



证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

龙头优势步步高——进军门窗，参与丰林定增，成都 50 万套投建

事件

(1) 3 月 26 日晚间，公司发布公告，与华鹤集团有限公司合资成立索菲亚华鹤门窗有限公司，注册资本为 5.47 亿元，其中，索菲亚以现金出资，持股比例 51%；华鹤集团投入名下土地使用权和东车间、西车间、办公楼、锅炉房等四座房产，持股比例 49%。

(2) 同时，公司发布公告，批准全资子公司深圳索菲亚投资管理有限公司与广西丰林木业集团股份有限公司签订的《附条件生效的非公开发行股份认购协议》，深圳索菲亚参与认购的资金不低于 2.2 亿元，认购丰林集团 2083.33 万股股票，持股比例为 3.71%，认购价格为 10.56 元/股，资金将用于丰林集团非公开募投的新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目。

(3) 同时，公司发布公告，批准公司控股子公司索菲亚家居（成都）有限公司进行西部生产基地产能扩建计划，实施崇州项目一期投资计划。本次产能扩建计划预计总投资额 4.67 亿元，资金来源为成都索菲亚自筹资金。项目将建设年产 50 万套定制衣柜及配套家居产品，其中包括家具贴面板、趟门、柜身及抽芯。

简评

与华鹤集团成立合资公司，协同作用高，发力定制木门产业蓝海

一方面，根据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 1,200 亿元，较 2004 年增长了 6 倍，行业持续增长；同时据不完全统计，我国一万多家木质门企业中，具有一定规模、以机械化生产为主的仅 3,000 多家，行业集中度低，缺少强势品牌，木门领域仍具发展空间。

索菲亚与华鹤集团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）。将对索菲亚产生如下影响：

第一，公司可以通过进入定制门窗行业丰富产品结构，借鉴和复制华鹤集团的运营及生产技术能力，助力业务快速发展；第二，与华鹤集团协同性强，公司经销商管理经验突出，有效提高合资公司经销商管理效果，同时，利用门窗在家庭装修较早入场的特点，将索菲亚营销提前，最终实现华鹤集团与索菲亚的优势互补和资源整合。

请参阅最后一页的重要声明

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 28 日

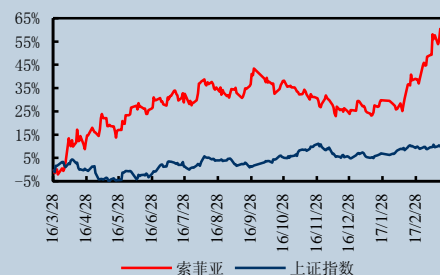
当前股价：66.54 元

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
11.09/10.67	24.42/19.80	54.03/44.38
12 月最高/最低价 (元)		70.5/41.48
总股本 (万股)		46171.32
流通 A 股 (万股)		28905.53
总市值 (亿元)		307.22
流通市值 (亿元)		192.34
近 3 月日均成交量 (万)		149.55
主要股东		
江淦钧		24.26%

股价表现



相关研究报告

17.03.15	索菲亚：量价齐升，业绩靓丽，司米橱柜打造新增长引擎
17.02.20	索菲亚：年报稳增长，司米橱柜 2017 发力仍可期

签署协议认购丰林集团非公开发行项目，有效把握上游资源

目前丰林集团是公司主要供应商之一。深圳索菲亚参加丰林集团本次非公开发行股票，一方面以资本为纽带、巩固索菲亚与丰林集团的合作关系，支持上游供应商完成产能布局，另一方面通过本次投资，有助于公司分享上游行业因定制家具行业成长带来的成果，为公司股东谋取更多的投资回报。

拟以自有资金投资 4.67 亿，发力衣柜及配套家具产能建设

索菲亚战略扩张使公司业务增长获得更强的推动力，也对生产能力提出了更高的要求。本次由索菲亚家居（成都）有限公司实施产能扩建计划将优化索菲亚衣柜及配套家居产品生产分布，项目建成后将新增 50 万衣柜及配套家具产能，将主要对西部市场供应。

定制龙头，业绩高增，渠道稳拓，持续柔性化生产，未来业绩可期

（1）龙头优势明显，业绩持续高成长。2016 年索菲亚营业收入为 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%。

索菲亚（衣柜及配套柜类）方面，2016 年实现收入 40.84 亿元，较上年同比上升 32.88%，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，客单价达 8600 元/单，实现量价齐升。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。

司米（橱柜）方面，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。渠道方面，2016 年大力扩张门店，新增 340 家左右，截至 2016 年末线下门店达 600 多家左右。2017 年司米橱柜计划再新开 200~300 家门店，继续加密网店，构建司索联动销售网络。

（2）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。

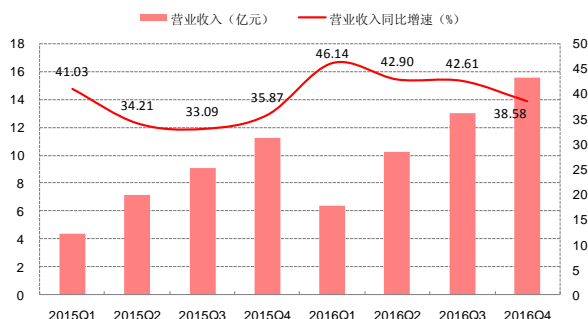
（3）柔性化优势逐步显现，信息化、智能化持续提升。2012 年底开始逐步在全国生产基地投入智能化设备和信息化系统，打造柔性化生产线，2016 年华南、华北、华东、西南、华中五大生产基地均已正常生产，覆盖全国销售网络的生产支撑体系已形成。公司持续推动数字化转型进程，打造数字化生产、管理、营销与决策体系，推动实现生产成本降低、产能提升和管理成本优化，2016 年公司 CNC 数码控制比例已达 99%，板材利用率已达 80%，一次性安装成功率稳定在 80%以上，产品、服务质量和客户体验进一步提升。

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。

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 33、26 倍，维持“买入”评级。

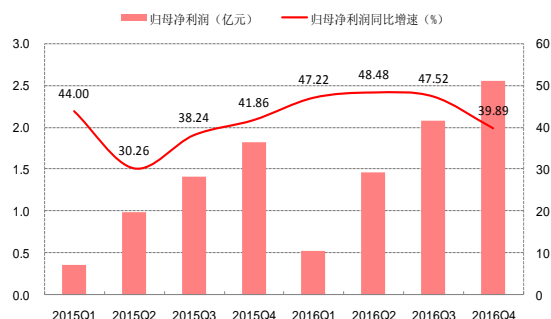
风险因素：地产销售明显下滑，定制家居竞争加大。

图 1：索菲亚分季收入（亿元）及同比（%）



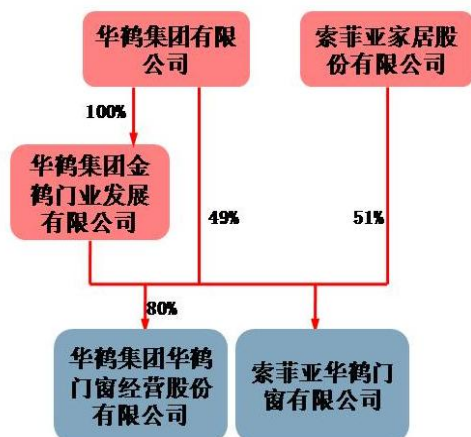
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

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：索菲亚华鹤合资方股权结构情况



资料来源：WIND 公司公告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



上市公司简评报告

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	项目总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额(万 元)
1	索菲亚家居数字化生态系统(互联网+)平台升级项目	30,000	30,000
2	信息系统升级改造项目	15,000	15,000
3	生产基地智能化改造升级项目	25,000	25,000
4	华中生产基地(一期)建设项目	70,000	40,000
合计		140,000	110,000

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

表 4: 丰林集团定增项目表

序号	项目名称	项目总投资金额(亿元)	募集资金拟投入金额(亿元)
1	新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目	8.70	8.70
合计		8.70	8.70

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 5: 合资公司出资比例

股东	认缴出资额(万元)	认缴出资比例(%)	出资方式
索菲亚	27,893.88	51.00	货币资金
华鹤集团	26,800.00	49.00	资产作价
合计	54,693.88	100.00	--

资料来源: WIND 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