

强烈推荐-A (首次)

尚品宅配 300616.SZ

目标估值: N.A  
 当前股价: 140 元  
 2017 年 04 月 16 日

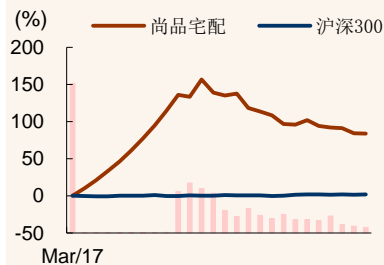
品牌、入口、竞争, 见未来

基础数据

上证综指	3276
总股本(万股)	10800
已上市流通股(万股)	2700
总市值(亿元)	155
流通市值(亿元)	39
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	30.6
资产负债率	61.2%
主要股东	李连柱
主要股东持股比例	24.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	52	165	165
相对表现	50	159	156



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑恺

021-68407559  
 zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

濮冬燕

021-68407301  
 pudy@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

我们预测未来随着消费升级和家居行业的品牌化, 定制家居的渗透率将逐步提升, 尚品宅配等行业龙头将受益。随着公司加盟门店的扩张和费用率的降低, 公司的收入和利润都将实现高增长。预计公司 2017-2018 年净利润分别为 3.1 亿元、4.2 亿元, 同比增长率分别为 21%、36%, 首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

- **消费升级和家具品牌化趋势利好龙头家居公司:** 我国的人均 GDP 突破 8000 美元关口, 可选消费和消费升级的趋势来临, 家具行业正在品牌化的路上, 定制家居的渗透率将逐渐提升, 优质的龙头家具企业有望脱颖而出。
- **尚品宅配的品牌形象、入口与竞争策略方面与其他家居企业区别明显:** 从品牌形象上, 尚品宅配以现代、多变、青春为标签, 不同于其他单一品类起家扩展到其他产品的公司, 尚品宅配从最开始就定位于全屋定制。从流量入口上, 线上公司采用新居网 O2O 的模式为实体店导流, 线下公司从 2014 年开始将店铺从人流逐渐减少的家具建材城转移到人流逐渐上升的 Shopping Mall。在竞争策略上, 一方面公司采用尚品宅配和维意定制双品牌运营, 内部的竞争保障了公司的资源投向最有效率的点; 另一方面公司注重直营模式, 收入端接近 50%来自于直营店, 通过直营店的灯塔效应辐射周边, 强化了对全国终端渠道的控制力。
- **公司费用拐点逐渐体现, 未来进入收入快速上升通道:** 公司于 2015 年完成了直营城市和直营门店的大规模扩张。收入端, 直营门店普遍进入收获期, 单店营收有望大幅提升, 加盟店进入开店快速期, 保障了加盟收入的快速增长。费用端, 随着直营门店扩张的放缓, 未来销售费用率有望呈下降趋势。公司享受加盟模式快速扩张的红利, 未来净利润率和净资产收益率步入上升通道。
- **增长型行业, 独特发展模式, 远见洞察未来, 首次覆盖, 给予强烈推荐评级:** 随着公司加盟门店的扩张和费用率的降低, 公司的收入和利润都将实现高增长。预计公司 2017-2018 年净利润分别为 3.1 亿元、4.2 亿元, 同比增长率分别为 21%、36%, 首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 产品销量出现明显下降、房地产数据大幅下滑。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3088	4026	6044	8524	11898
同比增长	61%	30%	50%	41%	40%
营业利润(百万元)	153	315	383	522	744
同比增长	2%	106%	22%	36%	42%
净利润(百万元)	140	256	310	420	596
同比增长	7%	83%	21%	36%	42%
每股收益(元)	1.72	3.15	2.87	3.89	5.52
PE	83.5	45.6	50.1	36.9	26.1
PB	19.1	14.0	13.3	10.4	7.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

前言：不一样的尚品宅配.....	5
一 消费升级呼啸而来，家居行业面临重构.....	5
1.1 人均收入突破临界点，可选消费进入扩张黄金期.....	5
1.2 三四线城市居民收入跨过 3000 美元节点.....	6
1.3 家居行业是最后一个尚未品牌化的行业.....	6
1.4 结论：家居行业进入消费升级和品牌集中时代.....	8
二 三、四线城市发力，驱动家居行业再扩张.....	8
2.1 17 年三、四线城市成交扩张，带动家居企业估值中枢上移.....	8
2.2 定制家居：成长行业中的明星.....	9
2.2.1 定制家居：满足客户 C2B 的愿望.....	9
2.2.2 定制家居：产品充分利用空间，制造过程标准化.....	11
2.2.3 定制家居：渗透率不断提升，前景广阔.....	12
三 尚品宅配的同与不同：品牌、入口与竞争.....	13
3.1 我的标签：现代、多变、青春扑面而来.....	13
3.2 软件设计构建核心，唯一的全屋定制企业.....	14
3.2.1 关注全屋定制，客单价高于同行业公司.....	15
3.2.2 新居网 O2O 引流，贡献加盟店近 20% 收入.....	16
3.3 直营占据一线城市优势资源，渠道运营不走寻常路.....	17
3.3.1 渠道差异：在核心城市布局直营店.....	17
3.3.2 开店场所：开店重点从建材城转移到 Shopping Mall.....	18
3.4 深入骨髓的竞争文化.....	20
3.4.1 双品牌策略.....	20
3.4.2 细化的 KPI 考核机制.....	21
3.5 公司未来进入快速上升通道.....	21
3.5.1 直营店效提升和加盟加速开店双轮驱动收入增长.....	21
3.5.2 公司费用率有望逐渐结束升势.....	22
3.5.3 公司经营拐点 2015 年出现，未来利润率有望持续提升.....	22
四 公司进入高速增长期，首次覆盖给予强烈推荐评级.....	23

## 图表目录

图 1: 2015 年我国人均 GDP 跨过 8000 美元关口 .....	6
图 2: 消费结构随着人均 GDP 产生深刻变革 .....	6
图 3: 一/二/三/四线城市及其他地区人均 GDP (美元) .....	6
图 4: 我国城镇与农村人均 GDP .....	6
图 5: 家具行业限额以上销售占比仍低 .....	7
图 6: 家电行业限额以上销售占比较高 .....	7
图 7: 汽车行业限额以上占比稳定 .....	7
图 8: 纺织服装行业限额以上占比稳定 .....	7
图 9: 家具行业主营业务收入快速增长 .....	7
图 10: 上市家具企业营业收入占全行业比例极低 .....	7
图 11: 索菲亚的估值曲线与商品房销售面积息息相关 .....	9
图 12: 成品衣柜 .....	10
图 13: 定制衣柜 .....	10
图 14: 定制家居的专门设计 .....	11
图 15: 定制家居提升了收纳空间 .....	11
图 16: 定制家居提升了居室利用效率 .....	11
图 17: 定制家居(榻榻米模式)实现了“一房多用” .....	12
图 18: 定制家居渗透率不断提升 .....	13
图 19: 尚品宅配卧室设计 .....	14
图 20: 尚品宅配客厅设计 .....	14
图 21: 尚品宅配儿童房设计 .....	14
图 22: 尚品宅配厨房设计 .....	14
图 23: 尚品宅配发展历程 .....	15
图 24: 尚品宅配工作流程图 .....	15
图 25: 尚品宅配 2016 年家居类销售收入占比 .....	16
图 26: 索菲亚 2016 年家居类销售收入占比 .....	16
图 27: 尚品宅配客单价高于其他家具企业 .....	16
图 28: O2O 导流业务收入 .....	17
图 29: O2O 贡献加盟店收入近 20% .....	17
图 30: 尚品宅配 2014-2015 年直营门店扩展迅速 .....	17
图 31: 尚品宅配直营门店全国布局 .....	18

图 32: 尚品宅配直营店销售收入占比较高 .....	18
图 33: 索菲亚直营店销售收入占比较低.....	18
图 34: 建材家具市场人流量持续下行 .....	19
图 35: 尚品宅配 Shopping Mall 店面 .....	19
图 36: 尚品宅配发力 Shopping Mall 布局.....	19
图 37: 索菲亚店面形象 .....	19
图 38: 大部分定制家具品牌主要布局家居建材城 .....	19
图 39: 公司直营店面平均店租 10.77 万元/月 .....	20
图 40: 周迅代言尚品宅配.....	20
图 41: 李冰冰代言维意定制 .....	20
图 42: 尚品宅配内部各环节 KPI 考核 .....	21
图 43: 尚品宅配收入进入快速增长阶段.....	22
图 44: 尚品宅配各业务收入占比.....	22
图 45: 尚品宅配 2016 年销售费用构成.....	22
图 46: 尚品宅配净利润率 2015 年见底.....	22
图 47: 净资产收益率 2015 年见底 .....	23
表 1: 销售费用率对尚品宅配净利润影响较大.....	错误!未定义书签。
表 2: 估值对比表.....	23
附: 财务预测表 .....	25

## 前言：不一样的尚品宅配

这是一家后起之秀的公司，定位于家居生活领域，提供全屋定制的家居产品解决方案。成立于 2004 年，短短 12 年却已经达到 40 亿的销售规模。

初次接触这家企业，你很快会发现这家公司的与众不同：公司不仅销售一系列家具产品，更提供家庭设计方案；渠道不仅见于建材商城，也出没于人流密集的 Shopping Mall 和互联网；随着更深一步的了解，你甚至可能会发现，公司本身是一家软件企业，而且这家公司居然有两个品牌：尚品宅配和维意定制。

作为在城市生活青年一代，我们需要一个安身立足之地，更需要一个家居生活的港湾，而身为尚品宅配的用户和投行分析师，我很幸运，也很骄傲为大家诠释这家不一样的家居生活企业——尚品宅配（300616）。

## 一 消费升级呼啸而来，家居行业面临重构

全国范围看，我国的人均 GDP 突破 8000 美元关口，从局部看三四线城市和农村的人均 GDP 突破 3000 美元，可选消费和消费升级的趋势来临，具体到家居领域消费者将更多的选购有品牌的高品质家居产品，目前家居全行业处于极度分散的状态，家具行业正在品牌化的路上，全行业在消费升级的趋势中将会面临重构，优质的龙头家具企业有望脱颖而出。

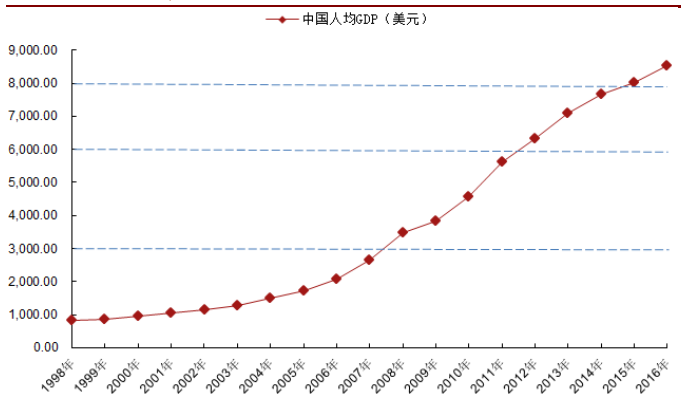
### 1.1 人均收入突破临界点，可选消费进入扩张黄金期

据我们中小盘团队研究（详见《三四线城市消费升级专题系列研究——次第花开，强烈看好广义三四线城市消费升级持续性机会》报告，20170317），人均 GDP 是预测经济发展和人们消费行为的有效指标，从各国发展的历史经验看，当一国人均 GDP 达到一定水平时，居民消费行为和支出结构将发生较大的变化，随着消费需求的变化产业结构也会随之变迁，总的来说人均收入越高，娱乐等可选消费的扩张就会越快，传统产业也会迎来更多升级的消费需求。从历史经验看，令世界各国的消费结构发生改变的人均 GDP 重要节点十分接近，具体而言，1000 美元、3000 美元、6000 美元和 10000 美元等节点具有重要意义。根据世界银行的统计数据，我国人均 GDP 在 2001 年首次突破 1000 美元，根据各国的历史经验平均来看，人均 GDP 在 1000 美元左右时，各国平均食品消费约占 42.91%，衣着消费约占 12.97%，食品和衣着的消费比例开始下降，人们的消费结构开始从刚性的必选消费逐渐向非刚性的可选消费转移。我国人均 GDP 在 2008 年首次突破 3000 美元，根据国际经验 3000 美元是基本门槛，人均 GDP 跨过 3000 美元意味着一国初步解决了温饱问题，食品在消费结构中占比逐步下降，交通通信和娱乐等领域的消费逐渐增多。我国人均 GDP 在 2012 年首次突破 6000 美元，6000 美元是一国国民进入中等收入阶段的标志，居民的基本生活已经被满足，基本进入了小康生活状态，文化娱乐等可选消费的比例大幅上升。我国人均 GDP 在 2015 年首次突破 8000 美元，以国际标准人均 GDP 达到 8000 美元时一国进入经济发达阶段，可选消费和消费升级的趋势极为明显。从美国的发展经验看，食品、衣着等传统必需品行业竞争加剧，盈利减弱，而医疗护理、金融保险、休闲娱乐行业涌入的资金越来越多，发展迅速，前景广阔。



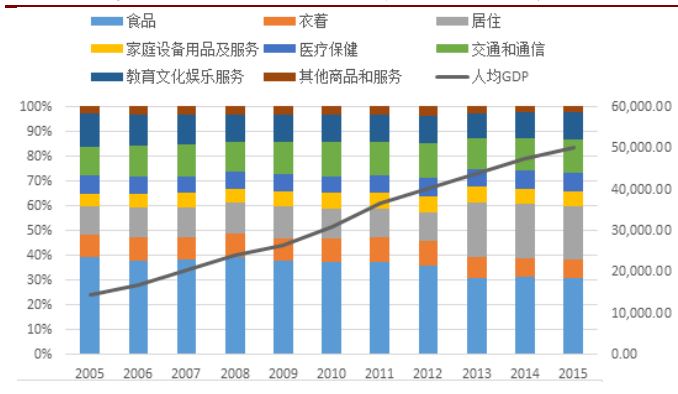
目前我国从全国范围来看，正处于人均 GDP 刚刚步入 8000 美元消费门槛的阶段，未来随着收入进一步增加，将呈现出消费升级的趋势，人们对于高端消费品的消费将大幅增加，随着居民生活水平的提高，大家都更愿意花钱买点好的，质量好、外观美、智能化、品牌化的产品更受消费者欢迎，即便价格很贵，也阻挡不了火爆的消费热情，消费升级的趋势将助力那些尚未品牌化的行业迅速完成品牌化过程，人们对于高品质产品的消费将助力行业领先的龙头企业做大做强。

图 1：2015 年我国人均 GDP 跨过 8000 美元关口



资料来源：世界银行、招商证券

图 2：消费结构随着人均 GDP 产生深刻变革

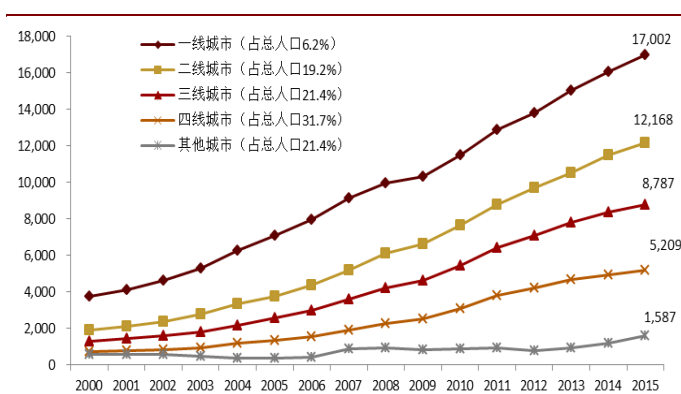


资料来源：Wind、招商证券

### 1.2 三四线城市居民收入跨过 3000 美元节点

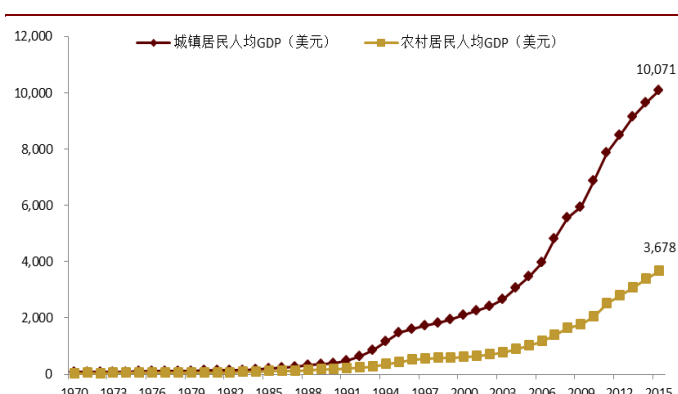
据估计 2016 年我国二三四线城市人均 GDP 已分别达到 13086 美元、10837.11 美元、6049.47 美元，三四线城市的人均 GDP 已经普遍跨过 6000 美元关口。从城镇和农村的结构上看，农村居民人均 GDP 突破了 3000 美元，也就是说我国人均 GDP 水平不但是从总量上突破了关键节点，在 2015-2016 年的时间段内，无论是按照城市线还是按照城镇和农村区分均跨过关键门槛，我国从全国范围看的消费升级趋势将逐渐凸显。

图 3：一/二/三/四线城市及其他地区人均 GDP (美元)



资料来源：Wind、招商证券

图 4：我国城镇与农村人均 GDP



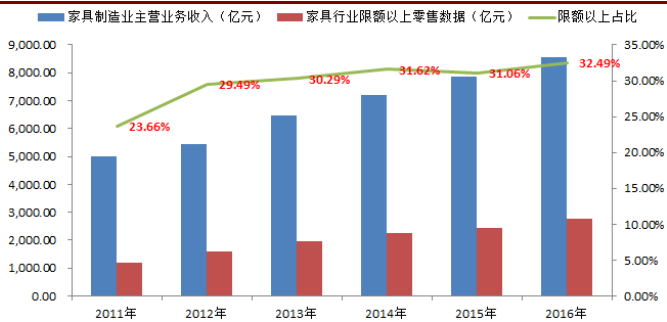
资料来源：Wind、招商证券

### 1.3 家居行业是最后一个尚未品牌化的行业

根据我国批发和零售业、住宿和餐饮业统计规则，限额以上零售数据统计年商品销售总额在 500 万元以上渠道，将各行业的限额以上零售数据与全行业主营业务收入进行占比

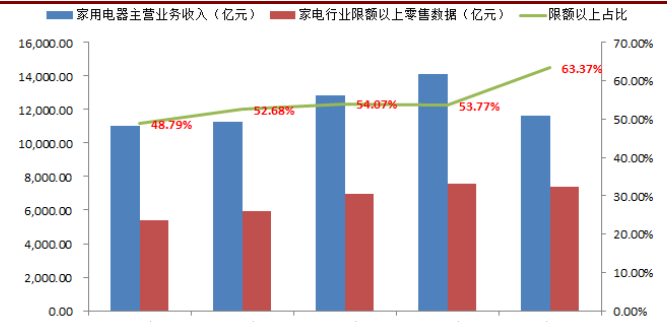
统计计算, 2016 年家具行业限额以上零售数据占全行业主营业务收入的比例为 32.49%, 仍处于缓慢上升阶段。相比于同行业, 家电行业 2015 年前 10 月限额以上零售数据占全行业主营业务收入的比例为 63.37%, 汽车行业 2016 年这一比例为 50.35%, 纺织服装行业这一比例为 43.29%。相比于其他行业, 家居行业还处于比较分散的状态, 提升空间很大。

图 5: 家具行业限额以上销售占比仍低



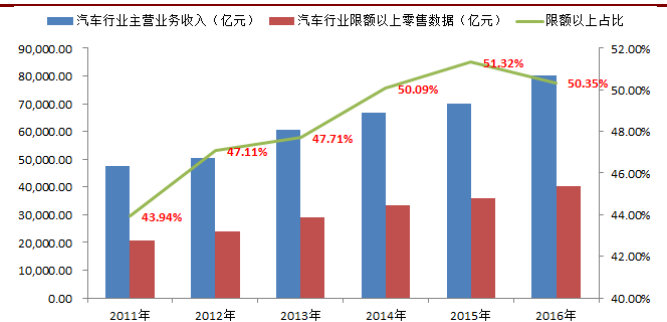
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 家电行业限额以上销售占比较高



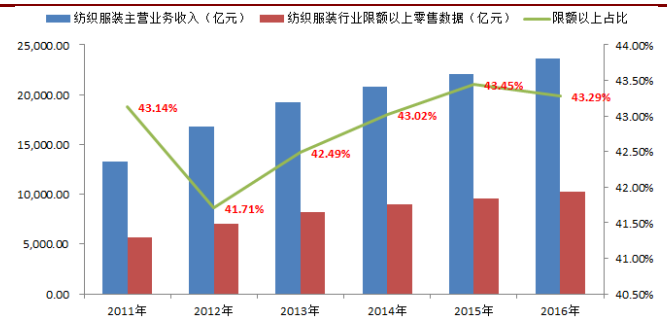
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 汽车行业限额以上占比稳定



资料来源: Wind、招商证券

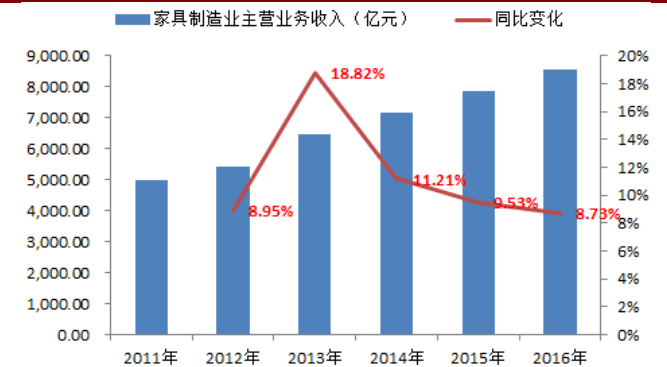
图 8: 纺织服装行业限额以上占比稳定



资料来源: Wind、招商证券

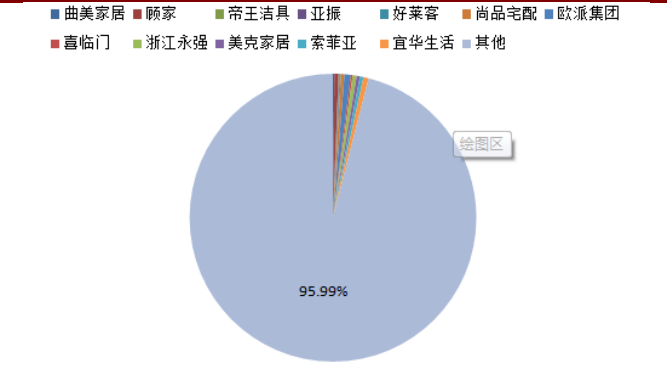
家具行业的总体呈现增长态势, 2015 和 2016 年两年全行业主营业务收入呈现快速增长态势, 同比增幅分别为 9.53%和 8.73%; 然而快速增长下全行业格局极其分散, 2015 年家具制造全行业总营业收入 7872.5 亿元, 其中上市龙头家具企业 12 家只占 4.01% 的比重, 行业目前尚处于品牌化的路上, 我们认为家具行业是最后一个尚未品牌化的行业, 未来龙头企业有望整合行业和提升市场占有率。

图 9: 家具行业主营业务收入快速增长



资料来源: Wind、招商证券

图 10: 上市家具企业营业收入占全行业比例极低



资料来源: Wind、招商证券

## 1.4 结论：家居行业进入消费升级和品牌集中时代

2015 年国内居民消费支出对 GDP 的贡献率高达 60.9%，较 2014 年提升了 12.1 个百分点，已连续三年保持上升态势，居民收入水平也不断提高，随着我国人均 GDP 突破 8000 美元关口，三四线城市和农村人均 GDP 也逐渐越过 3000 美元，人们的消费行为趋向升级。家具行业目前处于“大行业、小公司”的格局，2016 年底，国内家具制造企业数量达到 5561 家，家具行业在迈向品牌化的路上，随着人们消费升级更青睐品牌化的家具，有品牌的家具厂商将逐渐在竞争中取得优势，全行业进入消费升级和品牌集中的新发展阶段。

## 二 三、四线城市发力，驱动家居行业再扩张

家具子版块是典型的地产后周期行业，家具消费的最主要场景发生在购房后，理论上家具的需求稍滞后于房屋销售，对于商品房销售存在很大的依赖性。从实证的角度，由于家具行业总体较为分散，上市公司质地较为优良具备各自的优势：（1）在产品理念上，采用定制家具替代成品家具的方式，用定制的方式解决管理众多 SKU 瓶颈与客户多样化需求矛盾；用扩展品类乃至全屋定制的方式提升客单价，将营销网络的优势发挥到极限，典型的代表公司是**尚品宅配、索菲亚、好莱客**。（2）在产品设计和品牌力上，拥有较为强的品牌设计感的家具公司依靠艺术感的设计，满足特定客户群体的需求，将品牌力和产品发挥到机制，典型的代表公司是**曲美家居、美克家居**。（3）在单一品类上占据领先地位，将单一品类产品的质量和客户体验做到极限，通过提升市场份额实现业绩提升，典型的代表公司是**顾家家居、喜临门**。总体上，上市家具企业在质地上是最优良的家具公司，因此业绩受地产周期的影响不大，总体上消费的属性比较强，但是从历史经验看估值受到地产周期影响非常明显。

### 2.1 17 年三、四线城市成交扩张，带动家居企业估值中枢上移

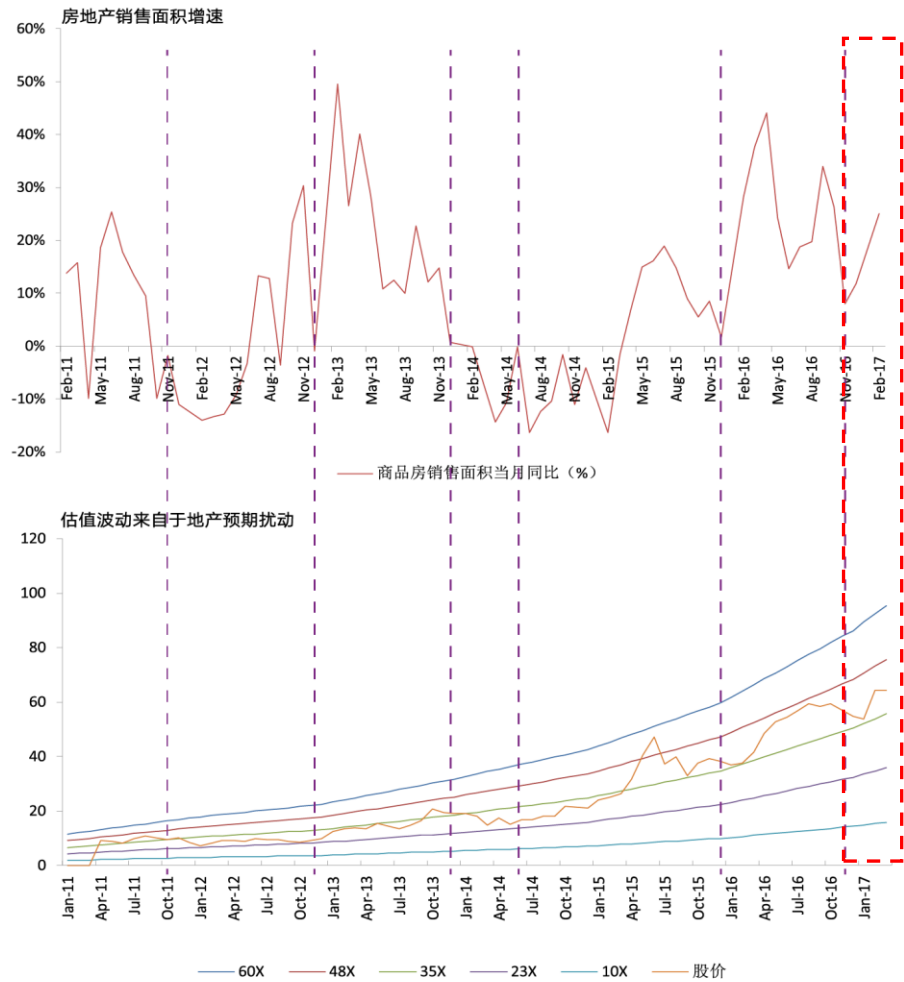
1~2 月份我国商品房销售面积（一手房）为 14054 万平方米，同比增长 25.1%，市场普遍认为在地产调控趋严的大背景下，2017 年注定是房地产小年，但是超出预期的是三四线城市的销售数据非常亮眼，带动全国整体商品房销售增长。从全国来看，一、二线城市商品房销售占比在 40%左右，三、四线占比在 60%左右，根据逐周数据测算，1~2 月一、二线城市商品房销售面积同比大约分别下滑 40%和 35%，在以上数据基础上估算出 1~2 月三、四线城市商品房销售面积同比大约增长 65%。从全年来看虽然一、二线城市严格调控，但是三、四线去库存宽松格局不变，随着一、二线城市与周围地区房价的差距拉大，返乡购房潮趋势有望助力三四线商品房销售持续景气。我们认为从全年来看，三、四线城市销售将很有可能带动全国整体商品房销售的数据实现 10%以上的增长，全年地产销售很有可能超出之前市场预期。

从历史数据看，地产景气程度对于家居行业的整体估值水平起到非常重要的作用，以行业龙头索菲亚为例，其估值水平受地产周期影响很大：2011 年是地产大年，估值保持在 30X 的高位；2012 年是地产小年，估值稳定保持在 20X 的水平；2013 年是地产销售大年，估值弹性到 40X；2014 年是地产小年，估值保持在 25X 附近；2015 年-2016



年 10 月是地产景气周期，估值在 40X 附近；2016 年 10 月地产调控，销售数据下滑，估值回落到 35X；随着近期地产数据影响，估值开始抬头，我们预计如果商品房销售数据持续向好，以索菲亚为代表的家居企业的估值中枢将会上移，对 2016 年 10 月份地产调控带来的“杀估值”进行修复。

图 11：索菲亚的估值曲线与商品房销售面积息息相关



资料来源：Wind，招商证券

## 2.2 定制家居：成长行业中的明星

随着居民生活水平的提高，对家具产品的功能性、设计性、空间利用率、个性化等方面的要求都逐步提高，人们对于定制家居的接受度将逐年提升，对传统成品家具及打制家具的替代趋势将越发明显，定制家居行业因为顺应了人们对家居的需求，成为了整个家居行业中的成长明星，近年来从事定制家居行业的公司成长速度明显快于成品家具公司。

### 2.2.1 定制家居：满足客户 C2B 的愿望

随着经济和社会的发展，人们在消费的时候，越来越重视个性化的需求，消费者日益追求“与众不同”和“专为我生产”的消费理念，每个消费者都有一颗渴望被定制的心，C2B 的服务模式应运而生。C2B 与传统的 B2C 相对，是一种消费者先发起需求，商家后根据消费者需求组织生产的商业模式。

按照消费者需求可选择程度的逐渐加深，C2B 主要有聚定制、模块定制和深度定制三种方式，其中聚定制只是单纯通过聚合客户的需求组织商家批量生产，厂家通过事先聚客锁定客户群但是不参与客户需求的设计，典型代表是团购。模块定制是为客户聚合客户的需求组织商家批量生产，部分参与客户需求的设计。深度定制中客户能参与到全流程的定制环节。厂家可以完全按照客户的个性化需求来定制，每一件产品都可以算是一个独立的 SKU，典型的行业就是定制家具；每位消费者都可以根据户型、尺寸、风格、功能完全个性化定制，最大限度的满足了消费者对于空间利用及个性化的核心需求。

C2B 模式是感知到消费者正在崛起的个性化、身份差异化需求而兴起的。定制需求的产生，一方面是人们有个性的审美以及财富增加。过去消费者的生活水平低，往往只能根据市场上提供的商品或服务被动地选择自己所需要的。而这种量产雷同的无聊，被压抑束缚的被动，正在被当下的消费者打破。消费者个人意识的觉醒，使得他们从主观上具有了更强烈表达自我个性、展示自我风采的需求。同时，文化生活的日益丰富、爆炸式的信息，人们的爱好审美正在变多且差异化，因此消费者也希望能够通过服装、房屋装饰等彰显自我个性。另一方面也是功能用途上的考虑。每个消费者都会有个人特殊的生活习惯和方式，也会面临不同的生活环境。客观上也决定了消费者要去选择更能够贴合自己生活方式和生活条件的产品和服务。而当市场上充斥着大量规模化生产的商品难以满足消费者特殊的功能用途时，个性化定制的需求就会引起强烈的共鸣，并被精明的生产者捕捉，来获得市场上产生的“新蛋糕”。

图 12：成品衣柜



资料来源：公开资料、招商证券

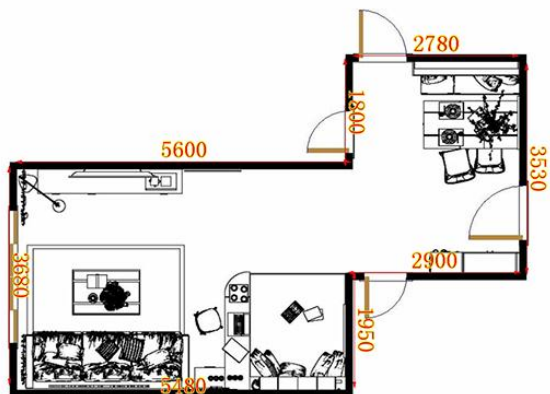
图 13：定制衣柜



资料来源：公开资料、招商证券

而家具定制正式如此。每个消费者都有自己独特的审美和偏好。当消费者偏好中国古典风的家具而市场则主要供给的是欧式简约风家具时，消费者寄希望于可以通过定制家具的方式来实现自己的“一方天地”。而且，当房屋基本装修完毕，东奔西跑终于买回来的家具却与房屋的整体装修风格不甚协调，又或者是各种家具拼凑起来风格不协调，造成效果和预期相差大。除了个性化审美和增加身份辨识度，从房屋的实际功能角度看，房主如果需要扩大房间的空间利用效率或者房屋不规则，而成品家具则可能因为量产尺寸固定而缺乏灵活性，定制家具则不然。对于消费者可以预约设计师查看房屋的装修情况，从而设计出一整套风格统一且契合房屋结构的家具来符合消费者的审美和功能用途预期。

图 14：“卡座式餐厅+榻榻米吧台”设计图纸



资料来源：公开资料、招商证券

图 15：“卡座式餐厅+榻榻米吧台”成品平面图



资料来源：公开资料、招商证券

## 2.2.2 定制家居：产品充分利用空间，制造过程标准化

定制家具相对于成品家具的优势，主要体现在空间利用率更高，对中小户型有适用价值。首先，针对小户型，定制家具可以提高收纳效率。小户型空间有限，可能会难以放置众多的生活用品，例如造成衣橱与衣服长度不匹配，收纳柜和想放置的物品长宽高不匹配等。而定制家具可以结合小户型房主的具体收纳需要，通过对家具空间的合理设计来实现在同样空间体积上的更大程度收纳。

图 14：定制家居的专门设计



资料来源：公开资料、招商证券

图 15：定制家居提升了收纳空间



资料来源：公开资料、招商证券

其次，针对不规则户型，由于该户型通常会有墙面不规则、梁柱遮挡、房屋墙角不周正等特征，而成品家具统一的模式，难以放入该类户型的“犄角旮旯”，造成“空地闲置”。而且很多成品家具无法充分利用房屋高度达到“置顶”效果，浪费了房间顶部的部分空间。而定制家具则可以贴合房屋独特构造而专门设计，使得定制家具可以填补“房屋死角”，使得居室的每一块空间都可以物尽其用。

图 16：定制家居提升了居室利用效率

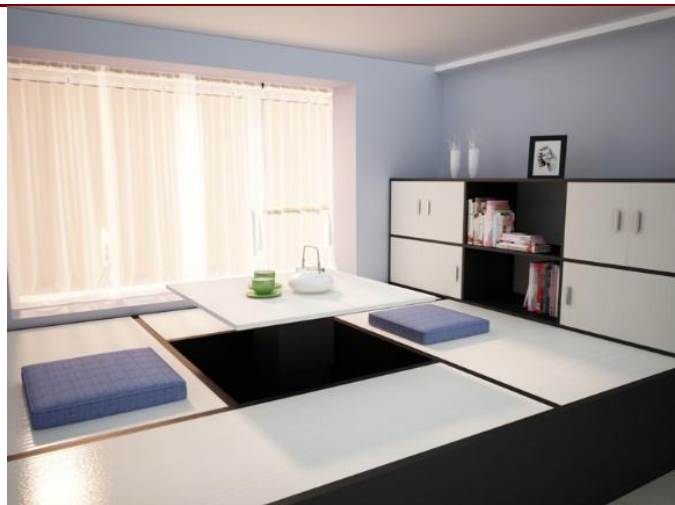




资料来源：公开资料，招商证券

再者，定制家具可以实现“功能折叠”“一房多用”。成品家具为了普适性，设计往往规整呆板，未能充分考虑户主的个性化需求，尤其是当户主想要在有限的空间内实现房屋多种功能的折叠时。而定制家具设计师则可以从户主的具体需要出发，例如“卧榻+客厅”“客厅+书房”组合，个性化地设计出能够满足户主“功能折叠”的家具，大大提高了房屋的空间利用率，例如通过“卧榻+客厅+书房”的“榻榻米”组合，甚至可以将空间利用提升三倍。

图 17：定制家居（榻榻米模式）实现了“一房多用”



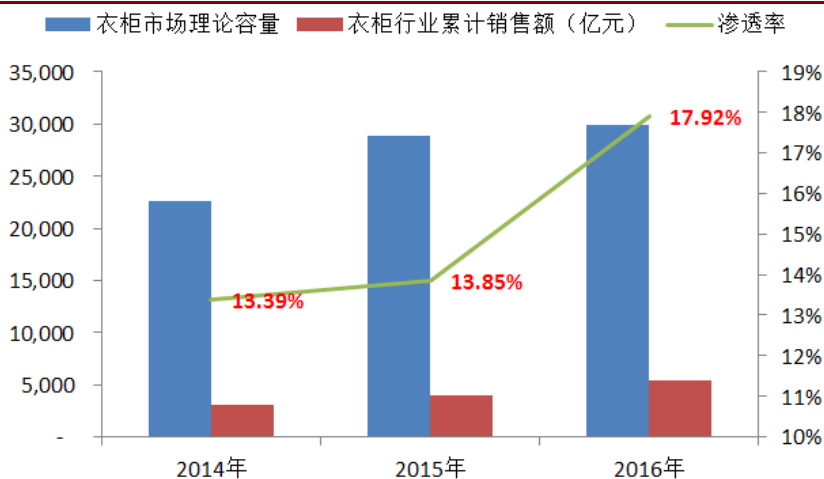
资料来源：公开资料，招商证券

### 2.2.3 定制家居：渗透率不断提升，前景广阔

定制家居企业从橱柜和衣柜等板木家具开始，陆续开展大家居战略，逐渐向电视柜、鞋柜、书柜、酒柜等客厅柜体及其他品类延伸。整体家装、3D 家装设计软件的普及推动家具消费从购买单品家具向基于整体设计的成套采购发展，未来随着人们定制家居使用习惯的进一步养成，渗透率将持续提升。以定制衣柜为例，根据国家统计局披露的城镇人均住宅建筑面积和城镇人口数量，假定在 2010 年至 2016 年间城镇地产存量住宅总面积的增长率保持在 3.5% 左右的速度增长。同时假定房屋为 90 平米每套，在 2010 至

2014 年间每套需衣柜 9000 元/套，2015-2016 年每套需衣柜 10000 元/套，推测得出衣柜市场理论容量。而由定制家具龙头索菲亚的销售收入和市占率可以推算定制衣柜每年的终端市场容量。综合二者推算出定制衣柜的渗透率 2014-2016 年分别为 13.39%，13.85%和 17.92%，定制家居渗透率提升较快但总体仍较低，未来随着消费升级的趋势，渗透率仍然较低的定制家具行业发展潜力巨大。

图 18：定制家居渗透率不断提升



资料来源：Wind，招商证券

### 三 尚品宅配的同与不同：品牌、入口与竞争

尚品宅配由圆方软件起家，融合软件设计、柔性化生产和整体定制家居销售为一体的全品类的定制家具企业。尚品宅配与其他同行业公司差异很大，公司以现代和青春的设计风格、强调直营的渠道策略、线下百货商场和线上新居网的流量入口掌控力、强化竞争的双品牌策略区别于竞争对手。公司 2015 年经营拐点已现，未来业绩高速增长可期。

#### 3.1 我的标签：现代、多变、青春扑面而来

相比于其他定制家居公司的设计风格和产品，尚品宅配给人最直观的感觉色彩跳跃，风格偏重现代，多变和青春的感觉扑面而来，以线上引流和软件管理著称的尚品宅配风格更适应喜好青春风格的消费者，相比于简约北欧风格的一般板式家具企业，奢华高端的实木家具企业，尚品宅配浓重的色彩和青春的设计成为了独特的名片。



图 19: 尚品宅配卧室设计



资料来源: 公司网站、招商证券

图 20: 尚品宅配客厅设计



资料来源: 公司网站、招商证券

图 21: 尚品宅配儿童房设计



资料来源: 公司网站、招商证券

图 22: 尚品宅配厨房设计

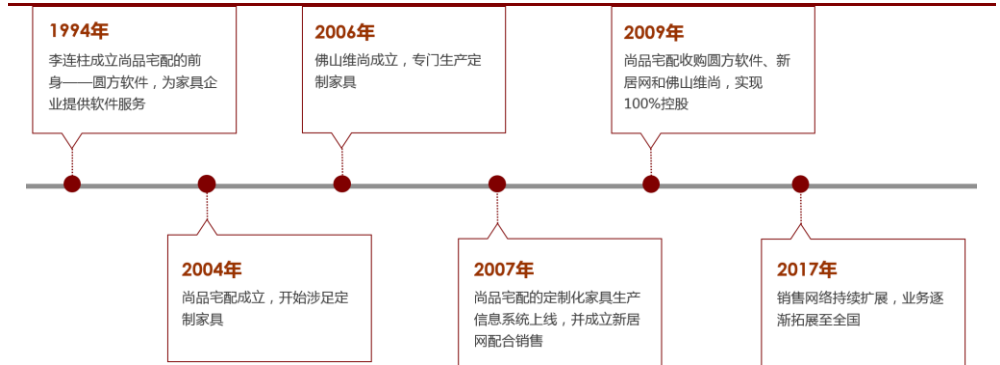


资料来源: 公司网站、招商证券

### 3.2 软件设计构建核心，唯一的全屋定制企业

尚品宅配的前身是成立于 1994 年的圆方软件，由公司董事长李连柱先生等设立，公司成立之初定位于为家装和家具企业提供软件服务，通过自身软件的研发长项为其他家具企业提供技术支持，经过了 10 多年的发展，圆方软件已经成长为技术能力强，服务到位的专业家居类软件服务商。2004 年，公司上市主体尚品宅配成立，公司开始由家具行业软件服务企业逐步向家具生产、制造、销售企业转型，在积累了丰富的家具软件研发和技术服务经验后，开始涉足定制家居，公司将定制家居生产视为很好的流量变现的渠道。2006 年，公司的生产制造单元“佛山维尚”成立，公司的生产基地从设立之初就是专门为定制家居生产而来，整个生产基地实现数码化生产，满足了柔性化生产的要求。2007 年，尚品宅配自己的定制化家居生产的信息系统上线，公司将自身的软件优势逐步转化成生产和产品优势。在同一年为了配合定制家居销售，为门店提供较好的引流服务，成立了新居网。2009 年尚品宅配收购了圆方软件、新居网和佛山维尚 100% 股权，至此公司的核心经营实体成立完成。至 2017 年时，公司的定制家居业务已经发展了 8 年时间，公司大力拓展营销网络，发力营销签约了周迅和李冰冰做代言人，业务逐渐扩展到全国。

图 23: 尚品宅配发展历程

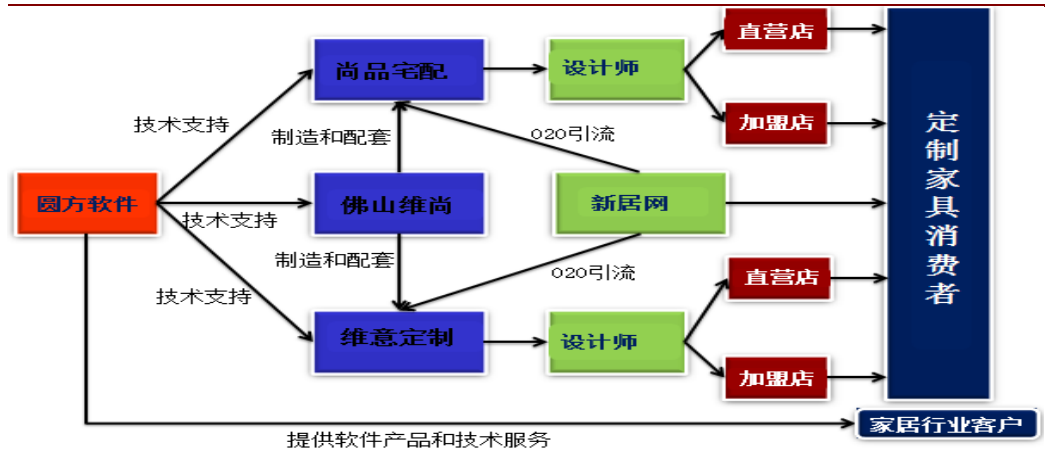


资料来源：公司招股说明书，招商证券

### 3.2.1 关注全屋定制，客单价高于同行业公司

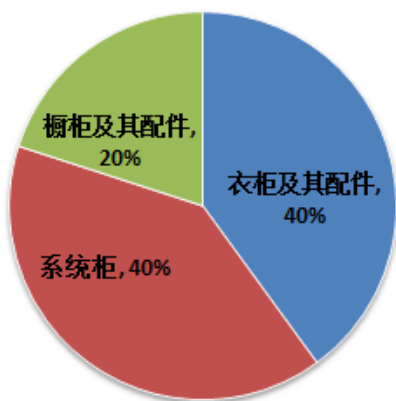
定制家居行业的其他企业诸如索菲亚（定制衣柜）、欧派家居（定制橱柜）、好莱客（定制衣柜），均是由单一品类的定制生产逐步进行品类扩张。与这些由家具生产企业发展而来的定制家具企业有很大的不同，尚品宅配从家具软件公司起家，公司的家居行业软件从最开始便立足于全屋定制，以软件设计为核心竞争力的尚品宅配没有明显品类短板，能够实现真正意义上的全屋定制。例如尚品宅配 2016 年衣柜、橱柜和系统柜的比例分别为 40%、20%和 40%，相对于其他单一产品起家的公司，尚品宅配是唯一的真正意义上的全屋定制。

图 24: 尚品宅配工作流程图



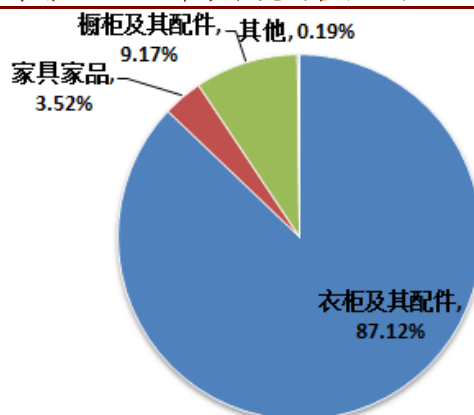
资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 25: 尚品宅配 2016 年家居类销售收入占比



资料来源: 招商证券

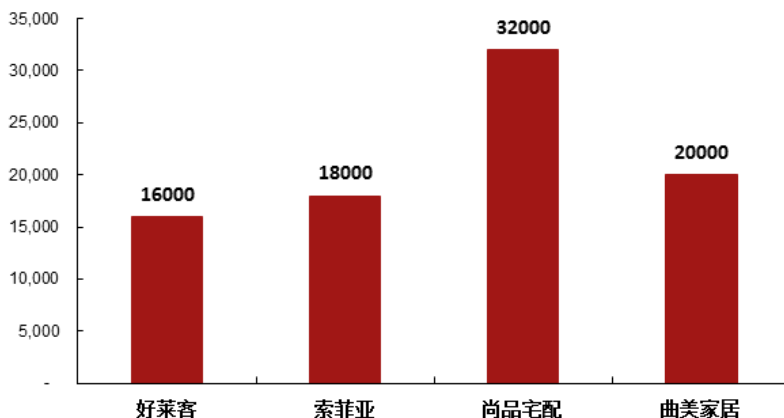
图 26: 索菲亚 2016 年家居类销售收入占比



资料来源: 招商证券

得益于公司的全屋定制, 多品类均衡发展, 公司的客单价显著高于同行业公司, 2016 年公司的可比口径的客单价 (提出经销和主营因素扰动) 为 32000 元, 高于索菲亚、好莱客和曲美家居, 高客单价保障了公司引流的有效性, 在未来抢占流量入口的前提下, 为公司增长提供了保障。

图 27: 尚品宅配客单价高于其他家具企业

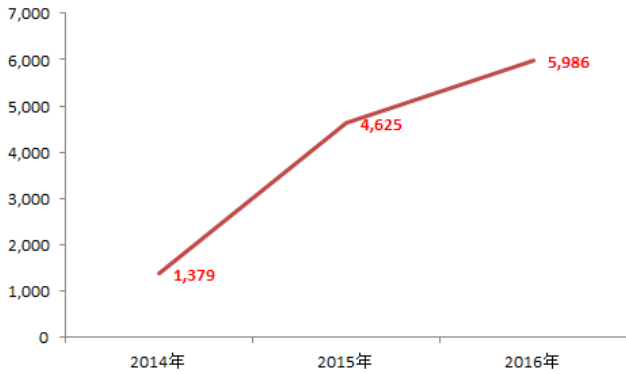


资料来源: 招商证券

### 3.2.2 新居网 O2O 引流, 贡献加盟店近 20% 收入

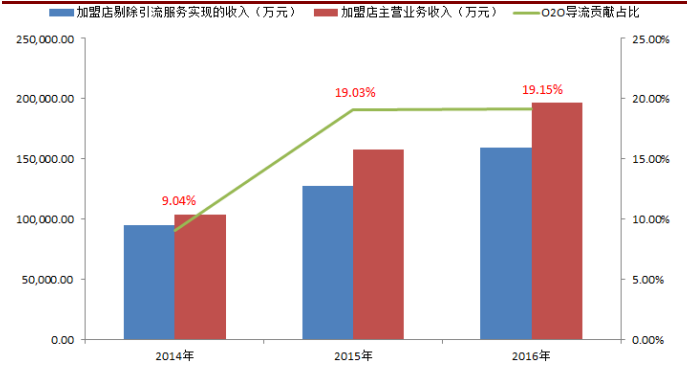
公司的新居网引流平台, 将线上客户引流给就近门店实现销售, 一旦实现销售, 公司对于加盟门店收取引流费用, 独特的 O2O 模式已经成为公司扩展客流的有效手段。公司 2016 年 O2O 引流服务费收入 5986 万元, 同比增加 29.42%。根据公司招股说明书的测算, O2O 引流的客户已经占到加盟商总收入的近 20%, 如果考虑到只有一部分加盟商开通 O2O 引流服务, 这一比例将更高。

图 28: O2O 导流业务收入



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

图 29: O2O 贡献加盟店收入近 20%



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

### 3.3 直营占据一线城市优势资源，渠道运营不走寻常路

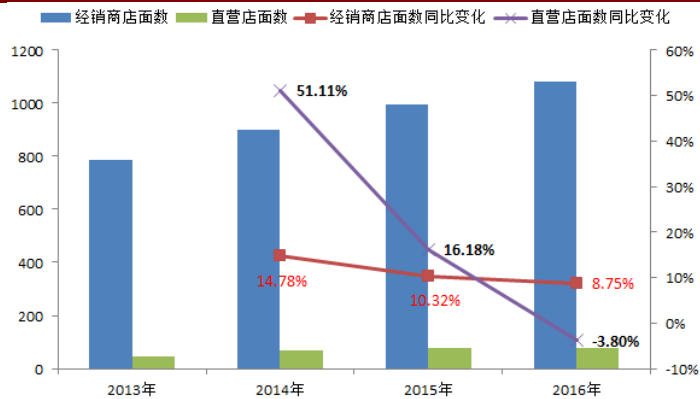
目前主流的上市定制家具企业在渠道上均采用经销商模式为主的轻资产扩张模式，与此同时在渠道的选择上，家居建材卖场成为了定制家具企业发力的开店场所。尚品宅配在渠道上跟其他定制家居企业区别很大，一方面公司直营比例较高，2016 年直营和经销商的收入占比大体相当，公司重视在核心城市布局直营门店。另一方面，公司的门店逐渐从家居建材卖场撤出，布局到人流密集的 Shopping Mall 中，公司在渠道上的不同为公司上市之后提供强劲的增长动力。

#### 3.3.1 渠道差异：在核心城市布局直营店

尚品宅配在渠道布局上一直力图发展自己的直营门店布局，公司 2013 年直营门店 45 家，2014 年和 2015 年两年是公司直营门店大发展的两年，公司直营门店拓展了 23 家和 11 家，店面增长率分别为 51.1%和 16.2%，特别是在 2015 年公司大力拓展直营城市，直营城市数从 2014 年的 6 个拓展到 2015 年的 11 个，2016 年公司直营店数目没有增加，以调整和消化 2015 年的扩张为主。

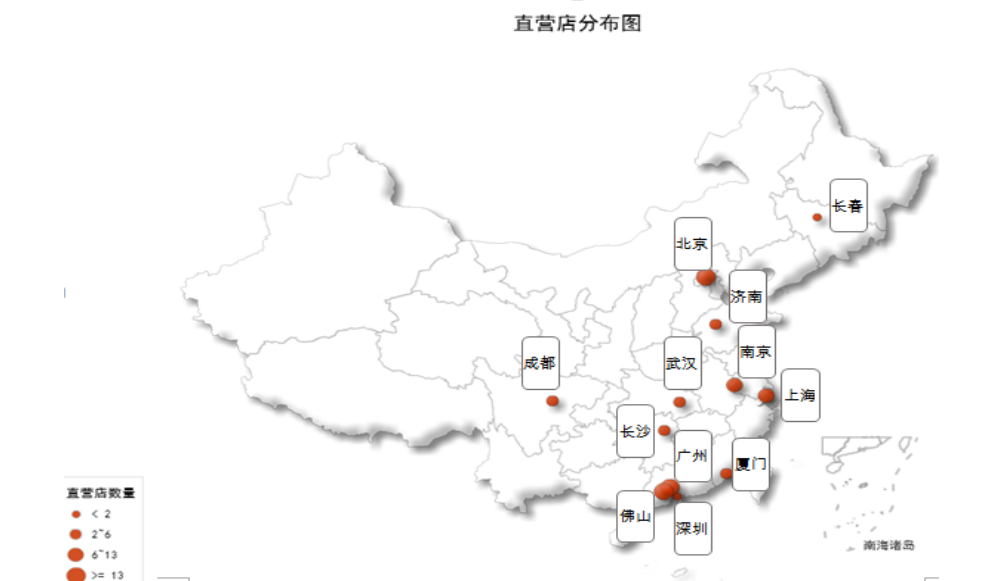
经销商开店方面，公司近几年基本保持稳定，2014-2016 年三年分别净开经销商店数目为 116 家、93 家和 87 家，在经销商店数上每年维持 10%左右的店面增长

图 30: 尚品宅配 2014-2015 年直营门店扩展迅速



资料来源: Wind, 招商证券

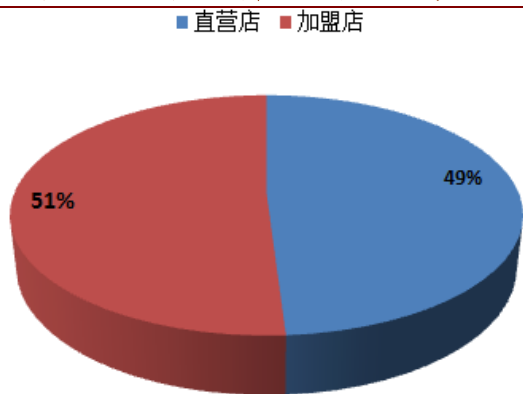
图 31：尚品宅配直营门店全国布局



资料来源：公司招股说明书，招商证券

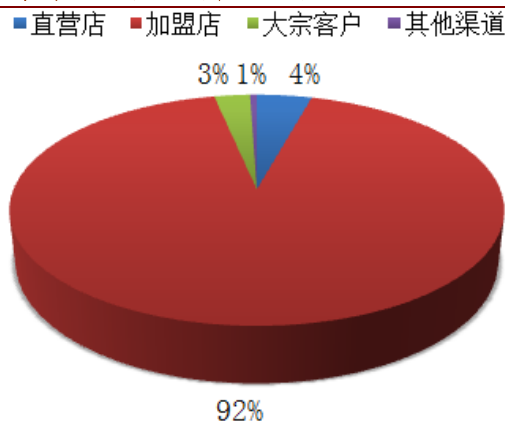
从销售收入占比上看，尚品宅配与其他公司也存在很大差异，2016 年尚品宅配的直营门店约占总收入的 49%，且尚品宅配拥有 76 家自营店，这与其他企业一般加盟占比较高的模式也差异较大。

图 32：尚品宅配直营店销售收入占比较高



资料来源：Wind、招商证券

图 33：索菲亚直营店销售收入占比较低



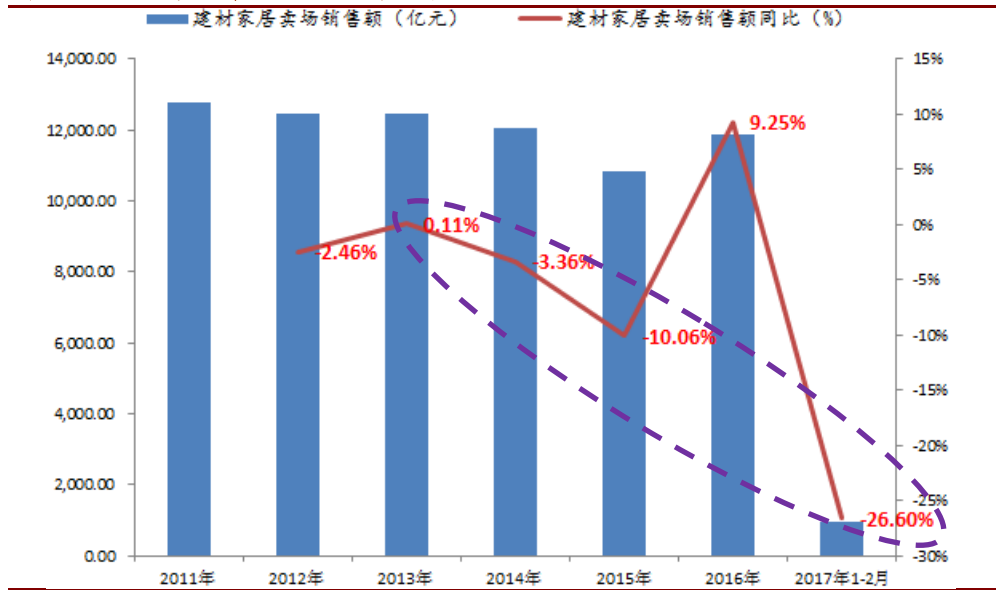
资料来源：Wind、招商证券

### 3.3.2 开店场所：开店重点从建材城转移到 Shopping Mall

公司在开店场所上的理解也有别于行业其他公司，早在三年前的 2014 年，公司便制定了新的渠道扩张战略，在保持平稳经营的情况下，逐步从传统的建材家居卖场中撤出，在客流量聚集的百货商场中开店，虽然传统的建材家居卖场中的人流目的性明确，家居的需求相对明确，但是建材家居卖场中的人流量总体趋于下降，竞争越发的激烈，而且从长期来看在人流密集的百货商场中开店有利于激发和捕捉消费者的二次翻新装修需求，宣传品牌形象。



图 34：建材家具市场人流量持续下行



资料来源：Wind，招商证券

图 35：尚品宅配 Shopping Mall 店面



资料来源：公开资料、招商证券

图 36：尚品宅配发力 Shopping Mall 布局



资料来源：公开资料、招商证券

图 37：索菲亚店面形象



资料来源：公开资料、招商证券

图 38：大部分定制家具品牌主要布局家居建材城



资料来源：公开资料、招商证券

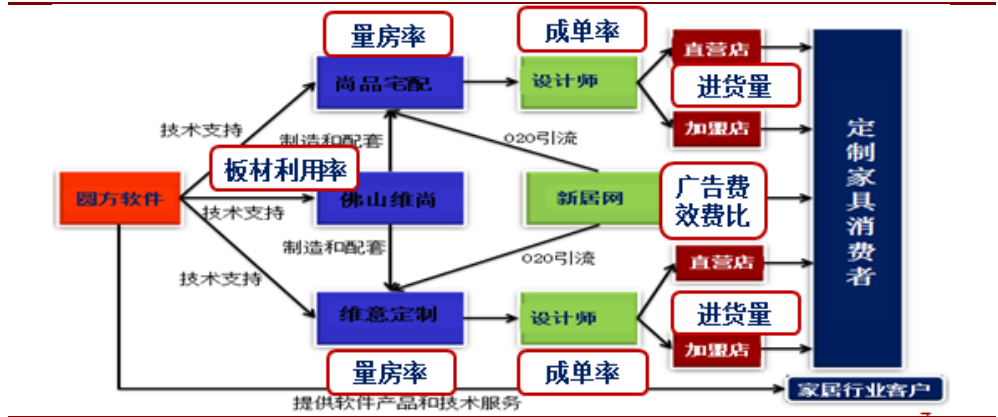
公司总体要求新开店面的店租一线城市在五万元/月以上，三四线城市要求 2 万元/月以上，公司总体上力求占据最好的区位，宣传尚品宅配的品牌形象，公司 2016 年 76 家直营门店平均店租在 10.77 万元/月，店租的中位数为 9.6 万元/月。



### 3.4.2 细化的 KPI 考核机制

公司内部实施事业部制，对每个独立的环节均制定非常细化的 KPI 考核指标，例如对佛山维尚工厂考核综合板材利用率；对新居网考核广告费投入产出比；对设计师考核成单率；对加盟门店考核进货量；对尚品宅配和维意定制考核量房率等，公司采用细化考核的方法培养公司内部的竞争文化和危机意识，保证公司各个环节的饥饿感。

图 42：尚品宅配内部各环节 KPI 考核



资料来源：公司招股说明书，招商证券

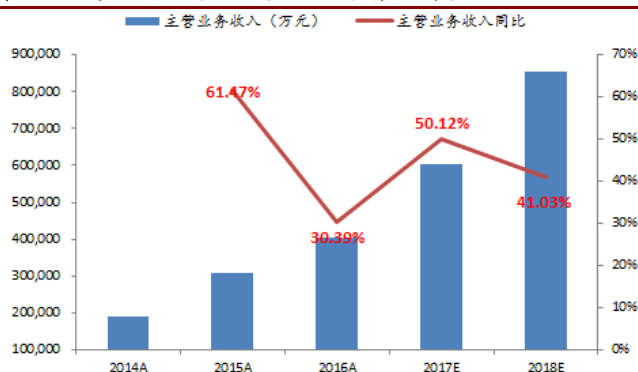
## 3.5 公司未来进入快速上升通道

公司 2015 年完成了直营城市的扩张，随着直营店扩速扩张期完成，公司通过 11 个直营城市的布局强化了对全国终端渠道的控制力，并辐射周边。随着公司上市，公司渠道发展上有更新的思路，保障质量的情况下，发力加盟商渠道扩张，提升加盟占比，降低费用率，享受渠道红利。2015 年市公司经营的拐点，费用率见顶，净资产收益率 (ROE) 和净利润率触底回升，未来公司进入高速增长的上升通道。

### 3.5.1 直营店效提升和加盟加速开店双轮驱动收入增长

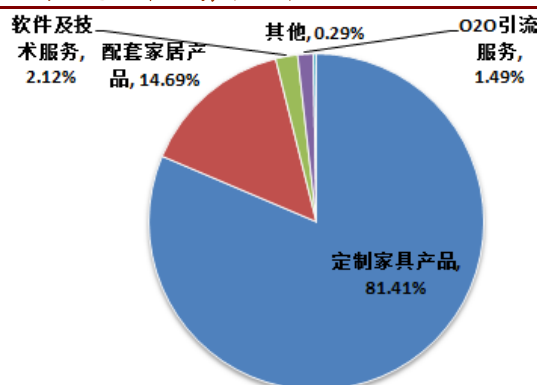
2016 年尚品宅配销售收入为 40.26 亿元，同比增长 30.39%，最主要的业务收入是定制家具产品和配套家居产品销售贡献的。公司的收入增速在过去三年维持高增长，2016 年将是未来几年公司收入增速的相对低点，主要原因是 2015 年公司开店的重点是在直营城市和门店的扩张上，而直营门店在开店之初存在一段时间的培育期，根据管理经验一般在 1.5-2 年只有经营效益会大幅度提升，因此直营店方面 2016 年的培育期中潜力没有完全释放，而加盟店的开店在 2016 年不是公司的经营重点，开店速度增长不快，总体上导致了 2016 年收入增速的低点。随着公司上市，2017 年开始公司的收入增速将进入快车道，公司开店的重点将由直营店转向加盟店，一方面公司 2015 年前后新开的直营门店进入收获期，直营店单店的收入将会大幅增长；另一方面公司直营门店完成布局，对终端的绝对掌控力已经形成，上市后享受加盟轻资产扩张的红利，加盟店的开店速度大幅扩张，公司收入端增长有望进入快车道。

图 43: 尚品宅配收入进入快速增长阶段



资料来源: Wind、招商证券

图 44: 尚品宅配各业务收入占比

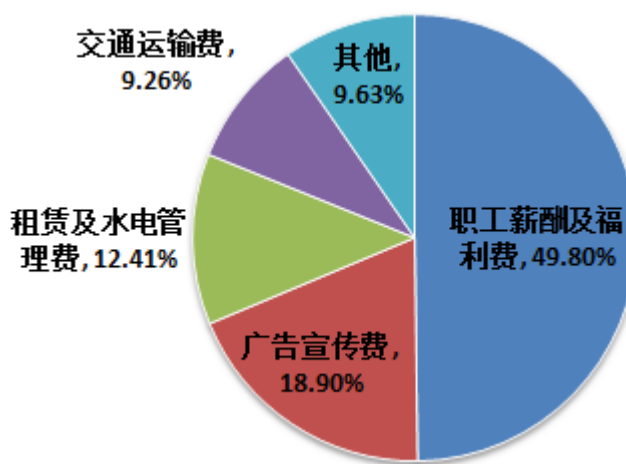


资料来源: Wind、招商证券

### 3.5.2 公司费用率有望逐渐结束升势

2016 年公司销售费用构成主要是直营门店的职工薪酬福利费（占比 49.8%）、广告宣传费（占比 18.9%）、直营门店的租赁费用（占比 12.41%）和交通运输费（占比 9.26%），2015 年开始公司直营门店拓展迅速，职工薪酬福利费和直营门店租赁费用迅速上涨，而直营店培育期销售收入上涨速度不及刚性的费用，因此销售费用率持续攀升。

图 45: 尚品宅配 2016 年销售费用构成



资料来源: Wind, 招商证券

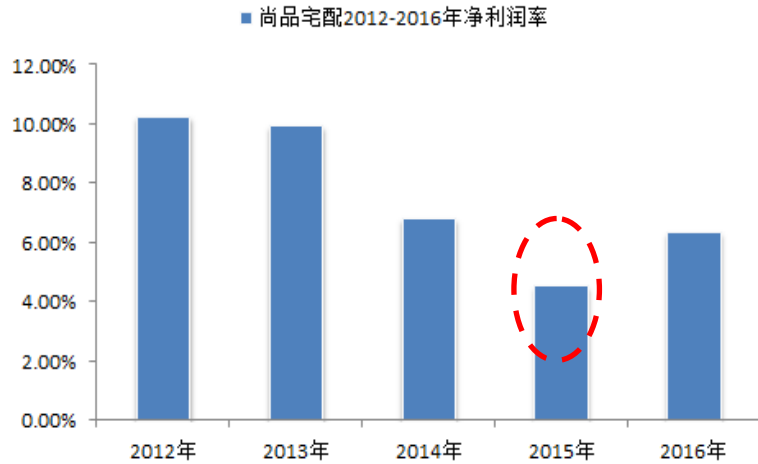
尚品宅配的销售费用率对公司的净利润水平影响很大，未来随着公司收入体量的放大和加盟比例的扩张，一旦公司费用拐点出现，后续弹性较大。

### 3.5.3 公司经营拐点 2015 年出现，未来利润率有望持续提升

公司采用与行业不同的直营模式起步，在强化对终端控制力，防止了加盟商做大之后形成反噬问题的同时也导致了费用率过高，从而阻碍公司净利率持续提升。以 2016 年为例，公司的销售费用率是 27.93%，费用率上与其他主流公司接近 20 个百分点的差异直接导致了净利率的差异。

图 46: 尚品宅配净利率 2015 年见底

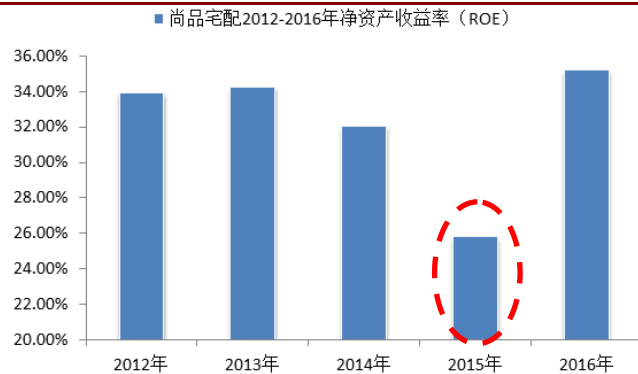




资料来源：Wind，招商证券

但未来随着公司直营门店扩张幅度的减缓，公司享受加盟模式快速扩张的红利，随着公司净资产收益率（ROE）的提升，公司的快速发展期即将来临。

图 47：净资产收益率 2015 年见底



资料来源：Wind，招商证券

#### 四 公司进入高速增长期，首次覆盖给予强烈推荐评级

我们看好公司上市之后的持续高增长潜质，我们认为：1) 消费升级和家具行业品牌化的趋势将有利利用定制家居龙头企业，全行业未来几年仍将维持高速增长；2) 公司独有的线下 shopping mall 开店模式和线上 O2O 为公司提供了客流保障；3) 公司特色的双品牌和内部激烈竞争的体制保障了公司的机体长期健康；4) 公司直营门店的快速扩张期结束，保障了对于终端控制力的同时，未来将享受加盟商快速扩张的渠道红利，经营拐点已经出现。

预计公司 2017-2018 年净利润分别为 3.1 亿元、4.2 亿元，对应 EPS 分别为 2.87 元、3.89 元，同比增长率分别为 21%、36%，首次覆盖给予公司“强烈推荐-A”评级。

表 1：估值对比表

公司	股价 2017/3/26	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		15	16E	17E	15	16E	17E			



索菲亚	67.35	1.04	1.44	1.92	64.8	46.7	35.1	7.99	21.4%	311.0
好莱客	35.94	0.58	0.82	1.12	62.0	44.0	32.1	10.20	15.3%	107.8
曲美家居	17.89	0.26	0.39	0.52	68.8	45.8	34.2	6.51	10.4%	86.6
顾家家居	53.09	1.51	1.46	1.87	35.2	36.5	28.4	6.37	25.7%	219.0
喜临门	22.03	0.61	0.64	0.84	36.1	34.6	26.2	3.53	7.9%	86.9
美克家居	14.48	0.46	0.53	0.65	31.5	27.5	22.3	2.91	10.6%	93.4
宜华生活	11.69	0.42	0.53	0.69	27.8	22.1	16.9	2.37	8.6%	173.3
<b>平均</b>					<b>46.6</b>	<b>36.7</b>	<b>27.8</b>	<b>5.7</b>	<b>14.3%</b>	<b>154</b>

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	899	1216	1802	2467	3603
现金	511	848	1247	1695	2521
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3	3	0	1	1
其它应收款	34	28	43	60	84
存货	312	297	450	625	876
其他	40	40	62	87	121
<b>非流动资产</b>	695	934	1327	1689	2023
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	728	1144	1525	1874
无形资产	82	80	72	65	58
其他	328	126	111	100	90
<b>资产总计</b>	<b>1595</b>	<b>2150</b>	<b>3129</b>	<b>4156</b>	<b>5626</b>
<b>流动负债</b>	983	1315	1957	2657	3657
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	254	383	597	829	1162
预收账款	630	770	1198	1665	2333
其他	99	162	163	163	163
<b>长期负债</b>	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>984</b>	<b>1316</b>	<b>1957</b>	<b>2658</b>	<b>3657</b>
股本	81	81	108	108	108
资本公积金	35	35	35	35	35
留存收益	494	718	1028	1355	1825
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	611	834	1171	1498	1968
<b>负债及权益合计</b>	<b>1595</b>	<b>2150</b>	<b>3129</b>	<b>4156</b>	<b>5626</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	455	718	847	1013	1419
净利润	140	256	310	420	596
折旧摊销	76	91	84	115	144
财务费用	0	0	(8)	(12)	(17)
投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	260	369	467	476	682
其它	(18)	5	(3)	15	17
<b>投资活动现金流</b>	(360)	(340)	(486)	(486)	(486)
资本支出	(355)	(352)	(486)	(486)	(486)
其他投资	(6)	12	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5)	(32)	38	(79)	(107)
借款变动	(4)	(31)	0	0	0
普通股增加	0	0	27	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(93)	(126)
其他	(0)	(1)	11	14	19
<b>现金净增加额</b>	<b>90</b>	<b>346</b>	<b>399</b>	<b>448</b>	<b>826</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3088	4026	6044	8524	11898
营业成本	1700	2166	3372	4688	6567
营业税金及附加	28	43	65	92	128
营业费用	925	1124	1676	2449	3380
管理费用	279	372	558	787	1099
财务费用	3	3	(8)	(12)	(17)
资产减值损失	3	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	153	315	383	522	744
营业外收入	12	14	14	14	14
营业外支出	3	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	162	322	390	529	750
所得税	22	66	80	109	155
<b>净利润</b>	140	256	310	420	596
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	140	256	310	420	596
<b>EPS (元)</b>	1.72	3.15	2.87	3.89	5.52

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	61%	30%	50%	41%	40%
营业利润	2%	106%	22%	36%	42%
净利润	7%	83%	21%	36%	42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.0%	46.2%	44.2%	45.0%	44.8%
净利率	4.5%	6.3%	5.1%	4.9%	5.0%
ROE	22.8%	30.6%	26.4%	28.1%	30.3%
ROIC	21.9%	30.2%	25.4%	27.0%	29.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.7%	61.2%	62.6%	63.9%	65.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.9	1.9	1.9	2.1	2.1
存货周转率	6.1	7.1	9.0	8.7	8.8
应收帐款周转率	934.3	1545.0	4131.8	16807.6	16735.9
应付帐款周转率	8.1	6.8	6.9	6.6	6.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.72	3.15	2.87	3.89	5.52
每股经营现金	5.62	8.86	7.84	9.38	13.14
每股净资产	7.54	10.30	10.84	13.87	18.22
每股股利	0.00	0.00	0.86	1.17	1.65
<b>估值比率</b>					
PE	83.5	45.6	50.1	36.9	26.1
PB	19.1	14.0	13.3	10.4	7.9
EV/EBITDA					

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。