

2017 年 03 月 27 日

索菲亚 (002572.SZ)

## 切入定制木门，大家居战略深入推进

■公司公告：1) 公司与华鹤集团合资成立索菲亚华鹤门窗公司，索菲亚现金出资 51% 比例；2) 公司控股子公司成都索菲亚拟实施崇州项目一期投资计划，扩建西部生产基地，建设年产 50 万套定制衣柜及配套家居产品，预计总投资 4.67 亿元（其中工程建设投资 2.1 亿，设备投资 2.57 亿元）；3) 公司全资子公司深圳索菲亚拟参与认购丰林集团定增，以现金认购资金不低于 2.2 亿元，按 10.56 元/股的发行价格，索菲亚持股比例为 3.71%，锁定期 36 个月。

■切入定制木门，全面实行大家居战略：公司公告与华鹤集团合资成立索菲亚华鹤门窗公司，开展门窗相关业务，公司出资比例为 51%。本次合资项目若顺利达产，合资公司将具有 45 万樘木门产品以及 12 万平方米木窗产品产能储备（合计对应 10 亿元产值，按照两班制测算）。华鹤集团成立于 1956 年，是一家集家具、木门、衣柜于一体的大型家具产业集团。集团旗下华鹤木门拥有 20 多年木门生产和销售经验，是国内定制木门的代表企业。在生产方面，华鹤与德国豪迈金田合资成立木门制造公司，引入德国先进生产工艺、技术及生产线，木门制造水平行业领先。在品牌方面，华鹤以其优质的产品质量被评为中国名牌产品、中国驰名商标，其木门产品在业内也享有非常高的知名度及消费者美誉度。我国木门行业随着家具行业的发展，也取得了较快的成长。根据中国木材与木制品流通协会的数据显示，2015 年木门行业产值达到 1200 亿元，较 2004 年增长了 6 倍，行业规模持续增长。目前木门行业内大小企业逾 1 万家，大多采用定制化生产的模式，

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,195.7	4,530.0	6,074.7	8,042.9	10,528.1
净利润	459.0	664.0	964.0	1,281.1	1,684.2
每股收益(元)	0.99	1.44	2.09	2.77	3.65
每股净资产(元)	4.99	8.42	9.63	11.67	14.61

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	67.7	46.8	32.3	24.3	18.5
市净率(倍)	13.5	8.0	7.0	5.8	4.6
净利润率	14.4%	14.7%	15.9%	15.9%	16.0%
净资产收益率	19.9%	17.1%	21.7%	23.8%	25.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.1%	1.1%
ROIC	51.5%	44.8%	37.2%	50.6%	82.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：78.8 元

股价 (2017-03-24) 67.35 元

### 交易数据

总市值(百万元)	31,096.38
流通市值(百万元)	19,467.87
总股本(百万股)	461.71
流通股本(百万股)	289.06
12 个月价格区间	42.27/69.30 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.19	18.25	58.39
绝对收益	14.6	23.46	59.1

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001  
zhouwb@essence.com.cn  
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002  
leihh@essence.com.cn  
021-35082719

袁雯婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002  
yuanwt@essence.com.cn

### 相关报告

索菲亚：业绩靓丽，新品再添木门	2017-03-15
索菲亚：索菲亚：衣柜保持高速增长，橱柜 17 年有望迎来收获	2017-02-21
索菲亚：时间的玫瑰	2016-08-10
索菲亚：好公司就是不一样	2016-08-01
索菲亚：升级不止，成长不歇	2016-04-15

行业集中度不高，且企业规模偏小、生产效率低，产品质量不够稳定，行业内缺乏全国性的龙头品牌。我们认为，公司本次与华鹤集团合作，能够借助华鹤集团在门窗领域的设计、生产及销售经验，结合索菲亚品牌及渠道优势，实现优势互补和资源整合，利用门窗在装修中较早入场的特点，将营销阶段提前，为公司定制家居产品提前锁定客户，实现客户的中长期储备。另外，本次切入定制门窗品类，也是公司践行大家居战略、丰富定制家居品类的重要举措。同时，公司与华鹤集团的强强联合，能够在目前集中度较低的木门行业中，快速提升公司在该领域的竞争力，提高市场份额，有望成为索菲亚又一重要的新增长点。

■**扩建西部生产基地，全国性扩张无产能瓶颈之虞：**公司控股子公司成都索菲亚拟实施崇州项目一期投资计划，扩建西部生产基地，将建设年产 50 万套定制衣柜及配套家居产品，预计总投资 4.67 亿元，项目建成后，主要对西部市场提供产能。成都索菲亚作为公司的西部生产基地，是公司全国化布局的重要部分。随着定制家具行业的快速发展和一站式购物理念的普及，客户对于定制家具的品类、服务、品牌等多方面都提出了更高的要求，加上公司进入“全屋定制”的时代，都对公司的生产能力提出了更高的要求，因此，本次西部生产基地的扩建，能够为公司做好产能储备，同时调整公司衣柜及配套家居产品的生产分布，是公司全国性战略扩张的必要手段。另外，公司全资子公司深圳索菲亚拟参与认购丰林集团定增，以现金认购资金不低于 2.2 亿元。丰林集团是人造板行业龙头，拥有 4 家人造板企业、1 家营林造林企业，年产纤维板、刨花板 78 万平方米，是公司人造板的主要供应商之一。公司此次参与认购丰林集团定增，能够加强与上游企业的合作关系，提高原材料供应的安全与稳定，是公司实现长期稳定发展的重要布局。

■**增长动力仍然强劲：**公司 16 年收入、净利润分别增长 41.75%、44.7%，其中衣柜业务（定制家具及配套品）全年实现收入 40.8 亿元，同比增长约 31%；橱柜业务全年实现销售收入 4.13 亿元，同比增长 377%。衣柜业务实现高增长主要受益于：1) 16 年公司继续深化促销套餐的落地，将 799/899 促销扩展至更多的区域及产品选择，以高性价比优势持续抢占中小企业份额；2) 渠道方面公司 16 年新增门店 300 余家，年底门店数量超过 1900 家，渠道网络持续加强，加上地产景气度较高，带动订单量增长。另外，公司客单价稳步提升，16 年公司平均客单价约 8386 元（出厂价计），同比提升约 14.6%，客单价仍在持续提升中。17 年，公司将进一步丰富产品品类，并全面推广无醛板等产品（价格比普通板材高约 50%），客单价将稳步上升，加上渠道方面，公司 17 年计划新开门店 200-300 家，衣柜业务有望保持稳定增长。橱柜方面，目前司米橱柜拥有经销商近 400 家，独立专卖店约 600 家（包括设计中门店），未来门店有望以 250-300 家/年速度扩张。我们预计今年起橱柜将实现扭亏为盈，其对公司业绩贡献将逐渐加大，奠定公司未来三年业绩的高增长。

■**盈利预测及投资建议：**我们预计公司 17-19 年归属上市公司股东净利润分别为 9.6 亿元、12.8 亿、16.8 亿元；分别增长 45.2%、32.9%、31.5%；EPS 2.09 元、

2.77 元、3.65 元，六个月目标价 78.8 元，维持"买入-A"评级。

■风险提示：橱柜业务市场开拓不及预期；地产销售下滑。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,195.7	4,530.0	6,074.7	8,042.9	10,528.1	成长性					
减:营业成本	1,987.8	2,873.6	3,742.0	4,894.1	6,416.9	营业收入增长率	35.4%	41.8%	34.1%	32.4%	30.9%
营业税金	28.7	47.3	63.4	83.9	109.9	营业利润增长率	51.5%	36.8%	49.7%	38.3%	30.4%
销售费用	308.0	387.6	510.3	675.6	884.4	净利润增长率	40.4%	44.7%	45.2%	32.9%	31.5%
管理费用	274.9	404.2	540.6	715.8	937.0	EBITDA 增长率	53.8%	41.2%	46.9%	36.3%	29.3%
财务费用	-12.4	-4.6	-11.1	-26.9	-37.6	EBIT 增长率	54.2%	38.9%	49.1%	37.4%	30.3%
资产减值损失	12.7	7.1	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	39.6%	42.9%	51.6%	37.4%	30.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.4%	82.5%	1.1%	-19.8%	40.8%
投资和汇兑收益	3.9	6.1	-	-	-	净资产增长率	16.4%	64.7%	14.0%	21.8%	25.4%
营业利润	600.0	820.8	1,228.4	1,699.3	2,216.6	利润率					
加:营业外净收支	5.8	10.1	7.5	7.3	6.7	毛利率	37.8%	36.6%	38.4%	39.2%	39.1%
利润总额	605.8	830.9	1,235.9	1,706.6	2,223.3	营业利润率	18.8%	18.1%	20.2%	21.1%	21.1%
减:所得税	153.9	193.4	271.9	375.4	489.1	净利润率	14.4%	14.7%	15.9%	15.9%	16.0%
净利润	459.0	664.0	964.0	1,281.1	1,684.2	EBITDA/营业收入	20.7%	20.6%	22.6%	23.3%	23.0%
						EBIT/营业收入	18.4%	18.0%	20.0%	20.8%	20.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	83	85	78	71	62
货币资金	997.4	1,386.7	1,930.4	3,446.6	4,000.1	流动营业资本周转天数	-11	21	34	7	6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	185	186	178	185
应收账款	85.5	138.8	173.2	230.5	299.6	应收账款周转天数	9	9	9	9	9
应收票据	1.1	5.5	38.0	4.8	44.1	存货周转天数	19	19	19	19	18
预付账款	24.3	69.6	60.2	87.4	121.1	总资产周转天数	320	337	315	280	267
存货	197.0	268.6	382.2	444.5	635.4	投资资本周转天数	127	157	152	104	85
其他流动资产	164.5	1,304.6	507.7	658.9	823.7	投资回报率					
可供出售金融资产	49.9	100.5	1.8	1.8	1.8	ROE	19.9%	17.1%	21.7%	23.8%	25.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.3%	11.9%	18.2%	18.4%	20.6%
长期股权投资	28.3	24.9	24.9	24.9	24.9	ROIC	51.5%	44.8%	37.2%	50.6%	82.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	980.0	1,166.5	1,473.6	1,715.0	1,895.3	销售费用率	9.6%	8.6%	8.4%	8.4%	8.4%
在建工程	310.5	459.1	349.3	276.0	228.2	管理费用率	8.6%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
无形资产	216.6	258.8	255.0	250.8	246.0	财务费用率	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
其他非流动资产	99.2	154.6	89.6	77.4	81.7	三费/营业收入	17.9%	17.4%	17.1%	17.0%	16.9%
资产总额	3,154.3	5,338.2	5,286.0	7,218.6	8,402.0	偿债能力					
短期债务	18.4	133.7	-	-	-	资产负债率	23.2%	25.2%	13.9%	23.2%	17.3%
应付账款	277.1	477.8	424.9	779.8	824.5	负债权益比	30.2%	33.7%	16.1%	30.3%	20.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	2.46	4.38	2.95	4.16
其他流动负债	371.1	679.2	280.8	872.0	600.8	速动比率	1.91	2.25	3.84	2.68	3.71
长期借款	49.0	24.5	-	-	-	利息保障倍数	-47.35	-178.96	-110.04	-62.25	-57.96
其他非流动负债	15.7	31.1	29.3	25.4	28.6	分红指标					
负债总额	731.3	1,346.3	734.9	1,677.2	1,453.9	DPS(元)	0.48	-	0.66	0.74	0.71
少数股东权益	118.6	103.5	103.5	153.5	203.5	分红比率	48.0%	0.0%	31.8%	26.6%	19.4%
股本	441.0	461.7	461.7	461.7	461.7	股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.1%	1.1%
留存收益	1,889.0	3,426.7	3,985.9	4,926.3	6,282.9						
股东权益	2,423.0	3,991.9	4,551.1	5,541.5	6,948.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	451.9	637.5	964.0	1,281.1	1,684.2	EPS(元)	0.99	1.44	2.09	2.77	3.65
加:折旧和摊销	111.5	153.7	156.3	199.5	240.6	BVPS(元)	4.99	8.42	9.63	11.67	14.61
资产减值准备	12.7	7.1	-	-	-	PE(X)	67.7	46.8	32.3	24.3	18.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.5	8.0	7.0	5.8	4.6
财务费用	2.1	6.7	-11.1	-26.9	-37.6	P/FCF	3,510.9	-73.3	39.6	17.3	37.2
投资损失	-3.9	-6.1	-	-	-	P/S	9.7	6.9	5.1	3.9	3.0
少数股东损益	-7.1	-26.5	-	50.0	50.0	EV/EBITDA	27.3	25.3	21.3	14.8	11.3
营运资金的变动	3.5	-687.0	228.2	686.1	-719.9	CAGR(%)	43.3%	39.6%	42.9%	43.3%	39.6%
经营活动产生现金流量	829.7	1,192.6	1,337.5	2,189.9	1,217.3	PEG	1.6	1.2	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-790.3	-1,789.5	-251.3	-363.3	-368.3	ROIC/WACC	4.9	4.3	3.5	4.8	7.8
融资活动产生现金流量	-77.8	949.1	-542.5	-310.4	-295.4	REP	2.6	2.2	3.2	2.8	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034