

索菲亚（002572）研究报告

定制家具龙头持续高成长，优势明显

买入（维持）

2017年5月15日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001
(021) 60199746
dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉
(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

研究助理 汤军
(8610) 66573632
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可
(8610) 66573632
shifk@dwzq.com.cn

核心观点：

■ **2017年一季报回顾：**公司2017Q1实现营收9.54亿，同比增48%；归母净利润0.77亿，同比增46.77%；毛利率32.36%；净利率6.9%。从**收入结构**看，定制家居业务贡献约86%、司米橱柜贡献约11%、大家居产品（成品）贡献约3%；从**渠道结构**看，经销商贡献约90%、直营店贡献约4.7%、大宗业务贡献约4.6%。我们预计公司17年1-6月实现归母净利润2.6-3亿，同比增长30%-50%。

■ **一二线城市持续加密，渠道充分下沉，一季度订单量实现高增长：**目前公司拥有索菲亚店面超过1900家，司米橱柜600家，其中省会城市门店数占比18%，地级城市占比31%，四五线城市门店数占比51%。2017年，公司计划新开索菲亚门店200-300家，新开司米门店200-300家。在店面形式上，公司选择在高客流量的超市附近新增小型超市店，通过电子展示等手段来进行家居方案的展示，补充渠道的同时达到较好的宣传效果。通过渠道的持续下沉及优化，公司一季度订单数量维持高速增长。此外，公司积极建立索菲亚及司米橱柜门店网络交互，衣柜和橱柜的门店虽然相互独立，但经销商重叠度较高，衣柜向橱柜导流成功率约达到20%-30%。

■ **衣柜为基石，橱柜高增长，大家居是长远规划，客单价具有较大提升空间：**衣柜及橱柜依然是公司目前重点发展的两个品类，此外公司通过和华鹤的合作切入木门市场，并于今年新增窗帘业务。从长远规划来看，大家居将是公司长远的发展方向，随着品类的不断充实，叠加人均消费柜体数量的持续上升，公司一季度客单价同比增长10%+，且客单价后续仍有较大向上空间。大家居业务方面，司米橱柜一季度收入规模同比大增173%（1.02亿），收入占比增至10%左右，我们预计2017年将实现盈亏平衡；与华鹤集团签订合作意向书开展门窗业务的相关合作，华鹤在生产端具有较大优势，借助索菲亚的优质渠道有望成为新的业务增长点；窗帘业务尚处于起步阶段。

■ **生产成本持续优化，对冲原料上涨压力：**在2016年原料成本上升的情况下，索菲亚依靠生产效率的持续提升，保持毛利率继续上涨。在原料成本上升的背景下，公司自3月1日起对五金器件及板材出厂价进行提价，有效对冲成本端的压力。随着公司信息化系统和设备的不断完善，自动化程度和生产效率持续提升，公司的板材利用率、生产效率、一次性安装成功率每年都有明显的改善，目前板材利用率达到约82%。

■ **工业基地全国布局，信息化优势明显：**公司的工业布局在同行中最为完善，在重点区域（齐齐哈尔、廊坊、河南、黄冈、成都）均设有工厂，保证几大市场的交货速度以及对客户的服务速度。随着公司规模快速扩大，公司新建工厂进程加速，我们预计2017年公司在重点区域将新增四个工厂，保证产能供应。

■ **盈利预测和投资建议：**我们预计2017-2019年公司EPS分别为1.01、1.44、1.92元，当前股价对应PE分别为38倍、26倍、20倍，维持“买入”评级。

市场数据

收盘价（元）	38.00
一年最低价/最高价	33.75/77.77
市净率	8.83
流通A股市值（亿元）	215.12

基础数据

每股净资产（元）	8.59
资产负债率（%）	22.96
总股本（亿股）	9.23
流通A股（亿股）	5.78

相关研究

- 1、索菲亚一季报点评：《大家居龙头加速成长》
- 2、家具系列报告：《强者恒强，优选兼具高效生产及精细管理的定制家具龙头》

图一：季度历史经营数据（单位：百万元）

单位：百万元	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31
营业收入	643.15	1,026.25	1,301.88	1,558.68	953.80
同比	46.2%	42.8%	42.7%	38.6%	48.3%
毛利率	34.3%	36.5%	37.3%	36.9%	32.4%
销售费用率	11.7%	8.5%	7.3%	8.4%	11.2%
管理费用率	11.7%	8.2%	8.2%	8.8%	11.3%
归母净利润	52.62	147.34	208.22	255.84	77.23
同比	46.6%	48.5%	48.1%	39.6%	46.8%
净利润率	8.2%	14.4%	16.0%	16.4%	8.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图二：收入驱动分拆（单位：百万元）

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
衣柜及其配件（索菲亚）					
收入	3,073.80	3,925.71	5,082.00	6,375.00	7,644.00
YOY	33.28%	27.72%	29.45%	25.44%	19.91%
占比	96.18%	86.66%	79.73%	71.13%	65.07%
门店数量	1600	1900	2200	2500	2800
单店收入（万元/家）	192.11	206.62	231	255	273
YOY	20.79%	7.55%	11.80%	10.39%	7.06%
客单数（万）	40.69	45.6	55.8	66.4	76.4
客单价（元/单）	7555	8600	9100	9600	10000
平均交货周期（天）	13-20	10	10	10	10
成本	1,887.00	2,345.30	3,013.63	3,761.25	4,509.96
YOY	31.00%	24.29%	28.50%	24.81%	19.91%
占比	94.93%	81.62%	74.72%	66.74%	61.61%
毛利率（%）	38.60	39.53	40.7%	41.0%	41.0%
衣柜费用（毛利-净利）	2646.48	3313.50	4150.45	4985.03	5732.35
YOY	33.70%	25.20%	25.26%	20.11%	14.99%
单店费用（万/家）	165.40	174.39	188.66	199.40	204.73
费用占比	5.38%	4.44%	3.71%	3.13%	2.68%
厨柜及其配件（司米）					
收入	86.66	413	810	1560	2250
YOY	603.98%	376.58%	96.13%	92.59%	44.23%
占比	2.71%	9.12%	12.71%	17.41%	19.15%
门店数量	261	600	900	1200	1500
单店收入（万元/家）	33.20	68.83	90	130	150
YOY		107.31%	30.75%	44.44%	15.38%
日均产能（单/天）	150	173	240	361	521
成本	78.57	386.97	648	1154.4	1597.5
YOY	724.45%	392.52%	67.45%	78.15%	38.38%
占比	3.95%	13.47%	16.07%	20.48%	21.82%

毛利率	9.33%	6.30%	20%	26%	29%
橱柜费用 (毛利-净利)	70.23	127.62	162	280.8	382.5
单店费用 (万/家)	26.91	21.27	18.00	23.40	25.50
费用占比	81.04%	30.90%	20%	18%	17%
橱柜净利润 (子公司)	-62.14	-101.59	0	124.8	270
归属母公司橱柜净利润	-31.69	-51.81	0.00	63.65	137.70
橱柜净利率			0.00%	8.00%	12.00%

地板

收入	15.77	8.73			
YOY	-43.13%	-44.64%			
占比	0.49%	0.19%			
成本	14.39	6.06			
YOY	58.93%	42.11%			
占比	0.72%	0.21%			
毛利率 (%)	8.74	30.56			

家具家品

收入	42.04	158.71	253.94	507.87	812.60
YOY		277.52%	60.00%	100.00%	60.00%
占比	1.32%	3.50%	3.98%	5.67%	6.92%
成本	32.18	124.51	199.21	365.67	544.44
YOY		286.92%	60.00%	83.56%	48.89%
占比	1.62%	4.33%	4.94%	6.49%	7.44%
毛利率 (%)	23.45	21.55	21.55	28.00	33.00

木门业务

收入			200.00	400.00	800.00
YOY				100.00%	100.00%
占比			3.14%	4.46%	6.81%
门店数量			400.00	600.00	850.00
单店收入 (万元/家)			50	67	94
YOY				33.33%	41.18%
成本			160.00	300.00	560.00
YOY				87.50%	86.67%
占比			3.97%	5.32%	7.65%
毛利率 (%)			20.00%	25.00%	30.00%

其他业务

收入	19.5	23.82	28	120	240
YOY	31.67%	22.15%	17.55%	328.57%	100.00%
占比	0.61%	0.53%	0.44%	1.34%	2.04%
成本	7.41	10.74	12.63	54.11	108.22
YOY	67.65%	44.94%	17.55%	328.57%	100.00%
占比	0.37%	0.37%	0.31%	0.96%	1.48%
毛利率 (%)	62	54.91	54.91	54.91	54.91

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们近期对公司进行了调研，纪要如下：

问答详录

■ 渠道：衣柜、橱柜经销商重合度高，衣柜向橱柜导流

Q：衣柜、橱柜的销售渠道是否相互独立？

A：索菲亚倾向于由一家经销商来销售多条业务线。门店都是独立的，经销商大多重叠。经销商管理方面会优选业绩好的，因此未来经销商数量也许会有所收缩。

Q：经销商能否经销索菲亚衣柜但不加盟司米橱柜而加盟欧派？

A：不能，公司经销商都是排他的。合同有约定加盟索菲亚衣柜就不能加盟其他橱柜。

Q：衣柜、橱柜、木门业务之间的导流率怎么样？

A：一线城市由于精装房较多，所以衣柜向橱柜导流比较困难，二、三线城市导流效果较好，三分之一的衣柜客户成功导流至橱柜。衣柜向木门导流的效果也很好，主要还是因为装修顺序的需要。公司现在对门店之间互相导流设立了考核机制，对导流不达标者可能扣除奖金，超过目标则会获取奖励。

Q：未来索菲亚各项业务的店铺数量瓶颈期？

A：橱柜的开店空间大致是 2000 家。衣柜至少可以开 3000 家，门店数达到这个值之后，衣柜的客单价还有增长潜力，比如客户单次购买的衣柜数从 4 个增加到 6-8 个。木门的门店数也暂定在 3000 家。

Q：小超市店的引流数据？

A：北京和上海各开设了 30-40 家小超市店，是作为广告工具和大店补充推出的，主要用于调查客户的家庭装修情况，并留存客户电话。

Q：县级经销商 2013-2015 年的表现波动为什么这么大？与房地产周期有相关关系吗？

A：县级市场达到一定规模体量后，增速下滑是很正常的。

■ 产品：逐渐向大家居迈进，新增窗帘等新品类

Q：介绍下一季度的增长情况？

A：收入的增长来自三个驱动力：订单增长，客单价增长，橱柜和大家居业务增长。(1) 2017 年卖场人气下滑，主推小区业务，还在北京、上海开设了多家小型超市店，通过电子设备展示家居方案。一季度订单数增长 23%，增速比较符合预期。(2) 一季度客单价增长 10 个百分点以上，达到 9200 元，终端价 2 万左右，仍有较大提升空间。(3) 橱柜业务的开店积极性比较高，目前店面数突破 600 家，今年店面数可达 800-900 家。

Q：各条业务的发展情况怎么样？

A：一季度橱柜收入占比增至 10%，大家居 OEM 类 2016 年占比 4%，但橱柜增长过快，导致其占比有所下滑。如今窗帘市场尚未出现龙头企业，今年公司开拓了窗帘业务。

Q：床品市场的某些企业表现不佳，对此索菲亚有什么看法？

A：床品和窗帘还是存在很大差异的。(1) 后续服务：窗帘不同于床品，后者基本不提供后续服务，是标准化产品。(2) 互联网：床品企业业绩下滑的首要原因是互联网的冲击。(3) 搭配：窗帘需要考虑与房间的搭配，床品则不太需要考虑这点。

Q：木门业务的相关情况？

A：5 月开始合并华鹤的报表。索菲亚的经销商加盟也需要时间，最早 3 个月后才会有新店会

开，第三季度以前只能依托原有的渠道，所以销售量不会很大。

Q: 抗醛板的销量如何?

A: 虽然目前抗醛板 (MDI 无醛添加板) 的花色较多, 但是推广才刚刚开始, 预计 5-6 月才会有销售量数据。无醛板价格比普通板高 20-30%, 综合考虑无醛板的市场反应需要等待消费者的检验。

Q: 为什么橱柜的单套投资这么多?

A: 橱柜与衣柜投资差异原因: (1) 封边机: 司米橱柜的封边机是激光封边机, 保证产品永不发霉, 索菲亚没有引入激光封边设备。(2) 司米已经拥有自动包装设备和立体仓, 索菲亚的部分工厂还不具备。(3) 柔性生产线有 6-7 个环节, 索菲亚仅仅安装了中间的 3-4 个环节的设备, 而司米配备了全套设备。(4) 橱柜柜体的生产车间标准化程度较衣柜更高, 对设备的要求也相应更高。(柔性生产线是把多台可以调整的机床 (多为专用机床) 联结起来, 配以自动运送装置组成的生产线。它依靠计算机管理, 并将多种生产模式结合, 从而能够减少生产成本做到物尽其用。)

■ 生产: 全国化基地布局, 提升橱柜生产效率

Q: 产品工业化布局?

A: 索菲亚的工业布局在同行中最为完善。齐齐哈尔、廊坊、河南 (专门生产恒大的订单)、黄冈、成都等 7 地均有工厂, 将在 7 地就近投放产能。未来 2-3 年计划再筹建 4 个工厂。工业布局起于 2012 年, 从 1 个工厂增至 3 个工厂, 2014、2015 各增加一个工厂, 2017 年单年增加 4 个工厂, 这种产能扩张是出于对市场的信心。

Q: 木门的生产壁垒较大, 华鹤的生产水平怎么样?

A: 华鹤在木门行业中制造水平首屈一指。华鹤设备非常先进, 耗资 3 亿, 皆为柔性生产线, 理论产能为 10-20 亿, 但渠道不通畅所以选择被索菲亚收购, 寄希望于索菲亚助其开拓市场。

Q: 木门柔性生产的难度主要体现在哪里?

A: 工序比衣柜复杂。有的门是板木结合的, 需要塑形、喷漆、压帖, 如需做旧还有喷许多遍漆, 最后再拼合。相对来说, 衣柜只有开料、封边、打孔三道工序, 比较容易。

Q: 橱柜生产的哪些部分是外包的?

A: 橱柜台面、电器、水盘都是外包的, 这些加工制造环节都计公司的账, 然后销售给经销商。

Q: 如何管理衣柜、橱柜的供应商, 包括控制售后保障和原材料品质两方面?

A: **售后服务:** (1) 索菲亚衣柜的五金件五年内免费包换, 板材终生包换。有些经销商承诺全部产品终生维护。因为质量很好, 索菲亚衣柜返修的概率很低。(2) 橱柜等产品用久了会产生问题。索菲亚的对策是严控结构设计, 通过严格要求形成一套规范。此外, 工厂有审图组的, 新颖设计要经审图组再审一遍, 如果发现有漏洞, 还会退回去再改。

原材料: 橱柜不同于衣柜业务, 外部供应商非常多, 索菲亚与他们都处于磨合期。整个橱柜行业一次安装成功率只有 5 成, 索菲亚将通过更完善的管理体系去尝试解决这个问题。设备方面, 索菲亚使用的基本都是豪迈等, 基本不使用国产设备。

■ 价格: 提价对冲原料价格上涨, 长期将保持平稳

Q: 原材料和人工成本的涨幅大概是多少? 出厂价和零售价的涨幅是多少?

A: (1) **原材料:** 2016 年所有原材料价格都上涨了, 其中木材涨幅高达 20%, 但是索菲亚

衣柜的生产成本有所下降，这个原因是效率提高了。(2) **制造费用**：2012 年制造费用高是因为采购了生产线，2013、2014 年产能逐渐释放，所以制造费用不断下降。(3) 五金器件和板材出厂价分别提价 5% 左右。

Q：今年的提价会带来什么影响？

A：今年衣柜橱柜的出厂价和终端都提高了，原材料上涨给工厂带来的压力可因此而减轻。此次提价是 7 年来的首次提价，随着人工费用等制造费用的不断增加，涨价得到了经销商和消费者的理解。

Q：未来 3-5 年提价会持续吗？

A：价格基本上现在已经稳定了。索菲亚推出的抗醛板是高端新产品，公司希望借新品提高效率，贡献毛利。

Q：未来可能想要达到一个怎么样的客单价水平？

A：一般 8 个柜子能够解决客户的基本需求。现在很多客人在装修的时候预算用完了可能买个 3-4 个，过两年预算充裕还会加单。

■ **行业：发展尚处于蓝海，价格战的可能较小**

Q：未来衣柜、橱柜是否会发展 2B 类业务？

A：索菲亚已经与恒大展开合作了，其实衣柜 2B 业务不好开展，因为客户对衣柜的需求比较私人化。但橱柜有可能，索菲亚暂未接橱柜的工程单，大宗模式还在探索。

Q：为什么橱柜增速慢于衣柜？

A：增速较慢的原因可能在于：(1) 杂牌、手工打造橱柜的市场份额未被正规厂家吞并；(2) 龙头仍在探索橱柜渠道的发展思路

Q：新成立的衣柜、橱柜企业的产线和生产形式与索菲亚的差异大吗？

A：投现有的生产线与索菲亚差异较大，但是这些企业中也有可能有一部分会购置柔性生产线，2-3 年后差不多安装完毕。

Q：未来行业会不会因为通过降价措施来吸引更多的客单？

A：这个行业是不可能通过价格战去做大的，经销商端是没办法消化降价的，降价后订单量暴涨将导致店面配套设计师、配套服务跟不上。

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,173.73	3,804.18	3,731.57	4,480.40	营业收入	4,529.96	6,373.94	8,962.87	11,746.60
现金	1,386.70	1,871.87	1,500.71	2,078.23	营业成本	2,873.58	4,033.46	5,635.43	7,320.11
应收款项	125.13	152.42	237.86	273.63	营业税金及附加	47.27	66.51	93.52	122.57
存货	268.58	384.97	528.16	657.95	营业费用	387.61	519.48	709.86	924.46
其他	1,300.32	1,300.32	1,300.32	1,300.32	管理费用	404.23	559.63	777.98	1,007.86
非流动资产	2,164.44	2,441.09	3,794.17	4,754.55	财务费用	-4.56	-13.87	-18.72	-15.01
长期股权投资	24.93	0.00	0.00	0.00	投资净收益	6.08	6.08	6.08	6.08
固定资产	1,166.50	1,615.49	2,867.48	3,739.92	其他	(5.03)	(3.73)	3.93	7.13
无形资产	246.00	233.80	264.18	294.55	营业利润	820.79	1,206.37	1,754.79	2,373.40
其他	727.01	591.80	662.52	720.09	营业外净收支	10.08	10.08	10.08	10.08
资产总计	5,338.17	6,245.27	7,525.74	9,234.95	利润总额	830.87	1,214.13	1,762.56	2,381.16
流动负债	1,290.70	1,600.81	2,030.68	2,604.19	所得税费用	193.38	282.59	410.23	554.21
短期借款	133.73	133.73	133.73	133.73	少数股东损益	(26.53)	0.00	26.00	53.00
应付账款	413.78	594.58	532.50	861.81	归属母公司净利润	664.02	931.55	1,326.32	1,773.95
其他	743.18	872.50	1,364.45	1,608.65	EBIT	864.55	1,261.36	1,839.61	2,494.17
非流动负债	55.60	68.26	86.03	105.14	EBITDA	959.25	1,385.30	2,009.59	2,707.12
长期借款	24.50	24.50	24.50	24.50					
其他	31.10	43.76	61.53	80.64					
负债总计	1,346.29	1,669.07	2,116.71	2,709.33	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	103.49	103.49	103.49	103.49	每股收益(元)	1.48	1.01	1.44	1.92
归属母公司股东权益	3,888.39	4,472.71	5,305.54	6,422.14	每股净资产(元)	8.42	9.91	11.71	14.12
负债和股东权益总计	5,338.17	6,245.27	7,525.74	9,234.95	发行在外股份(百万股)	461.71	923.43	923.43	923.43
					ROIC(%)	15.98	20.44	25.35	28.63
					ROE(%)	21.44	21.74	27.09	30.62
					毛利率(%)	36.57	36.72	37.12	37.68
					EBITMargin(%)	21.18	21.73	22.42	23.05
					销售净利率(%)	14.07	14.61	15.09	15.55
					资产负债率(%)	25.22	26.73	28.13	29.34
					收入增长率(%)	41.75	40.71	40.62	31.06
					净利润增长率(%)	44.66	40.29	42.38	33.75
					P/E	52.64	37.52	26.35	19.70
					P/B	8.76	7.64	6.46	5.36
					EV/EBITDA	36.60	25.34	17.47	12.91

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

