

2017年04月28日

尚品宅配 (300616.SZ)

公司分析

定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者

投资要点

- 营业收入快速增长，静待盈利能力提升：**2013年至2016年，公司分别实现营业收入117,515.26万元、191,223.82万元、308,773.08万元以及402,600.18万元，年复合增长率为45.01%。分别实现归属于母公司净利润11,681.88万元、13,012.99万元、13,953.45万元和25,551.07万元，年复合增长率达40.13%。两者均实现较快增长。2016年净利润增速显著高于营业收入增长率，主要是因为公司2016年新开直营店较少导致销售费用增幅放缓，以及新增直营店效益逐步释放。定制家具及配套家具产品是公司营业收入的主要来源。2013年至2016年两者营业收入总和占比分别为93.57%、95.43%、96.04%和96.10%。由于战略性全国直营布局扩张，公司净利率水平处于阶段性较低水平，未来公司将加速发展加盟渠道建设，以及对直营体系的提效降本，公司盈利能力预计将得到进一步提升。
- 定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者：**公司以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托新居网的O2O互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。目前，尚品宅配的 network 商城新居网注册用户数超过20万。此外，公司还将线上营销平台由PC端扩展至移动端，其运营的“尚品宅配”微信粉丝超过1000万，“维意定制”微信粉丝超过700万。公司通过新居网运营的网络商城和微信公众号O2O营销平台将线上客户引流至线下，O2O引流服务也成为直营店和加盟店营业收入大幅增加的一个重要因素。
- 定制家具行业前景广阔，募投项目解决产能瓶颈，扩大市场份额：**2016年，我国房地产市场持续升温，国家统计局数据显示16年商品房销售面积达157,348.53万平方米，较2015年增长22.46%，增幅显著，房地产市场成交额的显著提升为家具市场带来广泛需求。2017年以来，一二线热点城市调控政策升级，住宅市场成交量持续回落，但考虑到巨大的存量房装修需求和二次装修需求以及家装行业的滞后效应，我们预计定制家具行业在未来几年内仍能保持较高的业绩增速。根据现有数据，我们对定制家具市场规模进行了一个简单的测算，测算得出2016年全年定制家具市场主营业务收入约为2,314.64亿元，占整个家具市场的份额为27.04%，参照发达国家定制家居60%-70%的市场渗透率，行业市场空间广阔。公司现有的产能已经饱和，并且在销售旺季已经略显不足。“智能制造生产线建设项目”能有效解决公司产能不足问题，“营销网络建设项目”、“互联网营销O2O推广平台项目”、“家居电商华南配套中心建设项目”扩大公司销售规模 and 市场份额，保障公司发展战略目标顺利实现。
- 投资建议：**我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为3.35、4.09和5.41元。净资产收益率分别为14.1%、14.7%和16.2%，给予买入-B建议，6个月目标价为164元，相当于2019年30.31倍的动态市盈率。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；销售模式的风险；股权结构分散的风险。

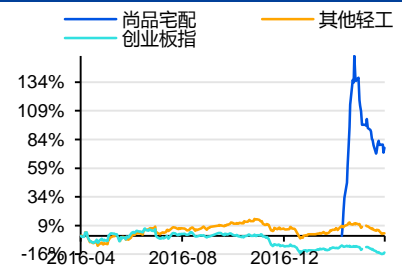
轻工制造 | 家具其他轻工 III

投资评级	买入-B(首次)
6个月目标价	164元
股价(2017-04-27)	138.28元

交易数据

总市值(百万元)	14,934.24
流通市值(百万元)	3,733.56
总股本(百万股)	108.00
流通股本(百万股)	27.00
12个月价格区间	65.22/201.00元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.64	2.3	14.15
绝对收益	-19.01		

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,087.7	4,026.0	5,466.2	7,109.9	9,297.0
同比增长(%)	61.5%	30.4%	35.8%	30.1%	30.8%
营业利润(百万元)	153.0	314.6	433.4	531.1	701.0
同比增长(%)	2.4%	105.5%	37.8%	22.5%	32.0%
净利润(百万元)	139.5	255.5	362.2	441.8	583.9
同比增长(%)	7.2%	83.1%	41.7%	22.0%	32.2%
每股收益(元)	1.29	2.37	3.35	4.09	5.41
PE	115.7	63.2	44.6	36.5	27.6
PB	26.4	19.3	6.3	5.4	4.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、定制家具领域领先企业	4
(一) 营业收入快速增长，静待盈利能力提升	4
(二) 定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者	5
二、定制家具行业前景广阔，公司市场份额将不断提升	7
(一) 家具制造业稳定增长，定制家具市场发展潜力巨大	8
(二) 定制家具市场行业集中度有望进一步提升	9
(三) 率先实现了全屋家具定制的代表企业之一	10
(四) 募投项目扩充产能，提升公司市场份额	11
三、盈利预测与估值	11
(一) 盈利预测假设	11
(二) 可比公司估值	12
四、风险提示	13

图表目录

图 1：公司营业收入及归母净利润情况	4
图 2：公司不同产品线营业收入占比	4
图 3：2016 年尚品宅配与可比公司营业收入及净利润情况	4
图 4：2016 年尚品宅配与可比公司毛利率及期间费用率情况	4
图 5：公司历史沿革	5
图 6：公司及其主要子公司的职能及相互之间业务关系	5
图 7：定制家具的 C2B 服务流程	6
图 8：定制家具的 O2O 营销服务流程	6
图 9：公司两大品牌网络商城用户数、微信及微博粉丝数	6
图 10：公司 O2O 引流服务收入（单位：万元）	6
图 11：我国家具消费者年龄结构	7
图 12：消费者选择定制家具的原因	7
图 13：我国居室装修面积分布结构	8
图 14：我国商品房销售面积和待售面积（单位：万平方米）	8
图 15：我国家具制造业主营业务收入及同比	8
图 16：定制家具市场行业集中度	10
图 17：定制家具产业发展脉络	10
图 18：全屋定制之空间解决功能和产品解决功能情况	10
表 1：公司与主要竞争对手销售模式对比	5
表 2：各种板式家具优劣势对比	7
表 3：定制家具行业市场规模测算	9
表 4：募投项目投入金额及投资进度情况	11
表 5：可比公司估值情况	12

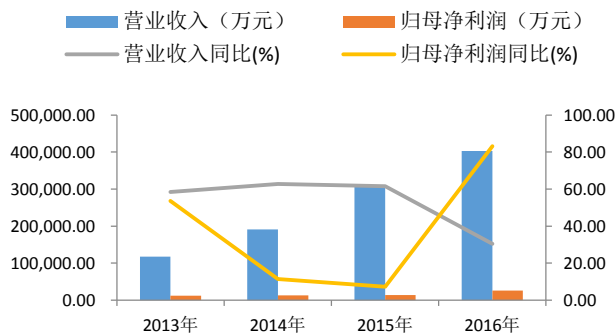
一、定制家具领域领先企业

公司主要从事全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品的销售，并向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务。通过信息化与工业化的深度融合，践行智能化制造思维模式，公司在家具生产领域实现了全屋板式家具大规模定制生产模式。

（一）营业收入快速增长，静待盈利能力提升

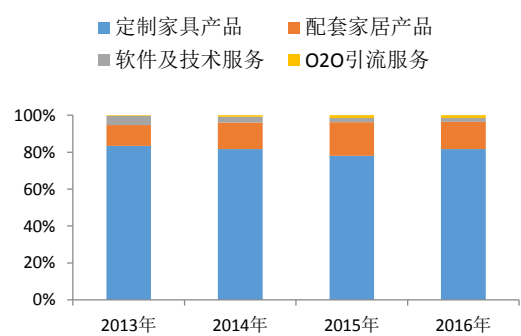
营业收入快速增长，业务聚焦于定制家具及其配套家居产品。2013年至2016年，公司分别实现营业收入117,515.26万元、191,223.82万元、308,773.08万元以及402,600.18万元，年复合增长率为45.01%。分别实现归属于母公司净利润11,681.88万元、13,012.99万元、13,953.45万元和25,551.07万元，年复合增长率达40.13%。两者均实现较快增长。2016年净利润增速显著高于营业收入增长率，主要是因为公司2016年新开直营店较少导致销售费用增幅放缓，以及新增直营店效益逐步释放。定制家具及配套家具产品是公司营业收入的主要来源。2013年至2016年两者营业收入总和占比分别为93.57%、95.43%、96.04%和96.10%。

图1：公司营业收入及归母净利润情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

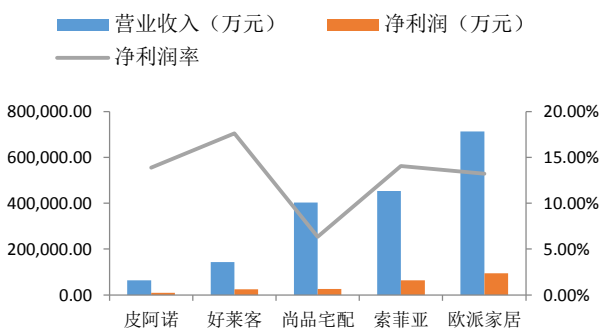
图2：公司不同产品线营业收入占比



资料来源：华金证券研究所，Wind

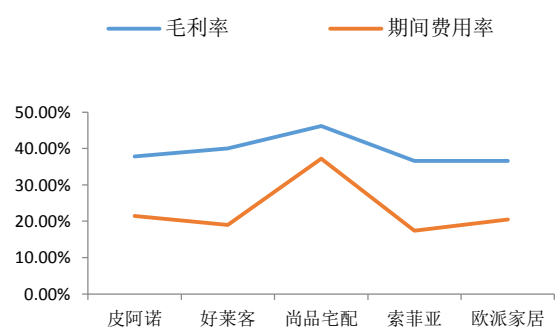
营业收入处于行业中上游水平，现阶段净利润率较低。与同行业可比公司相比，公司营业收入位于定制家具行业上市公司中上游水平，然而公司销售净利润率相较同行业可比公司而言较低。主要是由于战略性全国直营布局扩张对应的销售费用和管理费用增加所致，从而导致阶段性的较低的净利率水平。

图3：2016年尚品宅配与可比公司营业收入及净利润情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图4：2016年尚品宅配与可比公司毛利率及期间费用率情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

直营模式利弊兼备,双重举措助盈利能力提升。有别于定制家具行业传统的经销商销售模式,公司在多数一线城市均采用直营模式经营。直营店直接面向终端客户销售,销售价格相对较高,直营店销售模式使得公司毛利率水平高于传统以经销商模式、工程客户模式进行销售的同行业公司。但另一方面,直营店开立会带来大量的租金、装修装饰以及销售人员薪酬等费用。此外公司处于成长初期,为扩大市场份额,提升品牌知名度,公司也加大了销售费用投入。以上种种原因导致公司期间费用率较高,挤压了公司的净利润空间。未来公司将加速发展加盟渠道建设,以及对直营体系的提效降本,提升公司盈利能力。

表 1：公司与主要竞争对手销售模式对比

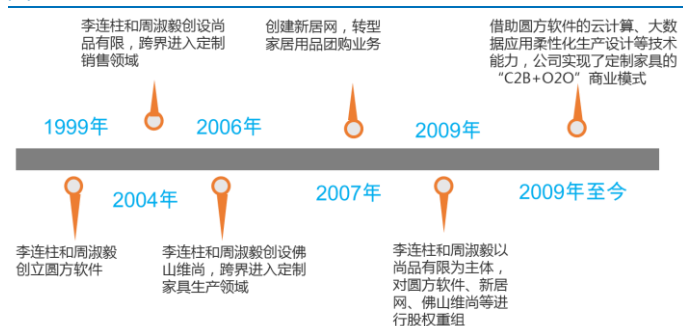
公司名称	成立时间	产品类别	销售模式	销售结构
欧派家居	1994 年	整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品	经销商：3,331 家 经销专卖店：4,710 家	经销：85.47% 直营：3.38% 其他：11.15%
索菲亚	2003 年	定制衣柜及其配件	索菲亚全屋定制产品经销商：1,000 多位 司米厨柜经销商：近 400 家	经销：92.42% 直营：4.27% 其他：3.31%
好莱客	2007 年	整体衣柜产品	经销商：近 1,000 家 经销专卖店：近 1,300 家	经销：92.32% 直营：6.90% 其他：0.78%
曲美家居	1993 年	实木类家具、人造板类家具和综合类家具	经销商：323 家 直营专卖店：44 家 经销专卖店：758 家	--
尚品宅配	2004 年	全屋定制及配套产品、家具行业软件产品及技术服务	直营店：76 家 加盟店：1,081 家	加盟：50.85% 直营：49.15%

资料来源：华金证券研究所，各公司公告 数据截至 2016 年 12 月 31 日

（二）定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者

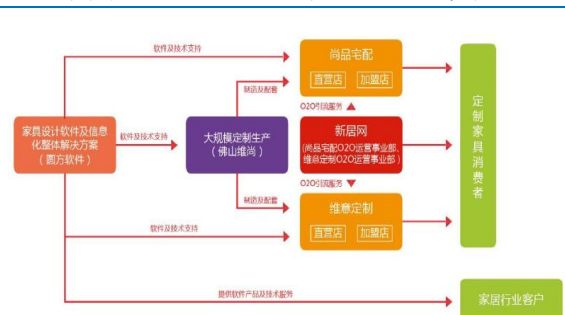
公司创始人李连柱和周淑毅于 20 世纪 90 年代以家居软件研发和家居行业门户网站为创业起点,一直致力于软件研发和互联网运营,并跨界进入了定制家具行业。公司以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动,依托新居网的 O2O 互联网营销服务平台,以及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺,实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。

图 5：公司历史沿革



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 6：公司及其主要子公司的职能及相互之间业务关系



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

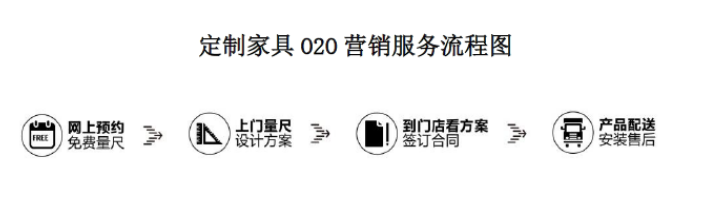
公司 C2B 模式主要通过向消费者展示定制家具、与消费者关于个性化家具方案的互动设计、安排设计师进行上门量尺服务、反复沟通和修改方案、上门量尺确认、配送和上门安装等工序,实现消费者对定制家具的个性化设计、家具尺寸与户型贴切、家居风格统一等多方面的需求。O2O 模式以新居网作为营销平台,消费者在线上可以实时咨询、免费预约量尺、与设计师互动享受免费产品方案设计,并根据地区由旗舰店、标准直营店、加盟店提供线下的上门量尺、方案再设计、成品的配送和上门安装等服务。

图 7：定制家具的 C2B 服务流程



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 8：定制家具的 O2O 营销服务流程



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

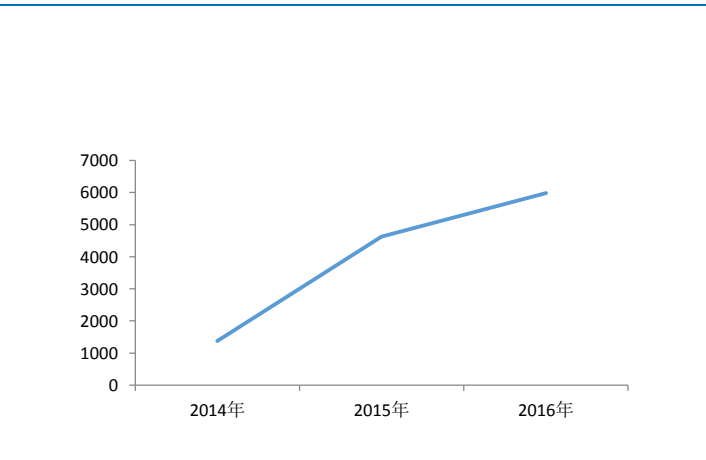
目前,尚品宅配的网络商城用户注册人数超过 20 万。此外,公司还将线上营销平台由 PC 端扩展至移动端,其运营的“尚品宅配”微信粉丝超过 1,000 万,“维意定制”微信粉丝超过 700 万。互联网营销平台与线下实体店相结合的销售模式,促进了公司的快速发展。

图 9：公司两大品牌网络商城用户数、微信及微博粉丝数



资料来源：华金证券研究所，公开资料

图 10：公司 O2O 引流服务收入 (单位：万元)



资料来源：华金证券研究所，Wind

公司通过新居网运营的网络商城和微信公众号 O2O 营销平台将线上客户引流至线下,并按照加盟商对终端客户的收款额按照一定比例收取 O2O 引流服务费。随着公司品牌知名度进一步提高,通过新居网引流至加盟店消费的客户不断增加,引流费收入也在逐年增长,显示出公司网络商城运营效率正在逐年提升,公司 O2O 引流服务也成为直营店和加盟店营业收入大幅增加的一个重要因素。

二、定制家具行业前景广阔，公司市场份额将不断提升

与手工打制家具、成品家具相比，机械化、规模化生产的定制家具具有量身定做、个性化设计等特点，具备空间利用率高、个性化设计、安装简便等优势。

表 2：各种板式家具优劣势对比

项目	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、价格较低	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、材料高档、做工精美	1、形式美观，多种材质可选 2、标准化产品，即买即用 3、价格稍低	1、尺寸贴切、空间利用率高 2、个性化设计 3、工厂生产，安装便捷 4、整体款式、风格统一 5、款式新颖、潮流
主要劣势	1、质量不稳定 2、欠缺美观 3、一般需油漆，材料存在环保隐患	1、价格较高	1、空间利用率低 2、风格、尺寸等较难自由选择	1、生产周期较长 2、价格稍高 3、难以规模化生产

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

从家居消费的年龄特征来看，根据搜房家居研究中心的调查研究数据，35 岁以下消费者占比合计为 76%，中青年为家居消费的主流消费群体，家居消费群体年轻化趋势明显。在消费者选择定制家具的原因中，据中国投资资讯网数据显示，定制家具能满足消费者自身参与设计的比例占 22%，定制家具具有实用性和设计的独特唯一性各占 20%，紧凑、节省空间和时尚各占 17%。

图 11：我国家具消费者年龄结构

■ 25岁以下 ■ 25-30岁 ■ 30-35岁 ■ 35-40岁 ■ 40-45岁 ■ 45岁以上

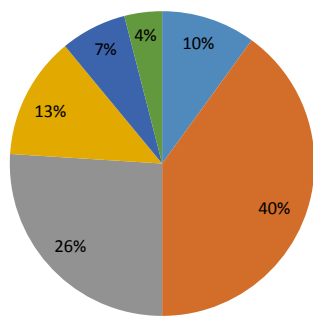
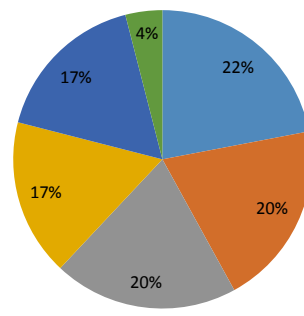


图 12：消费者选择定制家具的原因

■ 满足消费者自身参与设计
■ 定制家具具有实用性
■ 设计的独特唯一性
■ 紧凑、节省空间
■ 时尚
■ 其他



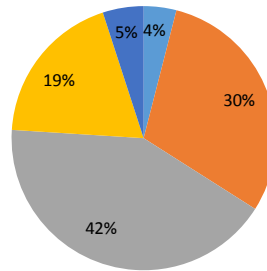
资料来源：华金证券研究所，搜房家居研究中心

资料来源：华金证券研究所，中国投资资讯网

从装修房产面积来看，消费者装修面积以中小面积为主。调查数据显示，居室装修面积在 130 平米以下的占比达到 76%，其中，50-90 平米占 30%。在中小户型占主导的背景下，消费者对房屋空间的利用效率要求日益提高。定制家居根据消费者室内空间布局特点进行产品设计，可以充分合理地利用有效的空间，定制家具的这种优势也将带动消费者的定制化需求。

图 13：我国居室装修面积分布结构

■ 50平米以内 ■ 50-90平米 ■ 90-130平米
■ 130-180平米 ■ 180平米以上

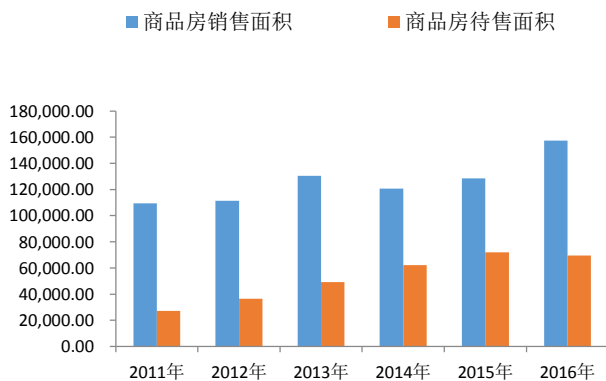


资料来源：华金证券研究所，搜房网数据整理

（一）家具制造业稳定增长，定制家具市场发展潜力巨大

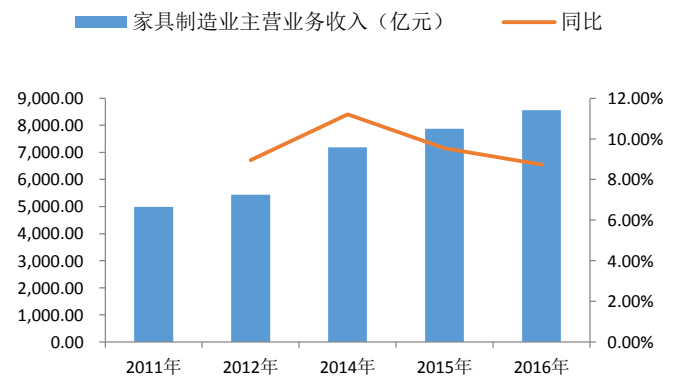
2016年，我国房地产市场持续升温，国家统计局数据显示16年商品房销售面积达157,348.53万平方米，较2015年增长22.46%，增幅显著，房地产市场成交额的显著提升为家具市场带来广泛需求。国家统计局的数据显示，2011至2016年间我国规模以上家具企业销售稳步增长，年复合增长率为11.39%，2016年度中国家具制造业主营业务收入突破8,000亿元大关，成为继“电器”、“食品”后的第三大制造产业。2017年以来，一二线热点城市调控政策升级，住宅市场成交量持续回落，但考虑到巨大的存量房装修需求和二次装修需求以及家装行业的滞后效应，我们预计定制家具行业在未来几年内仍能保持较高的业绩增速。

图 14：我国商品房销售面积和待售面积（单位：万平方米）



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 15：我国家具制造业主营业务收入及同比



资料来源：华金证券研究所，Wind

定制家具市场份额仍然较小，发展潜力巨大。根据中国建筑装饰协会发布的《2014年中国建材家居产业发展报告》显示，2014年中国建材家居产业市场规模达到4万亿元，其中家具制造业市场规模近1万亿元，据粗略估测，定制家具占我国整体家具市场份额的20%-30%左右。同时，根据泛家居数据研究院发布的《2016年全屋定制程度调查报告》，截止2014年，定制橱柜领域市场渗透率达60%，定制衣柜的市场渗透率达30%左右。随着居民收入水平的提高，预

计定制家具渗透率将逐年增长，我们假设定制衣柜和定制橱柜的渗透率逐年递增 2%，其余柜体逐年递增 3%。

住房销售面积方面，国家统计局数据显示，2016 年我国住房销售面积为 137,539.93 万平方米，同比增长 22.4%，达到历史高位。2017 年，全国范围内的楼市政策加码大面积展开，长期来看，我国住房销售量受到政策影响将有所回落。考虑到政策的传导需要一定的时间，我们预测，2017 年和 2018 年房地产销售面积将稳步下降。

基于以上判断，我们对 2016 年及未来三年定制家具市场规模进行了一个简单的测算，测算得出 2016 年全年定制家具市场主营业务收入约为 2,314.64 亿元，占整个家具市场的份额为 27.04%，且在未来 3 年，定制家具行业市场规模还将处于不断提升的状态。参照发达国家定制家具 60%-70% 的市场渗透率，我国定制家具市场空间广阔。

表 3：定制家具行业市场规模测算（假设每套住房平均面积为 100m²）

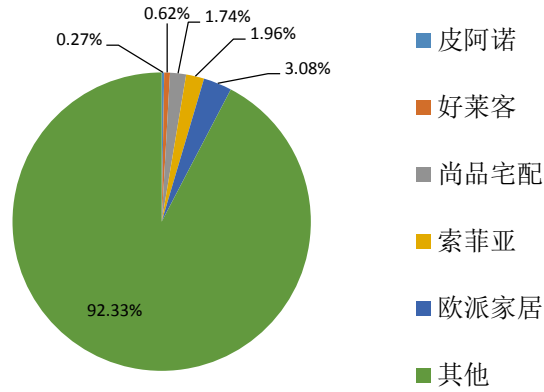
项目	2016A	2017E	2018E	2019E
住房销售面积（万平方米）	137,539.93	130,662.93	120,209.90	122,614.10
住宅销售增速		-5%	-8%	2%
住房销售套数（万套）	1,375	1,307	1,202	1,226
存量房套数（万套）	22,865	24,240	25,547	26,749
二次装修套数 1%（万套）	229	242	255	267
装修房总套数（万套）	1,604	1,549	1,458	1,494
衣柜	34%	36%	38%	40%
定制衣柜渗透率	2	2	2	2
衣柜个数（个/套）	6,000.00	6,300.00	6,615.00	6,945.75
平均单价（元）	654.45	702.64	732.78	829.95
定制衣柜市场规模（万元）		7.36%	4.29%	13.26%
YOY	34%	36%	38%	40%
橱柜				
定制橱柜市场渗透率	64%	66%	68%	70%
橱柜个数（个/套）	1	1	1	1
平均单价（元）	15,000.00	15,750.00	16,537.50	17,364.38
定制橱柜市场规模（万元）	1,539.89	1,610.22	1,639.11	1,815.52
YOY		4.57%	1.79%	10.76%
其他柜体				
其他柜体市场渗透率	5%	8%	11%	14%
其他柜体个数（个/套）	1	1	1	1
其中定制柜体平均单价（元）	15,000	15,750.00	16,537.50	17,364.38
其他定制家具市场规模（亿元）	120.30	195.18	265.15	363.10
YOY		62.24%	35.85%	36.94%
定制家具市场规模（亿元）	2,314.64	2,508.04	2,637.04	3,008.57
YOY		8.36%	5.14%	14.09%

资料来源：华金证券研究所，国家统计局，《2014 年中国建材家居产业发展报告》

（二）定制家具市场行业集中度有望进一步提升

我国家具市场规模巨大，但行业集中度较低。2014 年我国具有一定规模的定制衣柜企业超过 100 家，主要集中在广东、北京、上海、四川等省市。按照上面的测算，2016 年，我国定制家具行业主营业务收入约为 2,314.64 亿元，根据各定制家具厂商主营业务收入粗略计算其市场份额，结果如下图所示。从该图可以看到我国定制家具行业市场集中度非常低。

图 16：定制家具市场行业集中度



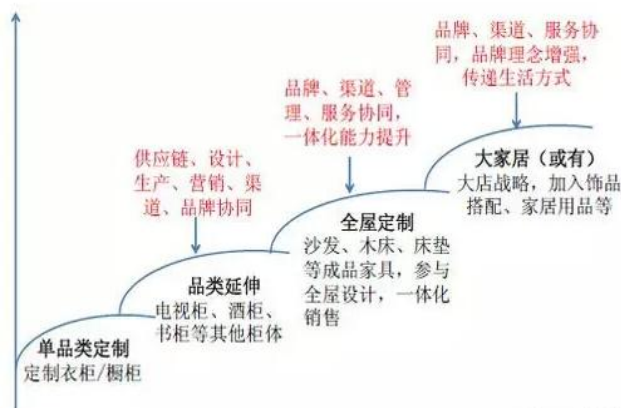
资料来源：华金证券研究所，公开资料测算

定制家具行业有集中趋势的原因是：一、消费者同时对个性化和工艺有要求，未来的消费主力偏向中高端消费人群，他们对质量和品牌更加关注，因此中小企业生存环境艰难。二、虽然定制家具行业进入门槛低，但要做大有较多的壁垒，需要柔性制造模式、信息系统建设和服务能力建设的逐渐积累，因此大型企业容易巩固自己的市场份额。

（三）率先实现了全屋家具定制的代表企业之一

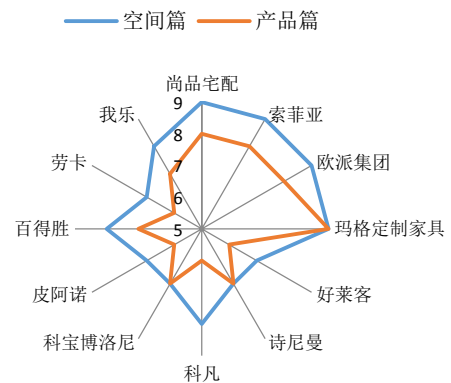
定制家具的兴起，最初主要集中在定制橱柜、定制衣柜等领域，主要由于国外流行的整体厨房、壁柜移门的传入，以及厨房、衣柜对房屋空间利用的要求相对严格等原因形成的，随着家具企业生产技术的提高和我国居民对家具消费理念的成熟，定制家具逐步拓展到卧室、书房、客厅、餐厅以及厨房等全屋家具领域。因此，实现全屋家具的定制是定制家具行业的发展方向，但全屋家具定制对企业的信息技术实力、工艺技术实力、柔性化生产能力等也具有较高的要求。

图 17：定制家具产业发展脉络



资料来源：华金证券研究所，欧浦家居网

图 18：全屋定制之空间解决功能和产品解决功能情况



资料来源：华金证券研究所，泛家居网数据研究院

公司是我国定制家具行业内率先实现了全屋家具定制的代表企业之一。泛家居数据研究院分别从“空间”和“产品”两个角度选取 10 个指标为定制家具行业各个企业目前的功能空间解决的程度进行打分，结果如图 18 所示。可以看到，在解决空间功能方面，公司与索菲亚等位列第一梯队。在全屋定制覆盖产品方面看，公司同样位于同行业前列。

（四）募投项目扩充产能，提升公司市场份额

根据公司的发展战略，未来几年公司销售量和销售额保持较快的增长，而公司现有的产能已经饱和，并且在销售旺季已经略显不足。“智能制造生产线建设项目”能有效解决公司产能不足问题，“营销网络建设项目”、“互联网营销 O2O 推广平台项目”、“家居电商华南配套中心建设项目”扩大公司销售规模和市场份额，保障公司发展战略目标顺利实现。

表 4：募投项目投入金额及投资进度情况

项目名称	投资金额 (万元)	使用募集资 金额(万元)	截至 2017 年 3 月 1 日 投入金额(万元)	投资进度
智能制造生产线建设项目	82,340.75	82,340.75	40,848.91	49.61%
营销网络建设项目	66,732.80	23,131.10	7,297.73	10.94%
互联网营销 O2O 推广平台项目	20,780.14	20,780.14	14,470.76	69.64%
家居电商华南配套中心建设项目	11,078.31	11,078.31	11,300.72	102.01%
合计	180,932.00	137,330.30	73,918.12	40.85%

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测假设

行业需求方面，通过以上分析，我们预计定制家具行业未来三年内仍将维持增长态势，故公司新增产能能够被市场有效消化。

产能方面，公司现有产能利用率趋于饱和，募投项目能有效解决公司产能不足，扩大公司销售规模。“智能制造生产线建设项目”、“家居电商华南配套中心建设项目”两个项目都是建设周期 1.5 年，第五年才能完全达产。“营销网络建设项目”建设期 2 年，“互联网营销 O2O 推广平台项目”建设期 3 年，公司募投项目需要到 2019 年才能实现全部达产。根据公司募投项目现有投资进度，以及公司的投产安排，我们预计公司产能提升将在未来三年内平稳推进。

产品价格方面，公司产品主要原材料人造板、铝材、五金配件等生产企业众多，原材料供应充足，成本剧烈波动风险较小。公司定制家具产品定价参考“成本+利润加成”模式，目前公司依然处于业务拓展时期，同行业竞争者众多，参考公司定制家具产品历史价格，我们预计，未来三年公司产品价格将维持相对稳定状态。

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.35、4.09 和 5.41 元。净资产收益率分别为 14.1%、14.7%和 16.2%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 164 元，相当于 2019 年 30.31 倍的动态市盈率。

(二) 可比公司估值

可比公司估值情况如下：

表 5：可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值（亿元）	TTM	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)
				17E	18E	
002572.SZ	索菲亚	328.28	49.44	34.55	25.87	8.44
603898.SH	好莱客	108.41	41.04	31.61	23.27	9.12
603818.SH	曲美家居	86.51	44.54	35.11	27.20	6.15
603833.SH	欧派家居	454.19	47.83	36.38	28.25	15.76

资料来源：华金证券研究所，Wind 注：数据截至 2017 年 4 月 27 日

四、风险提示

市场竞争加剧的风险；

销售模式的风险；

股权结构分散的风险。

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	3,087.7	4,026.0	5,466.2	7,109.9	9,297.0	年增长率					
减:营业成本	1,699.6	2,166.4	2,934.2	3,815.9	5,016.3	营业收入增长率	61.5%	30.4%	35.8%	30.1%	30.8%
营业税费	28.0	43.3	52.9	69.9	93.8	营业利润增长率	2.4%	105.5%	37.8%	22.5%	32.0%
销售费用	925.0	1,124.4	1,521.0	2,031.3	2,613.2	净利润增长率	7.2%	83.1%	41.7%	22.0%	32.2%
管理费用	279.5	371.8	524.2	660.7	871.4	EBITDA 增长率	11.7%	90.4%	38.2%	25.8%	27.5%
财务费用	2.6	3.0	-	-	-	EBIT 增长率	3.2%	104.0%	36.5%	22.5%	32.0%
资产减值损失	2.7	5.0	3.0	3.6	3.9	NOPLAT 增长率	11.0%	88.1%	40.4%	22.7%	32.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	150.6%	-645.4	-103.8	-90.9%
投资和汇兑收益	2.7	2.5	2.5	2.6	2.5	净资产增长率	29.6%	36.6%	208.0%	17.2%	19.4%
营业利润	153.0	314.6	433.4	531.1	701.0	盈利能力					
加:营业外净收支	8.8	7.0	9.6	8.5	8.3	毛利率	45.0%	46.2%	46.3%	46.3%	46.0%
利润总额	161.9	321.5	443.0	539.5	709.3	营业利润率	5.0%	7.8%	7.9%	7.5%	7.5%
减:所得税	22.3	66.0	80.8	97.8	125.4	净利润率	4.5%	6.3%	6.6%	6.2%	6.3%
净利润	139.5	255.5	362.2	441.8	583.9	EBITDA/营业收入	6.2%	9.0%	9.2%	8.9%	8.6%
						EBIT/营业收入	5.0%	7.9%	7.9%	7.5%	7.5%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	61.7%	61.2%	38.3%	42.0%	43.6%
货币资金	511.0	848.0	1,855.2	3,001.1	3,565.5	负债权益比	161.0%	157.7%	62.1%	72.5%	77.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.91	0.92	1.73	1.66	1.76
应收帐款	36.3	30.9	81.7	56.9	119.0	速动比率	0.60	0.70	1.29	1.43	1.38
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	60.53	107.59			
预付帐款	39.6	35.7	116.4	53.9	165.5	营运能力					
存货	312.2	296.8	696.3	505.7	1,057.0	固定资产周转天数	30	45	62	65	54
其他流动资产	0.1	4.5	2.5	2.4	3.1	流动营业资本周转天数	-55	-69	-54	-57	-58
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	95	95	131	161	165
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	4	3	4	4	3
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	32	27	33	30	30
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	160	167	208	237	224
固定资产	285.5	728.4	1,149.2	1,423.5	1,364.1	投资资本周转天数	-5	-7	17	16	-1
在建工程	180.8	20.6	121.6	41.3	-	费用率					
无形资产	81.7	79.8	77.8	75.7	73.7	销售费用率	30.0%	27.9%	27.8%	28.6%	28.1%
其他非流动资产	147.4	105.4	65.1	35.2	32.3	管理费用率	9.1%	9.2%	9.6%	9.3%	9.4%
资产总额	1,594.6	2,150.0	4,165.8	5,195.6	6,380.3	财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	39.1%	37.2%	37.4%	37.9%	37.5%
应付帐款	297.0	465.5	416.6	783.4	833.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	22.8%	30.6%	14.1%	14.7%	16.2%
其他流动负债	685.9	849.8	1,178.5	1,400.0	1,950.5	ROA	8.8%	11.9%	8.7%	8.5%	9.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	-329.8	-531.0	-297.5	66.9%	-2335.4
其他非流动负债	0.8	0.3	0.8	0.6	0.6	分红指标					
负债总额	983.7	1,315.6	1,596.0	2,184.0	2,784.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	81.0	81.0	108.0	108.0	108.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	529.8	753.3	2,461.8	2,903.6	3,487.5	业绩和估值指标					
股东权益	610.8	834.3	2,569.8	3,011.6	3,595.5						
						EPS(元)	1.29	2.37	3.35	4.09	5.41
现金流量表						BVPS(元)	5.66	7.73	23.79	27.88	33.29
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	115.7	63.2	44.6	36.5	27.6
净利润	139.5	255.5	362.2	441.8	583.9	PB(X)	26.4	19.3	6.3	5.4	4.5
加:折旧和摊销	76.2	90.8	67.6	99.1	102.6	P/FCF	110.2	49.3	-39.7	14.5	28.7
资产减值准备	2.7	5.0	-	-	-	P/S	5.2	4.0	3.0	2.3	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	60.1	30.8	28.4	20.8	15.6
财务费用	-	-	-	-	-	CAGR(%)	46.8%	31.7%	40.7%	46.8%	31.7%
投资损失	-2.7	-2.5	-2.5	-2.6	-2.5	PEG	2.5	2.0	1.1	0.8	0.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	-31.4	-50.6	-28.3	6.4	-222.4
营运资金的变动	241.7	393.7	-210.0	897.1	-122.4						
经营活动产生现金流量	455.2	717.9	217.2	1,435.4	561.7						
投资活动产生现金流量	-360.3	-339.7	-584.9	-288.5	2.5						
融资活动产生现金流量	-4.5	-32.0	1,374.8	-1.0	0.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn