

买入（维持）

多品牌作战、全渠道助力“大家居”战略

索菲亚（002572）深度报告

2024年3月29日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

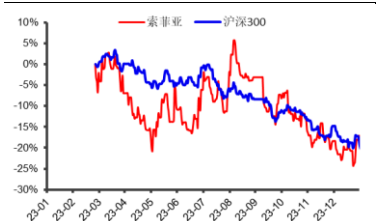
电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2024年3月27日

收盘价(元)	15.38
总市值(亿元)	148.12
总股本(亿股)	9.63
流通股本(亿股)	6.39
ROE(TTM)	19.89
12月最高价(元)	20.89
12月最低价(元)	14.45

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- 乘风破浪，深耕行业二十余载。**索菲亚成立于2003年，于2011年在深交所上市，是行业内首家A股上市公司。公司最早在国内提出“定制衣柜”的概念，以定制衣柜产品起步，运用数字化技术和现代化的管理手段，解决了消费者个性化定制需求和规模化生产的矛盾，开启和推动了全屋定制产业发展，是定制家居行业领军企业。公司目前已实现衣柜、橱柜、软体、家具、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类覆盖。此外，公司建立了全渠道营销体系，包括经销商渠道、整装/家装渠道、大宗工程渠道、电商新零售渠道和直营专卖店式。公司全品类战略虽然推行时间较短，但已经取得了较好的成绩，后面将继续成为公司增长的主要动力之一。
- 我国定制家居整体规模及产值呈逐年上升趋势。**凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，我国定制家具产业规模不断扩大。根据华经产业院数据显示，2016-2021年，我国定制家具市场规模从1982亿元迅速增长至4189亿元，CAGR为16.15%。我国定制家具行业2016年产值为1726.66亿元，2021年行业产值达到2222.1亿元，CAGR为5.17%。
- 全品类覆盖，推动“大家居”战略。**随着四大品牌的推出和持续深耕，公司顺应全屋定制消费需求，围绕“大家居”战略，对索菲亚、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级，索菲亚推出橱柜和门窗产品，司米推出衣柜产品，华鹤也提供全屋定制产品服务。目前公司主要品牌产品已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类覆盖，更好地满足不同消费人群全品类一站式购物需求。
- 电商平台发展迅速。**近年来直播经济、移动互联网技术的应用，改变了传统的商业营销方式，品牌触达消费者的渠道呈现多元化、分散化、碎片化特征，流量来源日益分散。公司电商营销成绩显著，线上发力数字化营销，整合社群营销、直播、网红带货等多种线上营销方式，打造微信公众号、微信小程序、企业微信、视频号、抖音、快手、小红书全平台矩阵私域营销阵地，抢占全域流量，全网关注量超3000万，为零售渠道持续赋能。
- 维持对公司的“买入”评级。**预计公司2023-2024年每股收益分别为1.28元和1.60元，对应估值分别为12倍和10倍。公司是国内定制家居龙头企业，随着公司“大家居”战略的稳步进行，公司未来成长可期。维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧，原材料价格上涨等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1. 公司是国产定制家居龙头品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 多品牌、多品类助力公司“大家居”战略	4
1.3 公司业绩整体呈现较好增长态势	5
1.4 公司盈利能力有所回升	5
2. 我国家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大	6
2.1 我国家具市场规模稳步提升	6
2.2 我国定制家居市场规模逐年上升	6
2.3 行业竞争格局	8
2.4 行业发展趋势	8
2.5 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升	10
3. 竞争优势：品牌品类共舞，渠道与研发协同发展	13
3.1 多品牌战略，全品类的整家定制能力	13
3.2 渠道网络布局广，强强联合实现共赢	14
3.3 公司重研发与创新，八大生产基地提升交付效率	15
4. 投资策略	17
5. 风险提示	18

插图目录

图 1：索菲亚发展历程	4
图 2：索菲亚品牌矩阵	4
图 3：公司营业总收入情况（亿元，%）	5
图 4：公司归母净利润情况（亿元，%）	5
图 5：公司盈利能力（%）	5
图 6：公司各项费用率（%）	5
图 7：2015-2021 年中国家具产量情况（亿件）	6
图 8：中国规模以上家具制造业企业营业收入（亿元）	6
图 9：传统家具与定制家具的对比	7
图 10：2017-2021 年中国定制家具市场规模（亿元）	7
图 11：中国定制家具行业产值情况（%）	7
图 12：2017-2021 年中国定制家居市场 CR9 占比情况（%）	8
图 13：家居行业细分领域相互渗透	9
图 14：中国家装市场总产值持续增长	9
图 15：索菲亚全屋定制展示	13
图 16：分渠道营收情况（百万元）	14
图 17：2019-2022 年公司门店数量情况（家）	15
图 18：2018-2023 年前三季度公司研发支出情况（亿元，%）	16

表格目录

表 1：房地产近期相关政策	11
---------------	----

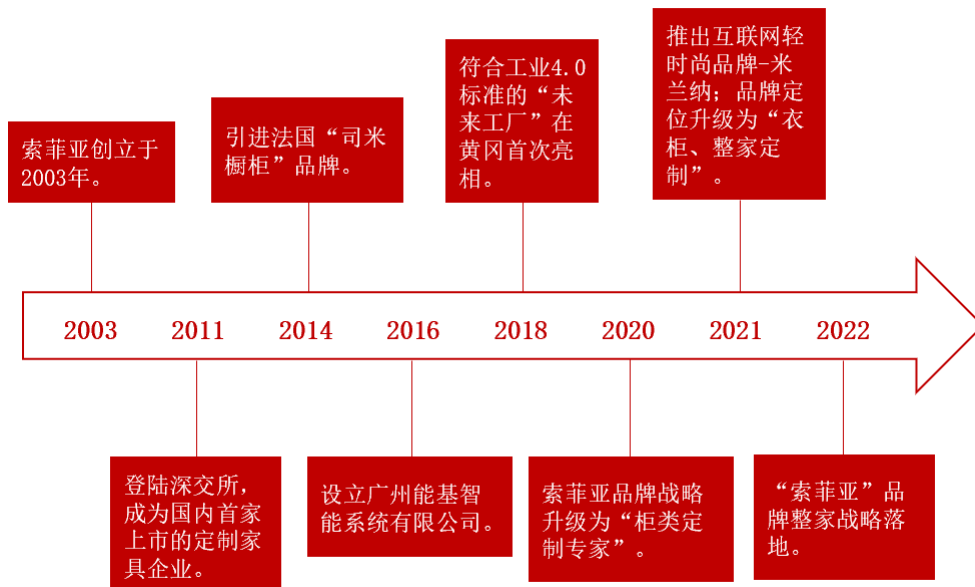
表 2：促进家居消费的相关政策	12
表 3：公司主营产品产销情况	16
表 4：公司盈利预测简表（2024/3/27）	17

1. 公司是国产定制家居龙头品牌

1.1 公司简介

乘风破浪，深耕行业二十余载。索菲亚成立于 2003 年，于 2011 年在深交所上市，是行业内首家 A 股上市公司。公司最早在国内提出“定制衣柜”的概念，以定制衣柜产品起步，运用数字化技术和现代化的管理手段，解决了消费者个性化定制需求和规模化生产的矛盾，开启和推动了全屋定制产业发展，是定制家居行业领军企业。公司目前已实现衣柜、橱柜、软体、家具、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类覆盖。此外，公司建立了全渠道营销体系，包括经销商渠道、整装/家装渠道、大宗工程渠道、电商新零售渠道和直营专卖店式。公司全品类战略虽然推行时间较短，但已经取得了较好的成绩，后面将继续成为公司增长的主要动力之一。

图 1：索菲亚发展历程

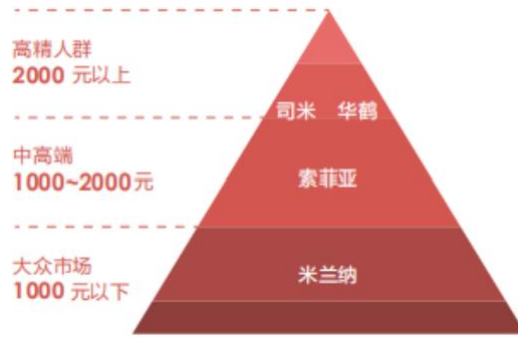


资料来源：索菲亚公司官网，东莞证券研究所

1.2 多品牌、多品类助力公司“大家居”战略

四大品牌助力公司市场全覆盖。公司旗下拥有全渠道多品牌矩阵，实现定制家居市场全覆盖，四大品牌均拥有差异化竞争优势。其中，定位中高端市场的“索菲亚”品牌，价格区间在 1000 至 2000 元区间；定位大众市场的“米兰纳”品牌，价格区间在 1000 元以下，给消费者提供高质价比的定制家居产品；定位高精人群的“司米”和“华鹤”品牌，价格区间在 2000 元以上。

图 2：索菲亚品牌矩阵

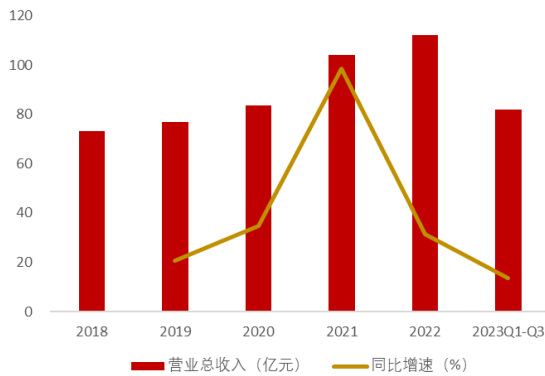


资料来源：索菲亚 2022 年年报，东莞证券研究所

1.3 公司业绩整体呈现较好增长态势

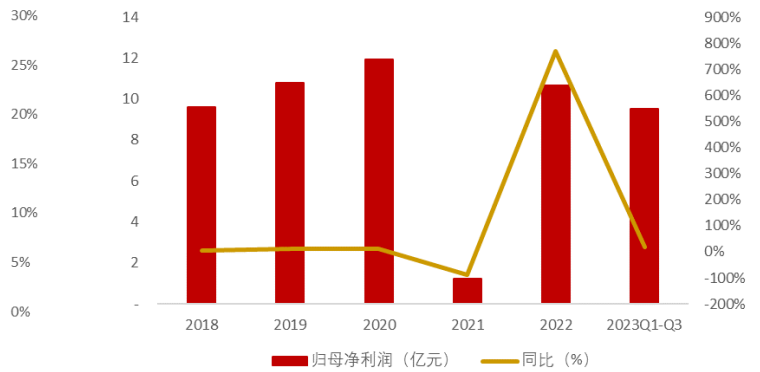
公司营收逐年提升，归母净利润有所波动。2018-2022 年，公司持续深化“多品牌、全品类、全渠道”战略落地，营业总收入由 73.1 亿元增长至 112.2 亿元，CAGR 为 11.3%。2023 年前三季度，公司营业收入 82 亿元，同比增长 3.4%。2018-2020 年，公司归母净利润从 9.6 亿元增长至 11.9 亿元。2021 年，公司的大宗业务遭遇了重大客户到期商业承兑汇票违约，公司不得不针对该客户计提了专项减值损失，导致公司当年净利润出现大幅下滑，公司归母净利润同比下滑 89.7%至 1.2 亿元。2022 年，公司归母净利润同比增长 768.3%至 10.6 亿元。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 9.5 亿元，同比增长 18.5%。

图 3：公司营业总收入情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 4：公司归母净利润情况（亿元，%）



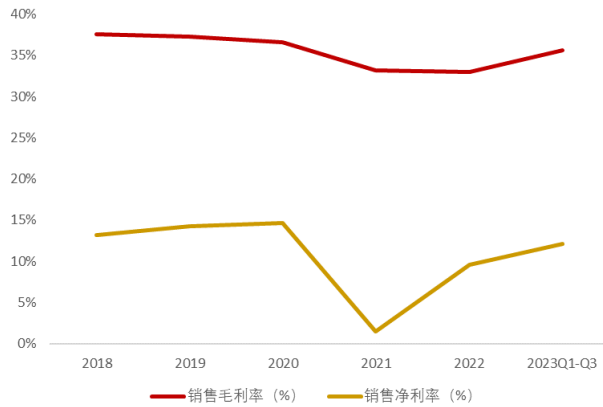
资料来源：ifind，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力有所回升

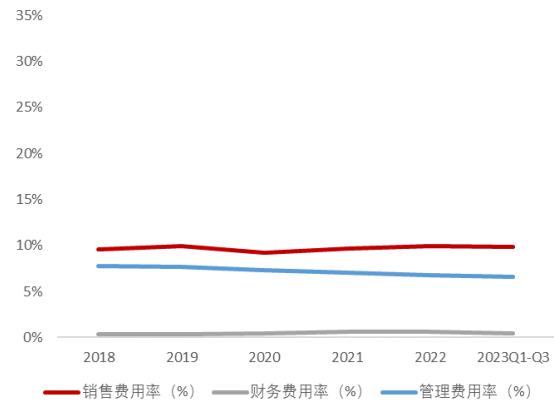
公司盈利能力有所回升。2018-2022 年，受原材料价格上涨及宏观经济环境影响，公司毛利率由 37.6%下降至 33%。2023 年前三季度，原材料价格有所下降，公司毛利率同比提升 2.8 个百分点至 35.6%。净利率方面，2018-2020 年，公司净利率从 13.2%提升至 14.7%，这主要得益于公司的期间费用率优化。2021 年，受大宗业务影响，公司净利率下降至 1.5%。2021-2023 年前三季度，随着大宗业务影响消除，公司净利率迎来大幅改善，从 1.5%增长至 12.1%。

图 5：公司盈利能力（%）

图 6：公司各项费用率（%）



资料来源: ifind, 东莞证券研究所



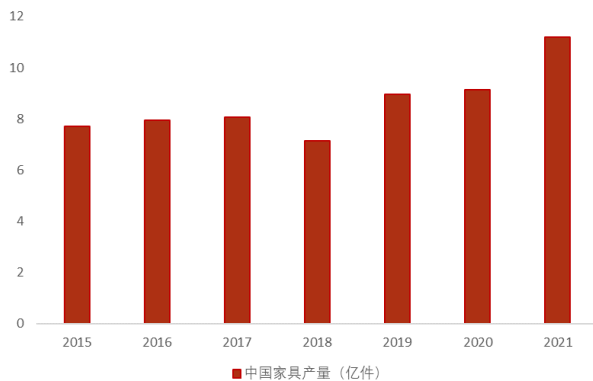
资料来源: ifind, 东莞证券研究所

2. 我国家具市场稳步发展，行业集中度提升空间较大

2.1 我国家具市场规模稳步提升

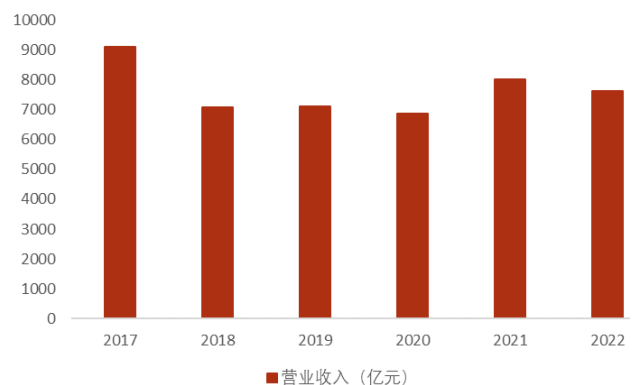
中国家具产量有所提升，营收整体呈波动趋势。2015-2021 年，我国家具产量期间虽有所波动，但整体呈增长趋势，由 7.7 亿件增长至 11.2 亿件，CAGR 为 5.5%。2021 年，我国家具产量同比增长 22.8%。2017-2022 年，受上游原材料、疫情及地产行业下行等因素影响，我国家具行业规模以上家具企业营业收入呈波动趋势。2022 年，随着地产行业持续下探，规模以上家具制造业企业营业收入 2674.1 亿元，同比下滑 4.75%。随着支持地产行业的政策的落地，被抑制的家居消费需求有望迎来释放。

图 7: 2015-2021 年中国家具产量情况 (亿件)



资料来源: 华经产业研究院, 东莞证券研究所

图 8: 中国规模以上家具制造业企业营业收入 (亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 东莞证券研究所

2.2 我国定制家居市场规模逐年上升

我国定制家居行业发展至今，共经历了四个阶段：

阶段一（1990s-2000）：定制橱柜起源于欧美地区，逐渐成为欧美家庭的必备产品。20 世纪 90 年代，定制橱柜经由中国香港传入广东、浙江、上海、北京等地。90 年代末，随着改革开放的持续深入，定制橱柜开始向全国渗透，一系列橱柜龙头企业如德宝·西克曼、欧派家居、金牌厨柜诞生，我国定制家居行业由此拉开序幕。

阶段二（2000-2011）：在此阶段，我国开始进入地产、人口红利期。随着城镇化进程的加速，人们对家具的需求变得旺盛，定制家居在此时开始盛行。2000年，法国索菲亚凭借入墙壁柜及移动门进入中国，开创了定制衣柜行业在中国市场的先河。此阶段市面上涌现出大量家居定制企业。

阶段三（2012-2017）：随着家具消费朝向功能化、个性化发展，定制家居需求快速释放。地产商家装公司、家电企业纷纷入局，跨界进入定制赛道。2017年则是定制家居企业的上市元年尚品宅配、皮阿诺、金牌厨柜、我乐家居、志邦家居相继上市。

阶段四（2018 至今）：2018年以来，商品房销售增速趋缓，地产红利逐渐消退。传统通过粗放式开店扩张模式对家居企业的业绩拉动效应递减，多元化渠道和多产品线布局成为行业新特色行业集中度较低，但马太效应逐渐显现，龙头企业有望依靠渠道、产品、品牌、规模等优势加速提升市场占有率。

定制家具更能满足现代消费者需求。传统的定制家具生产是批量化生产之前的一种生产模式，按照客户订单的具体要求组织家具生产，这种定制生产模式能够在某种程度上满足客户的个性化需求，不适合如今的工业化生产模式。大规模定制，是定制家具生产的主要方式，是以规模化、模块化和信息化为基础，以模块化为主的标准化设计体系，实现了生产过程的柔性化。通过家具产品结构和制造过程的重组，全部或部分地转化为批量生产，能满足客户的个性化需求，是个性化和大批量生产的有机结合。

图 9：传统家具与定制家具的对比

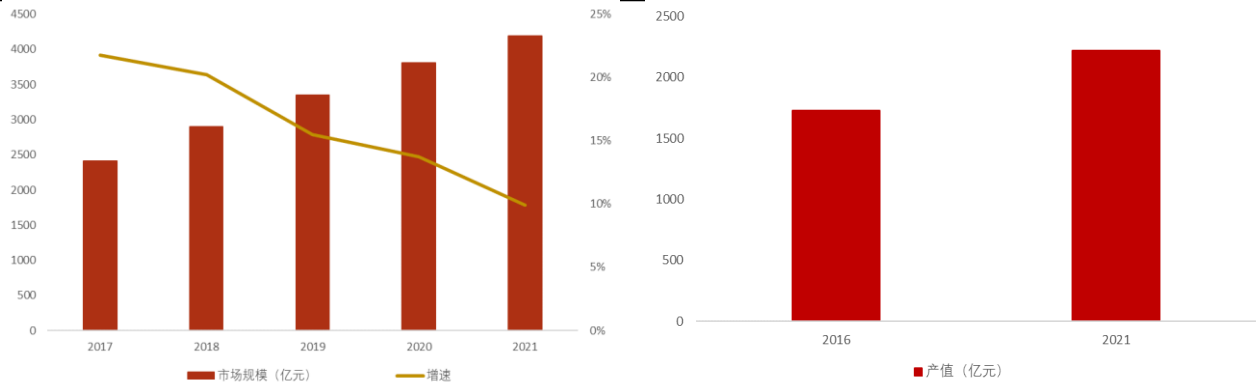
传统家具与定制家具的对比				
项目	手工家具		成品家具	定制家居
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	1) 尺寸贴切、空间利用率高； 2) 个性化设计； 3) 价格较低	1) 尺寸贴切、空间利用率高； 2) 个性化涉及； 3) 材料高档； 4) 做工精美	1) 形式美观、多种材质可选； 2) 标准化产品，即买即用； 3) 价格稍低	1) 尺寸贴切、空间利用率高； 2) 个性化涉及； 3) 工厂生产，安装便捷； 4) 为整体款式，风格统一； 5) 款式新颖，美观时尚
主要劣势	1) 质量不稳定； 2) 美观欠缺； 3) 一般需要油漆，材料存在环保隐患	价格高	1) 空间利用率低； 2) 风格、尺寸等选择空间	1) 生产周期较长； 2) 价格稍高

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

我国定制家居整体规模及产值呈逐年上升趋势。凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，我国定制家具产业规模不断扩大。根据华经产业院数据显示，2016-2021年，我国定制家具市场规模从1982亿元迅速增长至4189亿元，CAGR为16.15%。我国定制家具行业2016年产值为1726.66亿元，2021年行业产值达到2222.1亿元，CAGR为5.17%。

图 10：2017-2021 年中国定制家具市场规模（亿元）

图 11：中国定制家具行业产值情况（%）



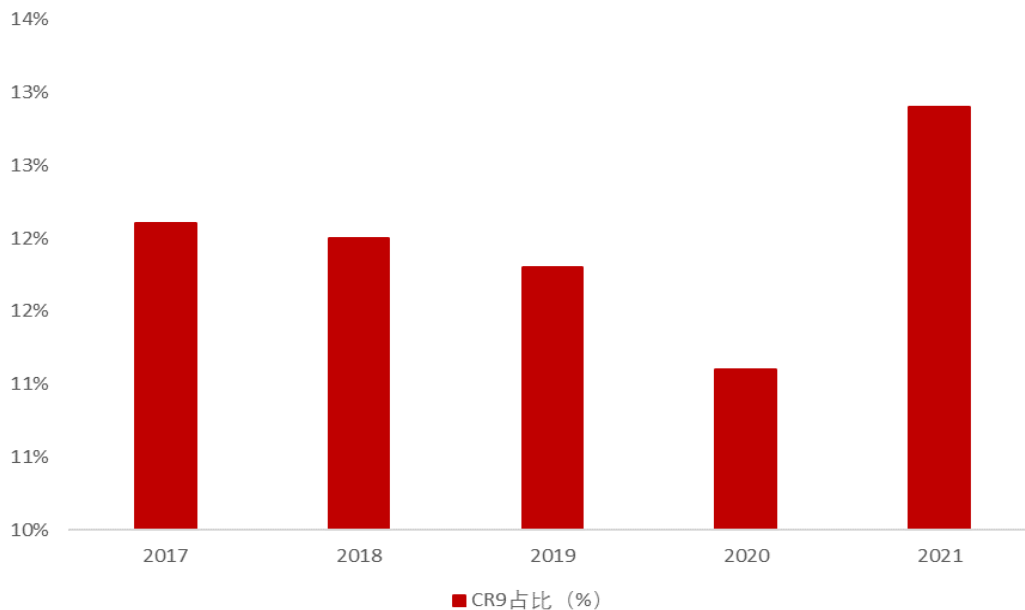
资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.3 行业竞争格局

我国定制家居行业集中度低，未来提升空间较大。由于定制家居行业具有产品同质化、门槛低等特点，市场集中度低，CR9 不足 15%。2021 年 CR9 较前几年有所增长，市占率为 12.9%。定制家居行业 CR9 包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客、金牌橱柜、皮阿诺、我乐家居、顶固集创，市场份额最大的欧派家居 2021 年市占率仅为 4.8%。随着定制家居企业品类拓展、整装业务布局等，龙头竞争力增强，未来市场集中度有望提高。

图 12：2017-2021 年中国定制家居市场 CR9 占比情况 (%)



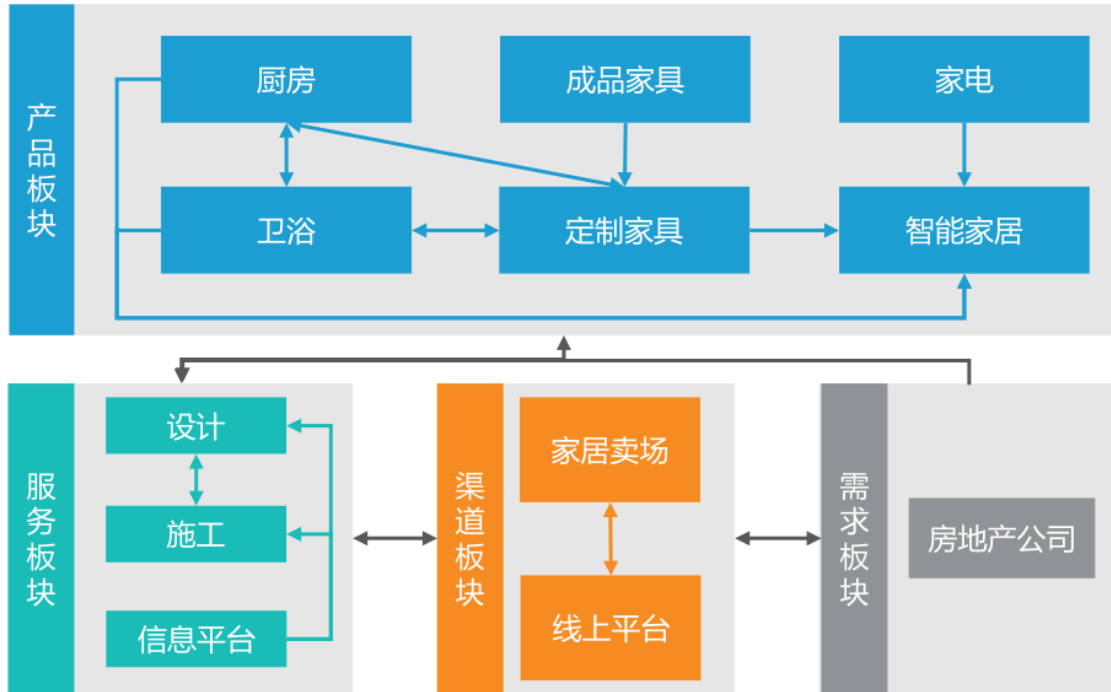
资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

2.4 行业发展趋势

行业竞争加剧催化家居企业升级转型。随着家居行业企业数量增加，行业竞争加剧，业内企业纷纷走向升级转型之路。其中，拓宽赛道以培育新的业绩增长点家居企业的主要转型方向之一。规模较大、资金实力较强的家居企业通过战略合作、跨界投资等路径来扩大业务范围，不断优化战略布局。据亿欧数据，目前家

居行业各细分领域相互渗透的情况多见，企业开始在产品、服务、渠道等多方面进行融合，走向大家居方向。

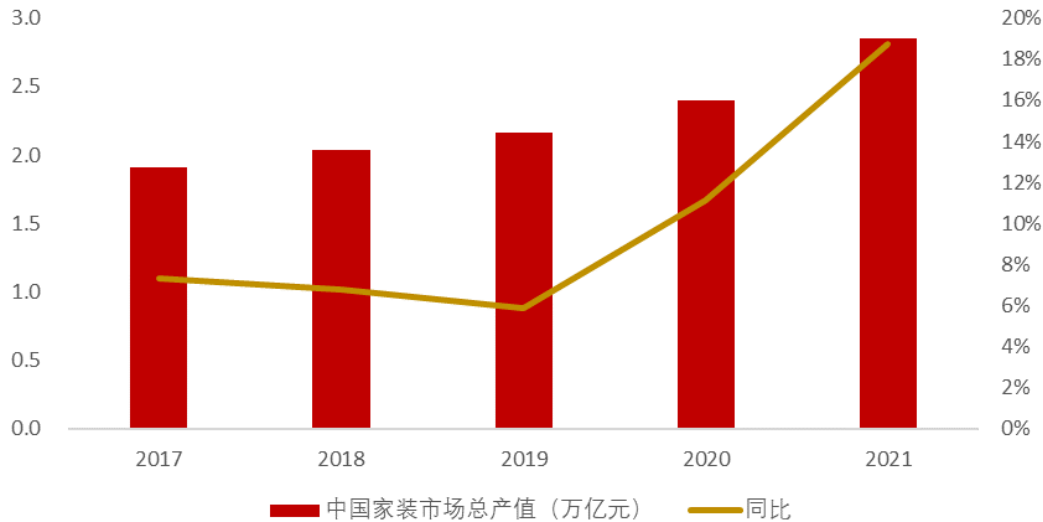
图 13：家居行业细分领域相互渗透



资料来源：亿欧智库，东莞证券研究所

整装大家居是未来家居行业大趋势，家装渠道将成重要筹码。对消费者而言，整装具有一站式采购的、便利性高的特点，在售后服务方面亦有优势。根据华经产业研究院，2017-2021年，我国家装市场总产值从1.91万亿元增长至2.85万亿元，期间CAGR约为10.5%。虽然家装市场目前已经进入成熟期，但行业规模庞大并持续增长，把握家装渠道对家居企业的重要性不言而喻。亿欧智库资料显示，2022年知名家居企业战略合作和布局事件超百起，家居制造企业纷纷跨界投资家装领域，部分家具制造业企业开展整装整家业务。欧派家居、顾家家居、索菲亚、好莱客、志邦家居等公司都陆续开启“大家居”战略模式，追求不同层面的变革与创新。

图 14：中国家装市场总产值持续增长



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.5 利好政策持续加码，有望拉动国内家居需求回升

(1) **利好地产政策频发，回暖预期增强。**自 2023 年 8 月底以来，各项重磅政策密集出台，政策从供给和需求两方面入手。需求端方面，8 月底，中国人民银行、国家金融监管总局等部门先后出台《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》等政策。其中《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》明确居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策（即“认房不认贷”）。《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》中统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套房贷款和二套房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于 20%和 30%；二套房贷款利率政策下限由不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 60 个基点，下调为不低于 LPR 加 20 个基点。《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》提出自 9 月 25 日起，符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。降低后的存量房贷利率，依然要符合贷款发放时当地的房地产政策，即不低于当时所在城市房贷利率政策下限。各地方政府加快落实中央各项政策，大力支持居民刚性和改善性住房需求，有助于房地产市场销售回升。供给端方面，2024 年 1 月 26 日，城市房地产融资协调机制部署会提出要加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。2024 年 3 月 24 日，国务院常务会议提出要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。2024 年全国两会期间，房地产再次成为焦点话题。3 月 5 日，政府工作报告中房地产相关内容延续了去年 12 月中央经济工作会议部署。报告强调，要“标本

兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定”“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”。

表 1：房地产近期相关政策

发布日期	部门 / 会议	政策名称	简要内容
2024. 3. 24	国务院常务会议	-	要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。
2024. 3. 5	十四届全国人大二次会议	-	要加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023. 12. 22	全国住房城乡建设工作会议	-	2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，做好住房城乡建设工作意义重大。在住房和房地产方面，要稳定房地产市场，坚持因城施策、一城一策、精准施策，满足刚性和改善性住房需求，优化房地产政策。要坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位，适应房地产市场供求关系发生重大变化新形势。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	（1）对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。（2）首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。（3）中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023. 8. 31	中国人民银行、金融监管总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023. 8. 25	住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准》	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023. 7. 12	中国人民银行、金融监管总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024 年 12 月 31 日前到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024 年 12 月 31 日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。

2022. 11. 11	中国人民银行、银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。
--------------	-------------	------------------------------	--

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

(2) 多举措促进家居消费潜力。一方面，国家相关部门出台多项政策刺激家居消费需求。2024 年 3 月 13 日，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》明确了 5 方面 20 项重点任务。其中提到了实施消费品以旧换新行动，推动家装消费品换新。2023 年 12 月 12 日，中央经济工作会议中提出要扩大国内需求，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居等新的消费增长点。另一方面，出台多项措施促进家居行业做大做强。2023 年 7 月 19 日，工信部、国家发改委和商务部联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023-2024 年）》，提出实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展；推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。2022 年 8 月，工信部、住建部等四部门联合发布《推进家居产业高质量发展行动方案》，提出到 2025 年，目标培育 50 个左右知名品牌、10 个家居生态品牌，建立 500 家智能家居体验中心，培育 15 个高水平特色产业集群，通过高质量的供给促进家居品牌的高品质消费。

表 2：促进家居消费的相关政策

发布日期	部门/会议	政策名称	简要内容
2024. 3. 13	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》明确了要实施消费品以旧换新行动，推动家装消费品换新。
2023. 12. 12	中央经济工作会议	-	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居等新的消费增长点。
2023. 9. 1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	提出于 2023 年 9—12 月在全国范围内组织开展“家居焕新消费季”活动。广泛动员行业协会、家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台、金融机构、新闻媒体等各方积极参与，统筹城乡，线上线下联动，丰富家居消费场景，提升家居消费供给，营造浓厚消费氛围。“家居焕新消费季”启动仪式将于 9 月初举办，同时支持各地组织 N 场地方站活动。
2023. 7. 28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023. 7. 24	中央政治局会议	-	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
2023. 7. 12	商务部等 13 部门	《关于促进家居消费若干措施的通知》	家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域。提出从大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四个方面促进家居消费。

2023. 6. 29	国务院常务会议	--	审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，就促进家居消费部署相关举措。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
2023/7/28	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。
2023/7/19	工信部、国家发改委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023-2024年）》	实施家居产业高质量发展行动方案，开展智能家居互联互通发展行动，强化标准引领和平台建设，促进家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业融合发展。积极开发推广绿色智能家用电器、休闲娱乐、个人护理和母婴家用电器、健康厨卫、智能化多场景照明系统、天然材质家具、功能型家具、智能锁具等产品。推广柔性化生产、个性化定制、全屋定制等新模式。开展“百企千县万村美丽家居”行动，推动绿色智能家居产品进乡村，营造美丽村居生活。举办家居焕新季等活动，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新活动。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

3. 竞争优势：品牌品类共舞，渠道与研发协同发展

3.1 多品牌战略，全品类的整家定制能力

多品牌战略是公司第二增长曲线创新的主要形态。经过二十余载的经营，公司打造了四个品牌，涵盖不同需求的消费者。**索菲亚品牌**，源自法国 SOGAL，距今已有 41 年品牌历史。2001 年，索菲亚品牌创始人把 SOGAL 壁柜移门产品引入中国，奠定中国定制衣柜行业基础。索菲亚品牌以柜类定制为核心，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。**司米品牌**，源自 1934 年法国品牌 SCHMIDT，在全球已有 88 年的品牌历史，门店遍布 24 个国家，2014 年由公司引入中国，以橱柜为拳头产品，提供橱柜、衣柜、木门、家具家品等全屋定制服务。**米兰纳品牌**，是公司 2021 年全新推出的互联网轻时尚品牌。米兰纳秉承“有品定制美好价格”的品牌理念，依托索菲亚家居 41 年的丰富市场经验、规模化生产工艺和成熟供应链，融合现代潮流设计及居住需求，为消费者提供最具质价比的优选家居美学方案。**华鹤品牌**，诞生于 1956 年，是索菲亚家居与华鹤集团联合打造的高端定制品牌，凭借 65 年丰富的木装家具、木门制造经验。2020 年华鹤品牌全面升级为“门墙柜”产品模式，拥有定制柜、木门、橱柜、背景墙及家具家品五大品类。

全品类覆盖，推动“大家居”战略。随着四大品牌的推出和持续深耕，公司顺应全屋定制消费需求，围绕“大家居”战略，对索菲亚、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级，索菲亚推出橱柜和门窗产品，司米推出衣柜产品，华鹤也提供全屋定制产品服务。目前公司主要品牌产品已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电、卫浴全品类覆盖，更好地满足不同消费人群全品类一站式购物需求。

图 15：索菲亚全屋定制展示

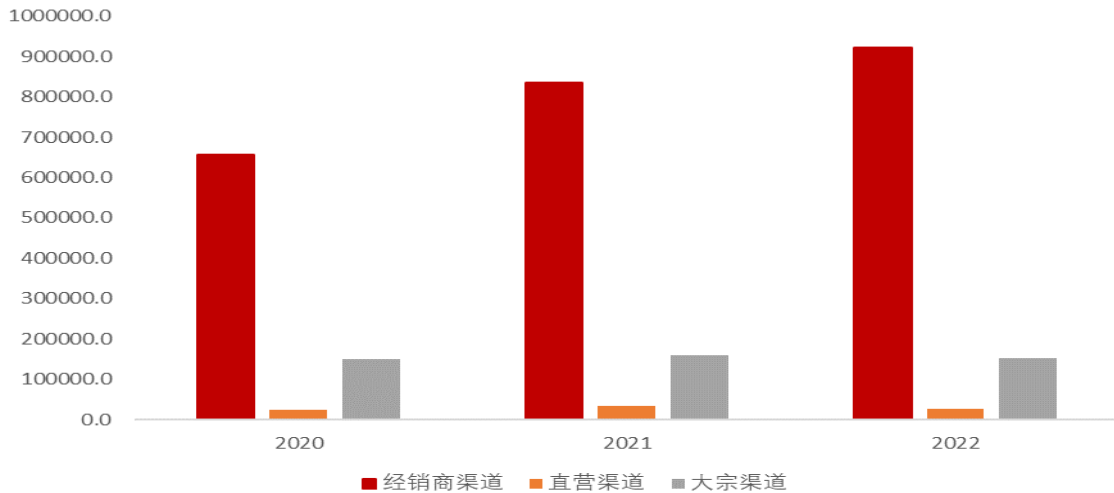


资料来源：索菲亚官网，东莞证券研究所

3.2 渠道网络布局广，强强联合实现共赢

公司以经销为主，销售网络多元化。公司打造了一个积极进取的全渠道营销体系，包括经销商渠道、整装/家装渠道、大宗工程渠道、电商新零售渠道和直营专卖店式。**经销商渠道：**近年来，公司经销商渠道发展迅速。2020-2022年，经销商渠道营收从65.6亿元增长至92.2亿元，CAGR为18.6%。专卖店模式可以充分利用经销商的经验和社会资源，快速拓展销售渠道，迅速扩大市场份额。公司在天猫、京东、抖音、快手等平台网店获取的线上流量，也会转移给所在地经销商，由经销商与客户对接。公司还与新交付小区物业公司达成拎包业务合作，在小区内建设装修样板房，由经销商为小区业主提供可直观触达的全屋定制解决方案。公司鼓励经销商在区域内挑选实力较强的装企开展合作。**直营渠道：**直营专卖店是公司通过设立分公司或子公司方式投资成立的直营专卖店，公司直营店战区作为直营店的管理部门，负责直营店促销活动的组织安排、人员培训等工作。直营专卖店的其他运作模式与经销售专卖店的运作模式一致。公司整装渠道销售是指公司在全国范围挑选实力较强的全国性装企开展合作，利用公司的高品牌知名度，产品品类丰富、质量领先、研发生产一体化的优势，对装企进行品牌和产品赋能。**大宗渠道：**大宗业务渠道主要服务工程客户，单体合作项目产品套数多、合同总价高，营收较为稳定。公司已与上百家工程客户实现合作，并与众多大型地产商达成建立战略合作关系，通过承接地产、酒店、医院、学校、企事业单位等样板房及工程批量项目，为工程客户提供室内家居全屋定制产品服务，不断拓展公司营业收入来源，优化渠道结构。同时，大宗业务渠道客户结构不断优化，优质客户收入贡献占比达55%。

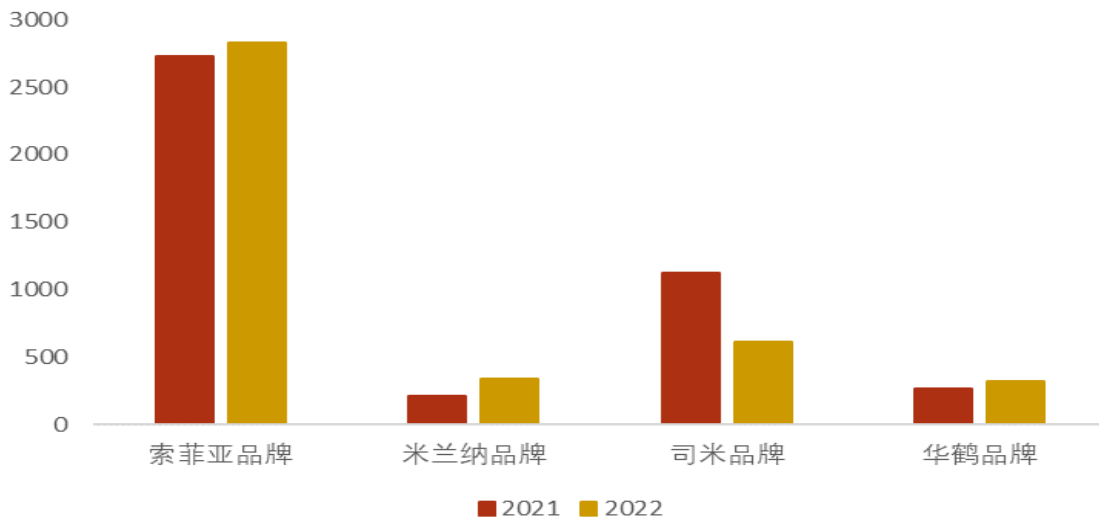
图 16：分渠道营收情况（百万元）



资料来源：索菲亚 2020-2022 年年报，东莞证券研究所

线下门店稳步扩张。截至 2022 年底，公司已开设终端门店超 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，门店触达建材市场、临街店铺、购物广场、居民社区等区域。其中索菲亚品牌门店 2829 家，米兰纳品牌门店 338 家，司米品牌门店 614 家，华鹤品牌门店 319 家。

图 17：2019-2022 年公司门店数量情况（家）



资料来源：索菲亚 2021-2022 年度报告，东莞证券研究所

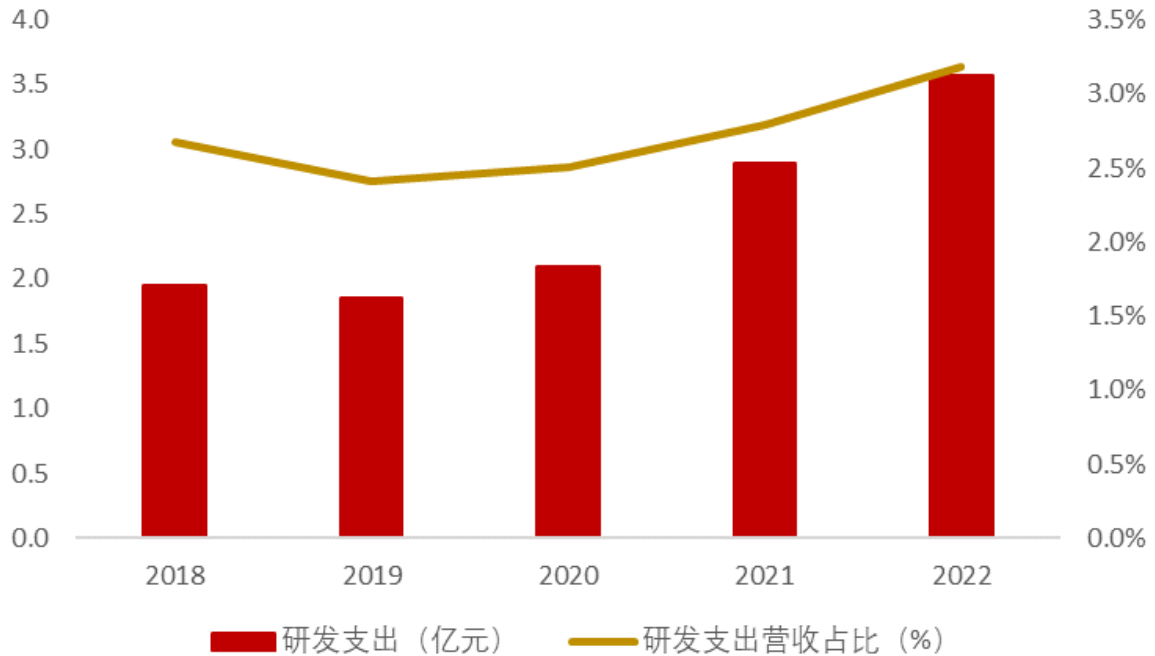
电商平台发展迅速。近年来直播经济、移动互联网技术的应用，改变了传统的商业营销方式，品牌触达消费者的渠道呈现多元化、分散化、碎片化特征，流量来源日益分散。公司电商营销成绩显著，线上发力数字化营销，整合社群营销、直播、网红带货等多种线上营销方式，打造微信公众号、微信小程序、企业微信、视频号、抖音、快手、小红书全平台矩阵私域营销阵地，抢占全域流量，全网关注量超 3000 万，为零售渠道持续赋能。

3.3 公司重研发与创新，八大生产基地提升交付效率

公司重视研发，持续产品创新。公司以先进的工业技术和智能化设备为依托，持续

研发新的生产工艺，淘汰高耗能的落后工艺、技术和设备，推进绿色采购和包装材料的减量化设计，提升资源循环利用效率。从研发支出来看，2018-2022年，公司研发支出增长较快，从2.0亿元增长至3.6亿元，CAGR为18.2%。研发支出营收占比虽有所波动，但近年来始终保持在2%以上。

图 18：2018-2023 年前三季度公司研发支出情况（亿元，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

八大生产基地，交付效率有所提升。公司在全国拥有八大生产基地，投资建设了行业内亚洲先进的工业 4.0 车间，极大地缩短了产品交付周期，工厂对经销商的平均交货周期多年保持在 7 至 12 天，突破定制行业普遍面临的产能瓶颈；准确率和返修率实现行业领先水平，为前端销售提供供应链保障，同时降低了工厂端和经销商端的运营成本。

表 3：公司主营产品产销情况

定制衣柜及其配件, 定制家具 (平方米)						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
2020	40093593.96	39930805.82	474842.38	-0.39	-0.77	52.17
2021	48062244.91	47724911.51	812175.78	19.88	19.52	71.04
2022	47047292.45	46963515.88	895952.35	-2.11	-1.6	10.32
橱柜 (单)						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
2020	13728	129749	10887	44.21	39.21	229.11
2021	196048	179742	27193	42.76	38.53	149.77
2022	158222	159231	26184	-19.29	-11.41	-3.71
木门 (套)						
	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
2020	161895	157989	6912	66.6	54.79	129.94
2021	200574	202171	5315	23.89	27.97	-23.1
2022	232362	234101	3576	15.85	15.79	-32.72

资料来源: 索菲亚 2020-2022 年度报告, 东莞证券研究所

4. 投资策略

维持对公司的“买入”评级。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 1.28 元和 1.60 元, 对应估值分别为 12 倍和 10 倍。公司是国内定制家居龙头企业, 随着公司“大家居”战略的稳步进行, 公司未来成长可期。维持公司“买入”评级。

表 4: 公司盈利预测简表 (2024/3/27)

科目 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,223	11,666	13,505	15,361
营业总成本	9,911	10,159	10,668	12,245
营业成本	7,520	7,868	8,156	9,407
营业税金及附加	90	94	109	124
销售费用	1,116	1,149	1,242	1,383
管理费用	758	758	824	929
财务费用	69	-28	26	64
研发费用	358	317	311	338
公允价值变动净收益	36	36	36	36
资产减值损失	-95	0	0	0
营业利润	1,287	1,619	2,949	3,228
加: 营业外收入	9	4	4	4
减: 营业外支出	6	4	4	4
利润总额	1,291	1,619	2,948	3,227
减: 所得税	215	363	1,211	1,326
净利润	1,075	1,255	1,737	1,901

减：少数股东损益	11	23	193	115
归母公司所有者的净利润	1,064	1,232	1,544	1,786
摊薄每股收益(元)	1.11	1.28	1.60	1.85
PE（倍）	14	12	10	8

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

市场竞争加剧的风险。定制家具市场潜力巨大，发展前景广阔，已成为家具行业平稳发展中的一个新的经济增长点。因此，部分传统家具行业企业开始向定制家具领域转型；此外，许多其他细分家具行业也看好定制家具市场前景，包括家装企业、地板企业，开始涉足这个行业，这些因素导致行业竞争将从产品、价格的低层次竞争进入到品牌、网络、服务、人才、管理以及规模等构成的复合竞争层级上。

原材料价格上涨的风险。公司主要原材料为中密度板和以钢材与铝材为主的五金配件，其价格随市场供求及国际金属价格的周期波动而变化。如果未来国内中密度板和五金配件的价格随木材和大宗原材料价格上涨，将增加公司产品的成本，对公司的盈利水平产生不利的影响。

宏观环境与房地产行业形势的风险。公司的主营业务为消费者提供全屋定制家居方案，从事全屋家具（包括衣柜、厨柜、门窗、墙板、地板、家品、家电等）的设计研发和生产销售。由于家具行业与国家宏观环境及房地产行业的相关性较高，当宏观经济整体向好时，国民经济行为趋向扩张，消费者的购买力和对房地产的需求将会提升，反之则会下降。因此，如果未来宏观经济发展态势不及预期，将对整个房地产行业的景气度带来不确定性，从而传导至公司，将直接影响终端消费者对公司产品的需求，对公司的经营业绩产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn