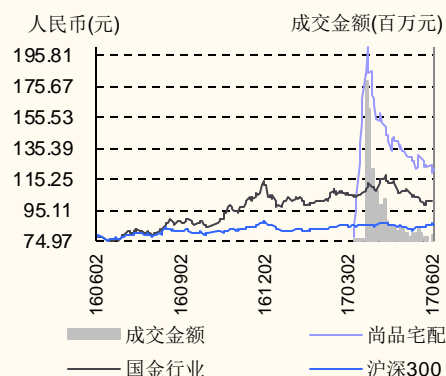


市场价格 (人民币): 122.34 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	
总市值(百万元)	9,909.54
年内股价最高最低(元)	201.00/78.26
沪深 300 指数	3486.51



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.72	3.15	3.16	4.21	5.79
每股净资产(元)	7.54	10.30	22.57	25.39	29.27
每股经营性现金流(元)	5.62	8.86	3.90	7.87	10.22
市盈率(倍)	N/A	N/A	39	29	21
行业优化市盈率(倍)	32	33	34	34	34
净利润增长率(%)	7.23%	83.12%	33.37%	33.34%	37.50%
净资产收益率(%)	22.84%	30.62%	13.98%	16.57%	19.77%
总股本(百万股)	81.00	81.00	108.00	108.00	108.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国定制家具领导品牌**: 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。2016年,公司营收规模 40.26 亿元,同比增长 30.39%,归属于母公司净利润 2.56 亿元,同比增长 83.12%,业绩增速创近五年新高。近期,公司公告限制性股票激励计划草案,激励对象包括中高层管理人员及技术人员,高度绑定了公司与个人利益,对公司长远健康发展具有积极作用。
- **行业具备多需求驱动因素,定制家具子行业成长性确定**。一方面,我国三四线房地产市场去库存效果显著,一定程度上刺激了家具消费,另一方面,消费升级、旧房装修等同样拉动行业成长,未来国内家具行业逆势上涨趋势或将延续。定制家具自 2000 年进入国内市场以来发展迅速,在消费升级、个性化需求凸显、房屋空间利用需求提升等因素下,定制家具将持续成为家具行业中的细分成长性子行业。我们测算,到 2020 年,定制家具行业产值将达 3,500 亿左右,三年 CAGR 超过 16%。
- **产能、渠道布局日臻完善,直营模式优势凸显**。产品端,公司产品囊括卧室、书房、客厅、餐厅等多空间定制家具产品,真正实现了全屋板式家具定制。生产端,公司已在业内树立了“中国智造工业 4.0 示范标杆”,高度信息化生产下,材料利用率在 90% 以上。品牌端,“尚品宅配”、“维意定制”双品牌通过差异化定位,集内部竞争与合作于一体,两大品牌均已成为我国定制家具领域的知名品牌。渠道端,从收入占比来看,目前公司仍以直营店模式销售为主,直营模式下,公司整体单店效率与收入明显高于同业。未来公司在渠道端有两大发力空间,一是公司近年新增直营店效益仍在逐步释放,二是公司正加大加盟店下沉力度及终端覆盖广度,我们看好未来公司在经销模式上的持续突破。
- **打造 C2B+O2O 经营范式,构建高度差异化竞争壁垒**。公司前身为圆方软件,2004 年,公司开启了家具产品的定制化商业模式转型,从过去的软件销售变为家具生产与销售的 C2B 商业模式,并实现了商业模式的颠覆创新。公司 C2B 模式的核心在于消费者需求驱动,针对不同消费者个性化需求,可以通过大数据与云技术为消费者提供真正的一体化全屋设计方案。公

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjq.com.cn

司通过个性化的需求来创造附加值，全屋定制做高客单价，改变传统上成本与价格竞争手法，在同业中树立了独具优势的竞争壁垒。在 C2B 模式、强大的设计、服务、制造能力之上，公司通过新居网运营的网络商城和微信公众号搭建 O2O 营销平台，有效将线上客户引流至线下。公司以消费者需求驱动为中心的“C2B+O2O”商业模式不仅实现了消费者的深度个性化定制，同时设计、生产、销售、服务等环节的无缝连接使得公司整体运营更加通畅高效，公司商业模式具备高度差异化竞争壁垒。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 3.16/4.21/5.79 元（三年 CAGR35.4%）。考虑到公司独特的商业模式下，直营店效益正不断加强，经销模式销售未来存在较大发力空间，同时公司 IPO 项目将进一步扩充产能、加密渠道布局，大家居全屋定制能力不断加强，我们给予公司 2017 年 PE 为 45 倍，对应目标价 142 元/股，首次给予“增持”评级。

风险因素

- 原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；宏观经济波动风险。

内容目录

估值及投资评级.....	5
公司概况：中国定制家具领导品牌.....	6
行业具备多需求驱动因素，定制家具子行业成长性确定.....	8
家具行业景气度逆势向上，行业具备强劲需求驱动.....	8
定制家具—家具业确定性成长子行业，渗透成长空间巨大.....	9
尚品宅配：渠道竞争优势显著，构筑 C2B+O2O 新商业模式.....	10
产能、渠道布局日臻完善，直营模式优势凸显.....	10
打造 C2B+O2O 经营范式，构建高度差异化竞争壁垒.....	14
风险因素.....	17
原材料价格波动风险.....	17
市场竞争加剧风险.....	17
宏观经济波动风险.....	17
盈利预测.....	17
关键假设.....	17
盈利预测.....	17

图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	5
图表 2：尚品宅配业务结构框架图.....	6
图表 3：尚品宅配主营收入分解.....	6
图表 4：尚品宅配资产周转率水平较高.....	6
图表 5：尚品宅配发展历程.....	7
图表 6：尚品宅配股权结构.....	7
图表 7：尚品宅配近年营运表现.....	8
图表 8：尚品宅配近年盈利表现.....	8
图表 9：尚品宅配毛利率水平行业领先.....	8
图表 10：尚品宅配净利率水平仍有较大提升空间.....	8
图表 11：年初以来家具行业景气度逆势向上.....	9
图表 12：2005 年开始我国商品房销售放量明显（单位：百万平方米）.....	9
图表 13：我国历年人口出生率（%）.....	9
图表 14：定制家具企业市场竞争情况.....	9
图表 15：定制家具行业市场规模测算.....	10
图表 16：尚品宅配各类家具类产品展示.....	11
图表 17：尚品宅配工业 4.0 生产制造.....	11
图表 18：尚品宅配与维意定制双品牌运营.....	11
图表 19：尚品宅配近年产能及产销率情况.....	12
图表 20：智能制造生产线建设项目达产进度.....	12

图表 21: 尚品宅配全国线下门店布局情况.....	13
图表 22: 尚品宅配直营店销售占比显著高于同业三家公司.....	13
图表 23: 尚品宅配直营单店收入(万元)具有绝对优势.....	14
图表 24: 同业经销(加盟)店单店收入(万元)水平对比.....	14
图表 25: 尚品宅配商业模式转型.....	14
图表 26: 尚品宅配实现了全屋板式家具定制的 C2B 商业模式.....	15
图表 27: 尚品宅配 2004 年已开始深耕全屋定制领域.....	15
图表 28: 尚品宅配客单价明显高于同业公司.....	15
图表 29: 尚品宅配旗下新居网互联网营销平台.....	16
图表 30: 尚品宅配微信营销平台.....	16
图表 31: 尚品宅配微信端“依附—圈养—回报”运营逻辑.....	16
图表 32: O2O 引流服务收入持续增长.....	17
图表 33: O2O 引流服务毛利率水平较高.....	17
图表 34: 尚品宅配盈利预测.....	18

估值及投资评级

- 首次覆盖给予“增持”评级。**公司的核心业务是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。我们认为其估值应该参考家具类尤其是主要从事定制家具等业务相关上市公司，我们选取了索菲亚、亚振家居、金牌橱柜、皮阿诺、欧派家居和好莱客作为估值参考。可比公司 2017-2019 年预测 PE 中值分别为 35/25/17 倍。我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 3.16/4.21/5.79 元（三年 CAGR35.4%）。考虑到公司独特的商业模式下，直营店效益正不断加强，经销模式销售未来存在较大发力空间，同时公司 IPO 项目将进一步扩充产能、加密渠道布局，大家居全屋定制能力不断加强，我们给予公司 2017 年 PE 为 45 倍，对应目标价 142 元/股，首次给予“增持”评级。

图表 1：可比公司估值情况

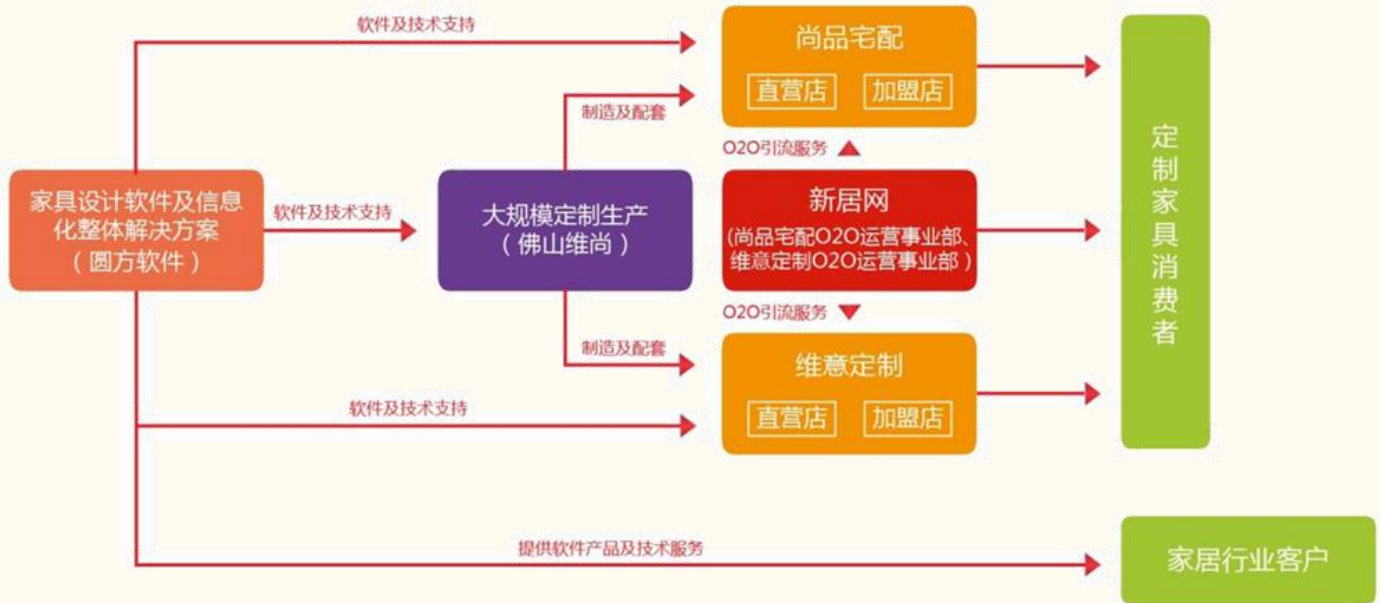
股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E			
002572	索菲亚	37.80	349.06	1.48	1.04	1.40	1.86	26	36	27	20	7.3	8.0	3.2
603389	亚振家居	16.09	35.23	0.46	0.34	0.44	NA	35	47	37	NA	3.8	NA	(0.3)
603180	金牌橱柜	66.65	44.66	1.92	2.28	3.15	5.10	35	29	21	13	7.3	38.5	0.9
002853	皮阿诺	64.31	39.96	1.88	1.86	2.76	3.68	34	35	23	17	4.0	25.1	1.4
603833	欧派家居	105.09	436.22	2.54	3.03	4.00	5.18	41	35	26	20	7.7	26.8	1.5
603898	好莱客	32.91	98.70	0.86	1.15	1.55	2.07	38	29	21	16	6.8	34.1	1.1
平均														
中值								35	35	26	17	6.1	26.5	1.3
300616	尚品宅配							35	36	25	17	5.7	25.1	1.1

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2017 年 6 月 2 日收盘价计算

公司概况：中国定制家具领导品牌

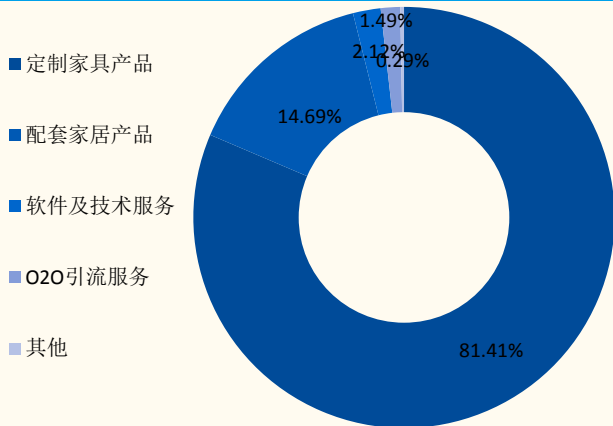
- 公司成立于 2004 年，主要从事全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品的销售，并向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务。公司以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托新居网的 O2O 互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。C2B 运营下，公司以销定产模式实现了零库存，使得公司资产周转率明显高于同业公司。

图表 2：尚品宅配业务结构框架图



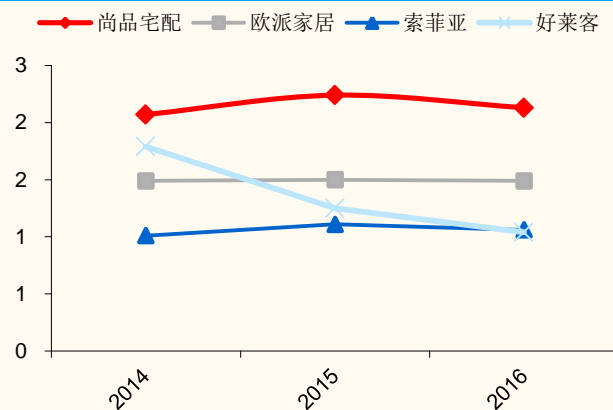
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 3：尚品宅配主营收入分解



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：尚品宅配资产周转率水平较高

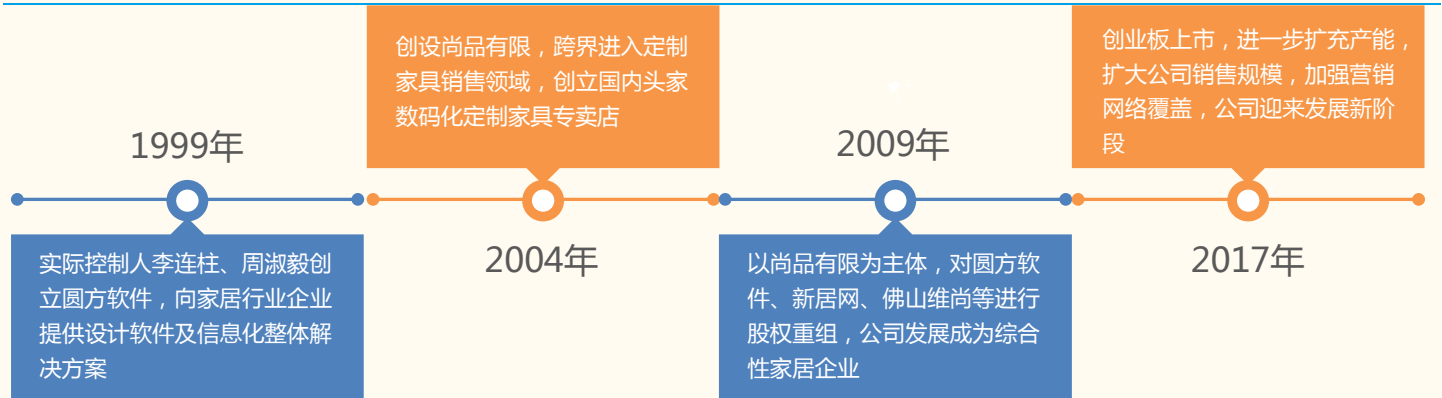


来源：wind，国金证券研究所

- **公司发展历程：**公司是从 20 世纪 90 年代，创始人以家居软件研发和家居行业门户网站为初创起点；2004 年，公司跨界进入了定制家具行业并创立了尚品有限；2009 年，公司又以尚品有限为主体，对圆方软件、新居网、佛山维尚等进行股权重组，重组完成后，尚品有限由“尚品宅配”品牌家具销售企业变更为从事全屋板式家具的定制生产及销售、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、研发和技术服务的综合性家居企业。在信息化技术及互联网领域的高起点上，

公司已形成了以智能化生产为手段，以消费者为中心的“C2B+O2O”现代化商业模式。

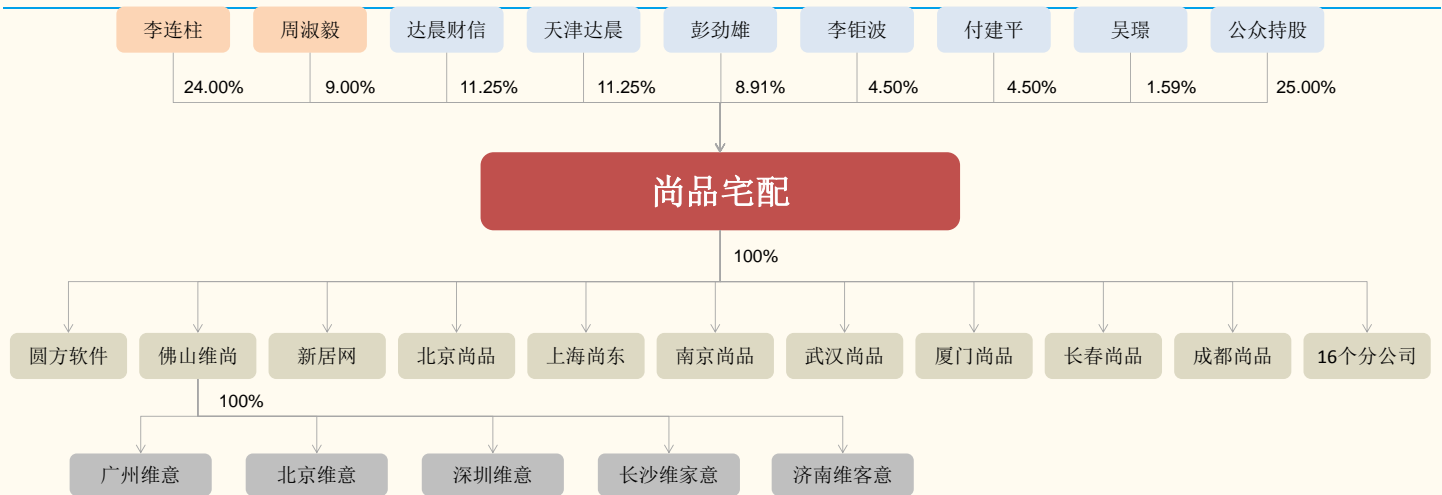
图表 5：尚品宅配发展历程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 2017年3月7日，公司在创业板首发上市。本次发行前，公司总股本为8,100万股，本次公开发行人新股2,700万股，占发行后总股本比例25%，发行后公司总股本为10,800万股。公司的控股股东与实际控制人是李连柱先生及周淑毅先生，合计持有公司33%股份。公司各股东中，除了达晨财信与天津达晨的实际控制人均为湖南广播电视台，系一致行动人，吴璟先生系周淑毅先生之姐之子之外，公司其他各股东之间不存在关联关系。

图表 6：尚品宅配股权结构

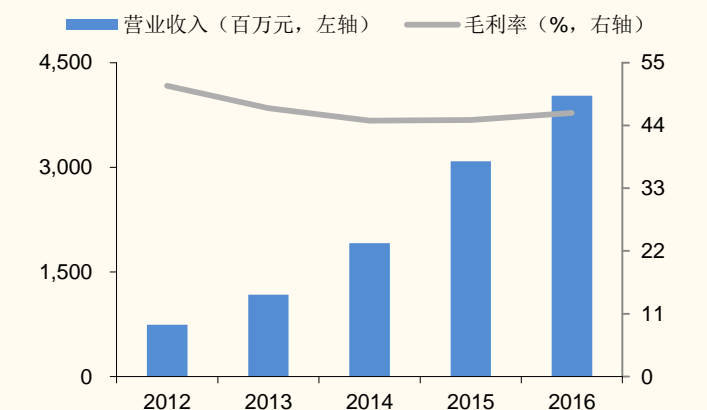


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公布股权激励预案，彰显长期发展信心。5月17日，公司公告限制性股票激励计划草案，拟向包括副总经理、董秘、财务总监及中层管理人员和核心技术人员在内的149名员工限制性股票数量239万股，约占公司股本总额的2.21%。此次授予限制性股票价格67.19元/股，考核条件为以2016年净利润为基数，2017/2018/2019年的净利润增长率分别不低于30%、60%、90%。实施股票激励计划不仅可以优化公司治理结构、进一步健全激励机制，也有助于充分调动公司管理、业务和技术骨干积极性，高度绑定公司与个人利益，对公司长远健康发展具有重要的积极作用。
- 营收规模持续攀升，业绩增速创近五年新高。2016年，公司实现营业收入40.26亿元，同比增长30.39%，归属于母公司净利润2.56亿元，同比增长83.12%。近年来，在经济持续发展、居民收入不断提升、个性化消费需求凸显等背景下，我国定制家具市场快速发展。公司作为国内定制家具领先品牌之一，在行业高速增长、营销网络持续扩张同时品牌优势逐步显现的多重因素下，公司营收规模也保持持续快速增长。2016年，公司归母净

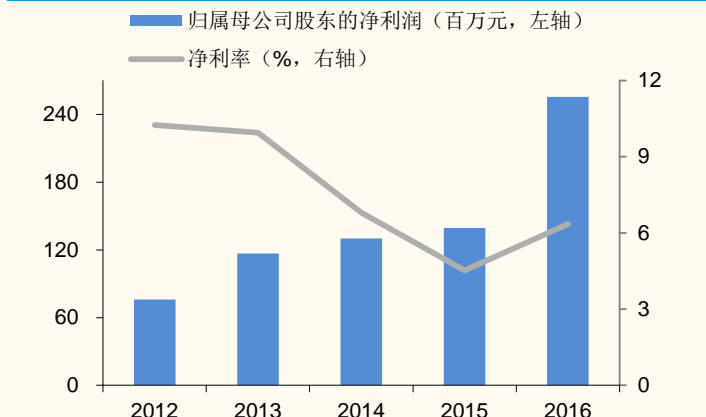
利润增速达 80%以上，主要系由于 2016 年公司新开直营店较少，销售费用增幅有所放缓，且新增直营店效益逐步释放所致。

图表 7：尚品宅配近年营运表现



来源：wind，国金证券研究所

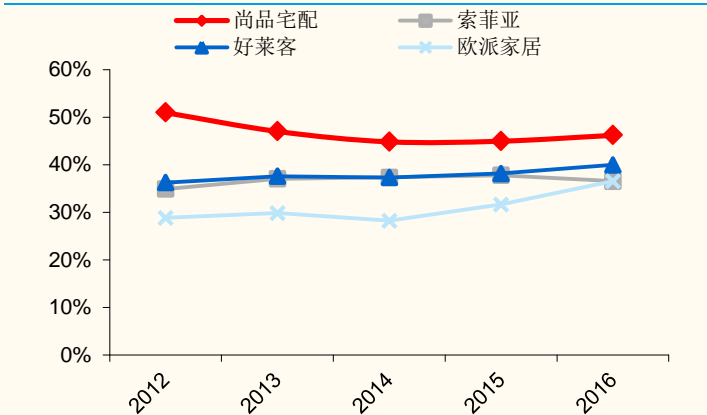
图表 8：尚品宅配近年盈利表现



来源：wind，国金证券研究所

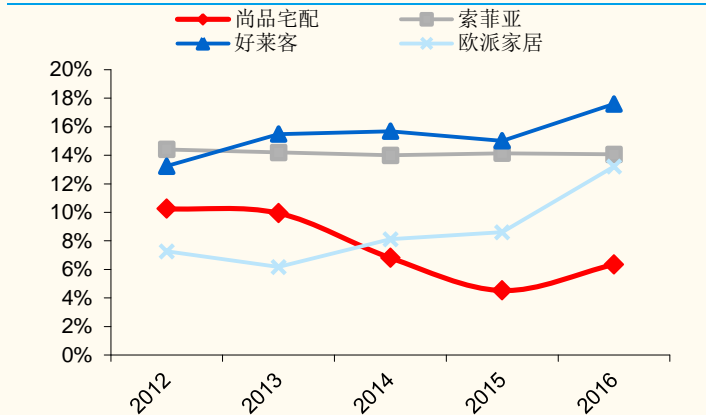
- **毛利率水平同业领先，净利率仍有较大提升空间。**公司目前毛利率水平为 46.19%，显著领先于同业可比公司。与其他三家公司相比，公司直营店占比较高，直营店模式下，公司可以赚取以终端零售价格计价的收入，毛利率相对经销模式下更高。除此之外，公司产品结构中包含有毛利率水平在 90% 以上的软件产品，远高于家具行业的毛利水平。不过，由于公司直营店占比较高，同时公司还正在持续加大直营店培育，部分新增店面效益尚未显现，相对而言，公司销售费用占营收比例也更高，从而拖累了公司净利率水平。不过，从公司净利率水平变动趋势来看，未来随着公司新增直营店面效益不断显现，公司净利率水平有望持续提升。

图表 9：尚品宅配毛利率水平行业领先



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：尚品宅配净利率水平仍有较大提升空间



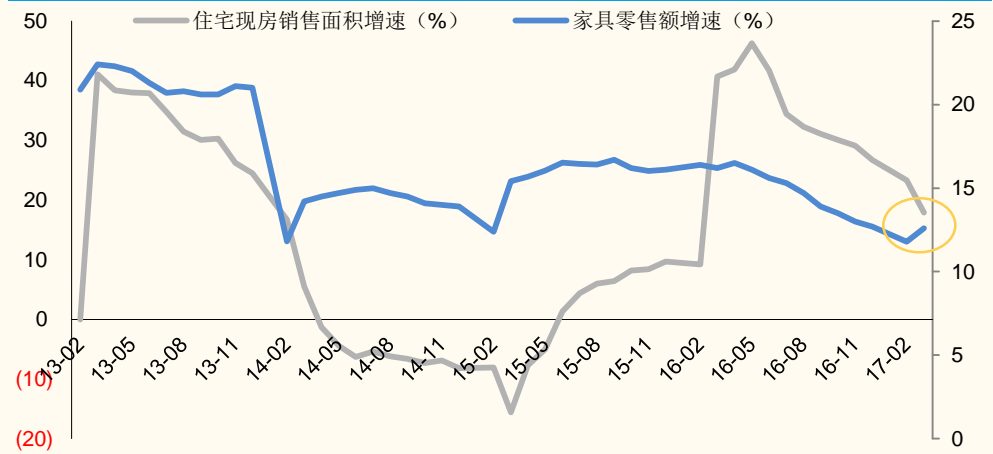
来源：wind，国金证券研究所

行业具备多需求驱动因素，定制家具子行业成长性确定

家具行业景气度逆势向上，行业具备强劲需求驱动

- **后地产周期效应有所弱化，行业景气度逆势向上。**家具行业作为房地产业下游行业，其景气度与商品房销售情况紧密相关，由于新房多采用预售方式，因此家具行业属于“后地产周期”行业。去年下半年开始，全国 20 多个城市陆续发布了新一轮房产调控措施，在地方密集调控政策的持续作用下，房地产市场降温明显，家具行业由于作为后地产周期行业，因而行业整体受到一定影响。不过，一方面，我国三四线房地产市场去库存效果显著，一定程度上刺激了家具消费，另一方面，消费升级、旧房装修等同样拉动行业成长，因而我们认为，未来国内家具行业逆势上涨趋势或将延续。

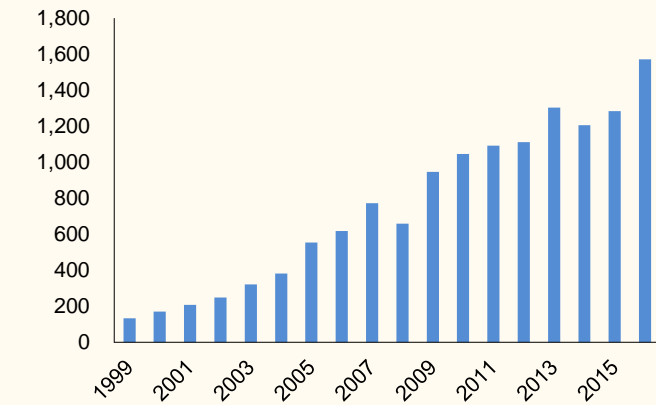
图表 11：年初以来家具行业景气度逆势向上



来源：Wind，国金证券研究所

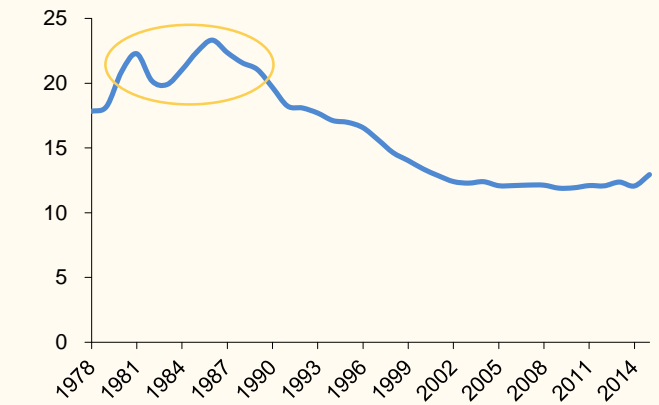
- **旧房翻新与结婚生育潮保障行业中长期需求。**根据行业一般规律，居住 5 年以上房屋即出现翻新需求，居住 10 年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看，今年起旧房翻新的市场需求或将逐渐放量。此外，我国第三次生育高峰期出生的人口已进入 25-35 岁婚育适龄阶段，在家具消费领域，该年龄段人口相比 25 岁以下消费人群更具消费能力，相对 40 岁以上人群更具消费活力，加之婚嫁需求也将进一步延展家具消费潜在需求。同时，在生育潮及全面二孩政策催化下，改善性住房需求也将进一步扩容行业消费空间。

图表 12：2005 年开始我国商品房销售放量明显（单位：百万平方米）



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：我国历年人口出生率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

定制家具—家具业确定性成长子行业，渗透成长空间巨大

- 传统上，我国消费者习惯于购置成品家具或打制家具，定制家具行业在刚进入市场时渗透率比较低。后随着行业的发展，行业技术逐渐优化、行业生产管理模式不断规范化，同时定制家具还能给消费者带来更多布局个性化、空间高效化的体验感，消费者对于定制家具这一新兴行业的接受程度不断增强，定制家具行业每年正以平均 25% 的速度增长，部分企业增速甚至超过了 50%。领先品牌在行业沉淀中，探索出高效规范的生产销售流程，其中包括尚品宅配、索菲亚、好莱客和欧派等定制家具龙头企业凭借良好的融资渠道，实现了快速扩张，规模优势明显。

图表 14：定制家具企业市场竞争情况

项目	欧派家居	索菲亚	好莱客	尚品宅配
成立时间	1994 年	2003 年	2002 年	2004 年

实体店规模	经销商 3,331 家, 专卖店 4,710 家	专卖店超 2,500 家 (包括索菲亚及司米橱柜)	经销商 1,000 家, 专卖店 1,300 家	直营店 76 家, 加盟店 1,081 家
营收规模 (2016 年末, 亿元)	71.34	45.30	14.33	40.26
销售模式	经销商模式为主	“经销商专卖店”为主的形式, 正在稳步推进 O2O 计划	经销商模式为主	以直营、加盟店为实体, 新居网、微信公众号为网络平台, 组成 O2O 立体营销网络
产品类别	整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品	定制衣柜及其配件	整体衣柜产品	定制衣柜、橱柜、书柜、组合家具等全屋定制家具产品及配套家居产品
生产技术	以一个批次的生产容量为单位, 不限类型和尺寸, 为同批次板材制定科学的裁板方案	标准件批量化生产, 非标件柔性化生产	将订单区分为标准件和非标件进行加工	前端设计方案确定时同步生成后端加工信息, 标准件和非标件在同一条流水线上加工

来源: 国金证券研究所

- 定制家具自 2000 年进入国内市场以来发展迅速, 据前瞻产业研究院《2016-2021 年中国家具行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》显示, 随着定制家具在商品房及二手房装修的渗透率提升, **定制家具将持续成为家具行业中的细分成长性子行业, 未来每年将保持 18% 以上增速。**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, 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。
- **从定制家具具体品类上来看:** 根据 2016 年 5 月泛家居网发布的《2016 年全屋定制程度调查报告》数据显示, 2015 年我国定制橱柜市场约为 1,000 亿, 定制衣柜为 500 亿左右。由于定制橱柜相较于定制衣柜更早进入定制家具市场, 该领域发展已趋向成熟。此外, 橱柜通常仅限于厨房和部分客厅空间, 相对来说定制衣柜所占空间更大, 客单价也更高, 因此我们认为未来定制衣柜市场规模增速将远高于定制橱柜。我们预计未来几年定制衣柜增长中枢为 20%-30%, 定制橱柜为 10%-15% 左右。

图表 15: 定制家具行业市场规模测算

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
家具行业产值 (亿元)	7,872.5	8,559.5	9,287.1	10,057.9	10,852.5	11,698.9
增速 (%)	9.3	8.7	8.5	8.3	7.9	7.8
定制家具行业						
渗透率 (占家具行业)	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模 (亿元)	1,574.5	1,883.1	2,228.9	2,615.0	3,038.7	3,509.7
增速 (%)		19.60	18.36	17.33	16.20	15.50
定制衣柜						
渗透率 (占定制家具行业)	32%	35%	37%	38%	40%	42%
市场规模 (亿元)	503.8	659.1	824.7	993.7	1,215.5	1,474.1
增速 (%)		30.81	25.13	20.50	22.32	21.28
定制橱柜						
渗透率 (占定制家具行业)	63%	60%	58%	55%	52%	50%
市场规模 (亿元)	991.9	1,129.9	1,292.8	1,438.3	1,580.1	1,754.8
增速 (%)		13.90	14.42	11.26	9.86	11.06
其他定制家具						
渗透率 (占定制家具行业)	5%	5%	5%	7%	8%	8%
市场规模 (亿元)	78.7	94.2	111.4	183.1	243.1	280.8
增速 (%)		19.60	18.36	64.25	32.80	15.50

来源: 国金证券研究所

尚品宅配: 渠道竞争优势显著, 构筑 C2B+O2O 新商业模式

产能、渠道布局日臻完善, 直营模式优势凸显

- **产品端：**公司主要产品及服务包括卧室、书房、儿童房、客厅、餐厅、厨房等家居空间所需的衣柜、橱柜、书柜、电视柜、床等全屋板式定制家具产品，沙发、床垫、饰品等配套家居产品，以及家居行业设计软件及信息化整体解决方案。其中公司全屋板式定制家具拥有多个家具系列及品类数量，在家居风格数量、家具系列数量、可定制家具范围上具有较强竞争力。

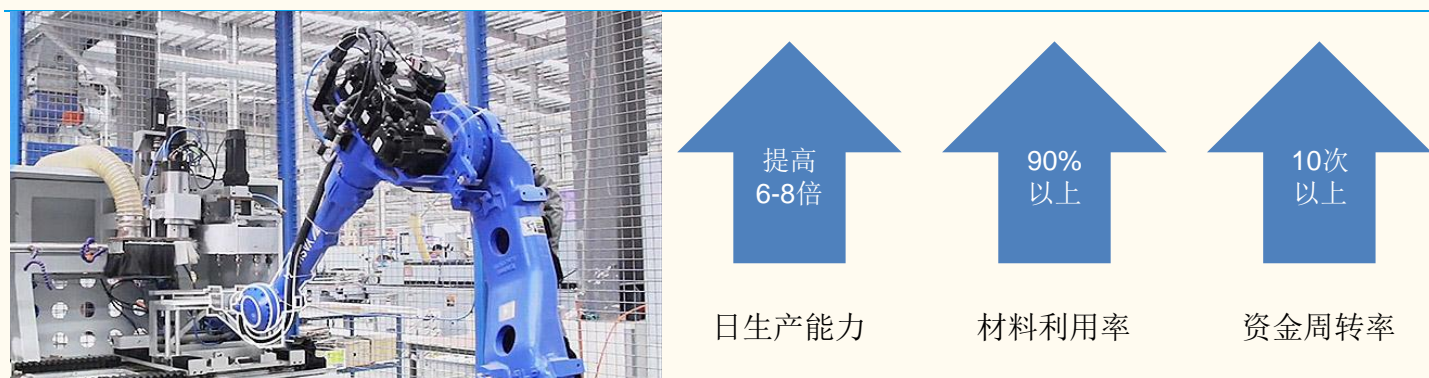
图表 16：尚品宅配各类家具类产品展示



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **生产端：**公司运用自主设计的软件及信息化技术对数控设备进行技术改造，通过虚拟制造技术、订单处理中心对订单进行审核、拆单、排产，将一定数量同类板材的订单合并成一个加工批次并形成加工、分拣、分包、入库等指令，按照批次而不是按照订单组织生产，使公司实现了个性化大规模定制的柔性化生产工艺。作为软件行业出身的家具公司，公司具有先天的IT软件和互联网技术基因，公司已在业内树立了中国智造工业4.0示范标杆。通过将机器人和来自客户、自动化物流系统的实时数据融合，公司在只增加一倍人手的情况下，便将产量增加了3倍，生产率提高了40%。

图表 17：尚品宅配工业4.0生产制造



来源：www.homekoo.com，国金证券研究所

- **品牌端：**在较高产品质量及设计水平基础上，公司通过直营及加盟终端店面渗透不断提升“尚品宅配”、“维意定制”的两大品牌的知名度和美誉度。尤其在直营店模式下，通过在人流较大的市中心开设直营店面，树立良好的品牌形象及高管理标准，配合聘请著名影视明星、加大线上引流等方式加强品牌宣传，“尚品宅配”、“维意定制”的两大品牌已成为我国定制家具领域的知名品牌，公司也获得多项业内品牌荣誉。

图表 18：尚品宅配与维意定制双品牌运营

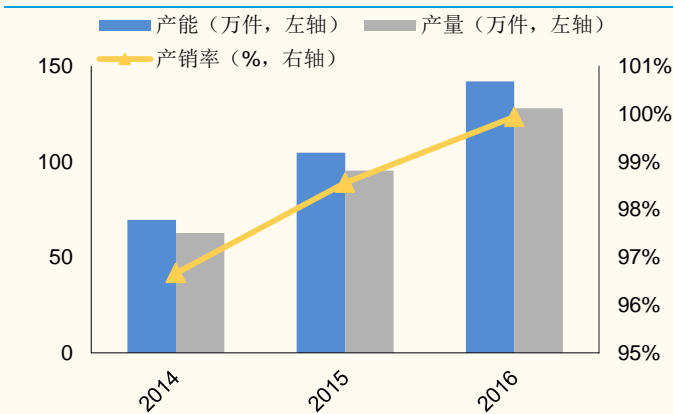
双品牌	尚品宅配	维意定制
-----	------	------

门面风格		
设计形式	用色明丽	精致婉约
家居风格	风格种类多，国内外均有涉及	偏向国外元素
相同点	产品质量与服务均有高度保障 品牌均符合市场严格测评，符合行业高标准设计风格	

来源：www.homekoo.com，国金证券研究所

- **产能布局不断完善，IPO 项目进一步扩充产能。**公司家具产品生产主要是通过佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺来实现，佛山维尚具体负责“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌定制家具的制造，以及“维意定制”品牌定制家具及配套家居产品的零售及批发。截至 2016 年底，公司定制家具年产能规模约在 142 万件左右，鉴于公司连年攀升的产销率及日益突出的产能瓶颈，公司正加速扩充产能布局。除了近年新投资建设的佛山维尚三厂、新一厂、新二厂和五厂，公司此次 IPO 募投项目中的智能制造生产线建设项目同样由佛山维尚实施，通过建设新的生产基地，购入新的生产流水线，以进一步扩大生产规模。

图表 19：尚品宅配近年产能及产销率情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

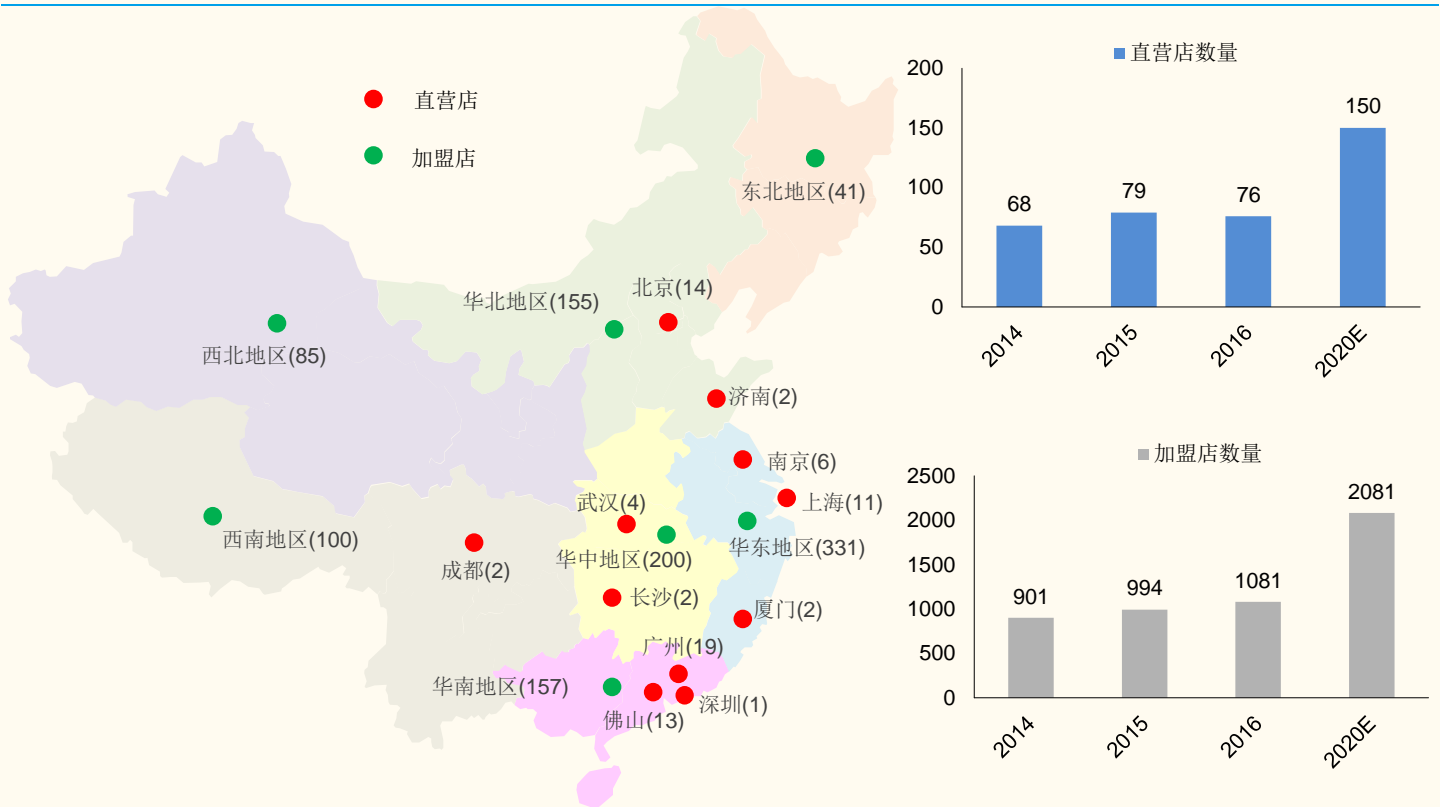
图表 20：智能制造生产线建设项目达产进度

年份	项目阶段性目标
2016	完成项目的设计规划、厂房建设和装修工程、设备购置
2017 上半年	完成项目的设备安装调试、人员招聘及培训、试运行与验收
2017 下半年	正式投入生产，预期释放新增产能 30%
2018	正式投入生产，预期释放新增产能 80%
2019	完全达产，预期实现销售收入 330,739.25 万元，可实现年均净利润 18,751.25 万元

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **巩固直营销优势，经销模式未来发力空间大。**公司采用直营店与加盟店结合的方式布局线下渠道。直营店方面，公司通过在北京、上海、广州、南京和佛山等重点城市的购物中心开设直营店，拉近公司与客户距离，提升品牌价值，同时直营店能够为公司的前端销售提供更加有力的支持，从而提升单店的销售效率、扩大单店销售规模。除了直营店布局，公司还在一线城市以外的其他地区通过加盟方式进行市场开拓，加盟店收入也成为了直营店之外，公司收入规模快速增长的拉动引擎。对比业内其他定制家具品牌商，公司经销门店数量较低，未来公司经销渠道具有较大发力空间。

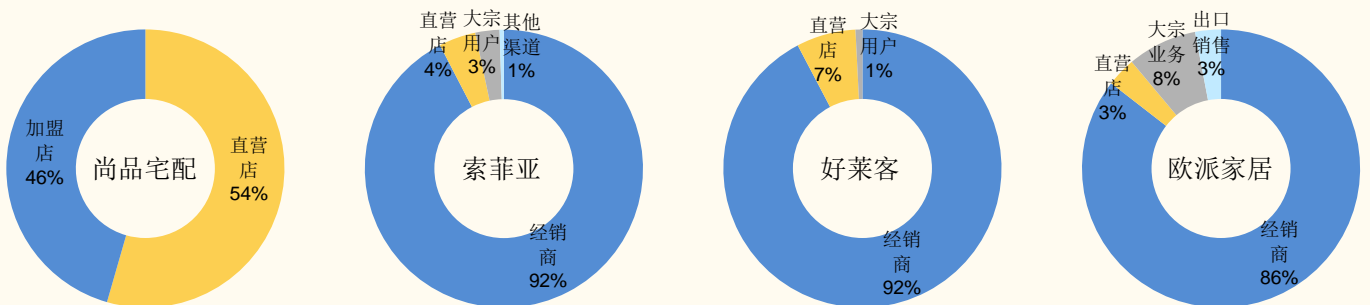
图表 21: 尚品宅配全国线下门店布局情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

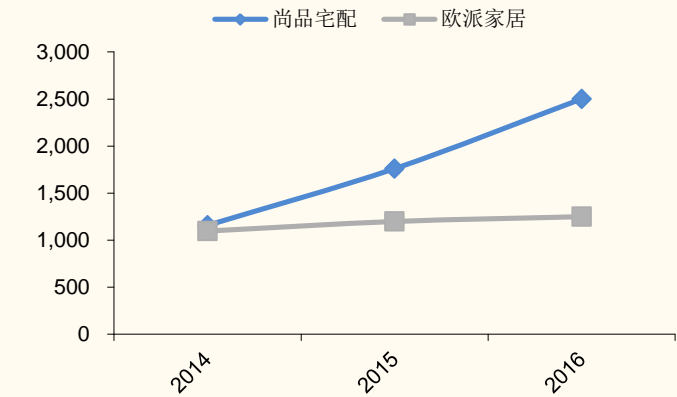
- **单店收入水平业内领先, 直营店销售优势突出。**与其他三家定制家具龙头企业（索菲亚、好莱客、欧派家居）相比, 公司各销售模式间占比更为均衡, 多年丰富的直营店销售管理经验也使得公司形成独特的直营销售优势, 公司直营模式实现的收入增长远高于同行业公司。除了现有 76 家直营店, IPO 募投项目中, 公司还将新增 40 家直营店, 以增强公司对核心销售市场的覆盖能力和品牌影响力, 未来随着公司新增直营店面效益进一步显现, 公司对应利润规模也将显著提升。另外, 从单店收入水平来看, 无论是直营店模式还是加盟店模式, 公司单店收入水平都领先于其他三家公司, 我们认为这主要是得益于公司强大全屋设计能力带动多品类销售, 同时 O2O 引流也有效带动了门店收入增长。

图表 22: 尚品宅配直营店销售占比显著高于同业三家公司



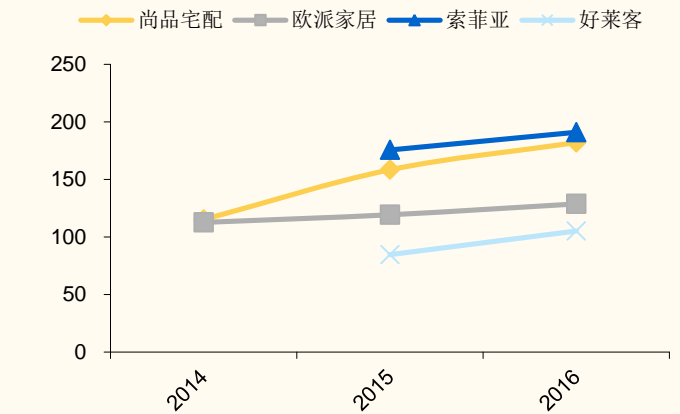
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 尚品宅配直营单店收入 (万元) 具有绝对优势



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 同业经销 (加盟) 店单店收入 (万元) 水平对比

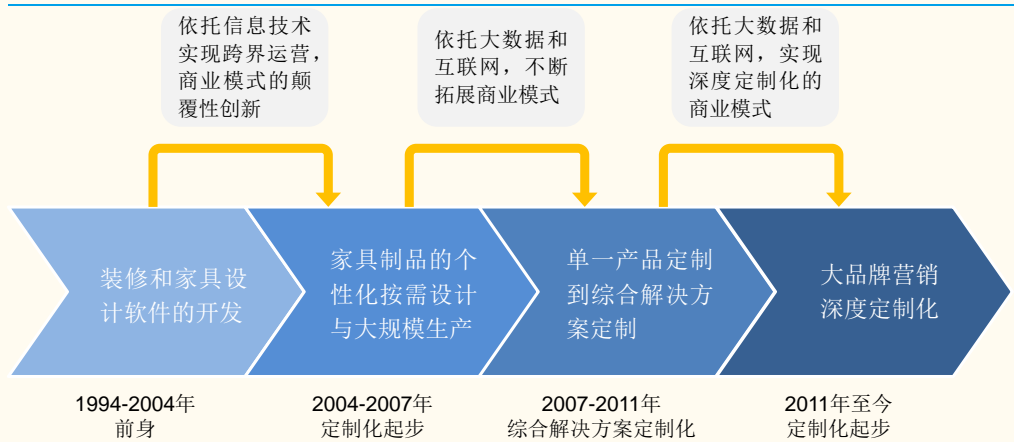


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

打造 C2B+O2O 经营范式, 构建高度差异化竞争壁垒

- 传统行业转型升级典范:** 公司前身为圆方软件, 2004 年, 公司开启了家具产品的定制化商业模式转型, 从过去的软件销售变为家具生产与销售的 C2B 商业模式, 并实现了商业模式的颠覆创新。2007 年开始, 公司继续完善数据库资源并加强软件系统研发, 实现了整体家居解决方案的定制化。公司通过将互联网、大数据、云计算与企业的设计、生产、销售等环节不断融合, 在中国家居业走出了一条 C2B+O2O 相结合的数据驱动运营的商业转型典范。

图表 25: 尚品宅配商业模式转型



来源: 国金证券研究所

- 开创行业 C2B 商业模式, 真正实现全屋个性化定制。** 设计端, 公司运用多年积累的“房型库”、“产品库”和“空间解决方案库”三大数据库, 通过云技术和大数据技术快速满足消费者个性化需求, 同时利用 3D 虚拟现实技术为消费者展示整体家居效果图, 努力实现“所见即所得”的设计体验; 在生产端, 公司利用生产管理系统实现工厂与销售设计端的互联, 并依托圆方软件的技术能力, 通过将订单拆分成零部件, 按照批次而不是按照订单组织生产, 运用自主设计的软件及信息化技术对数控设备持续进行技术升级改造, 使公司实现了大规模定制的柔性化生产方式, 解决了定制家具个性化与规模化生产矛盾的难题, 最终实现公司按消费者需求组织生产的 C2B 商业模式。

图表 26: 尚品宅配实现了全屋板式家具定制的 C2B 商业模式



来源: www.homekoo.com, 国金证券研究所

- 与其他传统定制家具企业不同, 公司 C2B 模式的核心在于消费者需求驱动, 针对不同消费者个性化需求, 可以通过大数据与云技术为消费者提供真正的一体化全屋设计方案。事实上, 领先于业内多家定制家具品牌, 公司于 2004 年就已提出全屋定制概念, 之后同时深耕设计、服务与生产能力, 时至今日, 公司成为业内唯一真正能够完全实现全屋个性化定制的定制家具品牌。公司通过个性化的需求来创造附加值, 全屋定制做高客单价, 改变传统上成本与价格竞争手法, 在同业中树立了独具优势的竞争壁垒。

图表 27: 尚品宅配 2004 年已开始深耕全屋定制领域

图表 28: 尚品宅配客单价明显高于同业公司

HOLIKE®
好莱客

2014年7月, 公司宣布从定制衣柜转型“设计家”, 向全屋定制发展

索菲亚®
—全屋定制—

2014年开始, 开始实施大家居战略, 并进入定制厨柜领域, 开启全屋定制时代

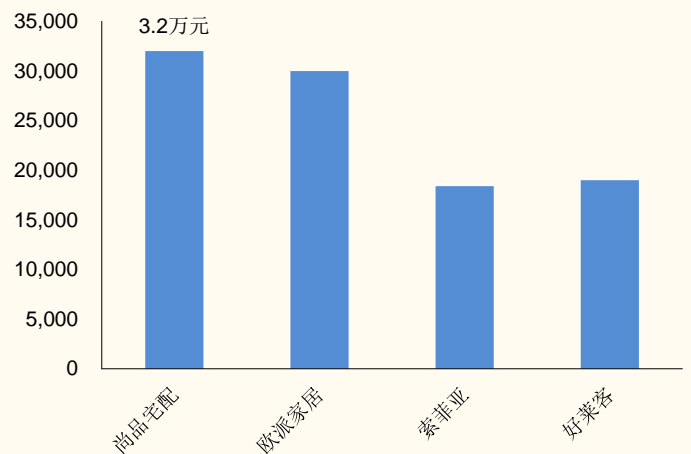
OPPEIN® 欧派

2005年开始, 进军整体衣柜领域, 2014年提出“大家居”全屋定制发展战略

尚品宅配

2004年开始, 公司已提出全屋定制概念, 现已真正实现全个性化定制的 C2B 商业模式

来源: 国金证券研究所整理



来源: 国金证券研究所整理

- **O2O 平台有效引流，线上营销和线下销售强强联合。** 线下渠道端，公司已建立起重点城市建立直营店+其他城市发展加盟店的渠道布局，无论从客单价还是单店收入及坪效角度，公司都具备竞争优势。而从线上营销渠道来看，公司竞争优势更加凸显。在丰富的互联网运营能力和经验基础上，2007 年创设了新居网，从事“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌的线上营销。通过新居网 O2O 营销平台，公司能有效地将线上消费者引流至实体店进行体验，并最终实现销售。同时，新居网将线上营销平台由 PC 端扩展至移动端，其运营的“尚品宅配”微信粉丝超过 900 万，“维意定制”微信粉丝超过 500 万，通过“吸附—圈养—回报”的运营逻辑，尚品宅配将微信服务号变成一个粉丝集聚地。

图表 29：尚品宅配旗下新居网互联网营销平台



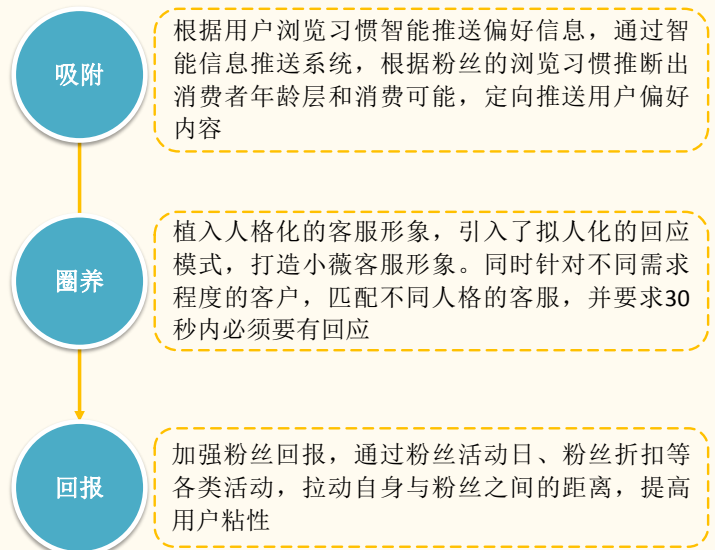
来源：www.homekoo.com，国金证券研究所

图表 30：尚品宅配微信营销平台



来源：微信客户端，国金证券研究所

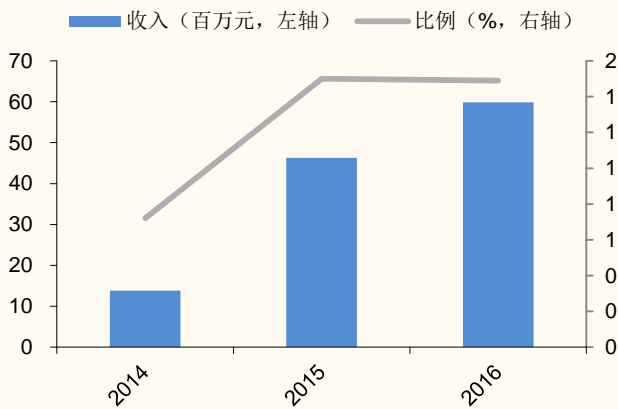
图表 31：尚品宅配微信端“吸附—圈养—回报”运营逻辑



来源：网易家居，国金证券研究所

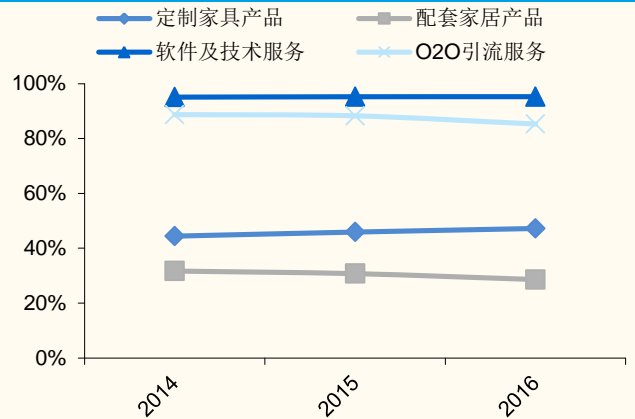
- 我们认为，公司 O2O 模式相较传统 O2O 模式优势在于：公司采用双品牌运营，客户集聚效应更加明显；同时，公司 O2O 模式不仅仅局限于线上下单线下发货，消费者还可通过线上指令同样获得免费上门量尺设计的服务，这就解决了线上与线下团队融合的难题；公司 O2O 业务模式是建立在公司 C2B 商业模式之上，强大的设计、服务、制造能力是公司 O2O 模式成功的前提。互联网营销平台与线下实体店强强结合的销售模式有效促进了公司整体规模增长及品牌市占率的持续提升。此外，对于公司通过新居网运营的网络商城和微信公众号 O2O 营销平台将线上客户引流至线下的部分，公司会按照加盟商对终端客户的收款额计提 O2O 引流服务费，该部分业务收入也为公司贡献了持续增长收入来源，同时 O2O 引流服务毛利水平较高，对于公司来说是一项盈利性较好的业务。

图表 32：O2O 引流服务收入持续增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 33：O2O 引流服务毛利率水平较高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

风险因素

原材料价格波动风险

- 公司产品生产所需主要原材料包括中密度纤维板、铝型材、百叶板、五金配件等，直接材料成本占比较高，主要原材料采购价格的波动，可能会影响公司的经营业绩和盈利能力。

市场竞争加剧风险

- 定制家具行业的快速发展吸引了较多传统成品家具厂商向全屋家具定制领域转型，定制家具行业的竞争将可能因定制家具企业数量增加而进一步加剧，这将可能对公司盈利水平造成不利影响。

宏观经济波动风险

- 公司所属行业属于周期性行业，易受到经济增长周期性的影响，特别是房地产行业波动的影响。如果经济出现较大波动，终端消费者将减少对民用家具的需求，导致公司主要客户订单需求不稳定性增加，最终影响公司的盈利水平。

盈利预测

关键假设

- IPO 募投橱柜、衣柜和木门项目，2017-2019 年达产率分别为 30%、80% 和 100%。
- 2017-2018 年，公司新增旗舰店数量分别为 6 家和 4 家。
- 2017-2018 年，公司新增标准店数量分别为 13 家和 17 家。
- 客单价年均增长 5%。

盈利预测

图表 34：尚品宅配盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (万元)	191,223.8	308,773.1	402,600.2	529,509.9	688,157.8	886,108.1
定制家具产品	154,903.0	239,998.0	327,757.0	442,472.0	584,063.0	759,281.9
配套家居产品	27,578.0	56,523.0	59,150.0	68,022.5	80,266.6	96,319.9
软件及技术服务	5,960.0	6,690.0	8,550.0	10,260.0	12,825.0	16,416.0
O2O 引流服务	1,379.0	4,625.0	5,986.0	7,482.5	9,577.6	12,450.9
其他	1,403.8	937.1	1,157.2	1,272.9	1,425.6	1,639.5
营业成本 (万元)	104,920.0	168,960.0	215,206.0	289,817.0	379,427.9	486,207.3
定制家具产品	86,085.0	129,816.0	172,977.0	240,704.7	321,234.6	416,086.5
配套家居产品	18,835.0	39,144.0	42,229.0	49,112.2	58,193.2	70,120.9
软件及技术服务	293.0	319.0	405.0	533.5	705.4	935.7
O2O 引流服务	156.0	542.0	880.0	1,122.4	1,455.8	1,929.9
其他	139.3	141.6	149.4	190.9	216.7	254.1
业务利润 (万元)	86,303.8	139,813.1	187,394.2	239,692.9	308,729.9	399,900.8
定制家具产品	68,818.0	110,182.0	154,780.0	201,767.2	262,828.3	343,195.4
配套家居产品	8,743.0	17,379.0	16,921.0	18,910.3	22,073.3	26,199.0
软件及技术服务	5,667.0	6,371.0	8,145.0	9,726.5	12,119.6	15,480.3
O2O 引流服务	1,223.0	4,083.0	5,106.0	6,360.1	8,121.8	10,521.0
其他	1,264.5	795.5	1,007.8	1,082.0	1,209.0	1,385.4
毛利率 (%)	45.1	45.3	46.5	45.3	44.9	45.1
定制家具产品	44.4	45.9	47.2	45.6	45.0	45.2
配套家居产品	31.7	30.7	28.6	27.8	27.5	27.2
软件及技术服务	95.1	95.2	95.3	94.8	94.5	94.3
O2O 引流服务	88.7	88.3	85.3	85.0	84.8	84.5
其他	90.1	84.9	87.1	85.0	84.8	84.5
增速 (%)	73.9	61.5	30.4	31.5	30.0	28.8
定制家具产品	59.8	54.9	36.6	35.0	32.0	30.0
配套家居产品	111.9	105.0	4.6	15.0	18.0	20.0
软件及技术服务	-	12.2	27.8	20.0	25.0	28.0
O2O 引流服务	-	235.4	29.4	25.0	28.0	30.0
其他	3.5	-33.2	23.5	10.0	12.0	15.0

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 3.47/4.60/6.31 亿元，三年 CAGR 为 34.87%，全面摊薄后每股收益为 3.16/4.21/5.79 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,912	3,088	4,026	5,295	6,882	8,861	货币资金	410	511	848	2,577	3,159	3,949
增长率		61.5%	30.4%	31.5%	30.0%	28.8%	应收款项	29	36	31	75	97	125
主营业务成本	-1,055	-1,700	-2,166	-2,917	-3,818	-4,893	存货	241	312	297	547	716	918
%销售收入	55.2%	55.0%	53.8%	55.1%	55.5%	55.2%	其他流动资产	44	40	40	102	133	170
毛利	857	1,388	1,860	2,378	3,064	3,968	流动资产	724	899	1,216	3,301	4,105	5,162
%销售收入	44.8%	45.0%	46.2%	44.9%	44.5%	44.8%	%总资产	63.4%	56.4%	56.6%	79.2%	82.1%	84.9%
营业税金及附加	-18	-28	-43	-57	-73	-93	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	232	466	749	804	847	880
营业费用	-489	-925	-1,124	-1,472	-1,892	-2,419	%总资产	20.4%	29.2%	34.8%	19.3%	16.9%	14.5%
%销售收入	25.6%	30.0%	27.9%	27.8%	27.5%	27.3%	无形资产	172	185	153	59	45	37
管理费用	-200	-279	-372	-487	-626	-797	非流动资产	418	695	934	865	895	919
%销售收入	10.5%	9.1%	9.2%	9.2%	9.1%	9.0%	%总资产	36.6%	43.6%	43.4%	20.8%	17.9%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	150	156	320	362	472	658	资产总计	1,142	1,595	2,150	4,166	5,000	6,081
%销售收入	7.8%	5.0%	7.9%	6.8%	6.9%	7.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-1	-3	-3	35	59	73	应付款项	622	927	1,235	1,503	1,957	2,516
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	47	56	80	219	289	385
资产减值损失	-1	-3	-5	0	0	0	流动负债	669	983	1,315	1,723	2,246	2,901
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	2	3	3	3	3	3	其他长期负债	1	1	0	0	0	0
%税前利润	1.4%	1.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	负债	671	984	1,316	1,723	2,246	2,902
营业利润	149	153	315	400	533	734	普通股股东权益	471	611	834	2,438	2,742	3,161
营业利润率	7.8%	5.0%	7.8%	7.5%	7.7%	8.3%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	13	9	7	8	8	9	负债股东权益合计	1,142	1,595	2,150	4,166	5,000	6,081
税前利润	162	162	322	408	542	742							
利润率	8.5%	5.2%	8.0%	7.7%	7.9%	8.4%	比率分析						
所得税	-32	-22	-66	-61	-81	-111		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	19.9%	13.8%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	130	140	256	347	460	631	每股收益	1.61	1.72	3.15	3.16	4.21	5.79
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股净资产	5.82	7.54	10.30	22.57	25.39	29.27
归属于母公司的净利润	130	140	256	341	454	625	每股经营现金净流	5.14	5.62	8.86	3.90	7.87	10.22
净利率	6.8%	4.5%	6.3%	6.4%	6.6%	7.1%	每股股利	0.00	0.00	0.00	1.04	1.39	1.91
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.61%	22.84%	30.62%	13.98%	16.57%	19.77%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	11.40%	8.75%	11.88%	8.18%	9.09%	10.28%
净利润	130	140	256	347	460	631	投入资本收益率	25.38%	21.94%	30.47%	12.59%	14.56%	17.59%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	43	79	96	127	138	151	主营业务收入增长率	62.72%	61.47%	30.39%	31.52%	29.96%	28.77%
非经营收益	-6	-20	4	7	-11	-11	EBIT增长率	7.92%	3.94%	105.59%	13.15%	30.33%	39.47%
营运资金变动	249	257	362	-61	263	333	净利润增长率	11.39%	7.23%	83.12%	33.37%	33.34%	37.50%
经营活动现金净流	416	455	718	421	850	1,104	总资产增长率	65.57%	39.65%	34.83%	93.78%	20.01%	21.62%
资本开支	-250	-353	-351	-69	-158	-167	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	1	0	0	1	1	1
其他	2	-7	12	3	3	3	存货周转天数	75	59	51	68	68	68
投资活动现金净流	-247	-360	-340	-68	-156	-164	应付账款周转天数	39	45	54	42	42	42
股权募资	0	0	0	1,375	0	0	固定资产周转天数	44	34	66	54	43	35
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	0	-5	-32	0	-112	-150	净负债/股东权益	-87.09%	-83.65%	-101.64%	-105.44%	-114.68%	-124.21%
筹资活动现金净流	0	-5	-32	1,375	-112	-149	EBIT利息保障倍数	106.5	60.5	108.4	-10.3	-8.0	-9.0
现金净流量	169	90	346	1,729	582	790	资产负债率	58.73%	61.69%	61.19%	41.34%	44.91%	47.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD