

# 索菲亚 (002572)

## 定制蓝海，踏浪前行

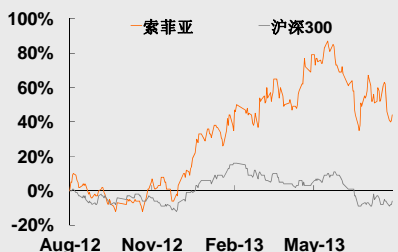
### 推荐 (维持)

现价: 15.52 元

#### 主要数据

行业	平安轻工制造
公司网址	sogal.com.cn
大股东/持股	江淦钧、柯建生 /27.29%、27.29%
实际控制人/持股	江淦钧、柯建生 /54.58%
总股本(百万股)	440
流通 A 股(百万股)	108
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	68.24
流通 A 股市值(亿元)	16.76
每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	8.9

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《公司调研简报: 地产销售复苏预期下的良好标的》 2013年1月7日

#### 证券分析师

赵小燕	投资咨询资格编号 S1060111080160 021-38638650 zhaoxiaoyan488@pingan.com.cn
王韧	投资咨询资格编号 S1060210090010 0755-22623376 wangren740@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- 公司为定制衣柜龙头, 市占率约 8%。作为地产下游, 公司 08~12 年达 57% 的收入 CAGR 却表现出较高成长性。这主要得益于定位定制衣柜这一快速成长的蓝海行业。预计未来两年地产调控不掩行业景气, 公司作为行业唯一上市公司, 是受益行业景气的良好标的。
- 定制衣柜处成长阶段, 地产调控不掩行业景气。定制衣柜对传统、手工衣柜存在替代效应。按照我们测算, 09~12 年间房屋销量 CAGR 为 11%, 而同期定制衣柜销量 CAGR 高达 38%, 替代效应驱动下的市场占比提升是定制衣柜行业高景气的主要推动力。参考《中国人造板》对 14 年定制衣柜市场占比达到 40% 的预测, 对地产销量做悲观假设, 预计替代效应下未来 2 年行业 CAGR 约 22%。
- 蓝海行业, 顺势扩张。估算公司渠道净利润率约 15%, 侧面反映了行业显著的蓝海特征。对于行业内公司, 顺势扩张成为基本一致的策略选择。扩张策略包括以经销商主导的渠道扩张, 以及以“大家居”为方向的品类扩张。规模化定制模式下, 信息系统与柔性生产技术的协同提升是支持健康扩张的重要因素。相对而言, 公司具备先发优势及资金优势, 扩张动力较为充沛。
- 零售踏浪前行, 大宗起航可期。行业景气叠加顺应周期推动 1H13 公司营收增速高达 48%。展望未来: 零售业务方面, 行业高景气背景下, 公司外延、内涵发展并进, 踏浪前行; 大宗业务方面, 目前收入占比仅 4%, 基数较低, 考虑公司已和多个开发商建立合作关系, 且产能逐步释放将提供进一步支撑, 启航可期。
- 盈利预测与估值: 考虑信息系统升级及规模效应对毛利率的提振作用超出我们此前预期, 上调 13~14 年毛利率假设均至 35.7%, 对应上调 13~14 年 EPS 预测至 0.54、0.70 元。对应 2013 年 8 月 14 日 15.52 元的收盘价, PE 分别为 28.9、22.0 倍。行业景气叠加顺应周期推动 13 年高速增长无忧, 展望未来, 地产调控不掩行业景气, 公司零售业务踏浪前行、大宗业务启航可期, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 地产调控影响同店增速, 原材料价格波动影响毛利率等。

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,004	1,222	1,723	2,143
YoY(%)	45.7	21.7	41.0	24.4
净利润(百万元)	135	173	236	310
YoY(%)	44.9	28.6	36.4	31.1
毛利率(%)	33.6	34.9	35.7	35.7
净利率(%)	13.4	14.2	13.7	14.4
ROE(%)	9.9	11.7	12.2	14.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.39	0.54	0.70
P/E(倍)	50.7	39.4	28.9	22.0
P/B(倍)	5.0	4.6	3.5	3.1

## 正文目录

一、 定制衣柜领跑者.....	4
二、 蓝海行业，地产调控不掩高景气.....	5
2.1 定制衣柜，轻资产、高成长.....	5
2.2 成长阶段，地产调控不掩行业景气.....	8
2.3 蓝海行业，顺势扩张.....	9
三、 零售踏浪前行，大宗起航可期.....	11
3.1 先发优势、资金支持下，零售大宗齐飞.....	11
3.1 零售踏浪前行.....	14
3.2 大宗起航可期.....	16
四、 盈利预测与估值.....	17

## 图表目录

图表 1	公司自 2010 年初聘请舒淇为形象代言人，启动品牌推广计划	4
图表 2	近期公司所获媒体荣誉	4
图表 3	经销模式为公司主要业务模式	5
图表 4	截止 2012 年公司终端渠道规模约 1000 家	5
图表 5	家具上市公司毛利率对比	5
图表 6	家具上市公司应收账款周转率对比	5
图表 7	家具上市公司存货周转率对比	6
图表 8	家具上市公司 ROE 对比	6
图表 9	规模化定制模式下供应链运作模式	6
图表 10	定制衣柜生产模式	7
图表 11	定制衣柜为继成品衣柜、手工衣柜后的又一细分衣柜领域	7
图表 12	定制衣柜兼具手工衣柜的个性化和成品衣柜规模化的特点	8
图表 13	受益行业高成长，2008~2012 年公司收入增速远高行业	8
图表 14	2009~2012 年间，定制衣柜市场占比提升是行业增长的主要推动力	8
图表 15	测算衣柜市场占比提升仍将支撑定制衣柜行业未来 2 年逾 20% 的行业增速	9
图表 16	索菲亚单店营收超越传统家具企业	10
图表 17	索菲亚渠道利润率测算	10
图表 18	快速扩张阶段，渠道、品类并进	11
图表 19	公司渠道扩张较快	12
图表 20	国内定制衣柜发展史	13
图表 21	信息系统提升生产效率，2012 年公司毛利率逐季回升	13
图表 22	借助上市募集资金，公司迅速进行异地产能布局	13
图表 23	公司产能规模行业领先	14
图表 24	近年来系列地产调控政策下，一、二线城市的住宅销售面积受一定影响	14
图表 25	地产调控下公司仍保持稳定的外延扩张节奏以及同店收入增长	14
图表 26	1H13 公司收入增速约 48%，地产销售回暖的推动效应显现	15
图表 27	13 年住宅地产：一线城市量缩，二线城市量稳，三四线城市好于 12 年	15
图表 28	研发费用占营业收入比例	16
图表 29	广告费用占营业收入比例	16
图表 30	目前公司已和保利、富力、万科、金地等开发商建立合作关系	16
图表 31	公司应收账款与大宗业务实际收入	17
图表 32	盈利预测主要假设（百万元）	17

## 一、定制衣柜领跑者

公司为国内定制衣柜行业龙头，2012年市场占有率约8%。公司的产品定位主要面对中高档消费人群，2010年公司启动品牌推广计划，聘请香港国际影星舒淇担任形象代言人，已获得定制衣柜第一品牌的美誉。

公司产品全部面向国内市场，经销模式为目前主要业务模式，2012年占比近90%。截止2012年公司终端渠道规模约1000家，其中包括一二线城市约900家、三四线城市约100家。

图表1 公司自2010年初聘请舒淇为形象代言人，启动品牌推广计划



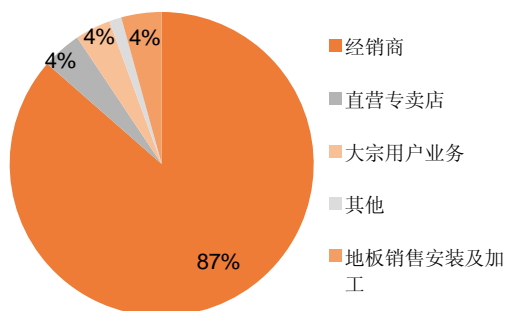
资料来源：公司网站、平安证券研究所整理

图表2 近期公司所获媒体荣誉



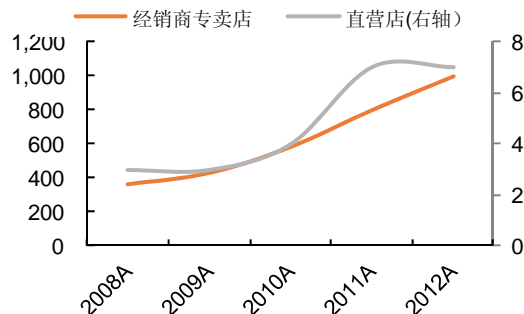
资料来源：公司网站、平安证券研究所整理

图表3 经销模式为公司主要业务模式



资料来源：平安证券研究所

图表4 截止2012年公司终端渠道规模约1000家



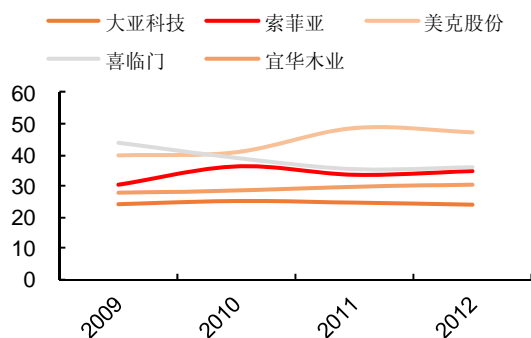
资料来源：平安证券研究所

## 二、 蓝海行业，地产调控不掩高景气

### 2.1 定制衣柜，轻资产、高成长

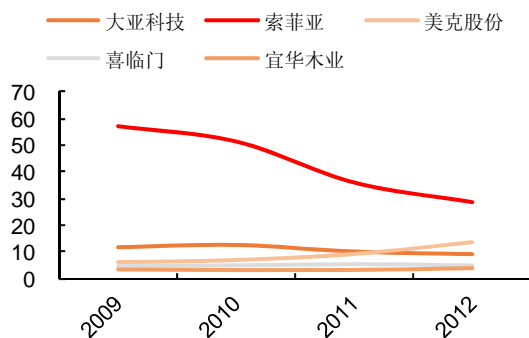
相对传统家具行业，定制衣柜行业具备更轻资产、更高成长的经营特征。轻资产得益于以规模化定制为核心的经营模式，高成长得益于定制衣柜迎合了消费者个性化需求。以公司为定制衣柜行业的代表，其 08~12 年营业毛利率（平均 33%）、ROE（平均 32%）、营业收入 CAGR（57%）均显著高于传统家具上市公司。

图表5 家具上市公司毛利率对比



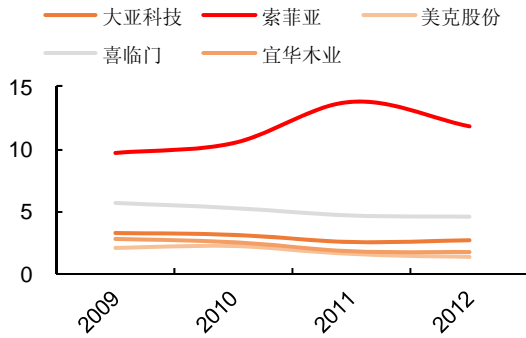
资料来源：平安证券研究所

图表6 家具上市公司应收账款周转率对比



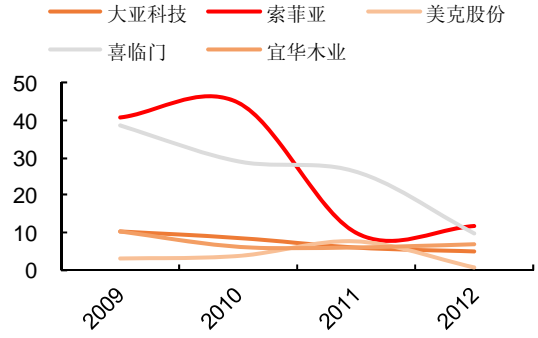
资料来源：平安证券研究所

图表7 家具上市公司存货周转率对比



资料来源：平安证券研究所

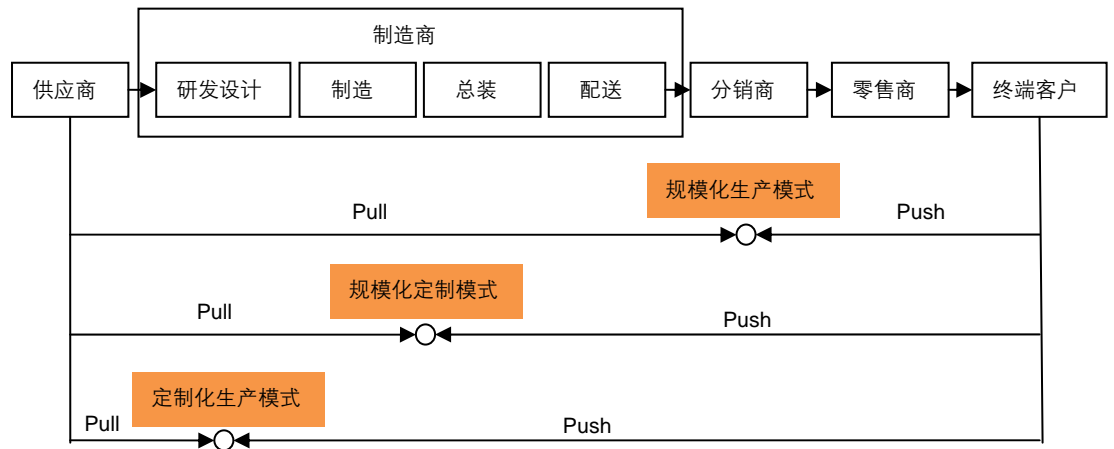
图表8 家具上市公司ROE对比



资料来源：平安证券研究所

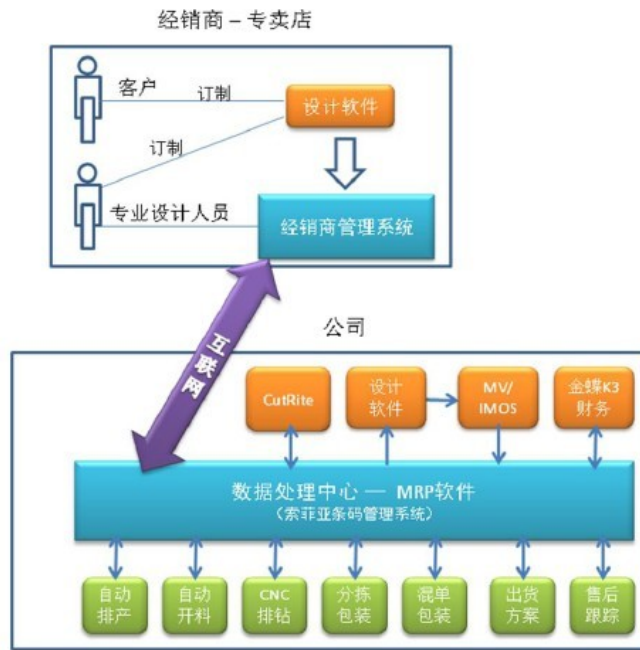
**规模化定制模式重塑供应链，助轻资产。**这一模式兼具规模化生产模式生产成本低、响应速度快的特点，以及定制化生产模式贴近客户需求、降低资金占用的特点（详见《消费主题研究系列报告之三：体验经济时代，关注规模化定制龙头》中分析）。这一模式下，企业接单生产，从而避免了存货积压、应收账款等资金压力。

图表9 规模化定制模式下供应链运作模式



资料来源：平安证券研究所

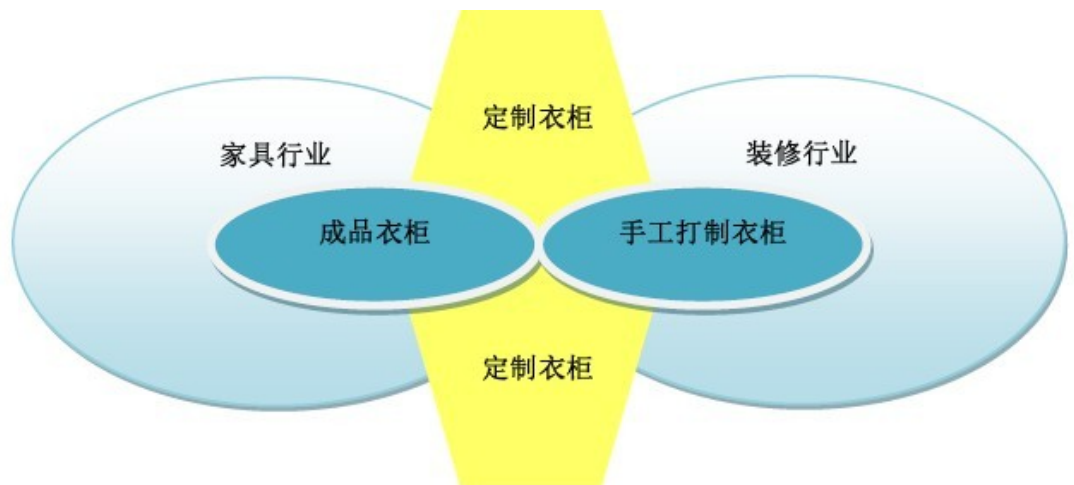
图表10定制衣柜生产模式



资料来源：招股书、平安证券研究所

定制衣柜迎合消费者个性化需求，助高成长。进入 21 世纪，随消费者对衣柜个性化需求及环保要求的提升、信息技术及柔性化生产在企业经营中逐步普及，定制衣柜成为继成品衣柜、手工衣柜后的又一细分衣柜领域。由于定制衣柜兼具手工衣柜的个性化解决方案和成品衣柜规模化、标准化生产的优势，这一细分领域已进入快速成长期。受益行业高成长，2008~2012 年公司经营收入年均增速高达 57%，远高于同期 20% 的家具制造业整体水平。

图表11定制衣柜为继成品衣柜、手工衣柜后的又一细分衣柜领域



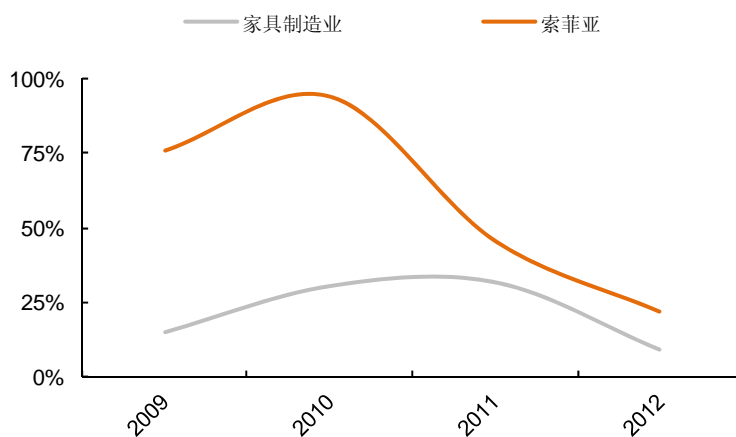
资料来源：平安证券研究所整理

图表12 定制衣柜兼具手工衣柜的个性化和成品衣柜规模化的特点

	成品衣柜	手工衣柜	定制衣柜
兴起时间	20 世纪 80 年代	20 世纪 90 年代	21 世纪
兴起背景	制造业水平提高	个性化需求兴起	信息技术普及
优势	生产高效	生产低效，质量参差不齐，不可拆卸，售后欠缺	存在生产配送安装周期
劣势	存在空间浪费，产品同质	有效利用空间，迎合个性化需求	有效利用空间，迎合个性化需求，规模化生产，售后较好

资料来源：平安证券研究所整理

图表13 受益行业高成长，2008~2012年公司收入增速远高行业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.2 成长阶段，地产调控不掩行业景气

定制衣柜迎合消费者个性化需求，对传统、手工衣柜存在替代效应。按照我们测算，2009~2012 年间定制衣柜行业复合增速约在 38%。进一步拆解这一增速，我们推测房屋销售量增长、衣柜市场占比提升分别贡献约 11%、27%的复合收入增速。至 2012 年，国内定制衣柜市场占比已由 2009 年的 15%提升至接近 29%，是这期间定制衣柜行业高景气的主要推动力。

主要假设：

- 单套房平均需要衣柜 2 套；
- 单套衣柜售价 3500 元。

图表14 2009~2012年间，定制衣柜市场占比提升是行业增长的主要推动力

	2009	2012
定制衣橱市场（零售口径）	120	305
公司市占率	6%	8%
公司销售收入	4	12
衣柜市场（亿元）	778	1,059
销售套数（万套）	1,112	1,513
<b>定制衣橱市场占比%</b>	<b>15%</b>	<b>29%</b>

资料来源：平安证券研究所



参考发达国家中约 70%的定制衣柜占比，国内定制衣柜仍有较大发展空间。参考《中国人造板》对 14 年定制衣柜市场占比达到 40%的预测，对地产销量做悲观假设，预计替代效应仍将支撑未来 2 年行业 CAGR 达到约 22%。对地产销量做乐观假设下，则未来 2 年行业 CAGR 达到约 24%。

主要假设：

- 参考平安房地产小组对 2013 年地产销量增速为 5.8%的预测；
- 参考平安房地产小组分乐观、中性、悲观情境下对地产销量长期增速分别为 2.1%、4.3%、5.9% 的预测，以之作为作为 2014 年地产销量增速的假设；
- 参考《中国人造板》对 2014 年定制衣柜占比达到 40%的预测；
- 单套房平均需要衣柜 2 套；
- 单套衣柜售价 3500 元。

**图表15 测算衣柜市场占比提升仍将支撑定制衣柜行业未来2年逾20%的行业增速**

	年成交套数	衣柜需求（万套）	定制衣柜占比	定制衣柜需求（万套）	CAGR
2012	1,513	3,026	29%	873	
2014-悲观	1,625	3,250	40%	1,300	22%
2014-中性	1,660	3,320	40%	1,328	23%
2014-乐观	1,686	3,371	40%	1,348	24%

资料来源：平安证券研究所

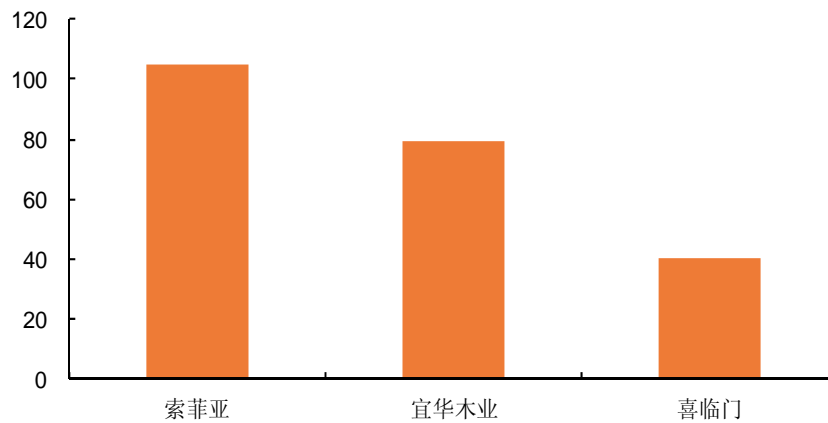
## 2.3 蓝海行业，顺势扩张

定制衣柜行业仍处成长阶段，且蓝海特征明显，对于行业内公司，顺势扩张成为基本一致的策略选择。扩张策略包括以经销商主导的渠道扩张，以及以“大家居”为方向的品类扩张。规模化定制模式下，信息系统与柔性生产技术的协同提升是支持健康扩张的重要因素。公司具备先发优势及资金支持，扩张动力较为充沛。

### ■ 渠道利润丰厚，蓝海特征显著

渠道盈利能力是衡量行业竞争状况的重要指标。我们对索菲亚的单店营收及盈利水平进行测算，索菲亚单店约 105 万元/年的采购额，大幅超过宜华木业（约 80 万元/年）、喜临门（约 40 万元/年）等同行，渠道净利润率高达约 15%，颇丰的渠道盈利能力说明定制衣柜行业尚处蓝海。

图表16 索菲亚单店营收超越传统家具企业



资料来源：平安证券研究所

图表17 索菲亚渠道利润率测算

项目	金额
单店销售额 (万元)	216
单店采购额 (万元)	120
租金 (万元)	200
其中：单店面积 (平方米)	3.5
其中：租金(元/平方米*天)	26
人工成本总计 (万元)	3
其中：单店人工数量 (人)	5
其中：人工工资 (万元/年*人)	15
物流费 (万元)	11
其中：物流费/销售额	5%
广告、水电等费用 (万元)	2
所得税 (万元)	11
净利润 (万元)	32
<b>净利润率%</b>	<b>15%</b>

资料来源：平安证券研究所

### ■ 快速扩张阶段，渠道、品类并进

定制衣柜行业仍处成长阶段，且蓝海特征明显，对于行业内公司，快速扩张策略成为一致选择。扩张策略包括以经销商主导的渠道扩张，以及以“大家居”为方向的品类扩张。

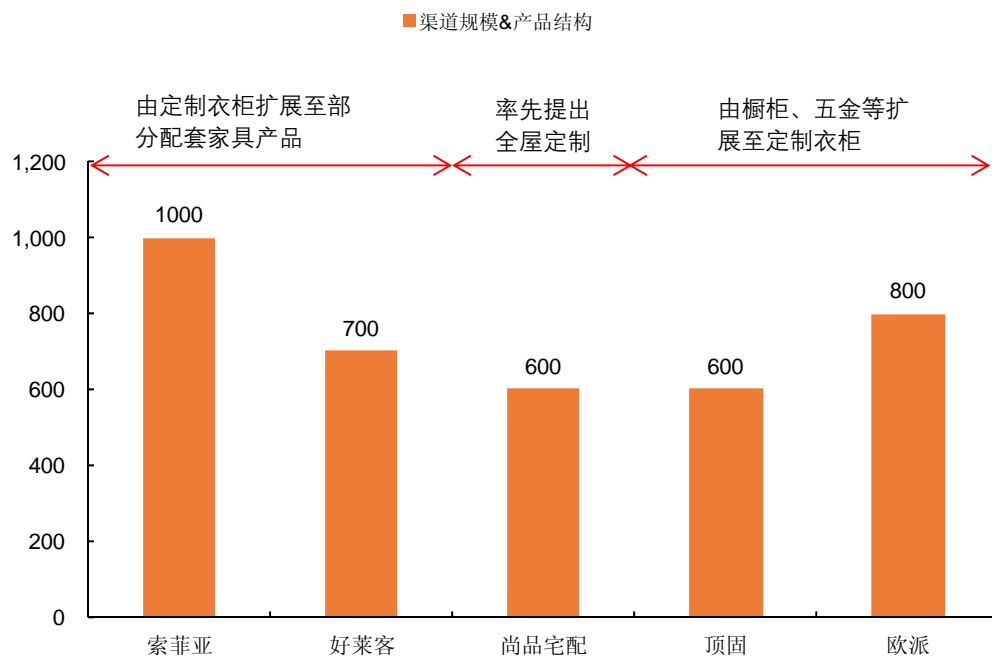
**渠道扩张以经销商为主导。**尽管直营渠道具备利润率高，品牌管理能力强的优势，但经销商渠道低成本、扩张快、风险小的特点成为现阶段定制衣柜行业的主流选择。

**品类扩张以“大家居”为方向。**规模化定制的模式下，多品类经营意味着对企业设计能力、信息系统、柔性化生产能力的要求更高。换言之，以“大家居”为方向的品类延伸策略下，领先企业在提升市场份额的同时，得以进一步巩固优势、增厚壁垒。

当前定制衣柜领先企业的产品结构大致可分为三类：

- 定制衣柜起家，逐步扩张至其他配套家具产品的企业，以索菲亚、好莱客为代表；
- 已经实现全屋定制的企业，以尚品宅配为代表。尚品宅配为做装饰软件起家，信息系统方面具备一定优势。
- 由厨房橱柜、五金件等扩展至定制衣柜的企业，以欧派、顶固为代表。欧派在厨房橱柜领域已经拥有约 2000 家专卖店，这一渠道优势支持其向定制衣柜行业快速扩张。

图表18快速扩张阶段，渠道、品类并进



资料来源：平安证券研究所整理

### 三、 零售踏浪前行，大宗起航可期

行业景气叠加顺应周期推动 1H13 公司营收增速高达 48%，扣除股权激励费用影响后净利增速高达 66%。展望未来，零售业务方面，公司身为蓝海行业中领跑者，充分受益行业景气，且持续修炼内功，从提升设计品牌、单均收入、毛利率的角度有望一定程度应对周期波动，踏浪前行。大宗业务方面，公司已和保利等开发商建立合作关系，产能陆续释放将对大宗业务的开拓提供进一步支撑，启航可期。

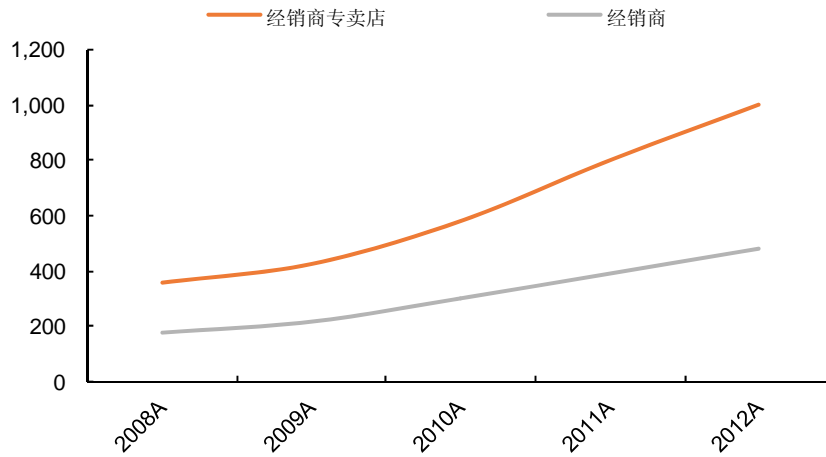
#### 3.1 先发优势、资金支持下，零售大宗齐飞

现阶段公司的经营策略亦是以快速扩张为重：

**渠道：规模行业领先，下沉已经开始。**截止 2012 年公司终端渠道规模约 1000 家，其中包括一二线城市约 900 家、三四线城市约 100 家。公司将保持每年开店 200 家的快速扩张节奏至终端渠道规模达到 1500 家专卖店。自 2012 年起，公司开始将渠道向三四线城市延伸。以常住人口 20w，房价 4k 以上为标准计算适合公司进入的县级市规模，目前已有约 500~600 个目标城市。

**产品：围绕衣柜，延伸配套。**公司早期专注定制衣柜，品类相对尚品宅配、欧派略单一。在定制衣柜领域拥有较丰富的生产经验、设计能力、品牌积累后，公司已开始由衣柜向部分家具配套产品的延伸，陆续推出了多款可定制的电视柜、入户柜、玄关柜等配套家具产品。

**图表19公司渠道扩张较快**



资料来源：公司公告、平安证券研究所

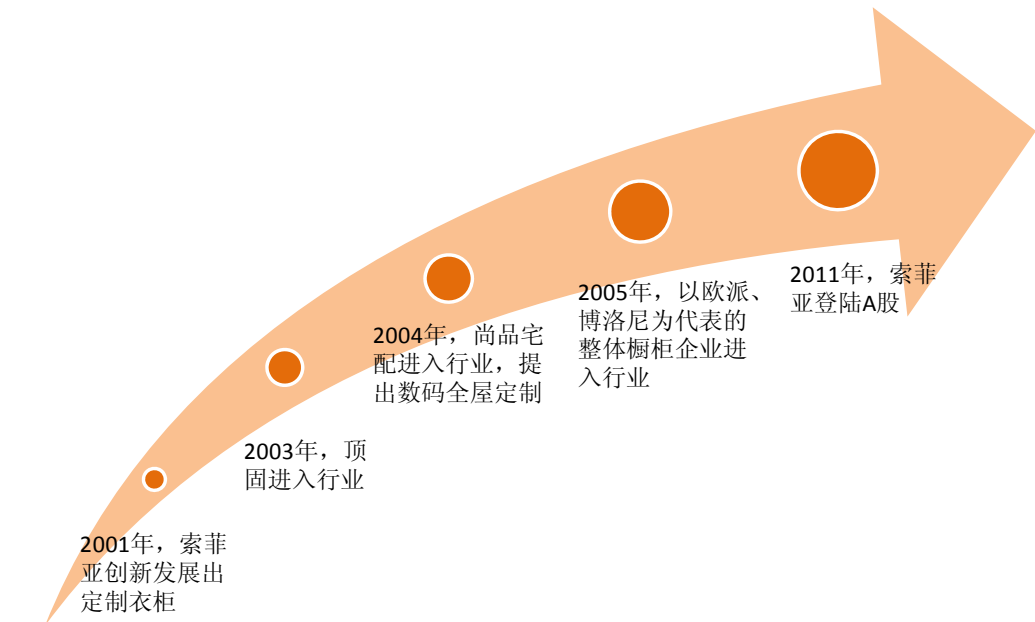
规模化定制模式下，信息系统与柔性生产技术的协同提升是支持健康扩张的重要因素。公司具备先发优势及资金支持，扩张动力充沛。

**先发优势显著。**国内定制衣柜行业仅约十余年的发展历程，公司自 2001 年定位定制衣柜行业这一细分蓝海行业，是国内最早专注从事定制衣柜行业的企业之一，并参与起草定制衣柜行业标准。

**资金优势助力。**公司于 2011 年率先上市，借助上市募集资金，已经初步完成广州、浙江、四川、河北四地产能布局。四地产能全部达产后，预计产能可达到约 50 亿左右，规模行业领先。

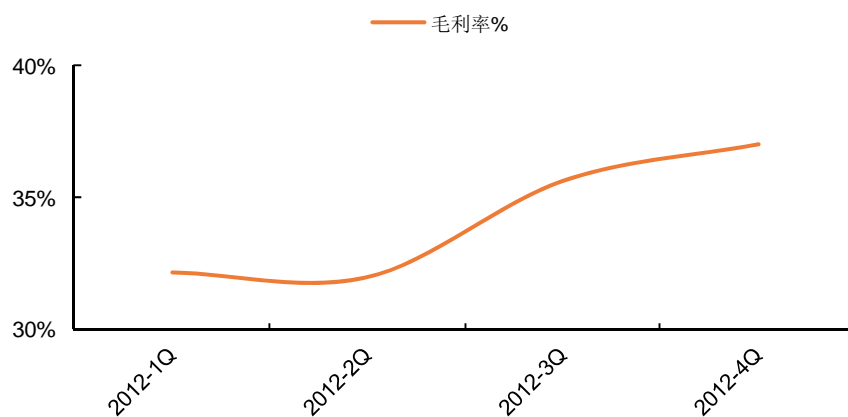
除扩张产能外，公司另一募投项目为“信息系统技术升级改造项目”。截止 2012 年该项目已完成 ERP 一期上线工作、PLM、BI 实施工作。2012 年公司毛利率得以由 1H12 的 32%，提升至 2H12 的 36%，生产效率的提升是重要因素之一。

图表20 国内定制衣柜发展史



资料来源：平安证券研究所整理

图表21 信息系统提升生产效率，2012年公司毛利率逐季回升



资料来源：平安证券研究所

图表22 借助上市募集资金，公司迅速进行异地产能布局

项目	土地面积	预计产值 (亿元)
本部	厂区面积 103 亩	19
四川	/	/
浙江	宗地面积 220 亩，建筑面积 125 亩	23
河北	土地面积 120 亩	12
<b>总计</b>		<b>54</b>

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表23公司产能规模行业领先

公司	规模
索菲亚	广州、四川、河北、浙江共约 40 万平方米
欧派	广州基地、天津生产基地共约 50 万平米，包含厨房橱柜
尚品宅配	在佛山拥有月 11 万平米的数码化生产基地
顶固	拥有中山、成都、昆山、北京东燕郊共四大生产制造基地
好莱克	广州生产基地逾 10 万平方米

资料来源：公司网站、平安证券研究所

### 3.1 零售踏浪前行

公司身为定制衣柜行业中领跑者，充分受益行业景气。预计 2013~2014 年公司将保持每年 200 家的外延扩张速度以及分别为 20%、5% 的同店增速，对应零售业务收入增速分别为 46%、25%。

#### ■ 2013 年：行业景气叠加顺应周期推动高成长

近年来系列地产调控政策下，一、二线城市（公司终端渠道的主战场）的住宅销售面积并不理想。但得益于身处蓝海行业且综合实力行业领先，公司依然保持着稳定的外延扩张节奏以及同店收入增长。

按照我们测算的口径，2010~2012 年间，公司同店收入增速仍分别保持约 31%、14%、2%，同店收入增速出现放缓的趋势。但受益于地产销售复苏，这一趋势在 2013 年反转，预计 2013 年同店收入增速达 20%。

自 2012 年 4Q 以来，改善性及刚需购房推动国内住宅销售面积回暖，且以一、二线城市地产销售回暖为主。地产下游通常对地产销售存在滞后反映，由于定制衣柜的经营模式下渠道库存几乎为零，较传统衣柜制造业对地产销售的反映更为灵敏。公司是定制衣柜行业唯一上市公司，且现有渠道布局主要集中在一、二线城市，是受益地产销售复苏的良好标的。从 1H13 公司的经营情况来看，约 48% 的收入增速略超市场预期，地产销售回暖的推动效应显现。

图表24近年来系列地产调控政策下，一、二线城市的住宅销售面积受一定影响

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
一线城市	-38%	71%	-39%	-16%	17%	-10%
二线城市	-28%	62%	-8%	-2%	15%	8%
三线及以下城市	-7%	38%	19%	6%	3%	5%
全国	-20%	45%	8%	4%	2%	5%

资料来源：平安证券研究所

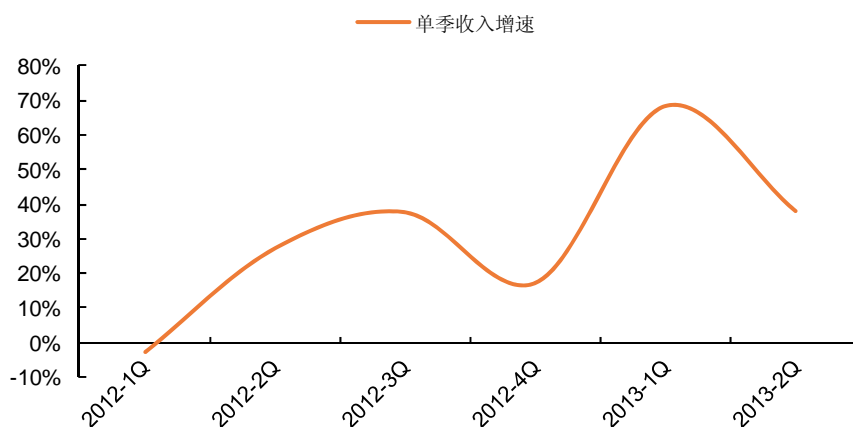
图表25地产调控下公司仍保持稳定的外延扩张节奏以及同店收入增长

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
经销商渠道收入（百万元）	175	310	519	813	1,048
单店收入（万元）	49	72	89	102	105
新店数量（个）		67	154	218	200
新店单店收入（万元）		39	50	58	42
老店数量（个）		361	428	582	800
老店单店收入（万元）		79	103	118	121

资料来源：平安证券研究所

假设新店基本无需培育期即可成熟运作且渠道扩张节奏全年保持稳定。

图表26 1H13公司收入增速约48%，地产销售回暖的推动效应显现



资料来源：平安证券研究所

### ■ 展望未来：修炼内功，应对周期

根据平安房地产小组对 2013 年住宅地产的预测，全年成交将呈现前高后低的分布。分区域来看，一线城市量缩，二线城市量稳，三四线城市好于 2012 年。考虑地产的滞后效应，2013 年的住宅地产销售状况或对 2014 年的家具制造业景气度有所影响。

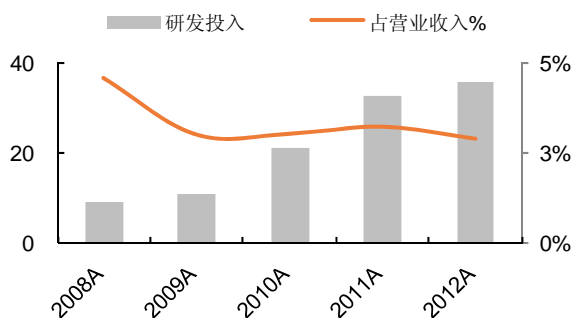
展望未来，随公司新增渠道向三四线城市倾斜，新店收入对公司增长的边际贡献将逐步降低，而公司的同店收入增速不免受到住宅销售状况的影响。对此，公司的应对措施是修炼内功：1、从订单量的角度，尽管地产销售对行业整体订单量有直接影响作用，公司通过创新产品设计、强化品牌宣传，以保持领先的行业地位；2、从单均收入的角度，以“大家居”为愿景，继续通过扩充新品提升单均收入，进一步满足消费者在空间利用和个性化定制的需求。3、从毛利率的角度，不断提升信息系统、柔性化生产程度，通过提高生产效率并提升毛利率水平。2012 年逐季回升的毛利率即包含信息系统升级的推动因素。

图表27 13年住宅地产：一线城市量缩，二线城市量稳，三四线城市好于12年

区域	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
一线城市	-38.0%	70.6%	-38.6%	-15.8%	16.8%	-10.0%
二线城市	-28.3%	61.9%	-7.6%	-1.6%	15.3%	8.3%
三线及以下城市	-7.4%	38.1%	19.2%	5.8%	3.0%	4.5%
全国	-20.3%	45.4%	8.0%	3.9%	2.0%	5.2%

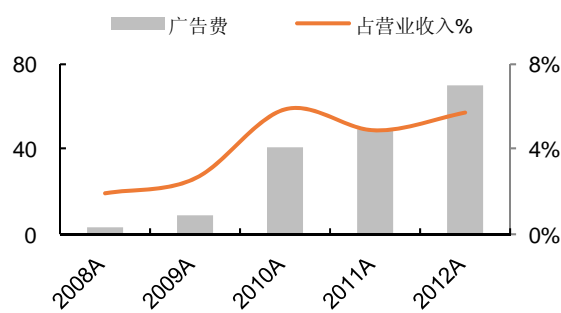
资料来源：平安证券研究所

图表28 研发费用占营业收入比例



资料来源：平安证券研究所

图表29 广告费用占营业收入比例



资料来源：平安证券研究所

### 3.2 大宗起航可期

为大型房地产精装修项目提供定制衣柜配套的大宗用户业务是公司另一业务延伸方向，2012 年大宗业务在营业收入中占比约 4%。设计能力、产品质量、服务体系、生产规模是地产开发商选择衣柜供应商的主要考量因素，这也成为公司大宗业务扩张的重要优势。目前公司已和保利、富力、万科、金地等开发商建立合作关系。

2012 年四川基地投入运营，公司在部分缓解产能压力的基础上大力开发大宗业务，当年大宗业务收入同比增长 198%。预计 2013 年 9 月，公司廊坊、浙江项目实现投产，充裕的产能将对大宗业务的开拓提供进一步支撑。

公司的应收账款构成基本来自大宗业务，截止 2012 年底这一项目为 4546 万元，与 2012 年大宗业务实际收入相当。参考应收账款数额，考虑大宗业务基数尚低，预计公司 2013-2014 年大宗业务收入分别增长 60%、60%。

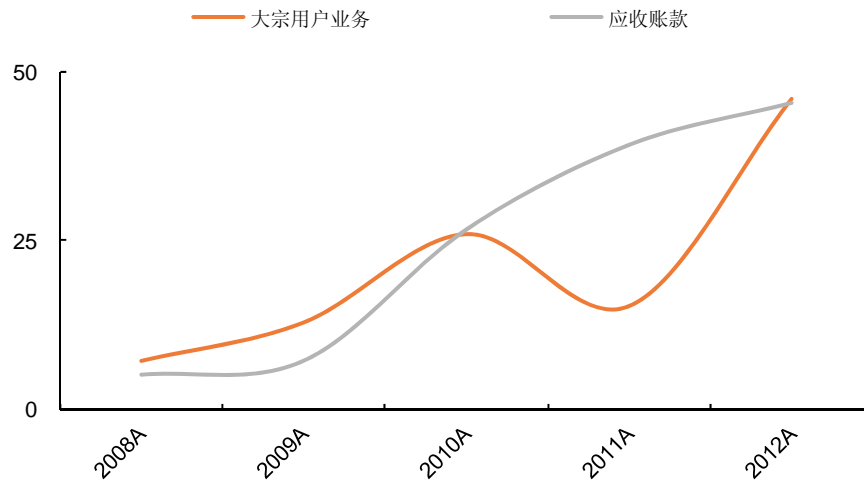
图表30 目前公司已和保利、富力、万科、金地等开发商建立合作关系



资料来源：平安证券研究所



图表31 公司应收账款与大宗业务实际收入



资料来源：平安证券研究所

#### 四、 盈利预测与估值

公司信息系统及柔性化生产程度提升对毛利率水平的提振作用超出我们此前的预期，上调对 2013、2014 年公司经营毛利率的假设至 35.7%、35.7%，维持对 2013、2014 年老店同店增长 20%、5% 的假设。对应分别上调对公司 2013~2014 年的业绩预测至 0.54、0.70 元。对应 2013 年 8 月 14 日 15.52 元的收盘价，PE 分别为 28.9、22.0 倍。景气支撑叠加顺应周期支持推动公司 13 年业绩高速增长无忧，展望未来，地产调控不掩定制衣柜行业高景气，公司零售业务踏浪前行、大宗业务启航可期，维持“推荐”评级。

图表32 盈利预测主要假设（百万元）

	2011A	2012A	2013E	2014E
经销商渠道收入	813	1048	1531	1907
单店收入（万）	102	105	128	136
新店数量（个）	218	200	200	200
新店单店收入（万）	58	42	42	42
老店数量（个）	582	800	1000	1200
老店单店收入（万）	118	121	145	152
直营渠道收入	57	51	51	51
门店数量（个）				
单店收入（万）	815	722	722	722
大宗用户业务	15	46	73	118
其他	27	16	16	16
地板销售安装及加工收入	80	52	52	52
<b>营业收入合计</b>	<b>1004</b>	<b>1222</b>	<b>1723</b>	<b>2143</b>
<b>营业收入 YOY%</b>	<b>46%</b>	<b>22%</b>	<b>41%</b>	<b>24%</b>
<b>毛利率%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>

资料来源：平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1324	1298	1721	2042	<b>营业收入</b>	1004	1222	1723	2143
现金	1195	1047	1501	1780	营业成本	666	795	1108	1378
应收账款	39	45	64	80	营业税金及附加	7	8	12	14
其他应收款	3	5	7	9	营业费用	95	126	164	200
预付账款	8	101	22	28	管理费用	92	112	193	227
存货	54	80	108	128	财务费用	-21	-32	-40	-51
其他流动资产	25	19	19	19	资产减值损失	1	2	0	0
<b>非流动资产</b>	216	461	552	520	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	175	352	451	420	<b>营业利润</b>	163	210	286	374
无形资产	18	79	78	77	营业外收入	4	2	0	0
其他非流动资产	23	30	23	23	营业外支出	0	1	0	0
<b>资产总计</b>	1540	1759	2273	2562	<b>利润总额</b>	166	210	286	374
<b>流动负债</b>	160	234	284	330	所得税	27	34	47	61
短期借款	19	0	0	0	<b>净利润</b>	139	176	239	313
应付账款	71	103	144	179	少数股东损益	4	3	3	3
其他流动负债	70	130	140	151	<b>归属母公司净利润</b>	135	173	236	310
<b>非流动负债</b>	0	7	6	6	EBITDA	160	211	301	386
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	0.81	0.54	0.70
其他非流动负债	0	7	6	6					
<b>负债合计</b>	160	240	290	337					
少数股东权益	16	40	43	47	<b>主要财务比率</b>				
股本	107	214	440	440	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积	1024	912	912	912	<b>成长能力</b>				
留存收益	233	352	589	827	营业收入(%)	45.7	21.7	41.0	24.4
归属母公司股东权益	1363	1478	1940	2179	营业利润(%)	38.9	28.9	36.4	30.8
<b>负债和股东权益</b>	1540	1759	2273	2562	归属于母公司净利润(%)	44.9	28.6	36.4	31.1
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.6	34.9	35.7	35.7
					净利率(%)	13.4	14.2	13.7	14.4
					ROE(%)	9.9	11.7	12.2	14.2
					ROIC(%)	60.9	31.0	42.3	59.9
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	10.4	13.7	12.8	13.1
					净负债比率(%)	11.7	0.0	0.0	0.0
					流动比率	8.26	5.56	6.07	6.18
					速动比率	7.92	5.21	5.68	5.79
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.05	0.74	0.85	0.89
					应收账款周转率	29	28	30	29
					应付账款周转率	11.41	9.10	8.96	8.53
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.39	0.54	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.46	0.77	0.75
					每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.36	4.41	4.95
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.7	39.4	28.9	22.0
					P/B	5.0	4.6	3.5	3.1
					EV/EBITDA	51	39	29	22

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257