

所属行业

房地产

发布时间

2021年6月27日

索菲亚 (002572.SZ)

激变，索菲亚的反思与变革

核心观点：

作为上市定制家居的头部企业，索菲亚拥有极其辉煌的过去，并长期被投资者作为价值投资的典范。然而，在进入2018年以后，公司的净利润和营业收入增速均大幅滑坡。在环境急剧变化的情况下，索菲亚的管理层对公司的品牌定位、经销商管理、品类扩张等方面的问题。进行了重新的反思，并对公司的品牌战略、组织架构、经销商管理制度等方面进行了大刀阔斧的改革。改革之后，经销商的竞争意识有了较为明显的提高，大宗业务亦迎来爆发式增长，公司的橱柜、木门业务有了长足的进步，助力公司的营业收入不断上升。

展望未来，短期来看，随着疫情的结束，叠加竣工情况的好转，我们认为公司2021年的净利润将略好于疫情前。从中长期来看，随着公司规模的扩大，不断上升的规模将降低公司的生产成本，公司的利润水平将逐步上行。

一、业务发展速度迅速放缓，业绩下滑催生公司变革

随着行业的景气度逐步下行，公司对于经销商管理松散、大宗业务开拓不利等一系列问题暴露出来，公司重点发力的橱柜业务拓展缓慢。衣柜业务则受制于客流量减少，经销商进取心不足等问题，整体营业收入和净利润增速趋缓。

二、战略再定位，改革强化经销商竞争意识

面对原来具有优势的衣柜业务增速下滑，新开展的衣柜木门业务拓展不利的困境，公司管理层进行了深刻的反思，

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为主的核心城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

周小龙

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为主的核心城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

并聘请了外部咨询公司对公司的战略进行重新梳理，在组织架构、经销商管理、渠道管理等多个方面进行了变革，以求重振旗鼓。其中，针对过去对于经销商管理过于粗放的问题，公司对经销商的管理制度进行了大刀阔斧的改革。在经销商管理上，公司摒弃了过去仅仅考核销售额的做法，将收入、开店、服务各方面均纳入考核体系，经销商的管理进一步精细化。此外，公司加大力度推进大家居策略，加强了衣柜、橱柜、木门等的捆绑销售，强化了橱柜的开店考核，推动经销商多开橱柜的新店。此外，为了鼓励经销商推进橱柜业务，公司通过一系列包括阶梯返点、开店补贴等鼓励措施扶植经销商，推动橱柜业务的大发展。

三、橱柜业务逐渐跑通，大宗业务迎来爆发式发展

经过了公司大刀阔斧的改革，公司经销商的竞争意识有所增强，助力了公司的品类扩张。公司的橱柜业务在扭亏后，经销商开店的积极性大幅提高，门店数量大幅攀升，橱柜业务的盈利水平也随之得到了显著的改善。木门业务经过了子公司管理层的改组后，亏损额也逐步减少，新品类的扩张进展相对顺利。渠道扩展方面，随着公司和百强房企战略合作的加深，大宗业务迎来了爆发式增长，推动公司业绩节节升高。

展望未来，短期来看，随着疫情的结束，叠加竣工情况的好转，我们认为公司 2021 年的净利润将略好于疫情前。从中长期来看，随着公司规模的扩大，不断上升的规模将降低公司的生产成本，公司的利润水平将逐步上行。

目录

一、 业务发展速度迅速放缓，业绩下滑催生公司变革.....	4
1、零售端景气度下滑，衣柜业务增长缓慢.....	4
2、橱柜业务拓展不利，大家居策略难言成功.....	6
二、战略再定位，改革强化经销商竞争意识.....	8
三、橱柜业务渐入佳境，大宗业务迎来爆发.....	10
1、橱柜业务拓展迅速，业务发展步入良性循环.....	10
2、木门业务取得长足进步，亏损程度逐渐减少.....	12
3、衣柜门店布局较为全面，进入平稳发展期.....	12
4、大宗业务迎来爆发式增长，客户结构不断优化.....	14
5、整装业务布局较为谨慎，2021年有望逐步贡献业绩.....	15
四、竣工逐步修复，有望驱动公司业绩继续向上.....	16

作为上市定制家居的头部企业之一，索菲亚拥有极其辉煌过去，其在长时间也作为价值投资的典范而存在。然而，在进入 2018 年以后公司的净利润和营业收入增速均大幅滑坡，公司在定制家具行业的龙头地位逐渐被欧派家居取代，公司过去的风光不再。在环境急剧变化的情况下，索菲亚的管理层对公司的定位、管理等方面的问题。进行了重新的反思，并对公司的战略进行了一系列调整，以期重振旗鼓。下面我们将主要从渠道的角度，对公司整体的调整效果进行分析，理清公司的成长轨迹。

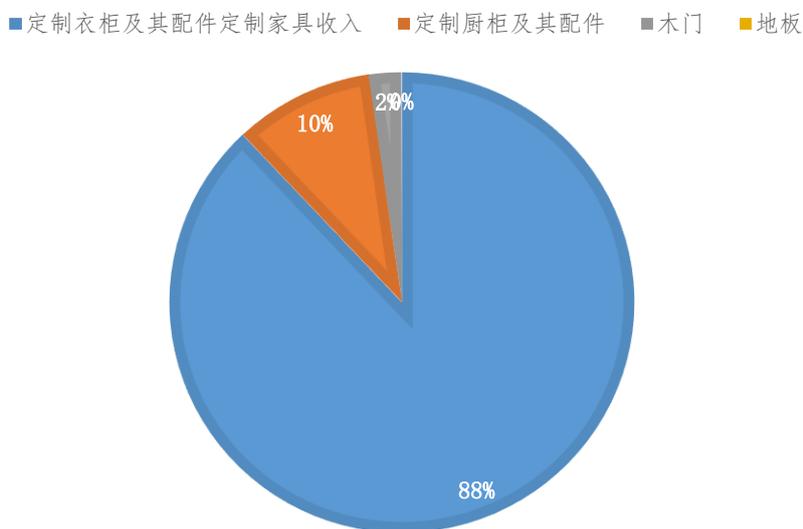
一、业务发展速度迅速放缓，业绩下滑催生公司变革

1、零售端景气度下滑，衣柜业务增长缓慢

2018 年，对于索菲亚是特殊的一年。受到行业下行影响，2018 年索菲亚的营业收入和净利润增速均出现较大幅度的滑坡，营业收入增速由 2017 年的 36.02% 下滑至 2018 年的 18.66%，整体业绩下滑明显。从公司当年的业务构成来看，公司的营业收入主要以衣柜为主，占公司营业收入的 87.46%，整体上公司的业绩也主要受衣柜业务的发展驱动，因此我们首先分析衣柜业务的发展情况。

公司做衣柜起家，并长期享有柜类专家的美誉，衣柜业务也长期是公司收入的主要来源。为了较为明了的分析公司衣柜业务零售渠道的发展情况，我们分别从门店数量和单店收入两个维度分析衣柜业务的发展情况。

图表：公司 2018 年的营业收入构成



资料来源：亿翰智库、企业公告

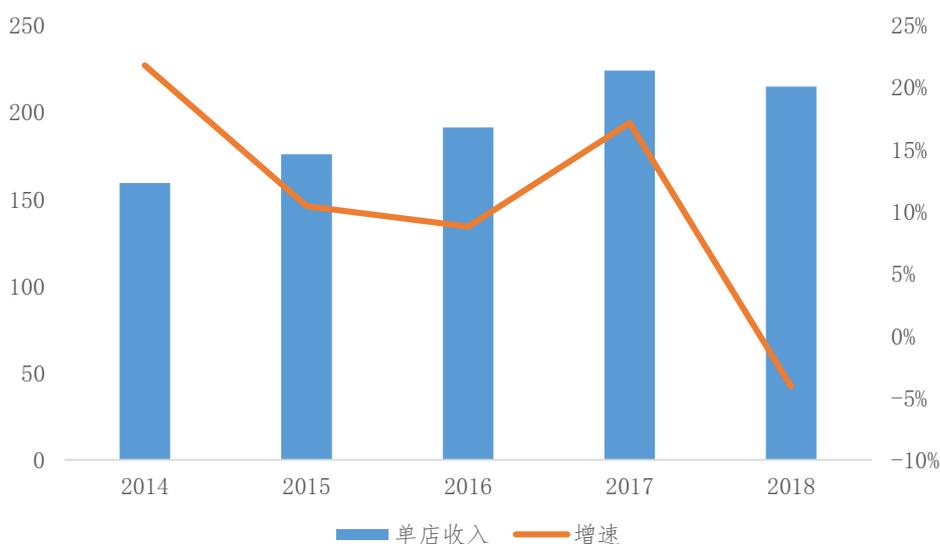
从门店数量的角度来看，随着公司在原有城市继续加密开店，并继续下沉销售网络至四、五线城市，索菲亚衣柜的门店数量节节升高，公司的门店的增速更是在 2018 年升至 18.18%，居于高位。

图表：衣柜业务的门店数量（家）



但从渠道的质量来看,我们会发现经销商的状况并不像门店数量的步步升高反映出来的那样乐观。从单店收入来看,2018年单店收入自公司上市以来首次出现下滑,单店收入增速大幅下滑至负区间。这也导致公司的衣柜业务的营业收入增速由33.29%大幅下滑至17.44%。相比之下,欧派家居的衣柜业务的单店收入和门店数量均维持正增长,整体的业绩表现更为优异,在剧变的环境下表现出了更多的韧性。

图表：衣柜业务的单店收入（万元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

注：单店收入=衣柜零售端收入/门店数量

我们认为，2018 年衣柜业务增速的下滑有以下几个原因：

(1) 定制家居企业的生存环境恶化，难以实现过去的成长速度。行业的竞争日益激烈，以欧派家居为首的诸多定制家居企业上市后得到了资本的加持，纷纷跑马圈地，扩张渠道，扩大产能，行业的竞争更加激烈；从需求端来看，竣工同比增速自 2017 年以来快速转负，消费者购买定制家居的需求不足。

(2) 公司由于衣柜业务发力较早，衣柜业务的基数较高，成熟门店较多，在行业下行的背景下实现高速增长的难度较高。从衣柜业务的规模来看，索菲亚 2018 年衣柜的营业收入规模位列 8 家定制家居企业之首，达 63.94 亿元，基数较大，实现高速增长较为不易。此外，由于公司衣柜业务发力较早，成熟的门店较多，客流量或已达瓶颈期。

(3) 公司对于经销商的管理较为粗放，对于经销商的约束能力弱。公司考核经销商的维度相对较少，往往只考核销售额一个指标，对于经销商的约束能力较弱。2018 年公司为了推动销售，推行套餐，但部分经销商出于自身利益的考量，并未执行该项政策，导致公司总部的政策执行打了折扣。

2、橱柜业务拓展不利，大家居策略难言成功

随着公司的规模逐渐扩大，拓展新品类成为了公司的重要战略任务。公司在 2013 年 7 月，靠定制衣柜起家的索菲亚发布新广告语“定制家索菲亚”，开始布局“定制家”大家居战略。在该战略指导下，索菲亚布局了衣柜、橱柜、门、卫浴、墙纸、窗帘、家居等多个业务。其中橱柜业务是公司发力的重点，公司力图使橱柜业务成为公司业务新的增长点。

在具体措施上，为了弥补公司在橱柜业务相对缺乏经验的缺点，2014 年公司选择和法国第一大品牌 SCHMIDT 合作，双方共同成立了合资公司。公司利用索菲亚强有力的渠道和 SCHMIDT 在信息化、工业化方面的优势，强强联合，推动公司橱柜的业务快速发展。然而经过了 4 年漫长的培育，公司橱柜的销售规模仍然偏小，导致引进的生产线并未发挥其规模效应，橱柜的生产成本高企，公司的橱柜业务盈利水平较差，司米橱柜直至 2018 年才首次扭亏，整体上看公司的橱柜业务的发展逊于预期。

我们认为公司前期橱柜业务的推广相对不利的原因是多方面的：由于不同产品的区别较大，本身企业实现多品类扩张就较为不易。此外，公司从管理经验到品牌推广等一系列环节的做法也都有值得讨论的地方。总体而言，我们认为司米橱柜的发展缓慢，主要有以下几个原因：

第一、公司管理团队做橱柜的经验相对不足，团队磨合时间较长。尽管公司在衣柜领域拥有接近 20 年的管理经验，但在橱柜方面则仍然是十足的新手，管理经验不足。为了弥补管理团队在这一方面的欠缺，公司选择与老牌法国品牌 SCHMIDT 合作。然而由于双方团队的背景差异较大，磨合时间较长，对橱柜业务的开展造成了一定的不利影响。

第二、橱柜在技术上较衣柜更为复杂，技术上跑通存在一定的难度。由于每户家庭的厨房不规整，涉及的水电煤也比较多，相对于标准化的衣柜，橱柜业务的拓展难度更大。此外，

公司早期的电器和水盘水槽、石面等都是外购的，材料无法做到准时供应，公司在供应链方面的管理水平仍待加强。

第三、司米作为新品牌，品牌影响力相对较弱。尽管 SCHMIDT 橱柜在法国是拥有超过 70 年历史的老品牌，但在国内影响力不足，消费者接受度不高。此外，公司对于司米的橱柜的定位为中高端，价格偏贵。2017 年一度大幅提价，导致整体销量不如预期。2018 年价格有所调降，但经计算，索菲亚的橱柜平均出厂价约为 9721 元/单，略贵于欧派家居同期的平均售价。

第四、经销商开展橱柜业务的积极性不足。公司对于司米橱柜的招商方法和其他定制家居企业不同，公司更倾向于将索菲亚衣柜的经销商发展为橱柜的经销商。然而，截至 2018 年末，公司橱柜的经销商仅 722 家，同期衣柜的经销商为 1400 家，这也意味着公司仅半数的衣柜经销商经营了橱柜业务。我们认为公司经销商并未全力去做橱柜业务主要有以下四点原因：

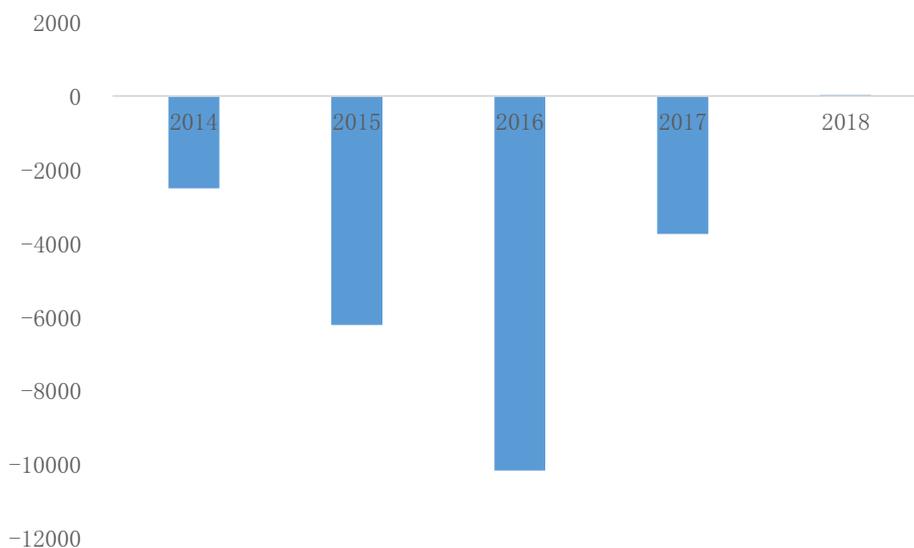
(1) 橱柜的毛利润率远低于衣柜，经销商做橱柜的动力不足。2018 年公司橱柜的毛利润率仅为 27%，低于同期衣柜业务 39% 的毛利润率。而对于经销商开展低利润率的橱柜业务，索菲亚前期并未大力给予补贴等支持；

(2) 部分经销商尾大不掉，存在小富即安的心理，进取心相对较弱。公司在初期也并未将橱柜的开展纳入经销商的考核之中，导致部分经销商对于开展橱柜业务的动力不足。

(3) 索菲亚原管理团队的管理风格相对温和，对于无法顺利完成任务的经销商的处罚相对较轻，也造成了经销商对于公司政策的不配合。

(4) 橱柜业务并未通过大宗业务大量开展。随着精装修的开展，大宗业务逐渐成为了定制家居企业重要的渠道。但是索菲亚考虑到大宗业务利润比较低，账期也长，因此在早期并未将其作为拓展渠道的重要手段。

图表：司米厨柜有限公司的净利润（万元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

公司除了在橱柜业务积极发力，在木门业务上亦有所布局。由于公司缺乏木门方面的设备和管理经验，公司扬长避短，选择通过与老牌木门厂商华鹤木门合作的方式，成立了索菲亚华鹤门业有限公司。相比于司米橱柜，华鹤木门的合作方式更为简单：华鹤木门只负责生产，其他事项均交由华鹤负责。索菲亚需要学习华鹤木门的生产技术，华鹤方面则主要利用索菲亚的渠道优势。索菲亚华鹤采用双品牌运作模式（米兰纳 MILANA、华鹤），共同推动索菲亚华鹤的快速发展。由于刚刚切入，2018 年木门业务的营业收入相对较低，仅为 1.58 亿，尚未扭亏，仍待进一步发展。

二、战略再定位，改革强化经销商竞争意识

面对原来具有优势的衣柜业务增速下滑，新开展的橱柜木门业务拓展不利的困境，公司管理层进行了深刻的反思，并聘请了外部咨询公司对公司的战略进行重新梳理，并在组织架构、经销商管理、渠道管理等多个方面进行了变革，以求重振旗鼓。

首先是品牌的战略定位上，公司更加聚焦。2019 年，公司把索菲亚品牌战略升级为：柜类定制专家；品牌主广告语升级为“专业定制柜，就是索菲亚”。根据公司的调研，由于全屋定制的范围不清晰，消费者购买时仍然会去重点检索相关的柜类产品。品牌升级后，公司的营销将更加聚焦和清晰，也有利于公司在衣柜和橱柜两大业务上获得一定的卡位优势。

图表：公司升级后的广告语



资料来源：亿翰智库

改革未动，人事先行。在组织架构上，公司对原有的团队进行了调整，公司元老王飏离开索菲亚，营销工作则转交给此前负责生产的王兵负责。而在具体组织架构上，公司将全国划分为 7 大战区，实行季度考核和严格的淘汰制度。每个战区设立战区司令，将市场营销的运营、招商、培训等权力下放至各大战区，改变此前营销架构中各个职能模块独立运营的模

式，提高对终端的响应效率。

针对过去对于经销商管理过于粗放的问题，公司对经销商的管理制度进行了大刀阔斧的改革。在经销商管理上，公司摒弃了过去仅仅考核销售额的做法，将收入、开店、服务各方面均纳入考核体系。为了提高服务体验，公司建立了客户服务指数 CSI，该指数主要从客户满意度、一次投诉率、重复投诉率、特殊扣分项四个方面对经销商进行考核，以提高经销商的服务水平。此外，公司还对公司的工厂建立了 DSI 指数，并对工厂的出错率、工厂的投诉率、工厂投诉率、服务满意度四个维度对工厂进行考核，以提高工厂和经销商之间的协作能力。在制度上，公司对经销商实行千分制考核，并大力扩充区域经理人数，加强对经销商的和监管力度，督促经销商严格执行公司政策。

图表：索菲亚考核的部分重要内容

考核方面	考核对象	考核指标
收入	经销商	门店的营业额
客户服务指数 CSI	经销商	客户满意度、一次投诉率、重复投诉率、特殊扣分项
开店	经销商	开店数量
DSI 指数	工厂	工厂的出错率、工厂的投诉率、工厂投诉率、服务满意度

资料来源：亿翰智库、企业公告

此外，为了增强经销商的进取心，增强经销商的危机意识，公司加强了对经销商的淘汰力度，对经销商实行末位淘汰制。2018、2019 年，公司分别优化了 100 位、95 位经销商，将公司的淘汰率由 2017 年的 2% 提升至约 8% 的水平。此外，公司放弃了过去单个城市“分封”给某位经销商的政策，部分城市则引入新的经销商，鼓励经销商进行竞争，激发经销商的活力。

而在品类的管理上，公司继续坚定不移的推行大家居策略，推动公司衣柜、橱柜、木门等业务的协调发展。零售渠道方面，公司加强了衣柜、橱柜、木门等的捆绑销售，强化了橱柜的开店考核，推动经销商多开橱柜的新店。此外，为了鼓励经销商推进橱柜业务，公司通过一系列包括阶梯返点、开店补贴等鼓励措施扶植经销商，推动橱柜业务的大发展。而对于原有的客流量相对稳定的衣柜老店，公司要求开店满 3 年的门店进行重新装修，公司对新店上样的产品进行补贴，通过提高门店的形象，以提升门店的客流量和进店率。

此外，在渠道的管理上，公司积极开辟大宗业务，将其作为零售渠道的有益补充。和公司过去对于大宗渠道的谨慎态度不同，公司逐渐开始在大宗业务上发力，积极和百强开发商陆续签订合作协议，推动衣柜、橱柜业务的快速发展。索菲亚的大宗业务分为自营和经销商经营两种，直营大宗主要是公司直接跟全国前 50 强的房地产开发商签约；经销商经营主要

对接的是各地的开发商。借助衣柜产品早前与大型地产公司的深度合作，索菲亚加快开拓橱柜、木门品类的大宗业务，通过一系列包括战略合作、参股等手段，推动大宗业务的快速发展。

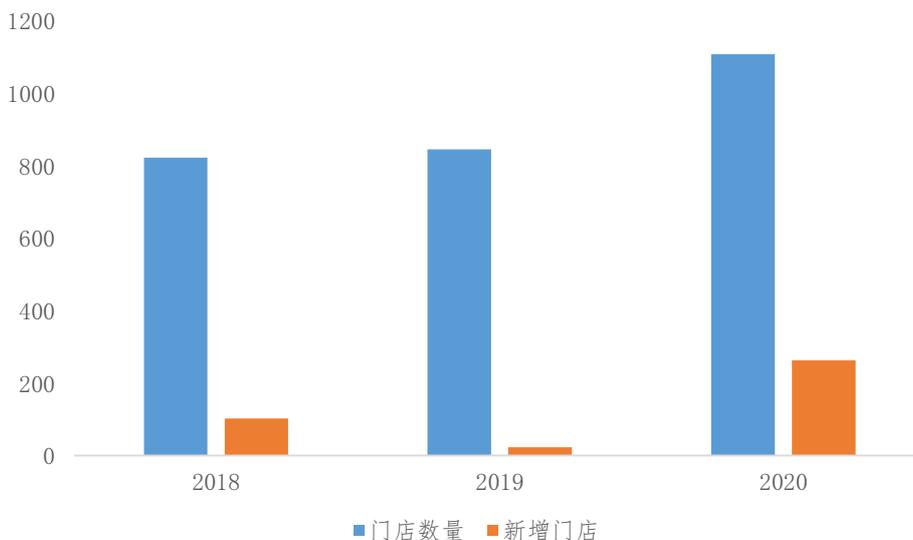
三、橱柜业务渐入佳境，大宗业务迎来爆发

从整体的变革情况来看，公司的积极改革取得了一定的成效，公司的橱柜、木门业务取得了长足的进步，规模上进一步做大。在渠道的拓展方面，公司的大宗业务迎来了爆发，整装渠道的布局也逐渐展开。

1、橱柜业务拓展迅速，业务发展步入良性循环

具体来看，橱柜业务在 2018 年初扭亏后，经销商有了一定的利润，叠加公司对于橱柜开店的考核和补贴的加强，经销商对于推广橱柜业务的积极性明显提高。司米橱柜的门店数量从 2018 年的 822 家大幅上升至 2020 年的 1108 家，开店速度相对较快。2020 年，由于衣柜的盈利情况较好，且公司放宽了开店的条件，索菲亚的经销商逆势新增门店 263 家，公司橱柜的门店数量节节攀升。

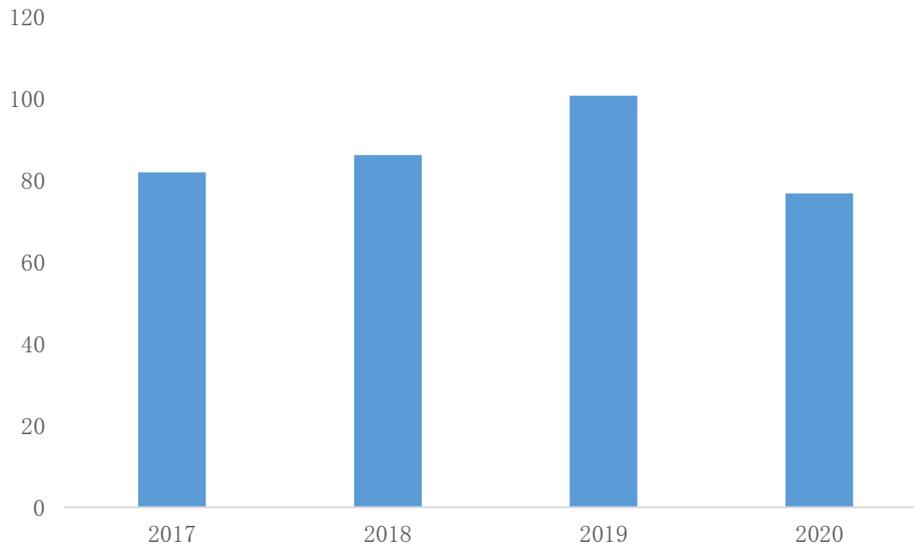
图表：司米橱柜门店的数量不断攀升（家）



资料来源：亿翰智库、公司公告

受到大家居门店带单的影响，2019 年公司的橱柜的单店收入继续上行，我们预计橱柜的单店收入达 100.74 万元，同比上升 16.87%，顺利实现单店收入和门店数量双增长。2020 年受到疫情冲击，单店收入增长有所承压。但是受到大宗业务的推动，公司的橱柜业务总收入快速上升至 12.11 亿元，较 2019 年同期上升 42.26%，营业收入快速成长。然而由于大宗业务的增加，公司的橱柜毛利润率由 2018 年的 27.98% 下滑至 2020 年的 22.67%，毛利润率有所下行。

图表：橱柜的单店收入（万元）

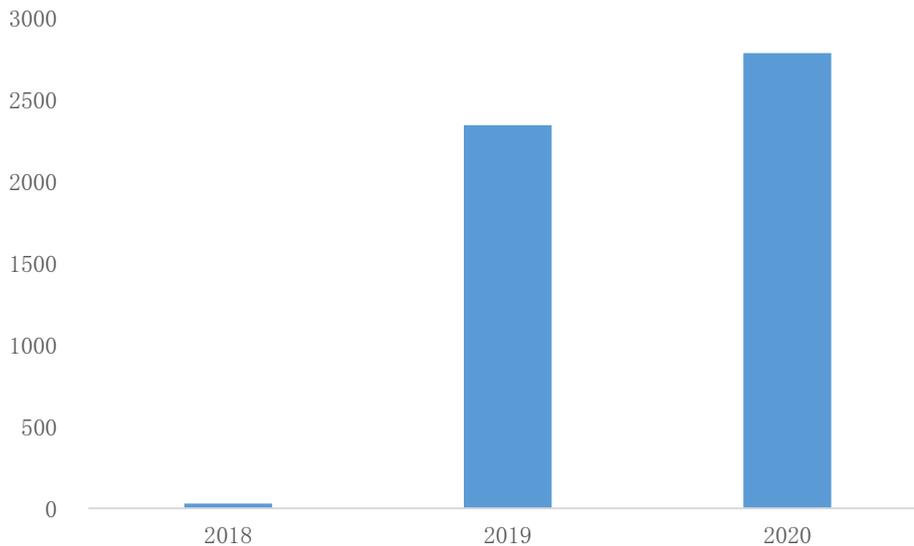


资料来源：亿翰智库

注：单店收入=橱柜零售端收入/门店数量

整体上，随着橱柜业务渠道的逐步跑通，橱柜业务的盈利情况也得到了明显的改善。子公司司米橱柜有限公司的净利润从 2018 年的 30.53 万元大幅攀升至 2020 年的 2785.68 万元，净利润取得了爆发性成长，改革效果较为明显。

图表：子公司司米橱柜有限公司的净利润（万元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

短期来看，橱柜业务的整体趋势仍然向好，预计随着疫情的结束，公司橱柜的零售业务仍然将有相对靓丽的表现。我们认为，由于橱柜业务的规模相对较小，橱柜业务仍然处在跑

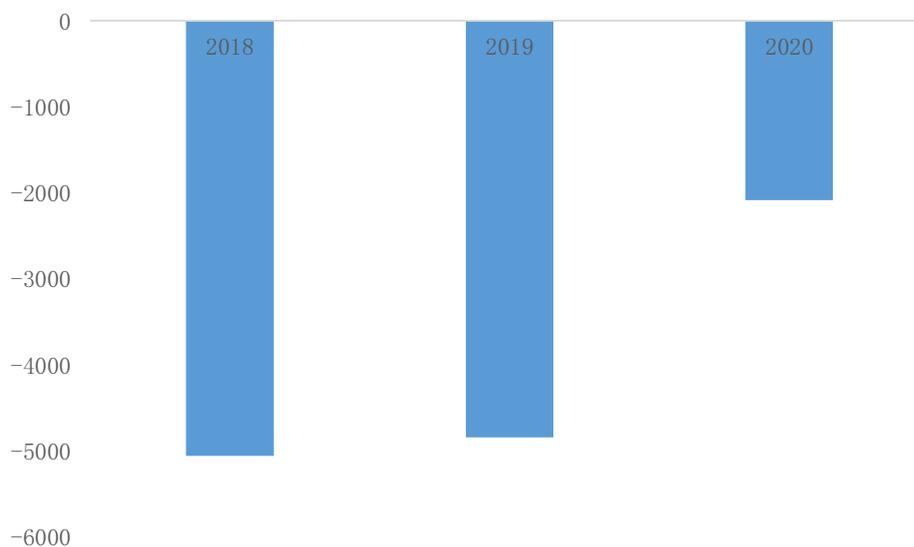
马圈地，布局渠道的阶段。考虑到制造业的规模效应，橱柜业务目前的当务之急仍然是兼顾利润的情况下，将规模做大，理顺渠道，打响司米橱柜的品牌。

2、木门业务取得长足进步，亏损程度逐渐减少

除了橱柜业务，公司的木门业务也取得了一定程度的进步。公司高度重视木门业务的发展，在 2017、2018 年木门业务连续两年亏损的情况下，公司在 2019 年收购华鹤木门的股份，将其在索菲亚华鹤木门公司的持股比例提升至 80%。此外，索菲亚对索菲亚华鹤木门公司的董事会进行改组，索菲亚对子公司的掌控力显著增强。公司木门的门店数量也从 2018 年年末的 288 个（不含融入店）快速增长至 2020 年的 582 个，同比增长 102.08%，门店数量快速增长。除了零售渠道，公司亦积极利用参股等一系列手段，通过大宗业务推动木门业务的大发展。例如，公司在 2019 年通过自有资金 3397.33 万元增资参股中山市保富集成家居有限公司，以切入保利地产广东区域（广东公司、粤东公司）的精装房木门业务。

受到了零售渠道和大宗业务的“双轮驱动”，公司的木门业务的营业收入和盈利水平均取得了长足的进步。营业收入从 2018 年的 1.58 亿元大幅上升至 2.92 亿元，营业收入的规模快速扩大。由于制造业的规模效应，随着木门业务规模的扩大，木门的亏损额由 2018 年的 5057.24 亿元缩小至 2020 年的 2083.81 亿元，亏损幅度大幅减少。随着公司大宗业务的拉动，我们预计公司木门业务将逐步扭亏为盈。

图表：木门业务的亏损逐步减少（万元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

3、衣柜门店布局较为全面，进入平稳发展期

相对于公司蓬勃向上的橱柜业务和木门业务，公司的衣柜业务的规模上的表现则相对暗淡。2019、2020 年衣柜业务的营业收入分别为 66.05 亿元、67.02 亿元，分别同比增长 3.31%

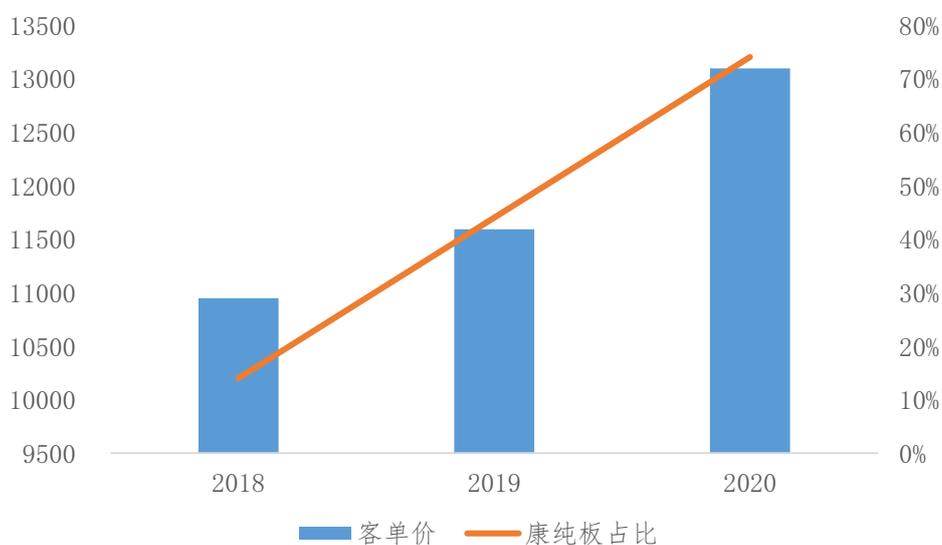
和 1.46%，整体增速相对缓慢。我们认为，造成衣柜业务增速缓慢的原因可能有以下几点：

(1) **渠道日益碎片化，对零售渠道形成了分流。**随着整装、大宗渠道的崛起，其对于原有的零售渠道形成了一定的分流，传统家居卖场的客流日益稀少。根据《2019 年建材家居市场发展现状调研报告》，超过 7 成的卖场遇到的主要困境是客流量明显下滑，有五成多的建材家居卖场，出现了 10% 以上的空租，整体客流量下滑的趋势较为明显。而索菲亚的经销商门店仍然以传统的家居建材市场为主要市场，不断下滑的客流量对门店的经营形成较大的压力。

(2) **公司的渠道布局已较为全面，衣柜业务的发展已逐渐进入平稳期。**截至 2020 年，公司拥有衣柜门店（独立店+大家居）的数量预计为 3119 家，而我国一共有 2856 个县级行政区划单位。整体上门店的铺设已经基本结束，公司衣柜业务已到了考虑内生性增长（渠道开拓、流量竞争）的阶段。

(3) **衣柜业务缺乏强力的用于引流抓手。**随着引流的成本越来越贵，做大客单价，推动各个品类互相引流已成为了定制家居行业的重要趋势。然而相比于欧派家居等传统橱柜企业可以通过橱柜向衣柜引流的优势，公司的橱柜业务体量尚小，无法起到向衣柜门店引流的作用。

图表：衣柜的客单价节节攀升（元）



资料来源：亿翰智库、企业公告

尽管从规模上，公司的衣柜业务的规模相对平稳，但是衣柜业务的盈利水平则有一定的改善。在产品端，公司推出更多新产品，强化终端竞争力，加大对康纯板（无甲醛添加板）和轻奢系列的推广。康纯板具有防潮性能好，更加环保的特点，受到了消费者的欢迎。公司康纯板的客户占比也由 2019 年初的 14% 上升至 2020 年末的 74%。公司衣柜工厂端的平均客单价也由 2018 年的 10945 元/单提升至 2020 年的 13095 元/单。此外，随着康纯板的采购规

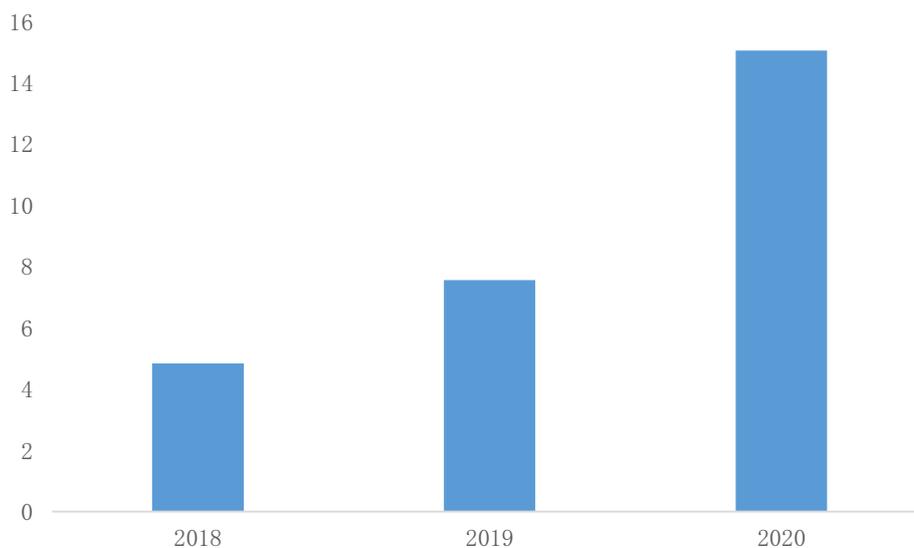
模逐渐扩大,公司对供应商的议价能力逐步增强,叠加客单价上升对盈利水平的改善,推动衣柜业务利润水平的不断上升,衣柜业务的毛利润率由2018年的39.23%上升至2020年的40.44%,利润水平不断上行。

整体来看,公司的衣柜业务经过长年的发展,衣柜业务的零售业务已逐渐进入了平稳发展期,公司更多的开始探索开拓新渠道,获取新流量,提升衣柜业务的利润水平。公司也逐步加大了对大宗渠道、整装渠道的投资力度。

4、大宗业务迎来爆发式增长,客户结构不断优化

2019-2020年,公司大幅发力大宗渠道,在规模和结构上均有所改善。公司与国内Top100房地产企业中的80%签署战略合作关系,同时成为了多家医院、学校等对环保要求极其严苛的机构或企业指定供应商。公司的大宗业务收入亦取得了爆发性的增长,公司的大宗业务营业收入规模从2018年的4.84亿元快速上升至2020年的15.10亿元,年化复合增长率达76.28%,整体规模上取得了高速发展。

图表:大宗业务的规模快速上升(亿元)



资料来源:亿翰智库、企业公告

除了规模取得了爆发性增长,公司大宗业务的客户结构也得到了一定程度的优化。2018年,公司按欠款方归集的应收账款前五大客户中,中国恒大的三家子公司包揽了前三名,占应收账款合计数的比例高达44.57%,公司对于中国恒大的依赖度较高。而随着公司业务的快速拓展,公司大宗业务的客户日趋多元化。2020年,中国恒大虽然仍然是公司最重要的客户,但其在公司应收账款前五大客户中应收账款的比例已下降至21.31%,公司对于中国恒大的依赖度显著降低。对于外界担心的中国恒大对公司的影响,我们认为其风险总体可控。原因有以下两点:

(1) 从公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况来看, 公司的应收账款期末余额为 1.88 亿元, 整体上规模并不大;

(2) 尽管中国恒大的短期偿债压力相对较大, 但考虑到公司土地储备相对丰厚, 且其已通过一系列手段回收现金流, 积极自救, 整体风险仍然可控。此外, 中国恒大历史上亦经过多次压力测试, 抗压能力强。

图表: 按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况

单位名称	应收账款期末余额 (元)	占应收账款期末余额合计数的比例
深圳恒大材料设备有限公司(中国恒大)	188,219,003.68	21.31%
广州市司索家居有限公司	48,297,142.87	5.47%
宁波梅山保税港区迈迪瑞建筑材料有限公司(美的置业)	22,723,177.16	2.57%
广逸房地产开发(珠海)有限公司(中海地产)	21,359,627.12	2.42%
晋中保利城房地产开发有限公司(保利发展)	14,920,896.33	1.69%

资料来源: 亿翰智库、企业公告

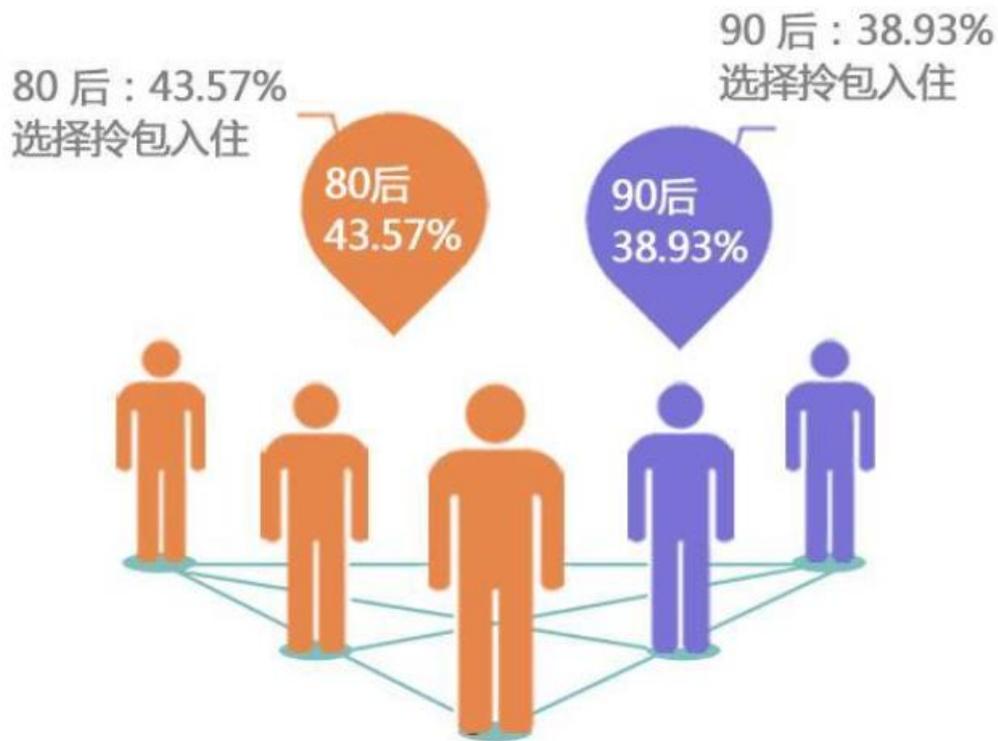
由于定制家具企业在开展大宗业务时, 面对地产开发商议价能力较弱, 容易产生大额的应收账款。尽管从公司应收账款的前五大欠款方来看, 多数房企的经营均较为稳健, 预计风险整体可控。但自索菲亚大力开展大宗业务以来, 其应收账款周转天数不断上升, 从 2018 年的 15.52 天上升至 2020 年的 33.06 天。公司仍然需加强应收账款的回收力度, 加强对于大宗业务的风险控制, 避免出现大额的坏账。

除此以外, 大宗业务在产品结构上也得到了一定的优化, 非橱柜业务的比例显著上升。2018 年, 公司的大宗业务以公司的拳头产品衣柜为主, 橱柜、木门等比例较低。2020 年, 通过在橱柜、木门业务的发力, 公司的衣柜业务所占的比例已下降至 58%, 产品结构更加多元化。公司大宗业务的发展亦带动了非衣柜产品的大发展, 例如橱柜业务 2020 年营业收入的增长主要来自于大宗业务的推动。

5、整装业务布局较为谨慎, 2021 年有望逐步贡献业绩

由于定制家居的主流客户 80 后、90 后的生活节奏相对较快, 缺乏足够的时间和精力参与装修过程, 其对于能够实现“拎包入住”拥有较高的需求。据《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》显示, 在装修方式上, 选择“全屋整装, 拎包入住”的消费者占比为 39.6%。43.57%的 80 后选择拎包入住, 38.93%的 90 后选择拎包入住, 整装也成为了传统家装行业转型的发展方向。此外, 按照装修的顺序, 硬装在软装之前, 发展整装业务也有利于公司抢占流量入口。公司也在 2019 年正式拓展整装业务, 推动公司整装业务的发展

图表: 90 后更倾向于选择拎包入住的方式



资料来源: 亿翰智库、2018 年中国家居整装设计趋势白皮书

和公司在大宗业务的大幅发力不同, 公司认为整装渠道的现金回款存在不确定性, 因此在前期对于整装业务则保持了相对谨慎的态度, 介入程度亦相对较浅。和欧派家居类似, 公司在整装渠道采取了和整装公司合作的方式, 将整装公司发展为公司的经销商。

在客户服务环节, 公司负责提供柜类产品生产制造、安装以及销售支持。装企负责提供设计落地施工, 公司则仅提供柜类产品并在销售上予以支持, 部分设计方面的事宜则交由经销商负责。在定位上, 公司认为整装渠道的客户多位于三四线城市, 且对于产品的要求较低, 因此公司为整装渠道供应单独产品线和价格体系, 并在价格中保留利润补贴经销商, 以尽可能避免整装渠道和传统零售渠道的利益冲突。

除了介入程度浅, 公司在实施整装渠道的速度亦相对于欧派家居等竞争对手相对较慢。公司的整装业务 2019、2020 年均为业务导入期, 设计师、安装师均需要一段时间得培育, 整体上业务规模相对较小。2020 年全年整装业务的规模仅为 7400 万元, 和欧派家居 10 亿元的业务规模相差较大。考虑到公司 2020 年末已与圣都等 500 家家装公司达成了合作关系, 我们预计整装渠道将在 2021 年逐步释放业绩。

四、竣工逐步修复, 有望驱动公司业绩继续向上

展望未来, 短期来看, 随着疫情的结束, 叠加竣工情况的好转, 我们认为公司 2021 年的净利润将略好于疫情前。根据从 1 季度的数据来看, 一季度全国规模以上建材家居卖场累计销售额为 1980.6 亿元, 同比上涨 111.92%。整体上已经恢复至疫情前的水平, 整体景气

度较好。从公司一季度的业绩来看，公司的营业收入和归母净利润较 2019 年 Q1 分别增长 48.5%和 10.3%，整体恢复情况良好。从 5 月份全国的房屋竣工面积（住宅）累计值来看，5 月份累计竣工面积达 19880 万平方米，好于 2019 年、2020 年同期水平，竣工持续修复，预计将带动公司的规模继续向上。

考虑到公司仍然以做大营业收入规模为主要目标，且未来的增长更多的依赖毛利润率较低的大宗渠道和整装渠道，我们预计短期公司营业收入大幅攀升的同时，公司的整体的净利润率将有所下滑。但从中长期来看，随着公司规模的扩大，不断上升的规模将降低公司的生产成本，公司的利润水平将逐步上行。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

