

研究所
证券分析师：范曾 S0350512040002
0755-83702783 Fanz@ghzq.com.cn

深化产业布局，打造“定制家具”时代

——索菲亚（002572）调研简报

事件：

索菲亚（002572）调研：我们近期前往索菲亚调研，与公司高管进行了深入交流。对公司经营状况，门店情况，公司未来发展等问题进行了深度讨论。现形成调研简报如下：

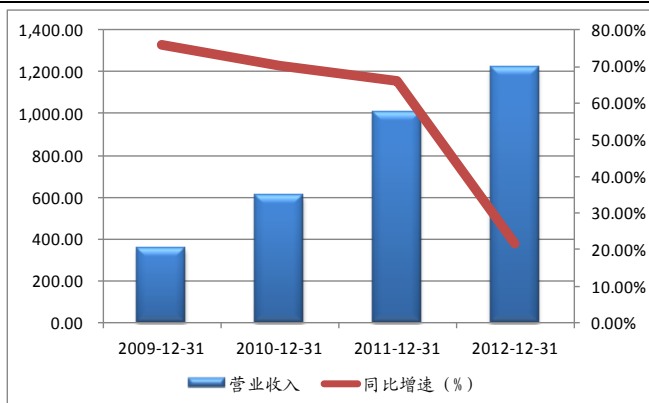
参会领导：潘雯珊（董秘）、陈曼齐（证代）

1、国内定制衣柜龙头

索菲亚前身宁基股份，01年开始与法国定制衣柜企业 SOGAL FRANCE 合作代工生产定制衣柜。经过十几年发展，公司逐渐成为定制衣柜行业标准制定者，2013年以8%的市场份额位列定制家具龙头（第二名好莱客为2%）。

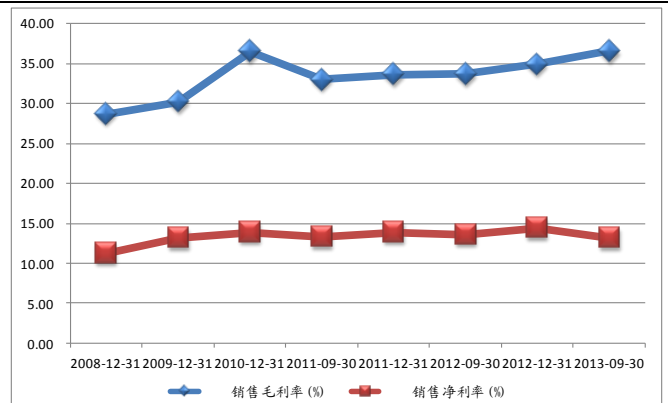
截至2013年11月，索菲亚品牌专卖店1100余间，业务覆盖全国一、二线城市及经济发达地区三、四线城市。公司的品牌、销售网络、专业设计服务居行业领先地位。公司定制衣柜业务占到营业收入的96%，其余为地板业务。2009-2012年的3年间，公司营业收入复合增长率36.23%，净利润复合增长率达到38.63%。2013年1-3季度，公司共实现营业收入11.48亿，归属母公司净利润1.48亿，产品毛利率维持增长态势。

图 1、主营业务收入及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、产品毛利率、净利率



资料来源：WIND、国海证券研究所

从公司目前经营状况来看，客户年龄段主要集中在 30-39 岁的中青年，由于索菲亚定制产品追求时尚、空间利用，41%左右的客户属于小户型房屋（80-120 m²），大户型（180 m²）以上占客单量的 13%。客单价方面，2 万元以下占总销售额 65%左右，2 万元以上占到 35%。产品类型中，衣柜和衣帽间收入占到总营业额的 75%，书柜占 25%。其中新房、二手房新装修占客单量的 85%以上，旧房装修的比例是 15%。我们认为，从目前收入结构和未来房地产趋势来看，公司在旧房装修市场以及客单价方面的提升空间还比较大，有望成为公司未来盈利增长点之一。

图 3、客单价结构

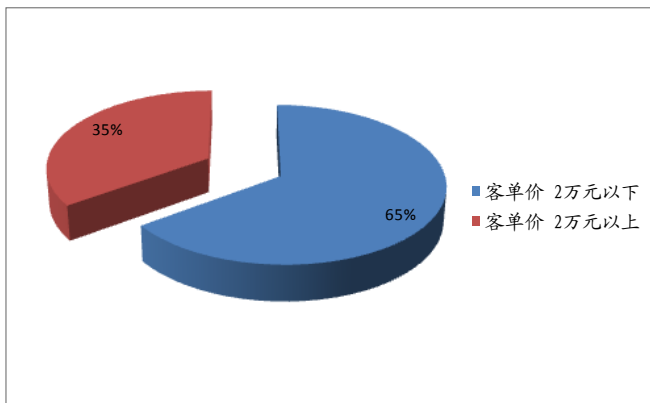


图 4、客户房产类型

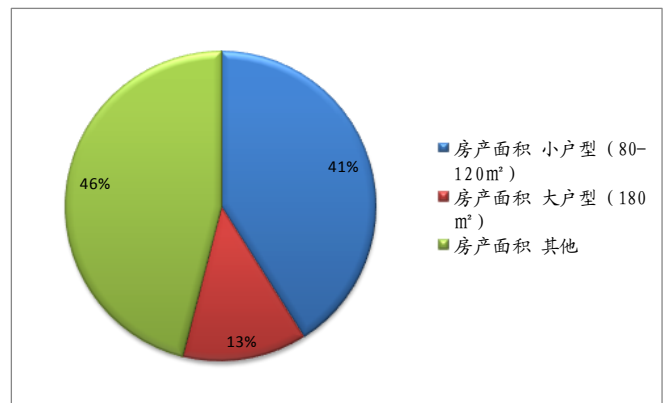


图 5、客户定制衣柜类型

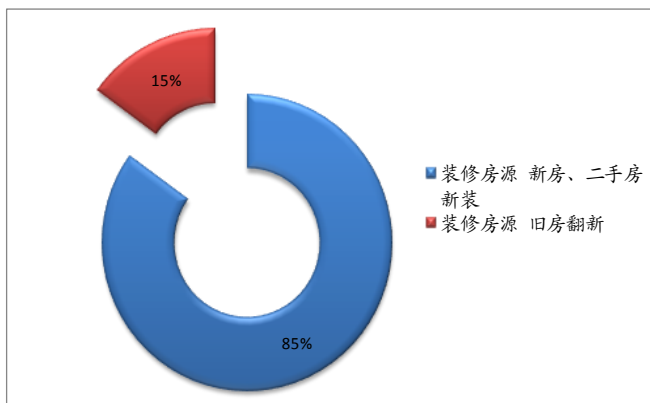
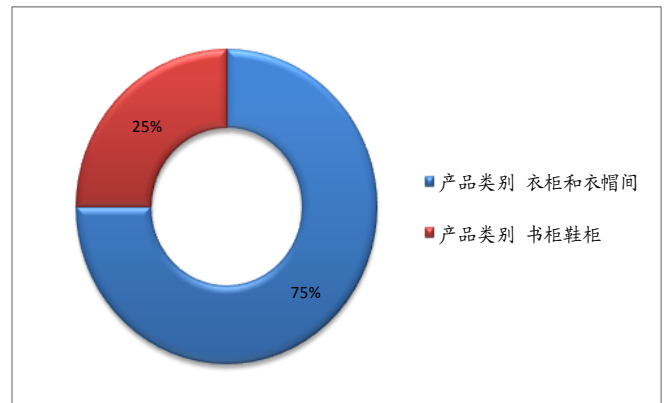


图 6、主营产品结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

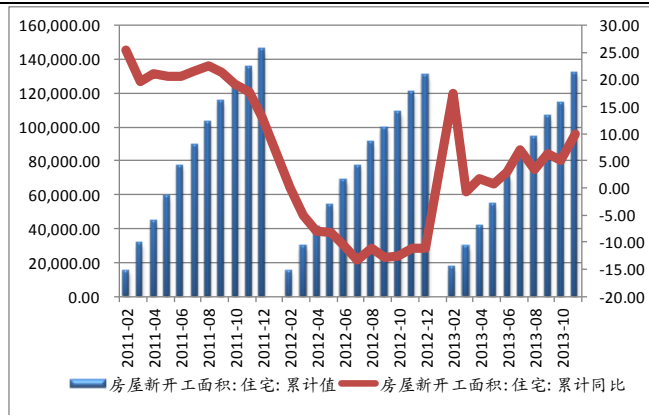
资料来源：公司公告、国海证券研究所

2、定制衣柜：个性化消费新风尚

定制衣柜是通过量身定做、个性化设计、标准化和规模化生产的环保家具，即按照用户需求，根据居室格局，利用空间位置，现场排尺，用专业设计软件设计，采用流水线生产单件产品，然后专业安装组合成的衣柜。进入 21 世纪，随着居民对衣柜在空间布局、功能性、衣柜风格等多方面的个性化需求和对环保认识的不断深入，定制衣柜逐渐走进市场并被客户接受。

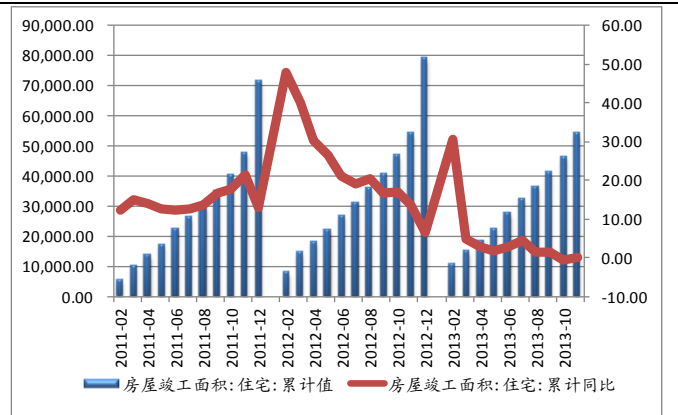
房地产调控形成一定负面影响，但高房价也助推了对房屋空间利用率的追求。无论是新房装修还是旧房改造，定制衣柜市场空间正逐渐打开。

图 7、房地产新开工面积及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、房地产竣工面积及增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

此外，城镇化是住宅市场拉动的核心要素之一，同国际水平对比发现，目前我国城镇化率较低，因而未来城镇化进程的推进将成为撬动住宅市场继续增长的直接驱动因素。未来“以人为本”的城镇化发展模式，必定带动消费升级。

表 1、2011 年全国城镇化率

2011年全国城镇化率	北京:	天津:	河北:	山西:	山西:	内蒙古:	辽宁:	辽宁:
51.27	86.20	80.50	45.60	49.68	33.22	56.62	64.05	51.16
湖南:	广东:	广西:	海南:	重庆:	四川:	贵州:	云南:	西藏:
45.10	66.50	41.80	50.50	55.02	41.83	34.96	36.80	22.71
安徽:	安徽:	福建:	江西:	山东:	河南:	湖北:	上海:	江苏:
44.80	22.90	58.10	45.70	50.95	40.57	51.83	89.30	61.90
青海:	宁夏:	新疆:	吉林:	黑龙江:	陕西:	甘肃:	浙江:	
46.22	49.82	43.54	53.40	56.50	47.30	37.15	62.30	

资料来源：公司数据、国海证券研究所

定制衣柜：成长阶段的衣柜市场新秀。数据显示，目前成品衣柜、手工打制衣柜、定制衣柜三者市场的比例大致为 50%、35%、15%，随着商品房成交量的不断扩大、以及居民消费结构升级与消费观念的改变，兼具环保、高效空间利用、多功能的定制衣柜逐渐成为特别是以个性化为特征的“80后”的市场消费主流。

定制式衣柜由于其个性化和时尚化，以及对空间的高效利用等特点，对整体衣柜有着明显的替代优势。目前国内市场定制式衣柜市场占有率约 15%，预计 2011-2015 年，行业平均增速将达到 22%。乐观情况下，2015 年定制衣柜普及率达 20%，那么定制衣柜行业销售额将达到 1100 亿元。参考国外发展经验和行业性质，定制化衣柜占有率超过 70%，行业长期成长空间十分广阔。

3、渠道快速下沉

随着一、二线城市的市场日渐饱和，正处于城镇化进程中的三、四线城市乃至周边县城、乡镇的需求反在不断增加。数据显示，2012 年一、二线市场的家具销售下滑高达 50%，而低线市场的销售额反而大幅攀升。索菲亚根据市场规律，及时调整战略规划，渠道逐渐下沉至县乡级别。

预计至 2013 年末公司拥有专卖店数量达到 1200 余家。计划未来 3 年以每年 200 家的门店速度扩张，渠道下沉至三、四线城市。其中 60%新增门店侧重在发达地区的县乡级别，40%则是对原覆盖区域进行强化。随着业务的逐渐开展，以及对销售人员的大量培训，公司计划将客单价逐渐提升，通过在完成渠道销售的同时，提升客单价额度，实现收益最大化。

图 9、索菲亚销售网络



资料来源：公司数据、国海证券研究所

4、产能布局更加完善

为了解决物流成本及战略布局问题，公司 2012 年开始逐步扩大生产基地，先后在华东、华北、西南建立新的生产基地。全国性的生产布局基本成型。公司近日公告，拟在原有华北廊坊、华东嘉善一期基础上，投资建设二期产能。柜体产能新增 42 万套，趟门新增 55 万扇。

表 2、华北、华南基地产能

地区	基地	产能	投产时间
河北	廊坊一期（8万套）	年产20万扇趟门加工生产线及其配套设施 年产8万件柜身加工生产线及其配套设施 年产16万件抽芯生产线及其配套设施	2013年5月
	廊坊二期（拟建27万套）	年产55万扇趟门加工生产线及其配套设施 年产27套万柜身加工生产线及其配套设施 年产100万件抽芯生产线及其配套设施	
浙江	嘉善一期（8万套）	年产8万件柜身，加工生产线及其配套设施 年产20万扇趟门，加工生产线及其配套设施 年产16万个抽芯，生产线及其配套设施	2013年5月
	嘉善二期（拟建15万套）	年产15套万套柜身加工生产线及其配套设施 年产150万张贴面板生产线及其配套设施 年产120万支百叶、40万支线条生产线及其配套设施 年产10万平方米吸塑产品生产线及其配套设施	

资料来源：公司数据、国海证券研究所

5、借助品牌渠道优势，试水橱柜领域

索菲亚 12 月 12 日发布公告，拟与 SALM S.A.S 共同投资设立中外合资公司进行谈判并达成合资投资意向。合资公司 SALM S.A.S 的主营业务为生产、加工、进出口和销售橱柜产品。SALM 是法国知名的厨房方案商和橱柜生产商，1937 年成立，1983 年更名为 SALM，经过 70 多年的发展，逐渐成为欧洲第 6 大，法国第一大橱柜生产企业，拥有 Schmidt 和 Cuisinella 品牌。从 SALM 销售渠道来看，索菲亚将成为其亚洲首家合作方。

图 7、SALM 销售网络



资料来源：www.schmidt-kitchens.com、国海证券研究所

借鉴与法国定制衣柜企业 SOGAL FRANCE 合作的成功经验，与同样为法国高档橱柜市场企业的 SALM 合作意向性协议，成功的可能相对较高。据悉，法国 SALM S.A.S 在定制橱柜领域已经相当成熟，其一次安装率达到 99.99%，相对国内行业平均 50%，索菲亚 70% 的一次安装率而言，其在管理、运行、物流、信息服务模式方面，都具备非常成熟的优势。与 SALM 的合作，将有效提高公司在橱柜，乃至定制衣柜业务方面的管理服务能力，实现双赢。

数据显示，橱柜的客单价和销售橱柜带来的平效都远高于定制衣柜。虽然目前进军橱柜业务还存在不确定性，尚未明确具体合作细节，但公司已经向“大家具”战略迈出了第一步。依靠索菲亚的成功经验和品牌优势，探索定制家具相关领域扩张路径，在日益激烈的定制衣柜市场中，突出重围。

6、盈利预测与评级：

我们预计公司 2013-2015 年营业总收入分别为 17.00 亿元，22.79 亿元和 30.02 亿元。分别增长 39%，34% 和 32%。归属母公司净利润分别为 2.33、3.27 和 4.34 亿，分别增长 34%，41% 和 33%。对应每股收益为 0.53 元，0.74 元和 0.99 元。当前股价对应 PE 为：39 倍、27 倍和 21 倍。公司未来发展战略清晰，市场空间巨大，且具备较强盈利能力，给予公司“买入”评级。

7、风险提示

- 房地产调控政策加码；
- 在建产能投产进度不达预期；
- 原材料价格大幅波动；
- 与 SALM 合作具体协议还在商榷，存在不能达成合资意向的风险。

表 3、索菲亚盈利预测

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	14%	17%	19%	EPS	0.81	0.53	0.74	0.99
毛利率	35%	36%	37%	36%	BVPS	6.91	3.72	4.24	4.93
期间费率	18%	20%	20%	20%	估值				
销售净利率	14%	14%	14%	14%	P/E	25.56	39.23	27.89	21.00
成长能力					P/B	3.00	5.56	4.88	4.20
收入增长率	22%	39%	34%	32%	P/S	3.62	5.37	4.00	3.04
利润增长率	29%	34%	41%	33%					
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	0.69	0.85	1.00	1.13	营业收入	1222	1700	2279	3002
应收账款周转率	22.08	19.70	22.08	23.51	营业成本	795	1081	1446	1911
存货周转率	9.93	8.74	9.67	10.21	营业税金及附加	8	11	15	20
偿债能力					销售费用	126	168	219	283
资产负债率	14%	16%	16%	16%	管理费用	112	174	218	278
流动比	5.56	4.68	4.43	4.19	财务费用	(32)	(10)	(10)	(10)
速动比	5.21	4.28	4.01	3.74	其他费用/(-收入)	(2)	0	0	0
					营业利润	210	276	391	521
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业外净收支	1	7	7	7
现金及现金等价物	1047	1104	1119	1140	利润总额	210	283	397	528
应收款项	55	86	103	128	所得税费用	34	46	65	86
存货净额	80	125	151	189	净利润	176	236	333	442
其他流动资产	115	160	215	283	少数股东损益	3	4	5	7
流动资产合计	1298	1476	1589	1740	归属于母公司净利润	173	233	327	434
固定资产	352	407	395	569					
在建工程	0	15	200	250	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
无形资产及其他	79	79	71	63	经营活动现金流	204	69	232	295
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	176	236	333	442
资产总计	1759	2007	2285	2652	少数股东权益	3	4	5	7
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	31	35	33
应付款项	103	154	194	245	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	33	64	67	72	营运资金变动	2	(203)	(141)	(187)
其他流动负债	98	98	98	98	投资活动现金流	(304)	(71)	(173)	(224)
流动负债合计	234	316	359	415	资本支出	(171)	(71)	(173)	(224)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7	其他	(134)	0	0	0
长期负债合计	7	7	7	7	筹资活动现金流	157	(70)	(98)	(130)
负债合计	240	322	366	422	债务融资	(19)	0	0	0
股本	214	441	441	441	权益融资	25	0	0	0
股东权益	1518	1685	1919	2231	其它	150	(70)	(98)	(130)
负债和股东权益总计	1759	2007	2285	2653	现金净增加额	57	(72)	(39)	(59)

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

范曾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号4楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
赵洁	021-68591565	18917703196	zhaoj04@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn