1,268	1,289	1,292	1,257	1,275	1,237	1,206	1,217
	价格	元/套	10,000	10,001	10,002	10,102	10,202	10,302	10,402	10,502	10,602	10,702	10,802	10,902
	木门规模	亿元	1,400	1,450	1,550	1,817	2,135	2,372	2,432	2,418	2,501	2,474	2,456	2,520
	规模增长	%	4%	7%	17%	18%	11%	3%	-1%	3%	-1%	-1%	3%	-1%
木门规模	木门/住宅	套	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	需求量	万套	8,750	8,056	7,750	8,651	9,704	10,311	10,135	9,670	9,619	9,164	8,772	8,691
	价格	元/套	1600	1800	2000	2100	2200	2300	2400	2500	2600	2700	2800	2900
	定制家居规模	亿元	3256	3435	3696	4225	4731	5035	5126	5061	5205	5122	5060	5170
	规模增长	%	5%	8%	14%	12%	6%	2%	-1%	3%	-2%	-1%	2%	-1%

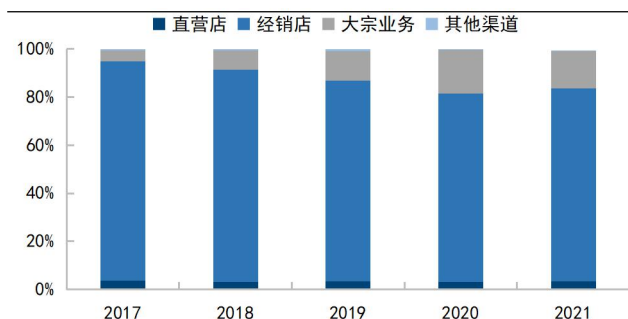
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所预测和整理

竞争力成长性分析：内核实力强劲，战略调整后启航

渠道力：零售渠道管理精细化，多元化渠道布局发力

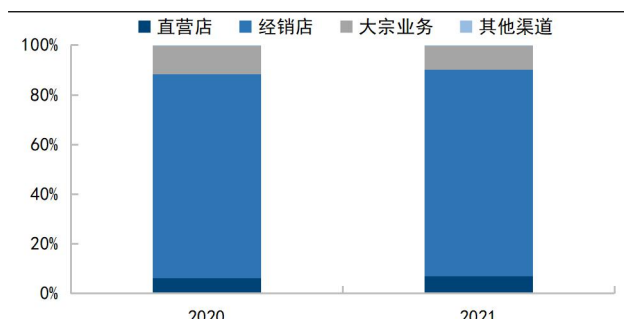
公司通过洞察中国消费者的需求、购买习惯和路径等消费者画像，铺设零售、大宗、整装、线上全渠道，构建多重流量入口。从渠道收入、毛利构成来看，公司以线下零售为主要渠道，收入占比 84%，毛利占比 90%，按店铺类型划分，以经销店渠道为主。大宗渠道收入占比 15%，毛利占比 10%。线上和整装目前主要作为引流入口，整装业务近年来已初具规模，FY2021 整装业务实现收入 5.29 亿元，FY2022H1 整装渠道收入达 3.61 亿元，同比实现 167.26% 的增长。

图53：公司渠道营收占比



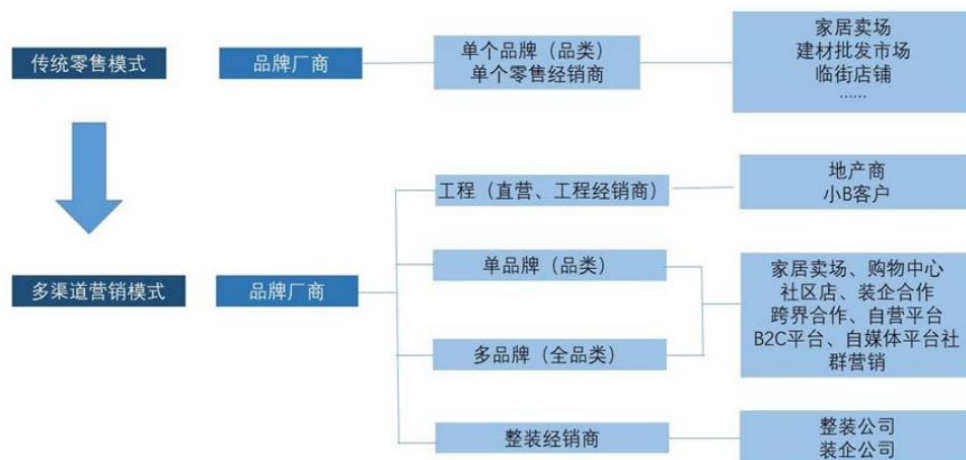
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图54：公司渠道毛利占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图55：索菲亚多渠道模式转换



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

线下零售渠道门店和经销商保持扩张。开设终端门店逾 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域。截至 2021 年底，索菲亚/司米/索菲亚木门/华鹤木门店分别有 2730/1122/534/265 家专卖店，相比 2020 年底分别新增 11/14/195/22 家；新品牌“米兰纳”开始独立招商，2021 年门店新开 212 家。

表7：公司各品牌/品类门店数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
索菲亚柜类定制	1,900	2,200	2,501	2,501	2,719	2,730
司米橱柜	600	720	822	845	1,108	1,122
索菲亚木门		95	128	227	339	534
华鹤木门		160	160	163	243	265
大家居融合店		20	98			
米兰纳						212

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

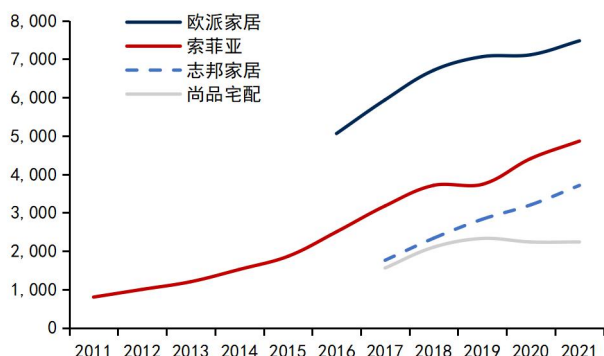
与定制家居行业其它头部公司相比，索菲亚线下门店和经销商数量较多，且保持较高的增速。截至 2021 年末，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居的经销商门店数分别为 7475/4863/3709/2236 家，相较 2020 年末分别增加 363/454/506/1 家。欧派家居、索菲亚、志邦家居经销商数量分别为 5112/4267/2706 家，相较 2020 年末变化数分别为-12/638/181。索菲亚经销商大幅增加，主要因新品牌“米兰纳”开始独立招商，米兰纳单品牌 2021 年招商 360 家。

表8：公司各品牌/品类经销商数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
索菲亚柜类定制	1000	1200	1400	1500	1652	1734
司米橱柜	400	500	722	833	958	929
索菲亚木门	0	200	500	560	793	934
华鹤木门	0	150	149	150	226	310
米兰纳						360

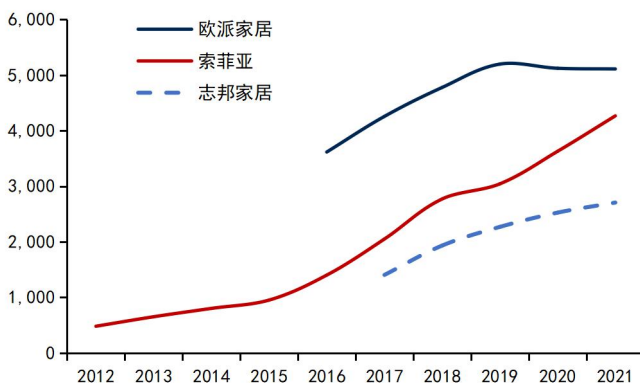
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图56: 相关公司门店数



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图57: 相关公司经销商数

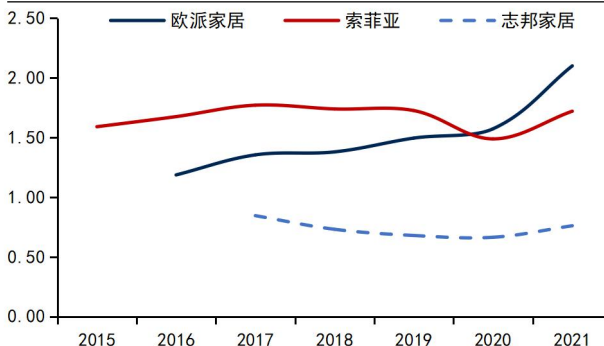


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

注: 志邦木门经销商数量统计截至 2021H1, FY2021 末数量未披露

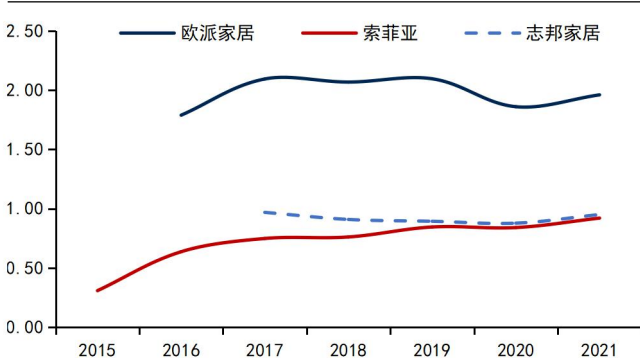
衣柜作为优势核心业务店效与同业比较高。索菲亚的衣柜业务规模大、门店多, 同时渠道运营效率高, 单店提货额较高。我们根据经销收入占整体收入的比例估算各品类经销收入, FY2021 衣柜、橱柜、木门的单店提货额分别为 221/92/42 万元, 历史最高值分别可达 226/92/48 万元。与欧派和志邦相比, 索菲亚衣柜的单店提货额始终处于较高水平, 其他品类相对较低, 但由于衣柜收入占整体收入绝大部分, 且衣柜品类单店提货额本身高于其他两品类, 因此索菲亚整体单店提货额也处于较高水平。

图58: 全品类店均提货额 (百万元/店)



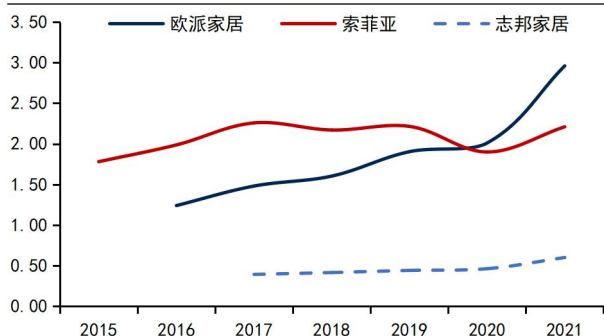
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图59: 橱柜店均提货额 (百万元/店)



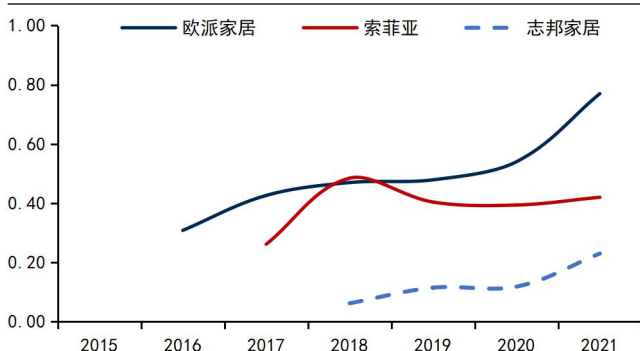
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 60: 衣柜店均提货额 (百万元/店)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

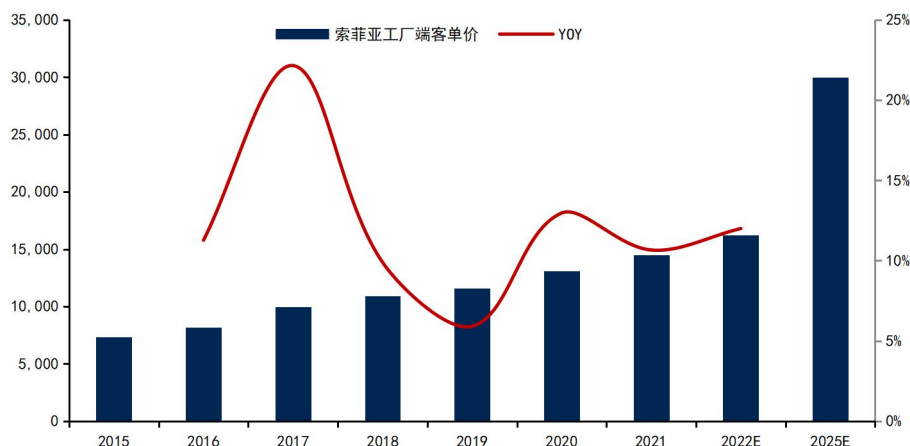
图 61: 木门店均提货额 (百万元/店)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

整家战略下客单价显著提升。通过品类扩充、配套率提升、以及产品品质升级带动单品价格提升, 索菲亚客单值逐年提升趋势明显。按工厂端价格, 索菲亚品牌 (不含司米橱柜、木门等) 客单价自 2015 年的 7328 元/单, 至 2021 年已接近翻倍至 14491 元/单, 六年复合增速为 12%。2022 前三季度索菲亚品牌工厂端平均客单价 18133 元, 同比+35%; 司米品牌工厂端平均客单价 12132 元, 同比+6%, 全屋产品的工厂端平均客单价 36528 元; 华鹤品牌平均客单价 7189 元; 米兰纳品牌工厂端平均客单价 12620 元, 同比+14%。未来预计客单价仍将继续维持较快增速, 在公司“C6 计划”指引下, 2025 年终端客单值预计将达到 6 万元, 对应工厂客单值 3 万元。

图 62: 索菲亚工厂端客单价



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

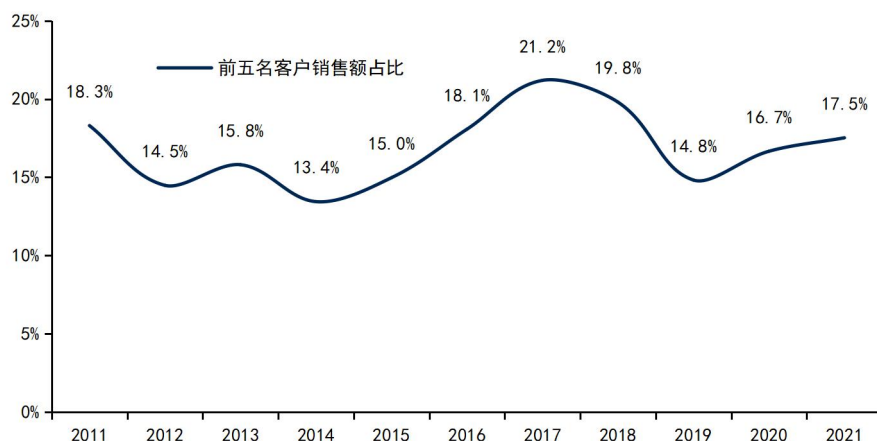
经销商管理方面, 考核标准趋严, 赋能效果显现。1) **经销商管理更加精细化。**2018 年之前公司经销商管理方式较为粗放, 一城一商、考核机制单一 (仅考核业绩)、淘汰率较低 (约为 2%), 进而导致中小经销商缺乏帮扶; 部分经营较好的经销商不断向周边城市扩张, 公司大商比例较高, 大商话语权高、公司管理难度大。从 2021 年起, 实行“城市再切割计划”, 公司将一些城市的区、村镇作为单独的考核区域进行效能评估, 对于营销不达预期的区域进行切割, 交由新经销商进行运营。在城市切割的基础上, 公司还采用**经销商末位淘汰制度**, 末位淘汰比例维持在 6%-8%。**多维度考核**来进行的末位淘汰制度, 包括提货额、渠道拓展

等，能够促使经销商优胜劣汰，升级了公司的经销商体系，保证公司的渠道优势。

2) **强化渠道赋能，增加主动营销人员，并采取“点将制”**，即经销商根据需求自行选择公司培训服务及培训人员并对此进行付费，以内部市场化的方式加强经销商培训。目前点将制度进展符合预期，从经销商层次来看主要以服务 B 级和 C 级城市为主，点将覆盖率在 C 级城市占比 50%以上，B 级城市占 30%，A 级城市约占 13~14%。落地方式来看，B 级城市通过单店多频率落地，C 级城市通过不断进行单店深层次培训落地，A 级城市通过多店循环落地。从效果来看，目前约覆盖 300~400 家商场，根据终端统计，一次活动可以带来近 40 件订单的提升，效果明显。

索菲亚历年来前五名客户（经销商）销售额占总销售额比例均在 13%以上，2017 年达到 21%，2018 年后占比有所下降。从经销商平均开店数来看，2018 年之后也有所回落，可见在经过一系列经销商管理变革和帮扶措施后，公司对大商的依赖程度减小，中小经销商的扩张和帮扶效果显现。

图 63: 前五名客户销售额占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

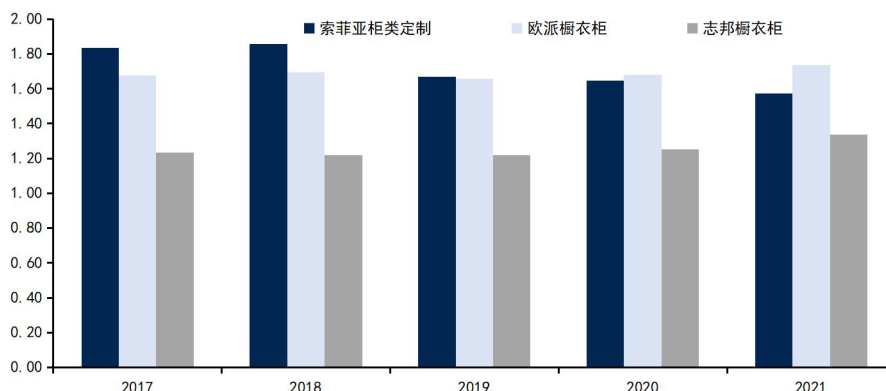
经销商平均开店数过去与同业比较高，调整后下降到较低水平。与其它定制品牌，欧派家居和志邦家居比，索菲亚柜类定制 2018 年之前，经销商平均开店数最高，达 1.8 以上，2018 年后逐渐下降，2021 年降至 1.6 店/人，与欧派家居相近，经销商头部化问题有所缓解。

表 9: 公司各品牌/品类经销商平均开店数

	柜类定制	司米	索菲亚木门	华鹤木门	米兰纳	合计
2012	2.09					2.09
2013	1.85					1.85
2014	1.81					1.90
2015	1.68					1.96
2016	1.90	1.50				1.79
2017	1.83	1.44	0.48	1.07		1.55
2018	1.86	1.14	0.26	1.07		1.34
2019	1.67	1.01	0.41	1.09		1.23
2020	1.65	1.16	0.43	1.08		1.21
2021	1.57	1.21	0.57	0.85	0.59	1.14

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

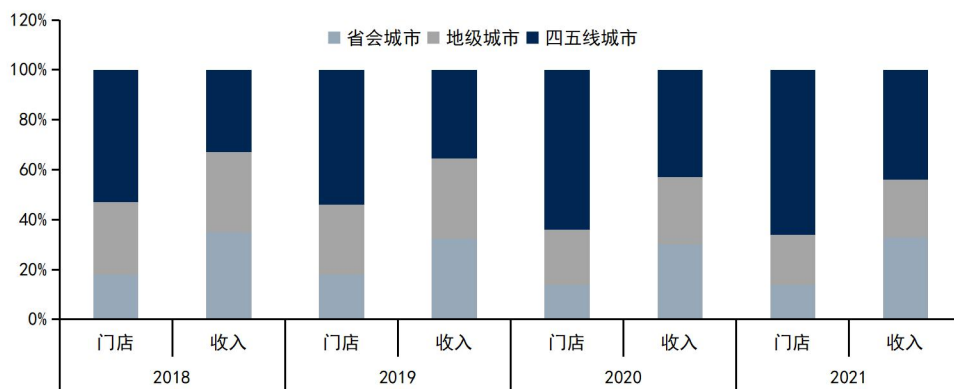
图 64: 定制品牌柜类产品经销商平均开店数



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

下沉市场门店加速布局, 省会城市收入贡献稳健。根据公司财报数据披露, 索菲亚柜类定制产品在四五线城市的门店数占比为 66%, 收入占比为 44%; 相较 2018 年分别提升 13% 和 11%, 自 2020 年起下沉市场门店数量和占比快速提升。省会城市门店占比从 2018 年的 18% 降至 2021 年的 14%, 但收入占比维持稳定, 贡献率较高, 2021 年占整体收入 33%。

图 65: 索菲亚定制柜类城市门店/收入占比



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

从店铺选址来看。卖场中, 定制家居一般位于 2-4 层的中低层核心楼层, 高层一般以奢华、实木家居为主。同时受益于多年良好且稳定的合作关系, 以及大品牌对于卖场具有加成效果, 索菲亚在美凯龙、居然之家等大型连锁家居卖场中的销售门店占据优质位置, 一般都位于近电梯口处, 便于客户参选, 客流进店率远高于中小品牌门店。

图66：头部品牌在家居卖场占据优质位置



资料来源：卖场线上导览，国信证券经济研究所整理

线上零售渠道发力数字化营销，抢占全域流量。索菲亚通过整合社群营销、直播裂变、网红带货等多种线上营销方式，抢占全域流量，打造线上线下一体化的营销闭环。在天猫、京东、抖音、快手等主要互联网平台开设网店，然后通过多种不同的方式获取线上流量，客户根据公司网店的产品介绍、活动促销等，支付定金，提交房屋资料。公司根据客人资料的具体归属，划分到具体各地经销商店面，由经销商对接客户，提供具体的服务，将有意向的客户转化为公司产品的消费者。索菲亚电商渠道的引流成效在行业名列前茅，2022年6月18日的促销活动中，全屋定制行业618销售额，索菲亚在天猫、京东双平台蝉联第一。公司创新性地推出了“无接触测量”的线上测量服务以及“无接触确图”的线上确图服务，把服务的工作抢在前面做，保持与意向客户之间的互动，争取在疫情结束后可快速成单，做到停业不停工。

图 67: 索菲亚 618 促销活动战绩



资料来源：公司新闻，国信证券经济研究所整理

大宗业务优化客户结构，降低风险。公司大宗工程业务全国范围内承接地产住宅、酒店、长租公寓、学校、医院、办公楼等各类工程项目定制业务，与国内 Top100 的大部分企业达成战略合作关系，是多家医院、学校等对环保要求极其严苛的机构或企业指定供应商。2021 年在公司强大的柔性化制造与全屋收纳设计能力支撑下持续高速发展，专职团队已逾 1600 人。大宗业务总体策略是稳步推进，持续优化大宗业务客户结构，注重开拓支付能力有保障的工程客户，选择大型国企进行合作；同步做好应收账款追缴以及应收票据风险管控。2021 年，公司大宗业务渠道收入（含衣柜、橱柜、木门及其他）16.04 亿元，占整体收入的 15%，同比上年增长 6.64%。占比下滑、增速放缓主要因恒大大宗业务规模收缩。

图 68: 索菲亚大宗业务收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司新闻，国信证券经济研究所整理

整装渠道与大型装企建立深度合作，合资共建子公司。索菲亚 2019 年起开始拓展家装、整装渠道，利用公司的高品牌知名度，和品类丰富、质量领先的产品等有事，在全国范围与实力较强的全国性或区域性家装、整装企业合作。自 2020 年索菲亚对整装渠道事业部进行改制后，整装业务快速扩展。在 2020 年完成了 500 家整装企业签约（含直营直签和经销商直签），实现销售额 7417.31 万元。2021 年实现整装营业收入 5.29 亿元，同比 2020 年实现 3 倍增长，成为公司新的增长点，经销商合作装企叠加公司直签装企逾 137 家，包括爱空间、圣都家装、嘉宝集团、上海茗居、华美乐等头部装企。2022 年整装业务继续发展，3 月与圣都家装联合打造圣都金义产业园，旨从供应链和制造层面切入，积极探索深度合作模式，为消费者提供环保、健康、舒适的专业家居一体化解决方案；6 月与东鹏签署《合伙协议》，预计接下来的合作会围绕着整装领域的板块持续推开。

索菲亚与圣都、星艺、东鹏的合作皆采取目前业内独有的合资创办子公司的合作模式。与圣都的合资子公司注册资金 5000 万元，索菲亚持 51% 的股份，圣都持 49% 的股份。合资公司的经营管理，包括战略规划、经营方针、日常运营等以索菲亚为主，而圣都家装则利用自身作为装企的资源 and 优势，为索菲亚拓展销售渠道，将下属全部门店上线索菲亚的产品。同时，圣都家装承诺，到 2024 年末向索菲亚采购量累计不低于 6 亿元。同时合资共建工厂——圣都金义产业园，旨在建立“全宅整装与个性化定制业务为一体的家装产业全能供应链”。

与创意玩家合作成立合资公司，旨在打造出墙地一体的整体空间。从集团角度来看，墙板和地板行业有充足的市场空间，随存量房市场不断扩大，对墙板和地板的需求将持续加大。公司短期内工作重点是前期赋能和团队建造，做好产品服务以及门店渠道布局，初步规划墙地事业部单独开店，通过索菲亚品牌授权的方式发展，第一年开 100 家门店，三年开 500 家门店。长期预计纳入整个索菲亚体系中运营，并配合家居家品搭配销售。

与陶瓷建材品牌东鹏合作成立投资公司，东鹏投资、索菲亚投资作为有限合伙人以自有资金认缴出资人民币 250 万元，出资各自占比为 25%。通过合作企业整合整个产业链的资源优势和平台优势，后续通过消费基金去投资大消费类或者科技类的标的，为公司长期的战略规划做资源储备。

表 10：索菲亚与大型装企建立深度合作

装企名称	装企简介	合作模式	合作内容
圣都家装	始创于 2002 年，总部座落于杭州，截至 2021 年末，圣都已进入全国 46 个城市开设 110 余家门店。历经 20 年发展，圣都家装已成为拥有品牌“圣都家装、圣都精工装、圣都金义产业园”等服务于一体的集团化企业，致力于打造一个一站式整装连锁平台。2022 年 4 月，圣都正式成为纽交所 & 港交所上市公司贝壳旗下整装品牌。	合资建设工厂	下属全部门店上线索菲亚的产品。同时，圣都家装承诺，到 2024 年末向索菲亚采购量累计不低于 6 亿元。索菲亚圣都工厂——圣都金义产业园，揭牌开工。圣都金义产业园总投资近 5 亿元，占地面积达 83000 m ² ，是圣都家居整装辐射长三角地区，拓展全国家装的核心支点，旨在建立“全宅整装与个性化定制业务为一体的家装产业全能供应链”。
星艺装饰	创办于 1991 年，是一家以承担各类建筑室内、室外装饰装修工程设计和施工为主，以制造家具、销售建筑装饰材料和装饰工艺品为辅的大型装饰集团公司。星艺装饰分支机构遍布全国 20 多个省、直辖市、自治区，拥有下属企业 480 多家，设计师近万人。	合资子公司	2020 年 1 月 6 日，索菲亚就与星艺装饰正式宣布成为战略合作伙伴，携手展开产品、服务、设计、营销等维度的全方位对接与协作。2021 年 3 月 26 日，索菲亚与星艺装饰宣布将设立合资公司，共同建立家居家装融合赋能的深度合作模式。
东鹏	东鹏瓷砖始创于 1972 年，是行业首个引进世界先进的设备及技术的陶瓷企业，2013 年被中国陶瓷卫浴品牌网评选为“2013 年中国陶瓷十大品牌”。东鹏瓷砖产品应用于国家重点大型赛事体育场馆和多个地标建筑，包括重点国际机场、粤港澳大湾区重点地标建筑、国际级地标建筑、世界级博览馆、金融建筑体等地标性工程。	合资子公司	和东鹏、美的下属子公司成立科技消费类基金，通过合作企业整合整个产业链的资源优势和平台优势，后续通过消费基金去投资大消费类或者科技类的标的，为公司长期的战略规划做资源储备。
创意玩家	创意玩家(中山)家居有限公司是一家集设计、研发、生产、销售、服务于一体的全球化新型建材公司。于 2016 年在广东物流枢纽地区—中山市设立总部以及供应链中心，占地面积 30000 平方米，员工人数 300+，是全球率先采用数码彩绘技术量产墙板、地板的专业公司之一。创意玩家在意大利摩德纳设立产品设计中心，在中国河南郑州设立强化地板制造基地，在越南成立外销工厂。产品远销北美、南美、欧洲、东南亚等地。于中国华南、华东、华中、东北、台北、香港成立销售分公司，共计 300 多家门店分布于全国及全球各地。	合资子公司	成立合资公司，旨在打造出墙地一体的整体空间。从集团角度来看，墙板和地板行业有充足的市场空间，随存量房市场不断扩大，对墙板和地板的需求将持续加大。公司短期内工作重点是前期赋能和团队建设，做好产品服务以及门店渠道布局，初步规划墙地事业部单独开店，通过索菲亚品牌授权的方式发展，第一年开 100 家门店，三年开 500 家门店。长期预计纳入整个索菲亚体系中运营，并配合家居家居品搭配销售。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 69：索菲亚与圣都家装合作签约仪式



资料来源：公司新闻，国信证券经济研究所整理

图 70：索菲亚与星艺装饰合作签约仪式



资料来源：公司新闻，国信证券经济研究所整理

图 71：索菲亚墙地一体|空间定制项目


资料来源：公司新闻，国信证券经济研究所整理

图 72：索菲亚与东鹏成立合资公司

姓名（名称）	类型	认缴出资额（万元）	出资方式
宁波盈峰股权投资基金管理有限公司	普通合伙人	300	货币
广州索菲亚投资管理有限公司	有限合伙人	250	货币
东鹏投资（海南）有限责任公司	有限合伙人	250	货币
唐亚芳	有限合伙人	200	货币
合计	—	1,000	货币

资料来源：公司新闻，国信证券经济研究所整理

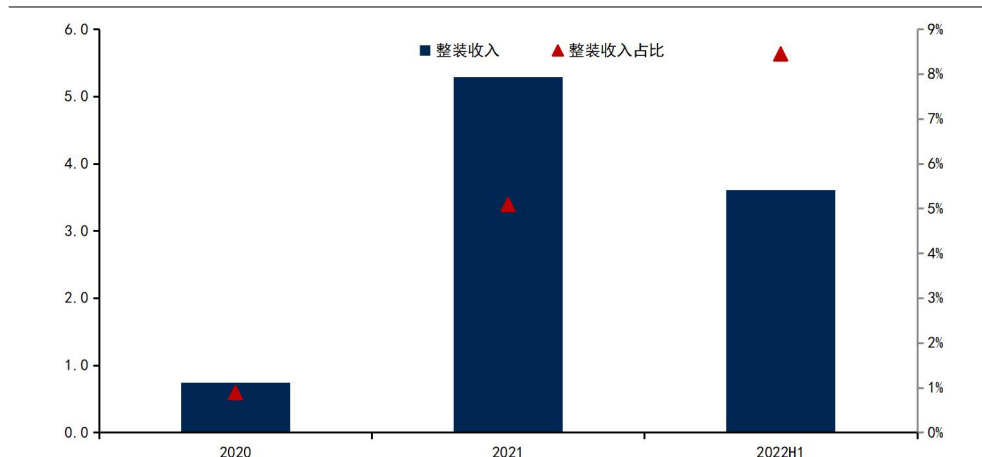
业绩方面，公司的整装、家装渠道在 2020 年拓展顺利，2020 年完成 500 家整装企业签约计划（含直营直签和经销商直签），并实现销售额 7417.31 万元。2021 年推出渠道专属产品与价格体系，与零售渠道形成区隔。公司在全国范围与实力较强的装企开展合作，同时推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。在 2022 年上半年，索菲亚实现了整装业务收入 3.61 亿元，同比实现 167.26% 的增长，整装渠道步入高速发展轨道。

表 11：定制家居公司整装模式基本情况

	开始时间	整装模式	欧派提供	合作方提供	2020 年末门店数	2021 收入规模	整装基础套餐价格
欧派家居	2018	1) 主要模式：与各地规模较大、口碑较好的优质家装公司合作，家装公司作为欧派整装经销商； 2) 其他模式：直接与家装公司总部合作、经销商与当地家装公司合作	品牌、产品、信息系统赋能	家装公司负责提供设计、施工、安装等服务	426	>20 亿	整装~1100 元/m ² 全屋定制（不含装修）~500 元/m ²
索菲亚	2019	1) 公司与全国性整装企业例如星艺装饰、圣都家装共同设立子公司； 2) 公司或经销商与区域性家装、整装企业合作；与老板电器等合作	产品专供，子公司的战略规划、经营方针、日常运营等以索菲亚为主	家装公司负责设计施工安装；圣都家装拓展销售渠道，下属全部门店上线索菲亚的产品	500	5.29 亿	~1100 元/m ²
志邦家居	2019	1) 公司与大型整装公司合作，如齐家网和沪尚茗居； 2) 经销商与家装公司或区域性整装公司合作	产品、服务、引流、设计、培训赋能	装企自助服务；外包服务；经销商服务	-	~1 亿	-
尚品宅配	2017	1) 整装云：互联网平台，S2b2c 模式，集合中小供应商； 2) 圣诞鸟：在广州、佛山、成都三地进行自营整装	整装云：提供定制家居产品，销售管理赋能、营销赋能、供应链赋能、软件系统赋能；	参与供应链的一环	整装云会员 3000 家	整装云~5 亿 圣诞鸟~4 亿	圣诞鸟：~1600 元/m ²

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图 73: 索菲亚整装收入（亿元）

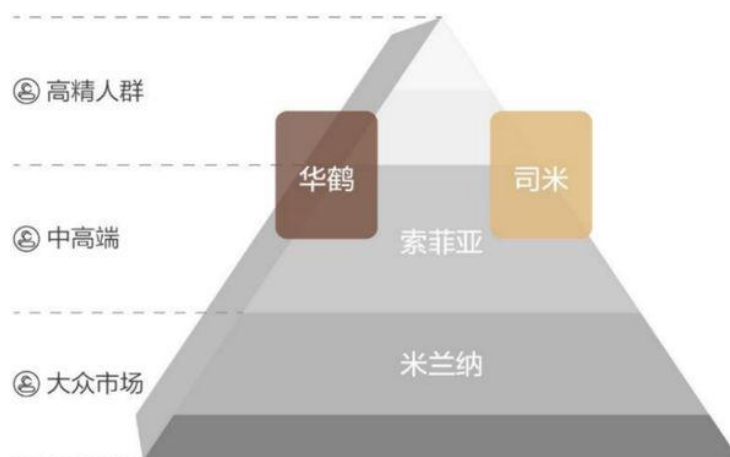


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌力：品牌矩阵完善，以品牌为导向全面实行大家居战略

逐渐建立起覆盖全市场的完善品牌矩阵。公司目前品牌矩阵包括：以高精人群为目标的“司米”和“华鹤”，以中高端市场为目标的“索菲亚”，以及以大众市场为目标的“米兰纳”。四大品牌互相呼应，覆盖衣柜门全品类，同时辅以墙板定制、家具家品风格搭配，全面服务线上线下零售、整装、工程等全渠道客户。

图 74: 索菲亚多品牌矩阵



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **索菲亚品牌营收占比近八成，定位中高端，以衣柜为核心发展整家大家居。** 索菲亚品牌 1981 年诞生于法国，2001 年引入中国，以定制衣柜为拳头产品，提供衣柜、橱柜、木门、家具家品等产品。截至 2021 年底，拥有 2730 家门店，覆盖全国 1800 个城市和区域，以柜类定制为核心，以整家定制为战略目标，索菲亚逐步建立起全屋定制、整厨定制、整屋木门、整屋墙板、整屋家具、整屋地板、整屋电器七大品类矩阵，再次定义整家定制标准，创领中国整家定制新时代。以环保超越欧标、设计引领全球为品牌核心优势，实现卓

越发展。索菲亚品牌定位中高端，价格区间在 1000-2000 元/平米。

- **司米品牌定位轻高定，以橱柜带动衣柜发展大家居，处于独立发展转型期。**司米品牌 1934 年诞生于法国，2014 年引入中国，以橱柜为拳头产品。2022 年进行重新战略定位，过去司米品牌仅有橱柜单品类，经销商与索菲亚重合较高，目前司米品牌独立发展，同时以橱柜为核心发展整家业务。截至 2021 年底，拥有 1122 家门店，929 位经销商，2022 年上半年，门店和经销商数量有所缩减，同时全屋门店达 50 家，衣柜上样门店数量约 101 家，在全屋战略下客单值提升明显。作为轻高定品牌，定位 2000+元/平米产品。
- **米兰纳定位轻时尚品牌聚焦年轻人，性价比高，发展速度快。**米兰纳品牌定位于互联网轻时尚品牌，以更创新的方式，更高性价比的产品和服务与消费者沟通，在米兰纳产品体系中，现代、北欧、轻奢、混搭将是主流的风格，未来将发力大众市场和下沉市场，打造极致性价比的产品，来满足大众消费人群的家居需求。2021 年“米兰纳”开始独立招商，截至 2021 年底，拥有门店 212 家，经销商 360 位。同时线上端公司发力数字化营销，整合多种线上营销方式，抢占流量，打造线上线下一体化的营销闭环。米兰品牌发展迅速，2022 上半年营业收入 1.06 亿元，同比增长 536.21%。作为轻时尚品牌，定位 1000 元/平米以下产品。
- **华鹤木门定位高端，以木门为核心深化门墙柜一体化模式。**华鹤品牌诞生于 1956 年，是索菲亚华鹤门业有限公司旗下的高端木门品牌，有 60 余年木门定制经验。2020 年，华鹤借助索菲亚强大的柜类定制经验，成功延伸柜类产品，全面升级为“门墙柜”全屋木作系统，并延伸至衣柜、橱柜、墙板和家具家品等配套产品，提供专业的全屋定制装修系统解决方案，广受市场与消费者的青睐。截至 2021 年底，拥有 265 家门店。作为高端品牌，定位 2000+元/平米产品。

表 12: 公司品牌 2022H1 营收及平均客单

		营收(单位: 亿元)	同比增速	工厂端平均客单
索菲亚		40.73	12%	17494
	零售	32.92	10%	
	整装	3.26	177%	
	大宗	4.49	-15%	
司米		4.64	-15%	13590 (橱柜) / 34351 (全屋)
	零售	1.88	-43%	
	整装	0.3	119%	
	大宗	2.46	21%	
米兰纳	全部为零售	1.06	536%	12351
华鹤		0.69	21%	8792
	零售	0.63	19%	
	整装	0.05	43%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

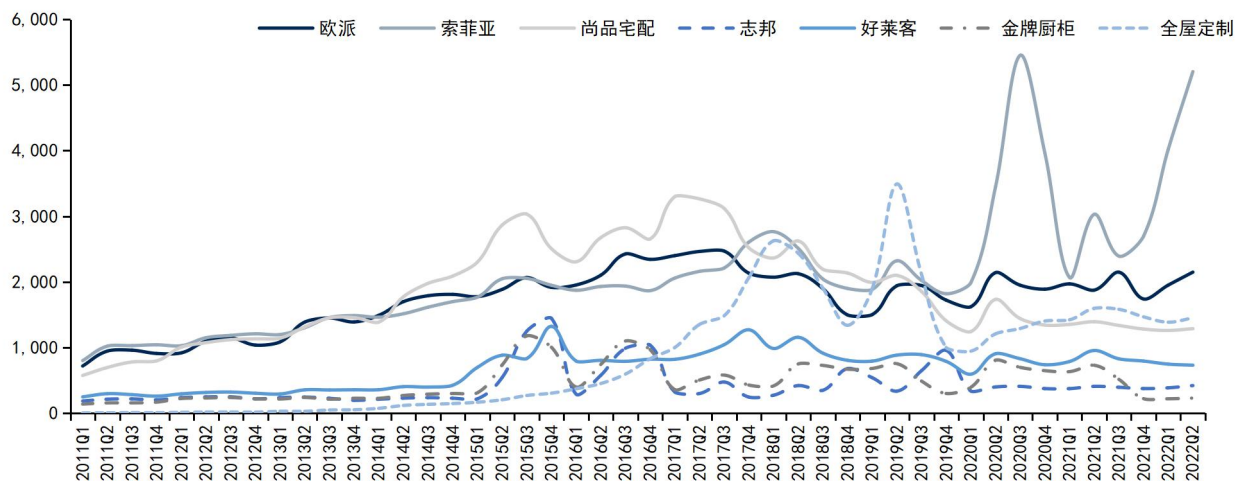
从战略角度看，公司在 2020 年就确立了“全渠道、多品牌、全品类”的“大家居战略”，以“索菲亚”、“司米”、“米兰纳”及“华鹤”四大品牌组合，多品类抢占大家居市场，为不同层级的消费者提供多品类集成的一体化解决方案。

从运营角度看，公司策略从以品类为导向转到以品牌为导向，所有品牌都按照整家定制转型。以索菲亚、司米、米兰纳及华鹤 3+1 品牌组合多品类抢占全屋定制家居高中低端市场，专注“柜类定制专家”品牌战略，即司米专注橱柜、索菲亚专注柜类定制、华鹤专注木门，形成集团内相互呼应的产品研发和供应体系，覆

盖衣橱门全品类，实现纵深渠道全面发展。

品牌热度与知名度高。索菲亚凭借优质的产品、符合大众审美的设计、高效的服务、全方位的营销，在多年经营下，将自身品牌与自身优势产品深深绑定，极具国民度与知名度。百度指数一定程度上可以反映品牌热度、消费者关注程度、品牌影响力。从近十年的百度指数趋势来看，索菲亚、欧派和尚品宅配的品牌热度位于第一梯队，2011 年至今百度指数平均值分别为 2082/1735/1815。索菲亚在 2020 年和 2022 年热度上升明显。

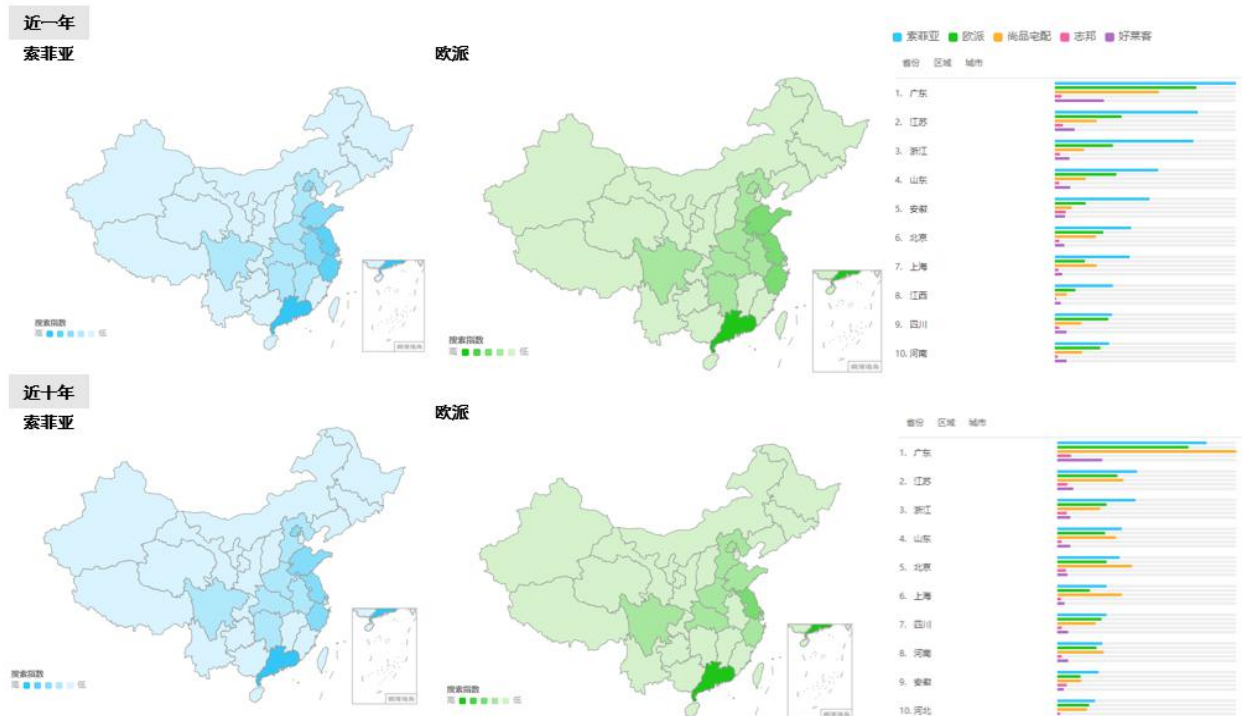
图 75：家居公司百度指数关键词搜索趋势（按季度平均）



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

从地域分布来看，各公司在华东、华南地区受到的关注度普遍更高，近一年索菲亚在华东地区热度上升尤为明显。从新闻头条来看，索菲亚在 2020 年通过一次线上发布会，正式宣布品牌定位升级为“柜类定制专家”，广告语也升级为“专业定制柜，就是索菲亚”。“专注”“专业”“专家”成为索菲亚品牌形象的核心关键词，这一营销打法极具成效，随索菲亚后续持续的营销推广，在过去一年里热度大增。

图 76：百度指数搜索热度地域分布



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

线上平台粉丝量较多。天猫、京东、抖音、快手、新浪微博粉丝，一定程度上反映了公司的知名度、受关注程度以及线上渠道的拓展效果，据我们统计，索菲亚在各平台及整体粉丝量皆处于第一梯队。截至 2022 年 6 月，索菲亚天猫、京东粉丝量均在 100 万左右，抖音、快手粉丝量均在 200 万以上，五平台粉丝合计 740 万，与其他定制家居头部品牌比，粉丝量仅次于尚品宅配。

表 13：家具公司各平台粉丝数（单位：万人）（更新）

	天猫旗舰店	京东	抖音	快手	微博	平台合计
欧派家居	91.9	155.1	236.8	26.7	109	619.5
索菲亚	132.4	90.8	233.8	232.1	52.2	741.3
尚品宅配	103.8	145.3	295.3	176.2	162.6	883.2
志邦家居	16.2	97.7	21.5	—	36.7	172.1
好莱客	100.8	12	219	100.9	10.7	443.4
金牌橱柜	40.8	2.7	62.7	0.8282	22.7	129.7

资料来源：天猫，京东，抖音，快手，新浪微博，国信证券经济研究所整理

注：统计时间截至截至 2022 年 6 月

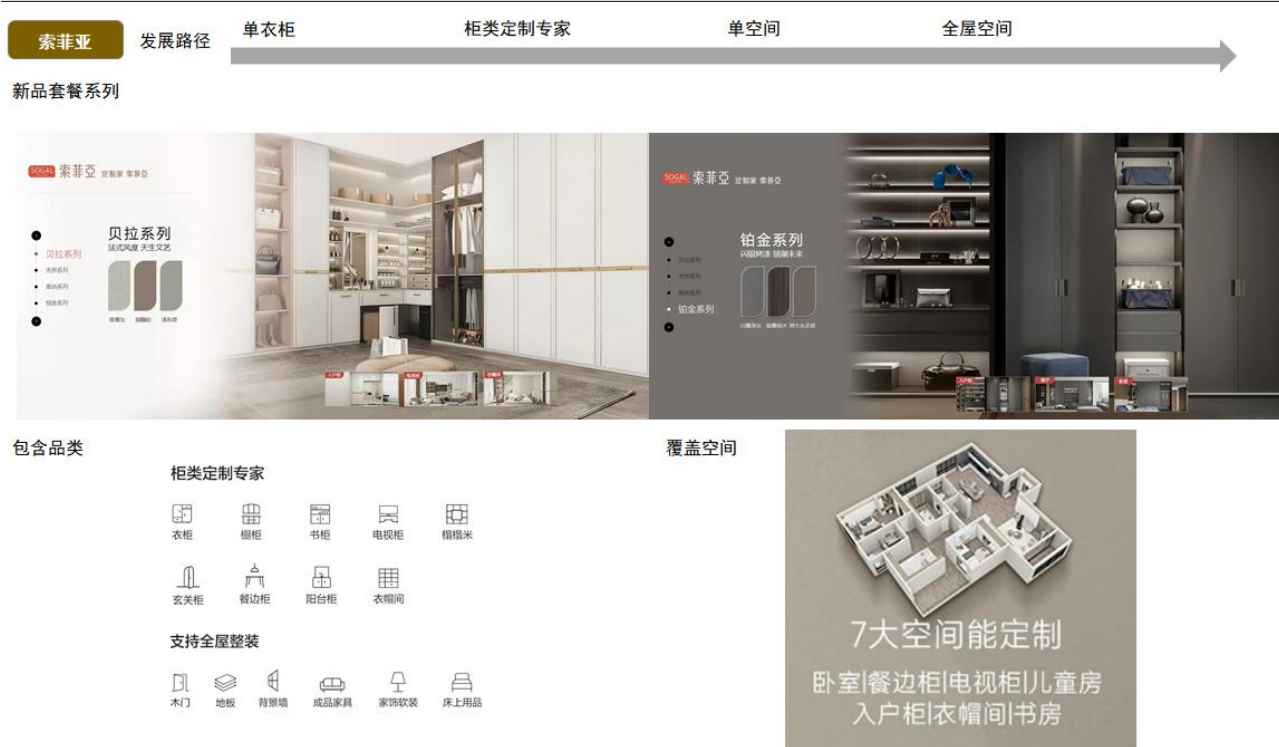
产品力：优势品类带动全屋品类发展，产品内外兼修价格带丰富

衣柜品类强势，产品矩阵完善，助力卧室客餐厅等空间一体化效果呈现。公司以衣柜为核心产品，随后发展为覆盖衣柜、橱柜、书柜、电视柜等定制柜类专家，并进一步扩展木门、墙板、地板、软体、配套产品等多品类，助力全屋各空间设计效果和产品一体化的呈现，从销售单品类，到销售单空间、多空间或全屋空间。其中软体品类多与 异业知名品牌强强联手，达成深度战略合作，强化自身产品矩阵，扩大品牌影响力。

产品优势 1：分品牌来看，各品牌均有自身优势品类，带动全屋品类发展，成长空间大。

1) 索菲亚品牌以衣柜等柜类为优势品类，以卧室、衣帽间、客餐厅为优势空间，带动其他品类和七大空间的销售。新系列推出覆盖全屋空间和全屋产品，包括以鞋柜储物柜为主的玄关、以电视柜和整墙设计为主的客厅、以橱柜和酒柜为主的餐厅、以衣柜为主的卧室及衣帽间、以书柜为主的书房、门墙柜一体的木门和墙体。2021 年木门与索菲亚柜类的花色匹配率达到 70%，系列匹配率达到 73.3%。

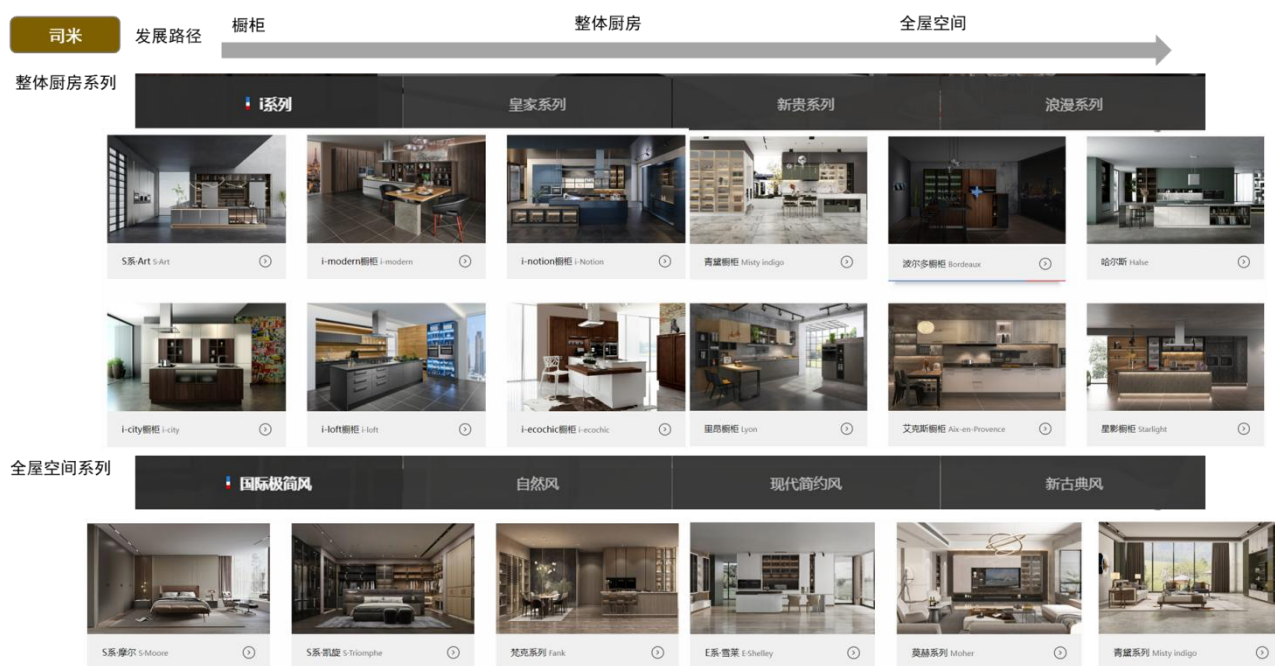
图 77：索菲亚品牌由衣柜延伸至全屋七大空间



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2) 司米品牌以橱柜品类、整体厨房空间为优势，目前产品系列较多，同时配套厨电产品，以轻奢感、高级感为主要风格。今年经战略调整，已将品类和空间扩展至全屋，与索菲亚品牌全屋定制的差异主要在于定位更加高端，在产品风格和价位上都有所体现。

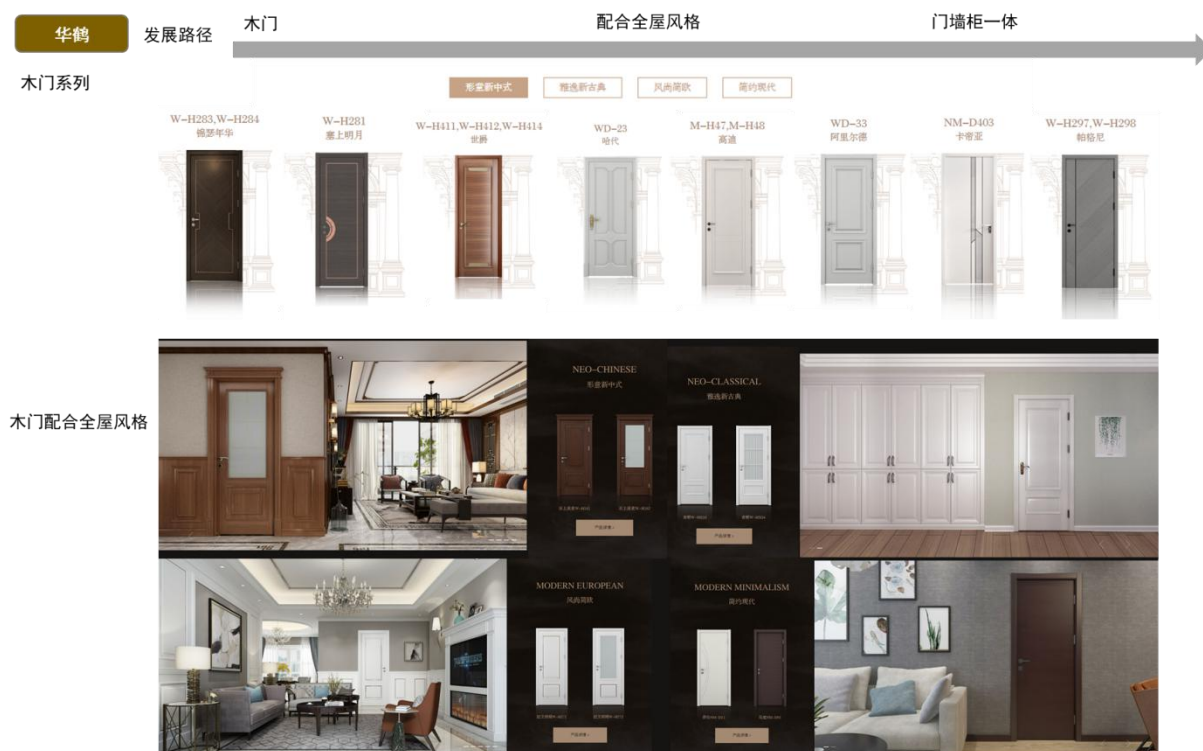
图 78：司米品牌以整体厨房为主延伸全屋空间



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 华鹤品牌以高端木门为主，配合全屋产品设计风格，产品风格、系列多元化，包括新中式、新古典、简欧、现代风格，可选择性强、与全屋产品配套性强，相比索菲亚品牌木门更为专业化，定位更加高端。

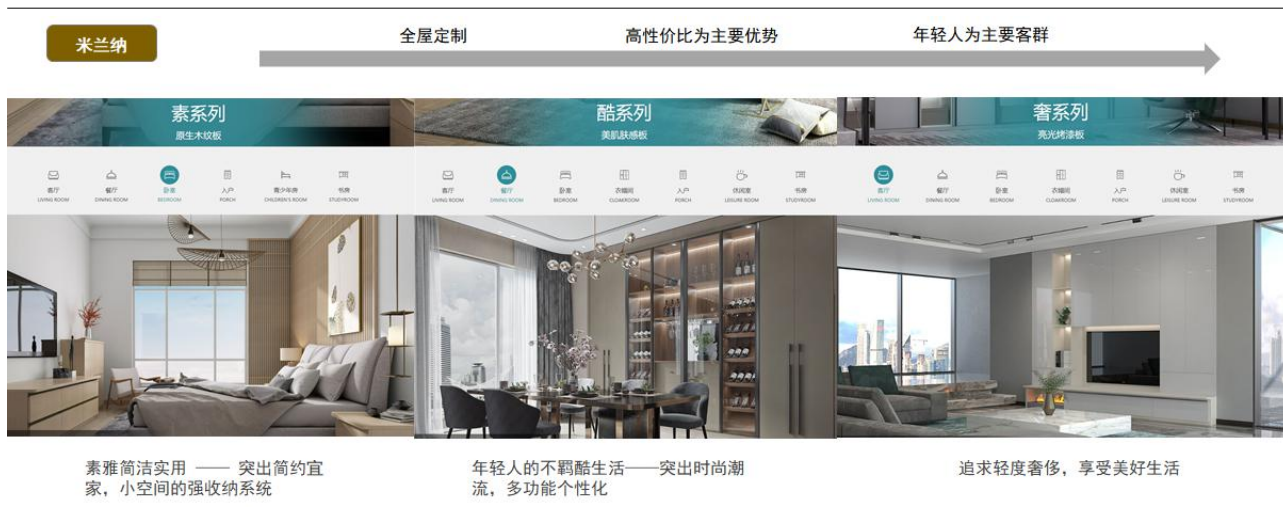
图 79：华鹤品牌以高端木门为主搭配其他全屋产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

4) 米兰纳品牌成立之初及确立全屋定制的发展战略，定位于互联网轻时尚品牌，以更创新的方式，更高性价比的产品和服务与消费者沟通，在米兰纳产品体系中，现代、简约、轻奢、混搭将是主流的风格，发力大众市场和下沉市场，打造极致性价比的产品，来满足大众消费人群的家居需求。

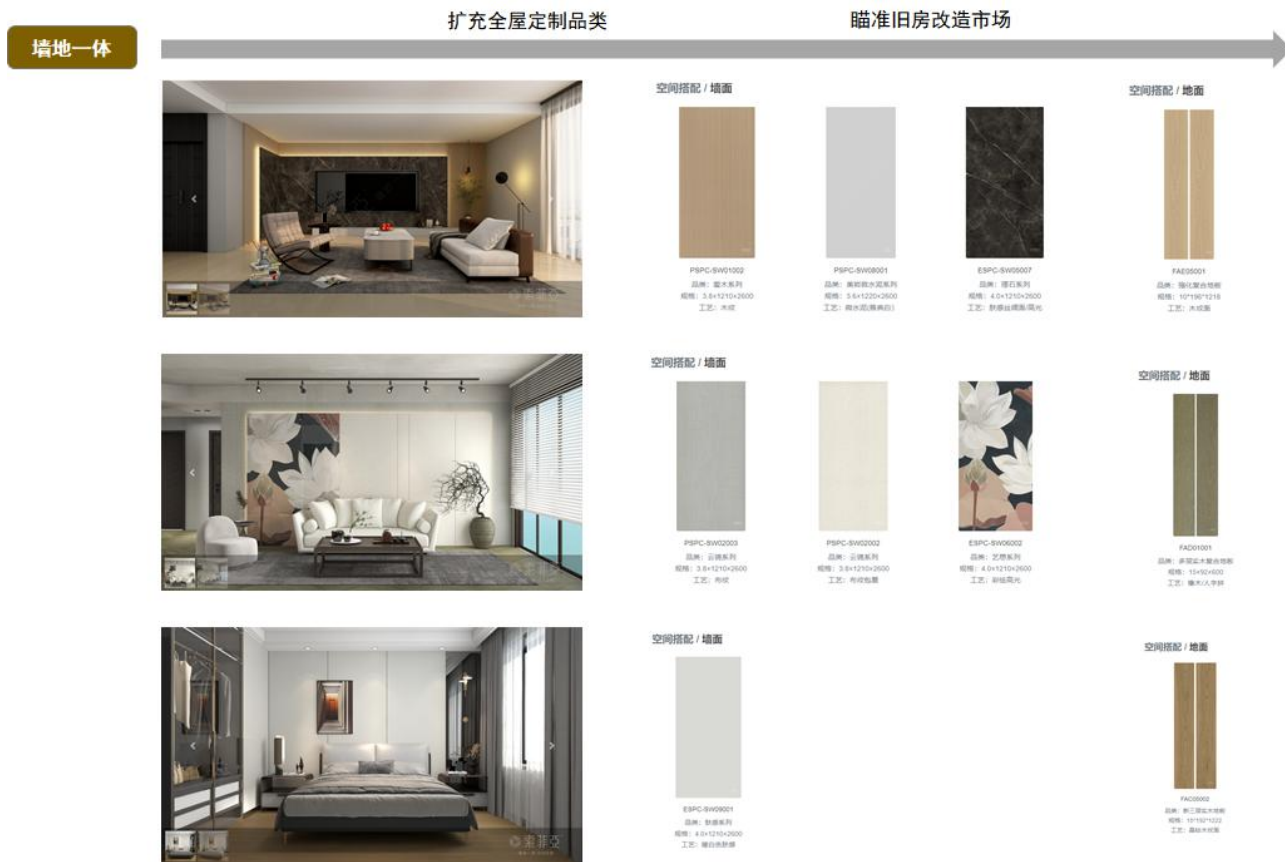
图 80：米兰纳品牌全屋产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

5) 索菲亚墙地一体品类细分新赛道，2022 年 5 月由索菲亚举办的“千城千店”招商战略起航暨首个家倍舒适馆落成典礼在中山举行，目标市场是“精装升级、旧房改造”。利用墙面系统和地面系统的科学整合，构建新的消费流量入口，最终以整体空间定制满足用户所见即所得的一站式装修需求。据项目销售和招商负责人杨绍智介绍，项目计划五年内在全国 1000 个城市建设 1000 个线下渠道门店并计划 2022 年年内完成 100 个专卖店的建设。采用“1+N”的招商模式，即要求加盟经销商在一个城市建立一个专卖店，并通过直营或合伙人模式，开设 N 个社区店。墙地一体品类的开拓，一方面更加针对存量房市场，另一方面对于公司整家战略全屋产品矩阵的完善，再下一城。

图81：索菲亚开拓墙地一体新赛道

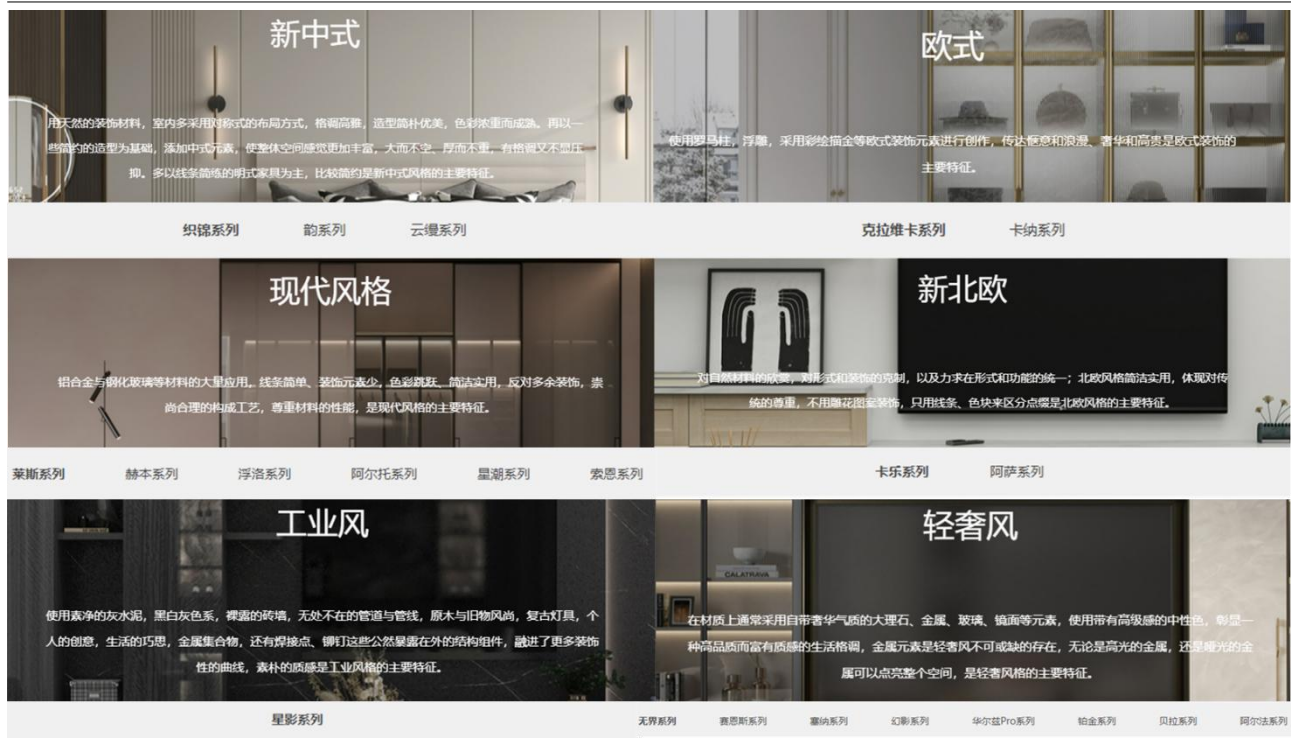


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品优势 2：产品内外兼修，风格系列丰富满足多元审美需求，产品品质精益求精。

产品风格多元。公司打造了一支强大的技术队伍，从产品外观、工艺、材料应用、技术等方面不断提升行业标准，在定制家具的风格、材质、工艺和时尚元素等方面不断向市场阐明定制家具行业的发展趋势和方向。品类上已陆续覆盖定制家居领域全品类，并开始向家装上游“墙地一体”拓展，各品类系列多元、风格类型丰富鲜明，包括天然装饰、对称布局、色彩浓厚、添加中式元素、简约优美的新中式风；应用铝合金与钢化玻璃、色彩跳跃、简洁实用的现代风；使用灰水泥、黑白灰色系、裸露砖墙管线、复古旧物与金属集合物组成的工业风；使用罗马柱、浮雕彩绘描金等欧式装饰元素、奢华高贵的欧式风；使用自然材料、简洁实用、用线条色块区分点缀的北欧风；使用大理石/金属/玻璃/镜面等奢华元素，带有高级感的中性色，高品质富有质感的轻奢风。

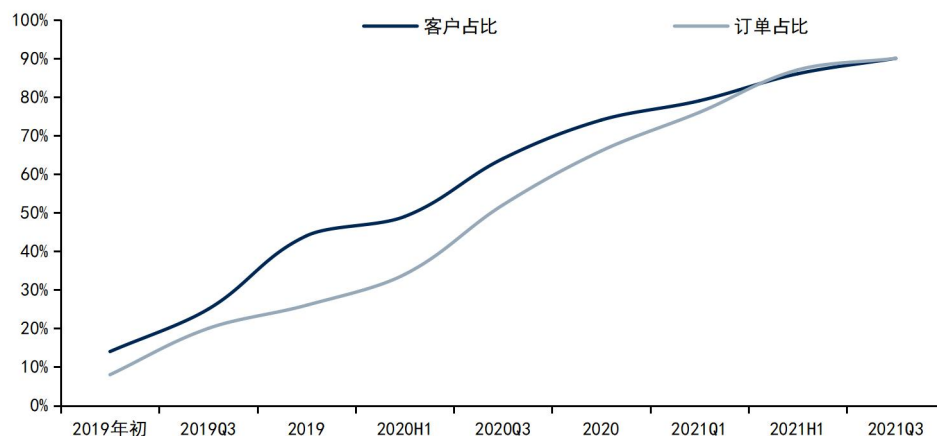
图82：索菲亚各式风格新品系列



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品品质精益求精。2020年9月索菲亚推出无醛板材——康纯板，截至2020年底，康纯板客户占比达74%，订单占比66%；截至2021年9月底，康纯板的客户及订单占比已近9成，完成板材升级。康纯板成为行业首家符合国家孕婴童网严苛标准，被纳入体系的板材；康纯系列产品获得“儿童安全级产品认证”，集结八大权威认可领跑行业，把产品环保水平再次拔高到新的高度。此外，在2021年，公司明星收纳系统迭代升级，推出海纳百穿5.0&5.0 Pro精细化收纳系统版本；另有三项设计作品斩获2022年度德国iF设计大奖。

图83: 康纯板客户及订单占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图84: 索菲亚康纯板纳入国家孕婴童网体系



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图85: 产品集结八大权威认可



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图86: 2022 年度德国 iF 设计大奖



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图87: 海纳百穿 5.0&5.0 Pro 精细化收纳系统



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

产品优势 3：价格带广，子品牌定价区隔明显，客群覆盖面广，套餐性价比高。

价格定位覆盖全面，子品牌区隔明显。公司践行以品牌为导向，所有品牌都按照整家定制转型的战略规划，索菲亚、司米、米兰纳及华鹤 3+1 品牌组合，分别抢占全屋定制家居高中低端市场，司米和华鹤属于中高端，单尺寸目标价格在 2000 元以上；索菲亚的目标价格为 1000~2000 元；米兰纳主打 1000 元以下价格带。根据部分消费者购买数据统计（存在地域折扣力度不同、消费者购买时间不同等因素影响），衣柜方面与其他定制品牌对比，索菲亚品牌价格定位终端，每平方米在 1000 元左右；米兰纳定价较低，每平方米在 800 元左右；橱柜方面，司米相较索菲亚，台面有更高端的岩板材质可以选择，同时其余配件中，索菲亚品牌加赠基础款油烟机，司米加 999 元可获赠老板油烟机。木门方面，索菲亚定价约在 1300 元/樘左右，与同业比较低，目前仍处于起步阶段；华鹤定价基本在 2000 元以上。

表 14：定制品牌衣柜部分产品价格展示

品牌	尺寸（平米）	板材	价格（元）	价格/尺寸（元/平米）	官网价格（元/平米）	板材
索菲亚	33	实木颗粒板	34908	1,058	1799	亲肤板
	16	康纯板	17466	1,092	1999	仿真岩板
	30	实木颗粒板	27991	933		
	22	康纯板	19999	909		
米兰纳	22	实木颗粒板	16800	764		
	15	实木颗粒板	12999	867		
欧派	18.3	实木颗粒板	21294	1,164	1888	净醛抗菌爱芯板
	22	实木颗粒板	19800	900		
	18.4	实木颗粒板	25859	1,405		
欧铂丽	38.163	实木颗粒板	32569	853		
	20	实木颗粒板	19800	990		
	14.3	实木颗粒板	15715	1,099		
志邦	28.07	实木颗粒板	31080	1,107		
	22	无醛颗粒板	19799	900		
	30.75	无醛颗粒板	44849	1,459		
金牌橱柜	12.43	实木颗粒板	10566	850		
	38	实木颗粒板	41829	1,101		
	22	实木颗粒板	19199	873		
尚品宅配	13.54	实木颗粒板	48159	3,557	990	康净板
	20	实木颗粒板	19000	950		
	20	康净板	19800	990		

资料来源：小红书，公司官网，国信证券经济研究所整理

表 15：定制品牌橱柜部分产品价格展示

品牌	尺寸（延米）	板材	台面材料	价格（元）	价格/尺寸	柜体包含（地柜、吊柜、高柜等）	其余配件
索菲亚	6.11	康纯板	石英石	18243	2986	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	水槽、水龙头、碗篮、基础款油烟机、炊具
	7.54	康纯板	石英石	20952	2779	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	水盆龙头（+1634）
	11.53	康纯板	石英石	24957	2165	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	拉篮（+2760）
司米	8.6	康纯板	岩板	25673	2985	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	调味篮、水槽、龙头
	7.41	康纯板	石英石	18430	2487	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	水槽龙头、小单盆、老板油烟机（+999）、炊具
	6.73	康纯板	石英石	18000	2675	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	水槽、龙头、集成灶
欧派	9.68	实木颗粒板	石英石	56699	5857	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	水槽（+2600）、调味篮（+960）
	7	实木颗粒板	石英石	12999	1857	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	单盆水龙头
	5.6	实木颗粒板	石英石	28745	5133	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	调味篮（+735）、碗篮（+716）、拉篮（657）
欧铂丽	7	实木颗粒板	石英石	8999	1286	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	单盆水龙头
	4.2	实木颗粒板	石英石	6972	1660	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	/
	5.7	实木颗粒板	石英石	8000	1404	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	/
志邦	7.9	实木颗粒板	石英石	45301	5734	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	2 只抽屉、1 套碗篮、1 套水槽（+2580）
	10	实木颗粒板	石英石	11800	1180	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	小单盆或双盆水龙头
	14.64	实木颗粒板	石英石	76269	5210	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	拉篮（+1800）
金牌橱柜	7.66	实木颗粒板	石英石	55760	7279	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	大单槽+水龙头（+2000）、碗篮（+1500）、调味篮（+500）、4 只气压撑（+520）
	6.22	实木颗粒板	石英石	30370	4883	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	烟机、灶具
	12	实木颗粒板	岩板	152457	12705	上柜（吊柜）、下柜（地柜）、高柜（中柜）	/
尚品宅配	8.6	普通颗粒板	石英石	18000	2093	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	烟机、炉灶
	5.1	励磨板	石英石	12800	2510	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	水槽、龙头、方太/老板烟机或炉灶、拉篮
	7	多层实木板	石英石	12899	1843	上柜（吊柜）、下柜（地柜）	龙头、星盆

资料来源：小红书，公司官网，国信证券经济研究所整理

注：尺寸为吊柜+中柜+地柜长度，不同产品台面面积和厚度有差异；部分价格为标价，部分为折后实际成交价

表 16: 定制品牌木门部分产品价格展示

品牌	数量 (樘)	板材	价格 (元)	价格/数量 (元/樘)
索菲亚	3	康纯板	3897	1299
	4	康纯板	5596	1399
	4	康纯板	5196	1299
华鹤	1	免漆-耐磨板	1699	1699
	1	实木复合板	2500	2500
	1	实木多层板	2400	2400
	3	桥洞力学板	13000	4333
欧派	3	F 四星级板材	5061	1687
	1	多层实木板	1300	1300
欧铂丽	1	实木颗粒板	3999	3999
	1	实木颗粒板	1900	1900
志邦	5	F 四星级板材	18800	3760
	1	F 四星级板材	2708	2708
	1	F 四星级板材	5556	5556
	1	实木多层板	5292	5292
金牌橱柜	1	桥洞力学板	1399	1399
	1	实木复合板	1899	1899
	1	实木复合板	3399	3399
TaTa	3	桥洞力学板 (实木复合板)	11600	3867
	1	桥洞力学板 (实木复合板)	1299	1299
	3	实木复合板	7800	2600
	1	实木复合板	2580	2580
	1	实木复合板	1599	1599
	1	实木复合板	1699	1699

资料来源: 小红书, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

整家套餐联合产业链大牌, 注重高品质高性价比。自 2021 年 12 月, 正式发布“整家定制”战略后, 索菲亚开启了整家快速发展模式。在 2022 年 1 月, 索菲亚和海尔集团达成深度战略合作, 将国际高端家电领军品牌卡萨帝与全球首个场景品牌三翼鸟正式纳入到索菲亚整家定制生态圈, 并在 2 月发布了“39800 元”整家定制套餐, 联合芝华仕、美国舒达、卡萨帝、东芝、海尔等细分品类领导者共同参与, 构筑了针对毛坯用户的 39800 大牌整家套餐、针对精装人群的 39800 大牌拎包入住套餐、针对收纳达人的 39800 轻享拎包入住套餐和针对时尚达人的 39800 时尚拎包入住套餐的套餐矩阵, 精准锁定不同家装客群, 保证极限性价比。

表 17: 索菲亚“39800 元”整家定制套餐

套餐	配置详情
39800 大牌整家套餐	20 m² 索菲亚全屋定制+芝华仕家具 8 件套 (真皮沙发+岩板茶几+岩板/实木餐桌+餐椅)+美国舒达卧室 2 件套 (真皮床+乳胶床垫)+3 m² 索菲亚背景墙+免费送 9999 元 7 米橱柜 1 套+加 999 再惠送 7298 元卡萨帝烟灶两件套
39800 大牌拎包入住套餐	20 m² 索菲亚全屋定制+芝华仕家具 8 件套 (真皮沙发+岩板茶几+岩板/实木餐桌+餐椅)+美国舒达卧室 2 件套 (真皮床+乳胶床垫)+美国舒达床头柜 1 件+索菲亚智能晾衣机 1 件+大牌家电三选一 (加 2999 送 14999 元卡萨帝双子洗衣机/加 1999 送 12999 元东芝 540L 对开门冰箱/免费送海尔 10KG 洗烘一体机+索菲亚床品 4 件套+美国舒达乳胶枕 2 个)
39800 轻享拎包入住套餐	26 m² 索菲亚全屋定制+索菲亚家品 10 件套+索菲亚智能晾衣机 1 件+大牌家电三选一 (加 2999 送 14999 元卡萨帝双子洗衣机/加 1999 送 12999 元东芝 540L 对开门冰箱/免费送海尔 10KG 洗烘一体机+索菲亚床品 4 件套+美国舒达乳胶枕 2 个)
39800 时尚拎包入住套餐	26 m² 索菲亚全屋定制+索菲亚家品 10 件套+索菲亚智能晾衣机 1 件+背景墙 10 m²

资料来源: 公司公告, 公司财报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 88: 索菲亚“39800 元”整家定制套餐发布会



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品优势 4：生产基地产能充足覆盖范围广，供应链及数字化能力领先。

七大生产基地覆盖范围广，供应链能力领先。索菲亚拥有七大生产基地，覆盖全国的高度工业化的产业布局，进而实现交货期短，准确率高，返修率低。2018 以来，公司工厂对经销商的平均交货周期为 7~12 天左右，首次打破定制行业普遍面临的产能瓶颈。生产准确率、交货速度、改补率等是公司重点关注的指标，让工厂端和经销商端的运营成本降低，从而提升在市场上的竞争力。

图 89: 索菲亚生产基地布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

数字化能力领先，“三驾马车”保驾护航。索菲亚系行业内首家拥有全方位、垂直一体化“数字化运营平台”的公司，公司在行业最早做数字化转型。从 2014

年以来，公司成立的（IDC）信息与数字化中心、宁基智能和极点三维，作为信息化和数字化三架马车，为企业长期数字化战略实施保驾护航。

● Information and Digital Center (IDC) 信息与数字中心

是信息化实现的技术基础，负责企业数字化架构设计、信息技术研发、数据处理以及组织和流程优化等工作；

● 宁基智能

旨在提升后端生产的信息化，为公司提供智能生产解决方案、智能仓储解决方案、信息化实施方案，以信息技术为核心，通过自动化和信息化的深度融合，实现智慧智造，打造高效率、高品质、低运营成本的智慧工厂；

● 极点三维

旨在提升前端营销的信息化，推进移动营销、智能设计，智慧生产、安装交付的全流程智能化改造，提高个性定制设计的效率和准确率，同时继续发展三维实时引擎、VR/AR 虚拟现实技术等核心优势技术。以数据为纽带，强大的运算后台为驱动，公司将持续打造一个数字化生态系统。

经过多年的探索实践，索菲亚开创行业首个全流程数字化运营体系，组建了研发、营销、智能制造、服务 4 大平台，打造 X-PLAN、DIYHome、4.0 智能车间、智能仓储和物流、客户服务系统 CSP 等 10 大系统，用科技破解运营痛点。全流程数字化运营体系覆盖了定制家居的全服务流程链条，从协同营销、实时设计、智能制造、仓储物流、客户服务等方面构建家居数字化生态系统，通过强大的智能化中后台实现数据化管理，提高内部供应链效率、经销商运营效率和业务流程运作效率，更好地满足消费者需求。

图 90：索菲亚率先布局工业 4.0 智能生产线



索菲亚率先布局工业 4.0 智能生产线，用科技重新定义生产，引领行业潮流。湖北黄冈 4.0 车间拥有自主知识产权，占地面积 33.3 万平方米，集制造、展示、培训为一体，是索菲亚旗下最大的制造中心，是索菲亚探索“新变革、新技术、新标准、新智造、新物流”之地。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图91：索菲亚智能化生产流程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

成长性：整家战略下客单价增长可期，管理精细化助力终端优化

基于索菲亚目前所具备并且持续提升的品牌力、渠道力和产品力，在达到百亿规模的新起点上，我们看好索菲亚重新起航，加快发展的脚步。

索菲亚在过去十余年的发展中也曾经历挫折和失误。

问题 1：从产品角度看，品类扩张时间晚，第二、三增长曲线发展慢。

索菲亚扩品类的时间与欧派比较晚，欧派家居分别于 2006 和 2010 年从橱柜拓展到衣柜和木门，索菲亚品牌于 2012 年开始布局橱柜和木门领域，2014 年设立“司米橱柜”，正式凭借“司米”品牌进军橱柜业务；2017 年设立“华鹤木门”。**橱柜业务难发展主要原因包括：**1) 生产、设计、装修技术与衣柜有所不同；2) 司米品牌在国内知名度低，与索菲亚品牌关联性小；3) 装修环节位于衣柜之前，难以靠衣柜销售链条直接带动；4) 索菲亚进入橱柜市场时已经处于红海市场，竞争激烈；5) 同时叠加经销商管理、和法国公司合作影响独立决策的原因，司米橱柜规模发展缓慢，且盈利较低，2018 年起扭亏为盈，2021 年实现净利润率 1.3%。**木门业务重零售而非重工程**，前期投入高，目前仍处于战略亏损阶段，5 年间实现收入 11.66 亿元，累计亏损 1.72 亿元。

问题 2：从渠道角度看，整装渠道布局时间较晚，大宗业务受恒大违约事件冲击大。

公司整装渠道布局较晚，大宗渠道受恒大违约事件影响较大，计提减值损失超 9 亿元，对 FY2021 业绩造成较大冲击；此外，整装渠道布局时间、发展速度、发展规模上目前与欧派仍有差距。

问题 3：从管理角度看，过去经销商管理制度过于粗放，约束和激励不够。

公司原先采取的经销商管理制度松散，考核维度单一，只考核销售额这一个指标，

同时淘汰率较低，在 2018 年之前仅为 2%。过于宽松的淘汰制度不仅会助长经销商安于现状的心态，还会导致企业颁布的政策执行效果差，多品类业务发展受阻的情况发生。过于看重业绩、一城一商的政策，导致缺乏对中小经销商的培养，头部经销商不断做大，拥有较强的话语权，进而公司对经销商管理难度增加，过于依赖头部经销商。

吸取过去的教训后，公司在组织、管理、战略上都进行了调整，“全渠道、多品牌、全品类”战略日臻完善。

变革 1：从战略变革来看，制订并逐步完善整家战略，落地过程中客单价提升效果显著。

公司高度重视整家定制战略，将整家定制融入到品牌 logo 中；以品牌为导向，所有品牌都按照整家定制转型；制订“C6 计划”的客单价提升目标，即 2025 年完成 C6 计划，终端客单值达到 6 万元，这个目标是通过整家定制、整家战略的形式去推动，后续客单值的提升更多是依赖公司产品品类的丰富、新产品线的推出，以及新产品品质升级后定价的提高。索菲亚衣柜 2021 年客单价为 14491 元/单，假设终端经销商毛利率为 50%，那么终端客单价大约为近 3 万元，距 6 万元目标仍有一倍以上的提升空间。

图 92：索菲亚品牌新 logo 中融入“整家定制”



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

变革 2：从渠道变革来看，整装渠道深度合作，合伙人模式进一步捕捉碎片化流量。

整装深度合作：直营整装与大型装企建立深度合作。公司的优势首先在于合作伙伴的选择上，索菲亚可以凭借自身在定制家居领域的地位和实力，选择各细分领域龙头进行合作，达到优势兼并、相互赋能的效果；其次在合作模式上，与其他同业竞争者的模式具有较大差异，索菲亚采取合资建立子公司的模式进行深度合作，达到利益绑定、合作共赢的效果。对于索菲亚带来的效益上，首先有利于拓整装渠道的快速开、流量前置；其次有助于公司在家装产业链上的进一步延伸，向上游拓展，丰富业务类型，整合市场份额。2022H1 零售经销渠道增长稳健；整装渠道营业收入达 3.61 亿元，同比实现 167.26% 的增长。

橱柜合伙人模式：索菲亚品牌于 10 月份推出了全新的橱柜商业模式——城市合伙人模式，合伙人模式即合作方式和负责环节较为灵活，可以只负责营销或设计环节，仓储、物流、安装等由他人完成。

具体来看，索菲亚橱柜城市合伙人模式有三种选择：1) A 模式，城市合伙人负责

销售、设计、安装和售后，经销商负责仓储和送货；2) B 模式，城市合伙人只需负责销售，设计、仓储、送货、安装、售后全由经销商托管；3) C 模式，城市合伙人负责销售和安装，其他由经销商负责。这种分工模式，不仅能极大减轻城市合伙人的投资建设成本，也能充分发挥出索菲亚经销商强大的售后服务优势。

图 93: 索菲亚橱柜千城万店“城市合伙人”模式

总部负责	盈利模式	经销商负责	“城市合伙人”负责
建店审核 过程监控 政策把控 赋能支持	模式A	仓储+送货	销售+设计 +安装+售后
	模式B	设计+仓储+送货 +安装+售后	销售
	模式C	送货+仓储 +安装+售后	销售+设计

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

合伙人模式对于合作伙伴来说，低投入、轻资产的运营方式，让合作伙伴有更多时间专注市场，夯实服务及口碑优势，进一步提升市场竞争力。此外，该模式通过建店指导、运营指导、培训指导、活动指导、专项技能指导、业绩分析指导、安装售后服务，巩固了合作伙伴在当地的市场竞争优势，形成整体的盈利商业模式，进而带来持久的正向效应。对于公司而言，公司通过合伙人模式可以覆盖原先无法进入、更加碎片化的渠道中，我们预计索菲亚橱柜未来有望快速增长，成为索菲亚品牌的第二增长引擎。

变革 3：从管理变革来看，经销商管理更加严格，渠道赋能有所强化。

经销商管理上进行优化。1) **考核多元化**：改变单一的销售考核标准，将收入、开店、服务各方面纳入考核体系。奖罚分明，薪酬制度考核严格，索菲亚还在管理方面制定了一套非常完善的机制，从薪酬考核、团队互动、高管思想几个方面入手帮助经销商，协助经销商门店进行一系列的形象与管理升级。2) **提高淘汰率**：将每年 2% 的经销商淘汰率升至 6%-8%。改变“一城一商”制度，采取了“城市再切割”的方式，将一些城市的区、村镇作为单独的考核区域进行效能评估，对于营销不达预期的区域进行切割，交由新经销商进行运营。3) **强化渠道赋能**：增加主动营销人员，并采取“点将制”。即经销商根据需求自行选择公司培训服务及培训人员并对此进行付费，以内部市场化的方式加强经销商培训。

变革 4：从品牌变革来看，各品牌定位精准，米兰纳打开下沉市场增速快，司米独立运营后增长有望提速。

米兰纳作为索菲亚旗下的互联网轻时尚品牌，具有高性价比，主要对标年轻、大众消费者，通过新兴社交媒体工具洞察年轻消费者的需求。对于米兰纳品牌的更新迭代，在 5 月发布会中米兰纳联合左右沙发、惠而浦一起打造出了整家定制的生态链。作为整个索菲亚家居多品牌战略的重要一环，米兰纳现在已经正式从定制家居升级为整家战略。米兰纳相对索菲亚品牌的差异化定位，使公司客群进一步扩大，目标客群体量大+产品/价格/营销定位精确+符合目标客群需求，同时有索菲亚大品牌背书、索菲亚生产端供应链支持和渠道支持，以及高性价比，米兰纳自成立以来发展迅速，预计未来增长空间广阔。2022 年公司对司米品牌进行战略调整，拟收购司米品牌剩余股权，开始独立招商，并将司米品牌从单橱柜品牌向全屋、轻高定家具品牌转型，战略转型期司米业绩短期承压，未来预计司米品牌在索菲亚公司的独立运营下，可以更好贯彻公司的整体战略，增长有望提速。

综上，短期来看，在整家大家居、多品牌全面进军整家定制的战略下，公司有望凭借在衣柜领域的专业度和知名度带动其他产品快速发展，提升客单价；同时各子品牌线下门店有望通过升级、扩大、扩量来提升店效和店数；中长期来看，在整装链条的进一步打通和逐渐成熟下，一方面公司有望通过家装获取更加前置的流量；另一方面进一步扩充业务类型和渠道类型，获得更多客流和提升客单。

图 94：索菲亚增长逻辑图

	渠道	产品	品牌
竞争力	全渠道运营体系	完善的产品矩阵、丰富的价格带	完善的品牌矩阵、价格定位区隔明显
	零售渠道门店和经销商数量多店效高	品质精益求精、内外兼修	以品牌为导向凭借优势品类带动全屋
	整装渠道与大型装企建立深度合作	供应链、数字化能力领先	品牌热度知名度高
过去不足	经销商管理粗放、整装布局晚、大宗受坏账冲击	橱柜、木门业务发展慢	品牌间协同效益差司米、华鹤发展慢
	经销商管理精细化，强化渠道赋能	全品类助力整家大家居发展	多品牌助力整家大家居发展
成长性	把握多方位流量，扩充流量入口	橱柜、木门、墙地等业务快速发展	米兰纳扩充公司目标客群，增速快
	大宗渠道优化客户结构，控制风险	营运效率、产品质量提升	司米战略调整后增长有望提速
	整装渠道建立深度	收入、利润同步增长	华鹤木门助力门墙柜一体

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分渠道来看，不同品类和品牌，以及整家定制的线下门店仍有充足扩展空间，店效也有望进一步提升；大宗渠道通过优化客户结构，在控制风险的同时扩大规模；

线上渠道作为引流手段带来新流量；整装渠道将流量进一步前置；合伙人模式进一步捕捉新流量入口。

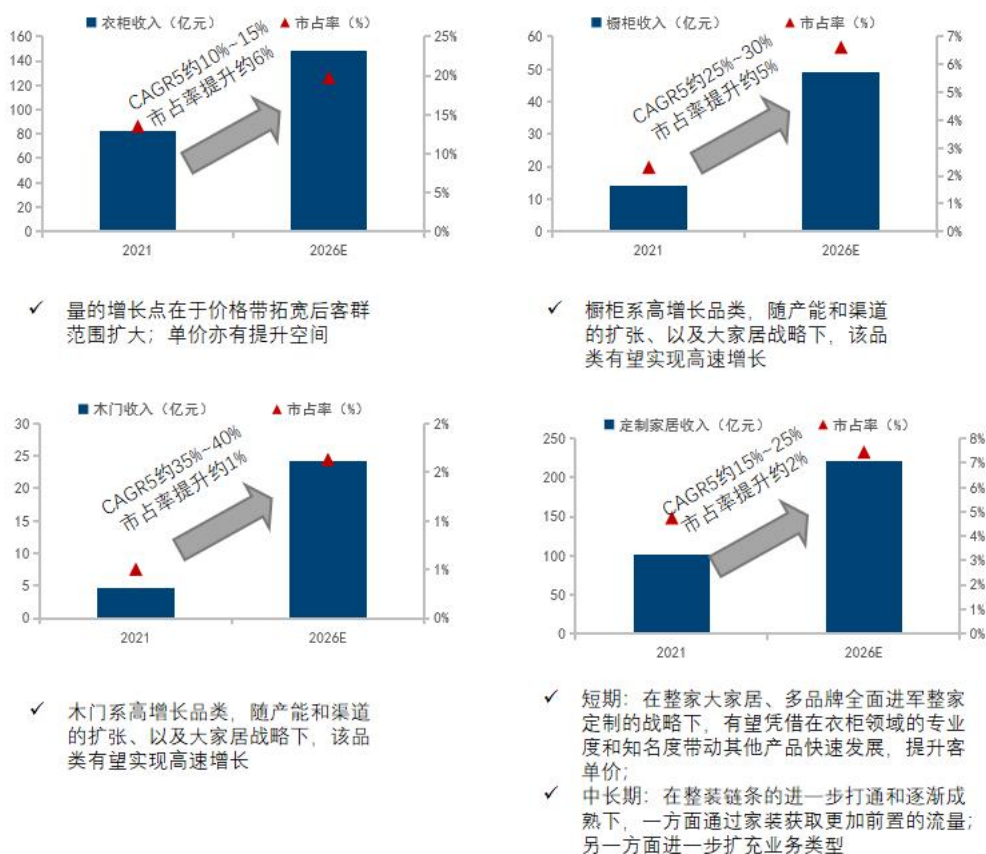
分品类来看，基于完善的产品矩阵和品牌矩阵，整家大家居有望快速发展：

-衣柜业务收入与毛利率：基于旧房翻新需求量、精装房需求量的提升，衣柜行业整体需求有望提升。索菲亚作为衣柜行业领导品牌，“有望在行业分化的趋势下凭借龙头优势获得更大的市场份额。同时随第二品牌，米兰纳、司米的发展，价格带扩充，客群有望进一步扩展。由于基数较大，预计收入增速维持稳定增长，毛利率小幅上涨。

-橱柜业务收入与毛利率：橱柜业务销售额在公司整体业务收入中占比仍较小，未来具有较大增长空间。在全屋一体化定制模式、整装渠道、橱柜合伙人模式的发展下，以及司米品牌的独立运营和知名度逐渐提升，预计橱柜收入增速较快，毛利率增长空间较大。

-木门地板等其他业务收入与毛利率：一方面，基于全屋定制业务以及整装渠道的快速发展，橱衣柜品类销售有望带动其他品类销售快速增长；另一方面，得益于门店升级，即从前的单品类门店扩充为多品类、呈现空间整体方案的门店，同时其他品类门店数量的提升，其他品类收入有望获得高速增长，毛利率小幅上涨。

图 95：索菲亚未来五年分品类规模及市占率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从盈利能力来看，橱柜毛利率志邦家居最高，可达 40%以上；欧派位居第二，在 30%以上；索菲亚最低。衣柜毛利率好莱客、索菲亚位于第一梯队；志邦家居、欧派家具位于第二梯队；金牌厨柜最低。木门毛利率除好莱客外都较低，主要因规

模较小仍在起步阶段。索菲亚衣柜定位中高端，业务成熟，具有较高的品牌知名度和消费者认可度，同时供应链效率较高、有一定规模效应，故拥有较高的毛利率。橱柜作为第二增长曲线，目前仍有较大的规模及消费者认知上的增长空间，利润率有望逐渐与同业缩小差距；木门业务随着规模增长、供应链成熟，盈利能力也有望进一步提升。

表 18: 各定制家居公司细分品类毛利率

2022H1	橱柜	衣柜	木门	整体
欧派家居	31.11%	32.66%	20.88%	31.29%
索菲亚	21.93%	33.98%	16.64%	31.97%
志邦家居	41.19%	35.38%	10.74%	36.26%
好莱客	28.63%	37.98%	37.32%	36.20%
金牌厨柜	28.82%	27.54%	5.56%	28.94%
2021	橱柜	衣柜	木门	整体
欧派家居	34.35%	32.19%	13.82%	31.62%
索菲亚	26.26%	35.71%	17.13%	33.21%
志邦家居	40.50%	34.43%	13.04%	36.24%
好莱客	26.60%	36.28%	34.40%	33.94%
金牌厨柜	30.31%	28.90%	4.42%	30.48%
2020	橱柜	衣柜	木门	整体
欧派家居	36.20%	36.40%	14.00%	35.01%
索菲亚	22.70%	40.40%	14.60%	36.56%
志邦家居	41.80%	33.40%	16.00%	38.07%
好莱客	25.30%	39.90%	32.20%	36.70%
金牌厨柜	32.90%	29.70%	-	32.73%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

注：FY2021 后索菲亚、欧派家居、好莱客衣柜毛利率包含配套品

索菲亚 2021-2022H1 毛利率承压的原因主要包括：1) 成本端原材料采购价格高位运行，据数据显示，今年上半年多种板材的出口平均单价和进口价格指数均处于近 5 年来的高位；2) 衣柜外其他低毛利品类收入占比提升；3) 2022H 部分地区在疫情管控下，当地订单需调整生产工厂，由于产能的调配和物流的调整，工厂产能没有充分运用，生产运营效率受到影响；4) 产品 SKU 短时间内大幅度增加，另外直营整装和米兰纳的运作等多因素叠加导致生产效率降低；5) 工程渠道高毛利客户占比从 2021H2 开始下降。

预计随原材料成本压力逐渐减缓，以及公司从今年下半年开始产品提价逐步落实，利润率对标过去也仍有较大的提升空间。

图 96: 出口平均单价: 胶合板及类似多层板



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 97: 板材进口价格指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年年归母净利润分别为11.5、13.7和16.3亿元，同比增速838.4%、19.4%、18.7%；EPS为1.26/1.51/1.79元。

收入：预计2022~2024年分别为115.82、134.52和153.1亿元，同比增速11.3%、16.1%、13.8%。

1) 衣柜及其配件品类，预计2022~2024年收入分别增长13%/14%/12%。衣柜业务已较为成熟，且基数较大，未来成长性主要在于：①衣柜相关配套品配套率提升；②司米、米兰纳衣柜业务仍具有高增长潜力；③渠道进一步开拓带来量的增长；④产品升级带来的单价提升。故给予中等增速。

2) 橱柜业务系未来重点发展品类之一，预计2022~2024年收入分别增长0%/25%/20%。2022年橱柜收入增长主要受制于工程渠道，未来一方面公司在产能端有积极布局作为支撑；另一方面在整家大家居的战略及橱柜合伙人模式下，橱柜作为全屋套餐的主要产品，有望实现销售的快速增长。故给予高增速。

3) 木门业务系未来重点发展品类之一，预计2022~2024年收入分别增长7%/30%/25%。2022年木门收入增长主要受制于工程渠道，未来一方面在大宗和整装渠道，木门业务有望快速发展；另一方面零售渠道，在整家大家居的战略及门墙柜、门墙地一体的销售模式下，木门受其他品类带动有望实现销售的快速增长。故给予高增速。

4) 地板业务系未来重点发展品类之一，预计2022~2024年收入分别增长2%/30%/25%。主要因地板业务目前体量仍较小，系公司目前重点发展的方向，一方面在大宗和整装渠道，地板业务有望快速发展；另一方面公司加大布局墙地一体，地板有望实现销售的快速增长。故给予高增速。

毛利率：预计2022~2024年分别为32.5%/32.6%/32.8%。

考虑到公司高、中、大众品牌稳步发展，新门店、新品类处于爬坡期，我们预计各品类毛利率基本维持稳定；同时由于2021年开始原材料成本上涨，目前仍位于高位，我们预计未来原材料成本缓解后，毛利率将保持小幅上涨。衣柜、橱柜、木门、地板未来三年毛利率分别为34.6%/35.0%/35.5%左右；25.5%/25.5%/25.7%左右；17.1%/17.1%/17.3%左右；8.2%/8.2%/8.3%左右。由于低毛利品类占比提升，整体毛利率相较往年有所下降。

表 19：索菲亚盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	3,195.73	4,529.96	6,161.45	7,310.89	7,686.08	8,352.83	10,407.09	11,581.97	13,452.17	15,309.73
	定制衣柜及配件	3,073.80	4,084.41	5,444.17	6,393.77	6,605.22	6,701.78	8268.98	9,343.95	10,652.10	11,930.35
	定制厨柜及配件	86.66	413.00	590.20	708.52	851.21	1,210.94	1419.88	1,419.88	1,774.85	2,129.82
	木门	0.00	0.00	73.07	158.17	187.84	291.84	457.78	489.82	636.77	795.96
	地板	15.77	8.73	7.07	6.07	0.13	112.16	196.51	200.44	260.57	325.72
	其他业务	19.50	23.82	46.94	44.36	41.68	36.11	63.94	127.88	127.88	127.88
营收占比	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	定制衣柜及配件	96%	90%	88%	87%	86%	80%	79%	81%	79%	78%
	定制厨柜及配件	3%	9%	10%	10%	11%	14%	14%	12%	13%	14%
	木门	0%	0%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	5%	5%
	地板	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	2%
	其他业务	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
YoY	合计	35%	42%	36%	19%	5%	9%	25%	11%	16%	14%
	定制衣柜及配件	33%	33%	33%	17%	3%	1%	23%	13%	14%	12%
	定制厨柜及配件	604%	377%	43%	20%	20%	42%	17%	0%	25%	20%
	木门				116%	19%	55%	57%	7%	30%	25%
	地板	-43%	-45%	-19%	-14%	-98%	86177%	75%	2%	30%	25%
	其他业务	32%	22%	97%	-5%	-6%	-13%	77%	100%	0%	0%
毛利率	合计	37.8%	36.6%	38.2%	37.6%	37.3%	36.6%	33.2%	32.5%	32.6%	32.8%
	定制衣柜及配件	38.6%	39.5%	39.9%	39.2%	38.9%	40.4%	35.7%	34.6%	35.0%	35.5%
	定制厨柜及配件	9.3%	6.3%	23.0%	28.0%	28.5%	22.7%	26.3%	25.5%	25.5%	25.7%
	木门			25.5%	11.8%	15.8%	14.6%	17.1%	17.1%	17.1%	17.3%
	地板	8.8%	30.6%	27.2%	20.6%	-61.5%	7.7%	8.2%	8.2%	8.2%	8.3%
	其他业务	62.0%	54.9%	52.7%	46.5%	65.4%	49.7%	55.1%	55.1%	55.1%	55.1%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

费用率：

- 1) 销售费用率：考虑到公司新产品、新品牌的营销投入，同时营销队伍有所扩大，假设未来三年销售费用率处于近年较高水平，分别为 9.8%/9.6%/9.5%。
- 2) 管理费用率：考虑公司通过优化管理效率节约费用，以及规模效益递增，我们假设未来三年管理费用率较过去小幅下降，未来三年分别为 6.4%/6.4%/6.3%。
- 3) 研发费用率：考虑到公司将继续丰富产品矩阵，研发投入增加，我们假设未来三年研发费用率分别为 3.0%/3.0%/3.0%。
- 4) 财务费用率：由于公司有息负债极少，未来亦无增大有息负债计划，故我们假设未来三年财务费用率为 0.4%/0.4%/0.3%。

表 20：索菲亚盈利预测假设条件

	2018	2019	2020	2021	2022E	2022E	2024E
营业收入增长率	18.7%	5.1%	8.7%	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%
毛利率	37.6%	37.3%	36.6%	33.2%	32.5%	32.6%	32.8%
销售费用率	9.6%	10.0%	9.2%	9.7%	9.8%	9.6%	9.5%
管理费用率	7.7%	7.7%	7.3%	7.0%	6.4%	6.4%	6.3%
研发费用率	2.6%	2.4%	2.5%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来三年业绩预测

预计 2022-2024 年的收入分别为 115.82、134.52 和 153.10 亿元,同比增速 11.3%、16.1%、13.8%; 预计 2022-2024 年的净利润分别为 11.5、13.7 和 16.3 亿元,同比增速 838.4%、19.4%、18.7%; EPS 为 1.26/1.51/1.79 元。

表21: 索菲亚盈利预测及市场重要数据

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,407	11,582	13,452	15,310
(+/-%)	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%
净利润(百万元)	123	1150	1374	1630
(+/-%)	-89.7%	838.4%	19.4%	18.7%
每股收益(元)	0.13	1.26	1.51	1.79
EBIT Margin	12.8%	12.4%	12.7%	13.1%
净资产收益率(ROE)	2.2%	18.3%	19.5%	20.5%
市盈率(PE)	111.1	11.8	9.9	8.4
EV/EBITDA	11.8	10.6	9.2	8.1
市净率(PB)	2.41	2.17	1.94	1.72

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设,得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2022~2024 年净利润分别为 12.1/14.6/17.4 亿元; 2) 中性假设下, 公司 2022~2024 年净利润分别为 11.5/13.7/16.3 亿元; 3) 悲观假设下, 公司 2022~2024 年净利润分别为 10.6/12.6/14.9 亿元。

表22: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	8,353	10,407	11,817	13,820	15,824
(+/-%)	8.7%	24.6%	13.5%	17.0%	14.5%
净利润(百万元)	1192	123	1215	1459	1739
(+/-%)	10.7%	-89.7%	891.4%	20.1%	19.2%
摊薄 EPS	1.31	0.13	1.33	1.60	1.91
中性预测					
营业收入(百万元)	8,353	10,407	11,582	13,452	15,310
(+/-%)	8.7%	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%
净利润(百万元)	1192	123	1150	1374	1630
(+/-%)	10.7%	-89.7%	838.4%	19.4%	18.7%
摊薄 EPS(元)	1.31	0.13	1.26	1.51	1.79
悲观的预测					
营业收入(百万元)	8,353	10,407	11,347	12,813	14,494
(+/-%)	8.7%	24.6%	9.0%	12.9%	13.1%
净利润(百万元)	1192	123	1057	1265	1495
(+/-%)	10.7%	-89.7%	762.3%	19.6%	18.2%
摊薄 EPS	1.31	0.13	1.16	1.39	1.64
总股本(百万股)	912	912	912	912	912

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 19.6~22.6 元, 维持增持评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 19.7~22.4 元

在品类扩张、渠道开拓、品牌力提升, 公司以大家居为战略, 以“全渠道、多品牌、全品类”为发展目标, 我们预计公司未来收入和净利润端保持一定增长, 未来五年估值假设条件见下表:

表 23: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	5.1%	8.7%	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%	13.8%	13.8%
毛利/营业收入	37.3%	36.6%	33.2%	32.5%	32.6%	32.8%	32.9%	32.9%
管理费用/营业收入	7.7%	7.3%	7.0%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%
销售费用/销售收入	10.0%	9.2%	9.7%	9.8%	9.6%	9.5%	9.4%	9.3%
营业税及附加/营业收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
所得税税率	18.7%	19.5%	65.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
股利分配比率	46.1%	44.7%	503.0%	44.7%	44.7%	44.7%	44.7%	44.7%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 24: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	19.53%
无风险利率	3.00%	Ka	12.00%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.36
公司股价 (元)	14.93	Ke	13.23%
发行在外股数 (百万)	912	E/(D+E)	85.52%
股票市值 (E, 百万元)	13622	D/(D+E)	14.48%
债务总额 (D, 百万元)	2307	WACC	11.93%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 19.7~22.4 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 25: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		10.9%	11.4%	11.93%	12.4%	12.9%
永续增长率变化	2.5%	25.83	23.97	22.32	20.85	19.52
	2.0%	24.86	23.14	21.61	20.23	18.98
	1.5%	24.00	22.40	20.96	19.66	18.48
	1.0%	23.23	21.73	20.38	19.15	18.03
	0.5%	22.53	21.12	19.84	18.68	17.61

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：19.6~22.6 元

我们选取业务有可比性的家居公司作比较，包括定制家居企业：欧派家居、索菲亚、志邦家居；以及软体家具企业：喜临门、顾家家居、敏华控股。索菲亚系家居行业龙头企业，未来 12 个月预测 PE 估值横向来看，近两年定制家居标的估值中枢在 20xPE 左右，行业龙头欧派家居、尚品宅配的估值中枢分别为 28x 和 24xPE；纵向来看，索菲亚近年增速放缓，估值有所下滑，2018/2019/2020/2021 未来 12 个月预测 PE 的中枢分别为 19/16/17/17x。我们看好索菲亚相较于同业的竞争力，以及业绩增速重回快车道，故给予索菲亚 2023 年 13~15x PE，对应 19.6~22.6 元的合理估值区间。

表 26：可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002572	索菲亚	买入	14.8	0.1	1.3	1.5	1.8	114.2	11.8	9.8	8.29
同类公司											
603816	顾家家居	买入	32.5	2.7	2.2	2.5	2.9	12.3	14.9	13.2	11.21
603833	欧派家居	买入	89.7	4.4	4.6	5.4	6.4	20.4	19.6	16.6	14.00
603801	志邦家居	买入	21.9	1.6	1.8	2.1	2.4	13.5	12.4	10.6	9.05
300616	尚品宅配	买入	19.5	0.5	0.7	1.1	1.3	43.4	26.8	18.6	14.78
603208	江山欧派	增持	42.6	2.5	0.7	2.7	3.2	17.4	64.5	16.0	13.40
1999	敏华控股	无评级	5.0	0.5	0.7	0.8	1.0	10.8	7.2	6.0	5.24
603008	喜临门	无评级	26.0	1.5	1.6	2.1	2.6	18.0	15.9	12.6	10.14
603313	梦百合	无评级	10.1	-0.6	0.5	0.9	1.2	-17.7	19.6	11.3	5.24
603818	曲美家居	无评级	6.4	0.3	0.5	0.8	1.0	20.8	12.5	8.0	6.29
301061	匠心家居	无评级	29.8	4.6	2.6	2.9	3.6	6.5	11.5	10.1	8.30
603180	金牌厨柜	无评级	25.7	2.3	2.5	3.0	3.7	11.1	10.3	8.5	7.02
603898	好莱客	无评级	11.3	0.2	1.4	1.1	1.3	54.0	7.8	10.0	8.64

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

注：无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

投资建议

看好公司战略调整后长期增长空间，维持“买入”评级。我们看好索菲亚在定制家居领域具有市场领先地位，尤其在衣柜领域深耕多年，拥有强大的产品力、渠道力、品牌力。公司持续深化“全渠道、多品牌、全品类”的大家居发展战略，成果显著，各品牌客单价增速亮眼。整装渠道快速增长；整家定制套餐受到市场广泛认可。产品方面开拓门窗和墙地市场，扩充整家战略品类，通过产品线的丰富提高客单值；渠道方面新开创合伙人模式，灵活度增加，渠道有望进一步扩充；各品牌发展稳步推进。

我们维持对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年的收入分别为 115.82、134.52 和 153.1 亿元，同比增速 11.3%、16.1%、13.8%；预计 2022-2024 年的净利润分别为 11.5、13.74 和 16.3 亿元，同比增速 838.4%、19.4%、18.7%。我们维持“买入”评级，下调合理估值区间至 19.6~22.6 元（前值为 24.1~27.1 元），合理估值对应 2023 年 13~15xPE。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取绝对估值相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价7.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1.5%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态PE进行修正,最终给予公司15~18倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对量价、品类扩张、渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司销量与售价、品类扩张速度、渠道拓展进度等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

公司非核心品类竞争力不足,第二增长曲线动力不足,增长速度不及预期。

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战,导致扩张受阻,无法支撑量价成长。

整装业务对装修环节质量把控难,管理半径大,出现品质控制问题,从而损害公司在业界的声誉,影响后续业务进展。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求,导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司成本主要为多种原材料,其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大,销售端无法有效对冲,则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率,优化各类成本与费用,导致费用率高于我们预期,从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

公司大宗工程业务受房地产企业资金链健康程度影响较大。

财务风险

公司可能失去政府补助等非经常性收入，对盈利产生负面影响。

公司的应收账款可能因下游大客户或经销商无法付款而造成损失，存在坏账风险。

行业风险

家居市场竞争激烈，且泛家居行业逐渐融合，以及部分互联网平台加入整装业务竞争，带来竞争进一步加剧交错。

在近期全球新冠疫情影响下，行业存在经营环境的不确定性，如果疫情大范围反复将导致企业正常的生产经营收到干扰，消费者的消费行为被抑制，使得公司业绩产生低于预期的风险。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2557	2710	2710	3050	3513	营业收入	8353	10407	11582	13452	15310
应收款项	1882	1241	1381	1604	1826	营业成本	5299	6951	7812	9072	10290
存货净额	493	741	830	961	1089	营业税金及附加	69	94	105	122	137
其他流动资产	131	214	186	234	275	销售费用	766	1009	1135	1291	1455
流动资产合计	6022	5543	5744	6487	7341	管理费用	637	777	812	931	1040
固定资产	3316	3754	4294	4917	5693	研发费用	207	290	347	404	455
无形资产及其他	557	1757	1687	1617	1547	财务费用	35	68	49	51	52
投资性房地产	934	1312	1312	1312	1312	投资收益	66	59	65	76	87
						资产减值及公允价值变动	99	286	(24)	(14)	(2)
长期股权投资	40	61	80	94	113	其他收入	219	(544)	57	82	112
资产总计	10868	12428	13118	14427	16005	营业利润	1525	447	1468	1753	2081
短期借款及交易性金融负债	1053	1399	1290	1000	1000	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	1315	1558	1744	2021	2289	利润总额	1521	446	1467	1752	2080
其他流动负债	1667	2336	2286	2818	3192	所得税费用	297	292	287	342	406
流动负债合计	4036	5293	5321	5839	6481	少数股东损益	32	31	31	37	43
长期借款及应付债券	96	1017	1017	1017	1017	归属于母公司净利润	1192	123	1150	1374	1630
其他长期负债	113	181	191	201	211	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	210	1198	1208	1218	1228	净利润	1192	123	1150	1374	1630
负债合计	4246	6491	6529	7058	7709	资产减值准备	(10)	269	80	43	59
少数股东权益	499	296	312	333	356	折旧摊销	316	369	461	542	619
股东权益	6123	5641	6277	7037	7939	公允价值变动损失	(99)	(286)	24	14	2
负债和股东权益总计	10868	12428	13118	14427	16005	财务费用	35	68	49	51	52
						营运资本变动	(425)	1181	25	460	321
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	28	(395)	(63)	(23)	(35)
每股收益	1.31	0.13	1.26	1.51	1.79	经营活动现金流	1002	1261	1677	2410	2596
每股红利	0.58	0.68	0.56	0.67	0.80	资本开支	0	(1315)	(1035)	(1152)	(1387)
每股净资产	6.71	6.18	6.88	7.71	8.70	其它投资现金流	316	322	0	0	0
ROIC	22%	8%	18%	21%	23%	投资活动现金流	315	(1015)	(1055)	(1166)	(1405)
ROE	19%	2%	18%	20%	21%	权益性融资	(0)	12	0	0	0
毛利率	37%	33%	33%	33%	33%	负债净变化	66	920	0	0	0
EBIT Margin	17%	13%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(533)	(617)	(514)	(614)	(728)
EBITDA Margin	21%	16%	16%	17%	17%	其它融资现金流	833	(712)	(109)	(290)	0
收入增长	9%	25%	11%	16%	14%	融资活动现金流	(100)	(93)	(623)	(904)	(728)
净利润增长率	11%	-90%	838%	19%	19%	现金净变动	1217	154	0	340	463
资产负债率	44%	55%	52%	51%	50%	货币资金的期初余额	1340	2557	2710	2710	3050
息率	3.9%	4.5%	3.8%	4.5%	5.3%	货币资金的期末余额	2557	2710	2710	3050	3513
P/E	11.4	111.1	11.8	9.9	8.4	企业自由现金流	0	696	610	1220	1165
P/B	2.2	2.4	2.2	1.9	1.7	权益自由现金流	0	903	448	882	1124
EV/EBITDA	10.4	11.8	10.6	9.2	8.1						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032