



证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

量价齐升，业绩靓丽， 司米橱柜打造新增长引擎

事件

(1) 3月14日晚间，公司发布完整年度报告。公司2016年营业收入为45.30亿元，较上年同期增41.75%；实现归属于母公司所有者的净利润为6.64亿元，较上年同期增44.74%。分季来看，公司2015年Q4实现营收15.59亿元，同比增长38.58%，归属于上市公司股东的净利润2.56亿元，同比增长39.89%。

公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：以461,713,155为基数，向全体股东每10股派发现金红利7.00元（含税），送红股0股（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

(2) 公司发布与华鹤集团有限公司签订《合作意向书》的提示性公告，计划成立合资公司开展门窗相关业务，索菲亚投入现金资产，持股51%，华鹤集团投入门窗有关的有效资产等，持股49%。

(3) 公司发布通过高新技术企业认定公告。

简评

定制家具量价齐升助推业绩，司米橱柜快速成长打造引擎

(1) 索菲亚（衣柜及配套柜类）：定制家具量价齐升驱动业绩稳健上行。

订单量方面，因公司继续加密一、二线城市销售网点，拓展四、五线城市的网点，截至2016年末，公司已进入1200个城市，“索菲亚”全屋定制产品店面超过1900家，客户数达48.7万人，订单持续增长。

客单价方面，因公司在原有衣柜渠道投放床垫、实木家具、沙发、儿童学习椅等联动销售产品，2016年客单价达8600元/单，持续提升。

此外公司继续推行“799”促销套餐方案，发力抢占市场份额，同时结合电商渠道进行订单引流，实现了经销商专卖店线上和线下的订单持续增长，巩固定制衣柜行业龙头地位。

(2) 司米（橱柜）：橱柜业务快速成长，打造后续利润引擎可期。

索菲亚 (002572)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2017年3月15日

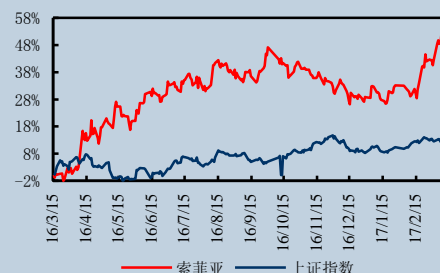
当前股价：64.47元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
19.39/18.69	21.46/18.79	53.14/37.87
12月最高/最低价(元)		65.44/40.84
总股本(万股)		46171.32
流通A股(万股)		28905.53
总市值(亿元)		297.67
流通市值(亿元)		186.35
近3月日均成交量(万)		126.53
主要股东		
江淦钧		24.26%

股价表现



相关研究报告

17.02.20	索菲亚：年报稳增长，司米橱柜 2017 发力仍可期
16.08.09	索菲亚：中报持续靓丽，渠道、营销、产能并驱，龙头地位不可撼动



渠道方面，2016 年大力扩张门店，新增 339 家，截至 2016 年末线下门店达 600 多家左右。营收方面，规模快速扩张，2016 年营收达 4.18 亿元（2015 年橱柜及配件收入 8666 万，增加了 3.8 倍），但受折旧摊销、高额前期管理费用拖累，存在一定亏损，随着更多专卖店的开业和收入规模的扩大，司米橱柜将会逐步转亏为盈，成为整体净利润的后续引擎。

毛利率结构性下降，费用率下行

2016 年索菲亚毛利率为 36.56%，较上年同期下降 1.24pct，主要因低毛利的橱柜销售大幅增长所致。分产品看，2016 年衣柜及配件产品毛利率增长 1.45pct 至 40.26%，橱柜及配件产品毛利率因成本攀升下降 3.03pct 至 6.30%。

2016 年索菲亚期间费用率为 17.38%，较上年下降 0.47pct。受利息收入下降和利息支出上升影响，2016 年财务费用率增长 0.29pct 至 -0.10%；受职工薪酬和研发投入增加影响，2016 年管理费用率增长 0.32pct 至 8.92%；受增加广告投放、推进 O2O 业务等影响，2016 年销售费用较上年增长 25.86%，但增速低于营收增速，2016 年销售费用率减少 1.08pct 至 8.56%。

拟与华鹤集团合资设立公司，布局定制木门领域

2017 年 3 月 15 日公司公告与华鹤集团签订了《合作意向书》，计划成立合资公司开展门窗相关业务，此次合作将助推索菲亚进入定制木门领域，拓展产品品类，践行“大家居”战略。

展望 2017：产能渠道并进，与恒大强强联合，持续柔性化生产，未来业绩可期

（1）荣获高新企业资质，享受税收减免优惠。

公司于 2017 年 3 月 13 日领取《高新技术企业证书》，发证日期为 2016 年 11 月 30 日，证书有效期三年。公司自高新技术企业证书颁发之日所在年度即 2016 年起按 15% 的所得税税率享受税收优惠，新的计缴税率导致公司本期所得税费用减少 2443.10 万元，净利润增加 2443.10 万元。

（2）渠道持续增长，网店逐步加密。

2017 年度索菲亚计划再新开 200~300 家门店（不含超市店），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。2017 年司米橱柜计划再新开 200~300 家门店，继续加密网店，构建司米联动销售网络。

（3）与恒大强强联合，助力长期业绩。

2017 年 1 月，公司与河南恒大合资成立河南恒大索菲亚家居有限责任公司，注册资本 1 亿元，公司以现金认缴 6000 万元，持股 60%，河南恒大以现金认缴 4000 万元，持股 40%。项目分期进行投资，总投资金额不超过 12 亿元，首期先实施恒大索菲亚河南兰考家居项目第一期投资计划，预计总投资 4 亿元，项目将建设年产 34 万套定制衣柜及配套家居产品，项目建成后的产能将主要供应给恒大集团旗下的楼盘和区域，恒大采购销售体系优先采购合资公司生产的产品，合资公司项目将同时扩大索菲亚产能和渠道，助力未来业绩。

（4）定增募集 11 亿，发力智能化生产。

公司以 53.05 元/股募集 11.00 亿元发行 0.21 亿股于 2016 年 8 月 1 日上市。募集资金分别用于索菲亚家居数字化生态系统（互联网+）平台升级项目、信息系统升级改造项目、生产基地智能化改造升级项目和华中生产基地（一期）建设项目。

（5）持续发力柔性化生产和数字化转型，自动化提升，交货期缩短。

2012 年底开始逐步在全国生产基地投入智能化设备和信息化系统，打造柔性化生产线，2016 年华南、华北、华东、西南、华中五大生产基地均已正常生产，覆盖全国销售网络的生产支撑体系已形成。公司持续推动数字化转型进程，打造数字化生产、管理、营销与决策体系，推动实现生产成本降低、产能提升和管理成本优

化，2016 年公司 CNC 数码控制比例已达 99%，板材利用率已达 80%，一次性安装成功率稳定在 80% 以上，产品、服务质量和客户体验进一步提升。

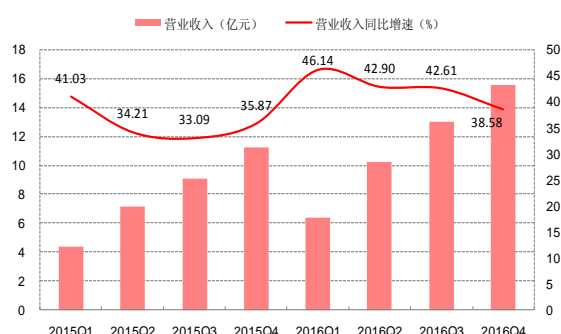
索菲亚（衣柜及配套柜类）：2016 年“索菲亚”定制衣柜及其配套定制柜生产基地年度月平均实际生产达到 15 万余单，年度平均产能利用率平均为 80%。年底旺季 12 月份产能已达到 24 万单，实际 12 月份产能利用率 100%。工厂 2016 年平均交货周期缩短为 10 天左右。

司米（橱柜）：司米厨柜工厂已于 2015 年 6 月开始调试，2015 年第四季度已经开始试产。目前生产日均产能为 173 单/天；预计 2017 年生产日均产能为 240 单/天。

投资建议：公司作为定制行业龙头，在生产研发、销售渠道、经营管理等方面具备较强竞争优势，同时积极加快市场开拓，推动大家居战略，且生产和管理智能化、自动化水平不断提升，渠道、订单、成本控制等多因素推动营收及净利润保持高速增长，而司米橱柜未来的止亏将带来后续的成长引擎。我们预计，公司 2017-18 年归母净利润分别至 9.24、12.02 亿元，同比增长 39.1%、30.2%，摊薄 EPS 分别 1.00、1.30 元，当前 PE 分别为 32、25 倍，维持“买入”评级。

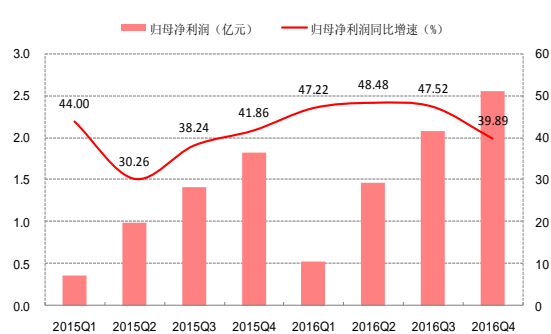
风险因素：地产销售明显下滑，定制家居竞争加大。

图 1：索菲亚分季收入（亿元）及同比（%）



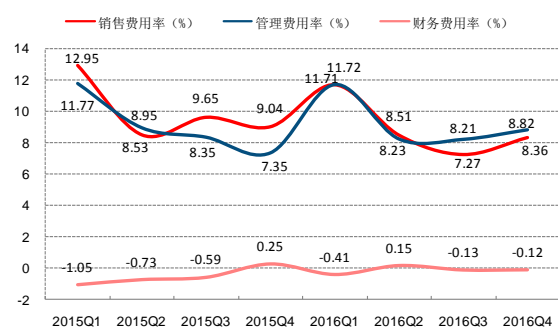
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 2：索菲亚分季净利（亿元）及同比（%）



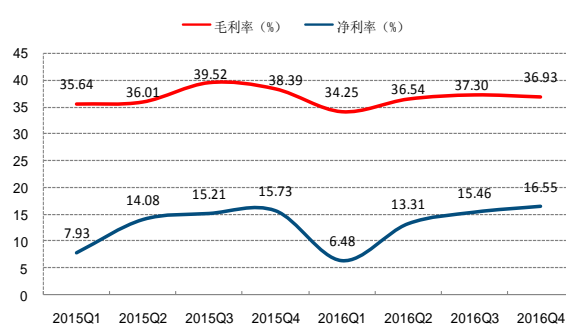
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 3：索菲亚分季期间费用率情况（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 2：索菲亚分季期间毛利率和净利润率情况（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部



表 1：索菲亚主营业务拆分表（亿元，%）

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入（亿元）	12.22	17.83	23.61	31.95	45.30
同比（%）	21.73	45.98	32.39	35.35	41.75
毛利率（%）	34.9	37.05	37.36	37.8	36.56
分产品					
定制衣柜及其配件定制家具收入					
收入	11.61	17.24	23.06	30.74	40.84
同比（%）	27.22	48.53	33.79	33.28	32.88
占比（%）	95	96.66	97.68	96.18	90.15
毛利率（%）	35.8	37.58	37.54	38.60	39.53
定制橱柜及其配件					
收入	-	-	0.12	0.87	4.13
同比（%）	-	-	-	604.17	376.57
占比（%）	-	-	0.52	2.71	9.16
毛利率（%）	-	-	22.56	9.33	6.30
地板					
收入	0.52	0.48	0.28	0.16	0.09
同比（%）	-34.82	-7.19	-42.56	-43.12	-44.63
占比（%）	4.26	2.71	1.17	0.49	0.20
毛利率（%）	14.45	13.6	11.94	8.74	30.56

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 2：索菲亚定增项目表

序号	项目名称	建设期（年）	项目总投资金额 （亿元）	募集资金拟投入金额 （亿元）
1	索菲亚家居数字化生态系统（互联网+）平台升级项目	4	3.00	3.00
2	信息系统升级改造项目	3	1.50	1.50
3	生产基地智能化改造升级项目	3	2.50	2.50
4	华中生产基地（一期）建设项目	4	7.00	4.00
合计			14.00	11.00

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 3：索菲亚门店数（家）

	2013	2014	2015	2016	2017E
索菲亚衣柜及其他	1200	1450	1600	1900	2100-2200
整体橱柜	0	70	261	600	800-900

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 丰毅：三年金融行业从业经验，曾任私募研究团队负责人，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师惠 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622