

索菲亚

合纵连横加快大家居战略布局，未来有望持续确定性高成长

公司动态

公司近况

索菲亚公告：(1) 与华鹤集团合资设立索菲亚华鹤门窗有限公司，注册资本 5.47 亿元，其中索菲亚持股 51%，以现金方式出资；(2) 作为战略投资伙伴，参与认购丰林集团非公开发行股票，认购金额不低于 2.2 亿元，锁定期 36 个月；(3) 进行西部生产基地产能扩建，实施崇州项目一期投资计划，投资额 4.67 亿元。

评论

1、携手华鹤集团强势进军定制门窗领域，打开成长空间。我国木门行业 2015 年产值已达 1200 亿元（较 2004 年增长 6 倍），但行业集中度低下（全国约 1 万余家木门企业）。此次双方设立合资公司，有利于实现华鹤集团（定制门窗代表企业，超过 20 年经验）和索菲亚（定制家居龙头）各自优势互补，并助力索菲亚拓展品类、践行大家居战略。合资公司达产后，将具有 45 万樘木门及 12 万平方米木窗产能储备（合计对应 10 亿元产值）。

2、认购丰林集团非公开发行股票加快上游产业链布局。丰林集团是我国人造板行业龙头（年产纤维板、刨花板 78 万 m³，拥有产权林地 20 多万亩），也是公司的上游供应商。索菲亚通过此次认购丰林集团的非公开发行股票，一方面以资本为纽带、巩固双方战略合作关系，支持上游供应商完成产能布局；另一方面也有助于公司股东分享上游行业因定制家具行业成长带来的成果。

3、西部生产基地扩产，助力抢占当地市场。崇州项目将建设年产 50 万套定制衣柜及配套家居产品，新建总建筑面积 12.52 万平方米。通过对西部生产基地扩张，一方面有助于索菲亚做好产能储备，满足当地日益增长的定制家居产品需求；另一方面则将进一步调整优化公司产能分布，持续提升综合竞争力。

4、索菲亚持续推进大家居战略布局，我们不排除公司未来通过外延并购等方式来加速大家居生态圈构建。

估值建议

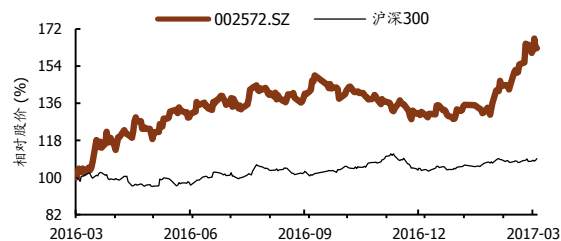
维持盈利预测不变并重申推荐。索菲亚是优质成长股典范，公司目前正积极推进大家居战略、“智”造提效以及线上线下渠道优化升级等举措，将迎来二次腾飞。上调目标价 **5.2%元至 81 元**，对应 **2018 年 29 倍 P/E**。

风险

房地产销售持续下滑；大家居战略进度低于预期。

维持推荐

股票代码	002572.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 67.35
目标价	人民币 81.00
52 周最高价/最低价	人民币 70.50~41.48
总市值(亿)	人民币 311
30 日均成交额(百万)	人民币 126.50
发行股数(百万)	462
其中：自由流通股(%)	63
30 日均成交量(百万股)	1.95
主营行业	轻工制造行业



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	3,196	4,530	6,127	8,093
增速	35.4%	41.8%	35.3%	32.1%
归属母公司净利润	459	664	964	1,298
增速	40.4%	44.7%	45.2%	34.7%
每股净利润	0.99	1.44	2.09	2.81
每股净资产	5.25	8.65	10.03	11.60
每股股利	0.50	0.70	0.94	1.27
每股经营现金流	1.80	2.58	2.22	3.91
市盈率	67.7	46.8	32.3	24.0
市净率	12.8	7.8	6.7	5.8
EV/EBITDA	45.2	32.4	21.7	15.2
股息收益率	0.7%	1.0%	1.4%	1.9%
平均总资产收益率	16.1%	15.6%	17.0%	19.4%
平均净资产收益率	20.4%	20.7%	22.4%	26.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513080004

SFC CE Ref: BDO986

徐林峰

分析师

linfeng.xu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515040001



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2015A	2016A	2017E	2018E		2015A	2016A	2017E	2018E
利润表									
营业收入	3,196	4,530	6,127	8,093	成长能力				
营业成本	1,988	2,874	3,823	5,013	营业收入	35.4%	41.8%	35.3%	32.1%
营业税金及附加	29	47	21	28	营业利润	51.5%	36.8%	51.5%	39.7%
营业费用	308	388	511	650	EBITDA	-14.9%	38.3%	49.9%	38.8%
管理费用	275	404	528	666	净利润	40.4%	44.7%	45.2%	34.7%
财务费用	-12	-5	-2	-2	盈利能力				
其他	0	0	0	0	毛利率	37.8%	36.6%	37.6%	38.1%
营业利润	600	821	1,244	1,738	营业利润率	18.8%	18.1%	20.3%	21.5%
营业外收支	10	16	16	16	EBITDA 利润率	21.0%	20.5%	22.7%	23.8%
利润总额	610	837	1,260	1,754	净利率	14.4%	14.7%	15.7%	16.0%
所得税	154	193	292	437	偿债能力				
少数股东损益	-7	-27	-2	13	流动比率	2.21	2.46	2.43	2.08
归属母公司净利润	459	664	964	1,298	速动比率	1.91	2.25	2.16	1.85
EBITDA	671	927	1,390	1,930	现金比率	1.48	1.04	0.95	1.00
资产负债表					资产负债率	23.2%	25.2%	22.7%	27.6%
货币资金	988	1,342	1,237	1,980	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	87	139	166	237	回报率分析				
预付款项	24	70	55	108	总资产收益率	16.1%	15.6%	17.0%	19.4%
存货	197	269	351	461	净资产收益率	20.4%	20.7%	22.4%	26.0%
其他流动资产	174	1,355	1,355	1,355	每股指标				
流动资产合计	1,470	3,174	3,164	4,142	每股净利润 (元)	0.99	1.44	2.09	2.81
固定资产及在建工程	1,291	1,626	2,246	2,641	每股净资产 (元)	5.25	8.65	10.03	11.60
无形资产及其他长期资产	366	514	554	593	每股股利 (元)	0.50	0.70	0.94	1.27
非流动资产合计	1,685	2,164	2,824	3,259	每股经营现金流 (元)	1.80	2.58	2.22	3.91
资产合计	3,154	5,338	5,988	7,401	估值分析				
短期借款	18	134	134	134	市盈率	67.7	46.8	32.3	24.0
应付账款及票据	227	414	439	679	市净率	12.8	7.8	6.7	5.8
其他流动负债	421	743	729	1,175	EV/EBITDA	45.2	32.4	21.7	15.2
流动负债合计	667	1,291	1,302	1,988	股息收益率	0.7%	1.0%	1.4%	1.9%
长期借款和应付债券	49	25	25	25					
非流动负债合计	65	56	56	56					
负债合计	731	1,346	1,357	2,044					
股东权益合计	2,423	3,992	4,631	5,357					
少数股东权益	119	103	101	114					
负债及股东权益合计	3,154	5,338	5,988	7,401					
现金流量表									
净利润	459	664	964	1,298					
折旧和摊销	74	110	147	193					
营运资本变动	150	356	-84	301					
其他	154	89	0	0					
经营活动现金流	830	1,193	1,025	1,805					
投资活动现金流入	586	811	0	0					
投资活动现金流出	-1,376	-2,601	-807	-628					
投资活动现金流	-790	-1,789	-807	-628					
股权融资	0	1,114	0	0					
银行借款	92	182	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-78	949	-323	-434					
汇率变动对现金的影响	0	1	0	0					
现金净增加额	-39	353	-105	743					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

索菲亚是我国定制家居行业领军企业，上市后凭借品牌、渠道、产品、资本等方面的综合优势，业绩实现了持续快速成长，公司股价也随之表现靓丽。目前定制家居在我国仍处于景气向上阶段，市场空间大且集中度提升趋势明显。而索菲亚凭借“天时（定制家居行业处于上升阶段）、地利（推进大家居战略、“智”造升级、线上线下渠道优化升级等）、人和（管理层、员工及经销商上下一心）”等有利条件，未来业绩仍有望保持快速增长趋势。



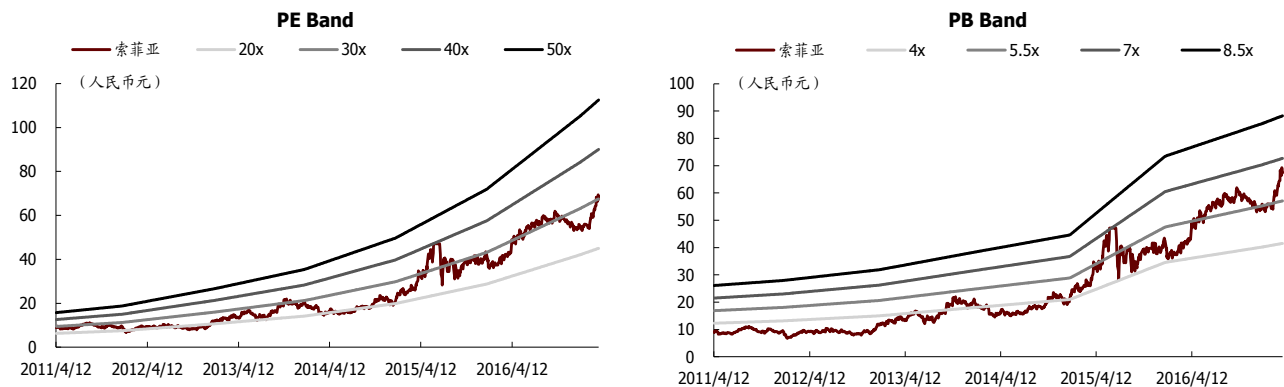
图表 1: 可比公司估值表

板块	代码	公司	股价 (本地货币)	总市值 (百万元)	净利润 (百万元)						每股EPS (本地货币)			市盈率			15年底-17年底 净利润 CAGR	PEG
					2015A	YOY	2016A/E	YOY	2017E	YOY	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E		
家居	603008.SH	喜临门	22.03	8,685	191	103.0%	257	34.7%	313	21.9%	0.48	0.65	0.79	45.6	33.8	27.7	28.1%	1.2
	002631.SZ	德尔未来	17.44	11,344	137	6.4%	194	41.6%	242	24.7%	0.21	0.30	0.37	82.7	58.4	46.8	32.9%	1.8
	603898.SH	好莱客	35.94	10,778	162	14.9%	249	53.1%	351	41.0%	0.54	0.83	1.17	66.4	43.3	30.7	47.0%	0.9
	002572.SZ	索菲亚	67.35	31,096	459	40.4%	664	44.7%	964	45.2%	0.99	1.44	2.09	67.7	46.8	32.3	44.9%	1.0
	600978.SH	宜华生活	11.69	17,335	616	16.3%	765	24.2%	1,007	31.5%	0.42	0.52	0.68	28.1	22.7	17.2	27.8%	0.8
	000910.SZ	大亚圣象	21.83	11,587	318	94.4%	412	29.6%	508	23.3%	0.60	0.78	0.96	36.4	28.1	22.8	26.4%	1.1
	002084.SZ	海鸥卫浴*	10.53	4,805	46	12.1%	71	54.7%	115	60.5%	0.10	0.16	0.25	104.1	67.3	42.0	57.6%	1.2
	600337.SH	美克股份*	14.48	9,339	301	28.7%	340	13.2%	419	23.2%	0.47	0.53	0.65	31.1	27.5	22.3	18.1%	1.5
包装	002303.SZ	美盈森	10.37	15,994	220	-16.1%	341	54.5%	439	28.8%	0.14	0.22	0.28	72.5	46.9	36.5	41.1%	1.1
	0906.HK	中粮包装	3.90	4,060	283	-18.2%	274	-3.3%	327	19.6%	0.29	0.27	0.32	13.6	14.7	12.3	7.6%	1.9
	002701.SZ	奥瑞金	8.50	20,019	1,017	25.7%	1,167	14.8%	1,265	8.3%	0.43	0.50	0.54	19.7	17.1	15.8	11.5%	1.5
	002228.SZ	合兴包装	5.32	5,549	115	-8.6%	92	-19.6%	112	21.0%	0.11	0.09	0.11	48.4	60.1	49.7	-1.3%	-
印刷	601515.SH	东风股份	12.31	13,689	741	0.6%	648	-12.6%	760	17.3%	0.67	0.58	0.68	18.5	21.1	18.0	-	-
	002191.SZ	劲嘉股份	10.29	13,536	721	24.0%	581	-19.4%	726	24.9%	0.55	0.44	0.55	18.8	23.3	18.7	0.3%	67.1
	002117.SZ	东港股份	31.08	11,306	216	28.1%	230	6.4%	282	22.5%	0.59	0.63	0.77	52.3	49.1	40.1	14.2%	3.5
	002229.SZ	鸿博股份*	23.30	7,809	9	-66.9%	5	-47.6%	19	291.3%	0.03	0.01	0.06	851.3	1626.1	415.6	43.1%	37.7
	002599.SZ	盛通股份*	38.09	6,108	20	71.2%	34	74.4%	68	20.6%	0.12	0.21	0.43	312.9	179.4	89.5	86.9%	2.1
文具轻工	603899.SH	晨光文具	18.02	16,578	423	24.5%	493	16.6%	609	23.5%	0.46	0.54	0.66	39.2	33.6	27.2	20.0%	1.7
	300043.SZ	星辉娱乐	9.47	11,783	352	36.9%	456	29.5%	553	21.4%	0.28	0.37	0.44	33.5	25.9	21.3	25.4%	1.0
	300061.SZ	康耐特	22.03	11,575	51	39.4%	111	116.9%	326	193.8%	0.10	0.21	0.62	226.0	104.2	35.5	152.4%	0.7
	603398.SH	邦宝益智	34.82	7,354	66	12.5%	59	-11.5%	75	27.6%	0.31	0.28	0.35	111.1	125.6	98.4	6.3%	20.1
	002301.SZ	齐心集团*	23.50	10,055	20	-32.2%	100	407.4%	176	75.6%	0.05	0.23	0.41	510.2	100.6	57.2	198.5%	0.5
	002678.SZ	珠江钢琴*	14.46	13,824	146	3.4%	158	8.2%	181	14.6%	0.15	0.17	0.19	94.7	87.5	76.4	11.3%	7.7
	000026.SZ	飞亚达*	15.14	6,643	122	-16.4%	132	8.2%	152	15.7%	0.28	0.30	0.35	54.6	50.4	43.6	11.9%	4.3
皮革鞋制	002674.SZ	兴业科技	17.30	5,245	13	-88.9%	76	469.9%	156	105.3%	0.04	0.25	0.51	394.3	69.2	33.7	242.1%	0.3
其他	600567.sh	齐峰新材*	3.53	16,066	209	90.1%	342	63.5%	782	128.6%	0.05	0.08	0.17	76.8	47.0	20.6	-	-

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

注: *为中金未覆盖公司, 盈利预测使用万得一致预期。

图表 2: P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

