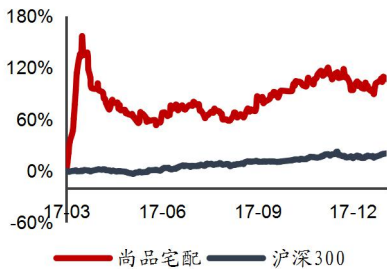


家用轻工

报告原因：深度报告

2018年1月24日

公司股票近1年市场表现



市场数据：2018年1月24日

总股本（万股）	11039
已上市流通股（万股）	2700
总市值（亿元）	180
流通市值（亿元）	43
主要股东	李连柱
主要股东持股比例	23.5%

基础数据：2017年9月30日

每股净资产（元）	21.99
每股资本公积（元）	14.08
每股未分配利润（元）	8.09

分析师

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理

杨晶晶

Tel: 010-83496322

Email: yangjingjing@sxzq.com

尚品宅配（300616）：创新不止，脚步 增持 坚实——蓄势待发的全屋定制领军者 首次

公司研究/深度报告

投资要点：

- ◆ **跨界而来，蓬勃进取的全屋定制领军者。**公司主要从事“尚品宅配”和“维意定制”双品牌全屋板式定制家具及配套家居产品业务，并向家居企业提供设计软件及信息化整体解决方案。公司2012-2016年间营业收入、归母净利润CAGR分别为52.62%、35.47%，2017Q1-Q3营收、归母净利润分别为35.9亿元、2.1亿元，同比增长31.2%、73.8%，净利润增速大幅领先竞争对手。
- ◆ **行业分析：看好长期成长空间，静待巨头脱颖而出。**（1）定制家具成长性分析：迎合消费升级趋势，未来渗透率仍可提升。存量房时代已来临，旧房翻新空间广阔；全装修大势所趋，工程业务迎来增长。我们估算2020年定制衣柜、定制橱柜市场规模分别达到1351亿元和2068亿元。（2）外部红利消退，综合竞争力比拼阶段已至。行业竞争加剧叠加地产持续下行的因素，未来几年定制家具企业的比拼将聚焦在综合能力方面。定制家具行业集中度和龙头市场份额的提升是确定性趋势，静待行业巨头脱颖而出。
- ◆ **公司亮点：创新模式生根开花，渠道、产能共驱成长。**（1）互联网基因深厚，信息化壁垒坚实：公司以圆方软件为起点，信息化壁垒贯穿前端设计销售、中端生产、后端服务；公司成本效率管控能力优秀，近年来板材利用率达到91%-93%，单位成本实现小幅下降，资产周转率优于同业。（2）大力开拓加盟渠道，门店潜力静待释放：2017年前三季度新增加盟店33%，加盟渠道客户数同比增长40%。相比欧派（6000+）、索菲亚（2000+），公司目前加盟店基数较小（1500+），未来加盟渠道扩张空间和潜力广阔。开店边际效益较大，看好未来业绩弹性：公司15/16年单店收入同比增长率分别为35%、18%，远远超过同期加盟店开店增速10%、9%。渠道创新屡获成功：公司率先开设O店、Shopping Mall店，单店收入和盈利能力亮眼。（3）HOMKOO整装云有望驱动B端高增：公司通过整装云打通更为前端的整装流量入口，通过S2B平台的方式与家装企业合作，销售主辅材、全屋定制家具和家居配套品。由于获客、装修都是由家装公司负责，公司只需要不断优化系统和供应链管理，非常容易推广复制、且成本较低，我

地址:

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心7层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

们认为整装云业务未来发展空间广阔。目前广州、成都的整装业务已进入测试阶段，客单值、转化率等数据大幅好于传统模式。（4）产能扩张支撑未来需求，挺进华东、西南剑指全国。公司前期产能利用率趋近饱和。预计无锡华东生产基地2019年投产，建成后新增年产150万套产能（佛山现有产能为142万套），可以有效解决产能瓶颈，满足不断增长的销售规模。未来公司产能将形成华南、华东、西南“三足鼎立”格局，进一步提升品牌覆盖和影响力，缩短服务半径和交货周期。

- ◆ **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计公司2017-19年实现归母公司净利润3.85、5.35、7.13亿元，同比增长51%、39%、33%，对应EPS为3.49、4.84、6.46元，PE为47、34、25倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场推广不达预期；原材料价格上涨等。

财务数据与估值：

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,087.7	4,026.0	5,354.6	7,228.7	9,397.3
同比增长	61.5%	30.4%	33.0%	35.0%	30.0%
归母净利润（百万元）	139.5	255.5	385.0	534.7	713.3
同比增长	7.2%	83.1%	50.7%	38.9%	33.4%
每股收益（元）	1.72	3.15	3.49	4.84	6.46
PE	94.62	51.67	46.74	33.65	25.22
PB	21.61	15.82	6.48	5.43	4.56



目 录

1.跨界而来，蓬勃进取的全屋定制领军者	7
1.1 公司简介：主营业务及发展历程.....	7
1.2 财务分析：净利润增速亮眼，毛利率高于同业.....	8
2.行业分析：看好长期成长空间，静待巨头脱颖而出	10
2.1 消费升级+存量房时代，定制家具空间广阔.....	10
2.1.1 迎合消费升级，渗透率仍可提升.....	10
2.1.2 存量房+全装修：空间广阔，大有可为.....	11
2.1.3 定制家具市场空间测算.....	13
2.2 外部红利消退，综合竞争力比拼阶段已至.....	14
2.2.1 行业竞争加剧，价格敏感性显著.....	14
2.2.2 房地产销售持续下行，滞后性影响略有体现.....	15
2.2.3 受益行业集中度提升趋势，静待龙头变巨头.....	16
3.公司亮点：创新模式生根开花，渠道、产能共驱成长	17
3.1 互联网基因深厚，信息化壁垒坚实.....	17
3.1.1 始于圆方软件，信息化优势贯穿前中后端.....	17
3.1.2 成本效率管控能力优秀.....	19
3.2 渠道创新屡获成功，门店潜力静待释放.....	20
3.2.1 直营与加盟并重，线上线下齐发力.....	20
3.2.2 率先开设 O 店、Shopping Mall 店，单店收入亮眼.....	23
3.2.3 整装云赋能家装行业，B 端业务有望突飞猛进.....	24
3.3 产能扩张支撑未来需求，挺进华东、西南剑指全国.....	27
4.盈利预测、估值分析和投资建议	28

图 目 录

图 1：公司主营业务板块.....	7
图 2：公司发展历程.....	8
图 3：公司股权结构图.....	8
图 4：公司营业收入及增速.....	9
图 5：公司归母净利润及增速.....	9
图 6：公司主营业务收入结构.....	9
图 7：公司各业务毛利率（%）.....	9
图 8：公司毛利率显著高于同业.....	9
图 9：城镇居民人均可支配收入同比增长高于 GDP 增速.....	10
图 10：深圳二手房住宅成交套数高于新房.....	11
图 11：北京二手房住宅成交套数高于新房.....	11
图 12：家具上市公司工程业务占比.....	13
图 13：2017 年定制家具上市公司集体加快门店扩张.....	15
图 14：司米橱柜终端提价导致业绩不达预期.....	15
图 15：2017 年房地产销售转淡.....	16
图 16：2016 年空调零售市场 CR3=64%.....	17
图 17：2016 年定制橱柜行业 CR3 仅为 7.5%.....	17
图 18：圆方软件设计销售系统.....	18
图 19：尚品宅配智能立体仓库.....	18
图 20：木材价格指数 CTI：刨花板、人造板、中纤板.....	19
图 21：公司单位成本小幅下降.....	19
图 22：公司 2017 年前三季度整体毛利率变化在-1%以内.....	19
图 23：公司核心营运能力指标逐年提升.....	20
图 24：公司固定资产周转率显著高于同业.....	20
图 25：公司直营店、加盟店毛利率.....	20
图 26：公司渠道营收占比.....	20
图 27：公司门店数量和增速.....	21
图 28：索菲亚经销商扩张进程及单店收入增速.....	22
图 29：加盟渠道营收增速.....	22
图 30：2017 年前三季度公司客户数渠道分布及增长.....	22
图 31：O2O 引流服务收入及增速.....	23
图 32：O2O 引流服务对加盟商业绩贡献率接近 20%.....	23
图 33：公司加盟店以 Shopping Mall 店为主（截至 2017 年 9 月）.....	23
图 34：加盟渠道购物中心店单店收入最高（万元）.....	24
图 35：直营渠道旗舰店单店收入亮眼（万元）.....	24
图 36：整装云解决家装行业多项难题.....	24
图 37：我国住宅装修行业规模及同比增速.....	26



图 38 : 广州整装客户客单价和转化数据.....	26
图 39 : 广州整装客户成交数和成交额.....	26
图 40 : 公司产销率和产能利用率均超过 90%.....	27
图 41 : 公司产能布局及项目进度.....	28



表 目 录

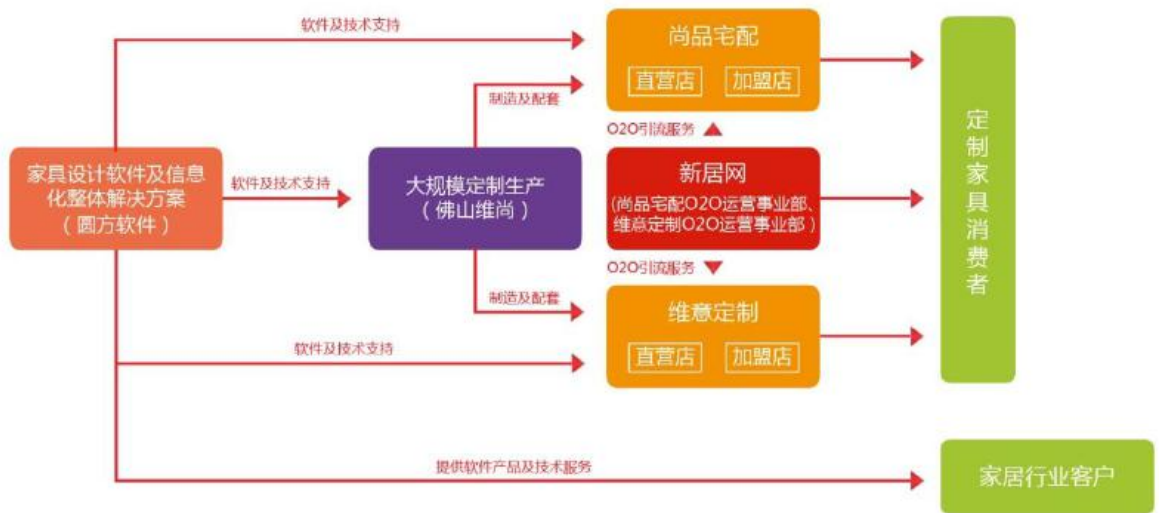
表 1：定制家具、成品家具和手工打制家具的优劣势对比.....	11
表 2：全国城镇存量房再装修市场空间测算.....	12
表 3：定制衣柜市场空间测算（终端价口径）.....	13
表 4：定制橱柜市场空间测算（终端价口径）.....	14
表 5：2017 年定制家具企业密集上市.....	14
表 6：主要定制家具上市公司 2017 年前三季度营收环比增速（%）.....	16
表 7：整装云的四大软实力和三大硬通货.....	25

1. 跨界而来，蓬勃进取的全屋定制领军者

1.1 公司简介：主营业务及发展历程

公司是一家“C2B+O2O”商业模式的现代化定制家具领军企业。公司以圆方软件信息技术、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，以及柔性化生产工艺，主要从事“尚品宅配”和“维意定制”双品牌全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产，并向家居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。

图 1：公司主营业务板块

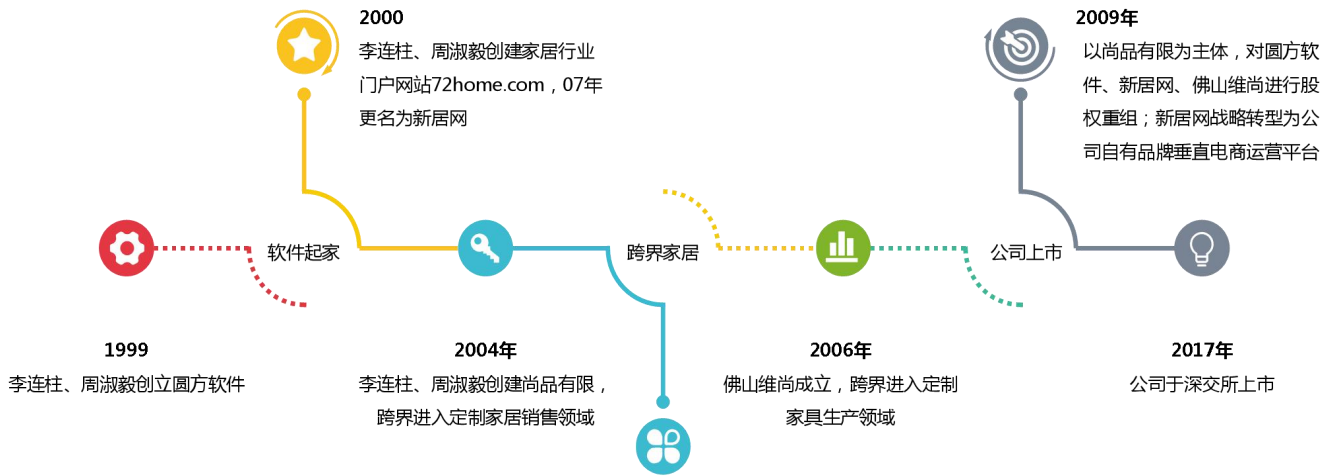


资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

公司创始人李连柱和周淑毅先生均毕业于华南理工大学机械制造专业，曾任华南理工大学讲师，兼具软件研发、家居制造专业知识储备和实践经验，公司管理团队富有创新、实干精神。

1999 年，公司创始人李连柱先生和周淑毅先生设立圆方软件，深耕家居设计软件研发与销售；2004 年设立尚品有限，跨界进入定制家具行业；2000 年，创建家居行业门户网站 72home.com，之后更名为新居网；2006 年，创设佛山维尚，进入定制家具生产领域，并利用软件信息化技术改造定制家具生产传统模式；2009 年，新居网战略转型为公司自有品牌垂直电商运营平台。从软件设计服务介入，公司跨界而来，携带着互联网基因，打破了家具行业固有的生产和销售模式，也由此实现了高速增长，迅速发展成了一家创新型的定制家具龙头企业。

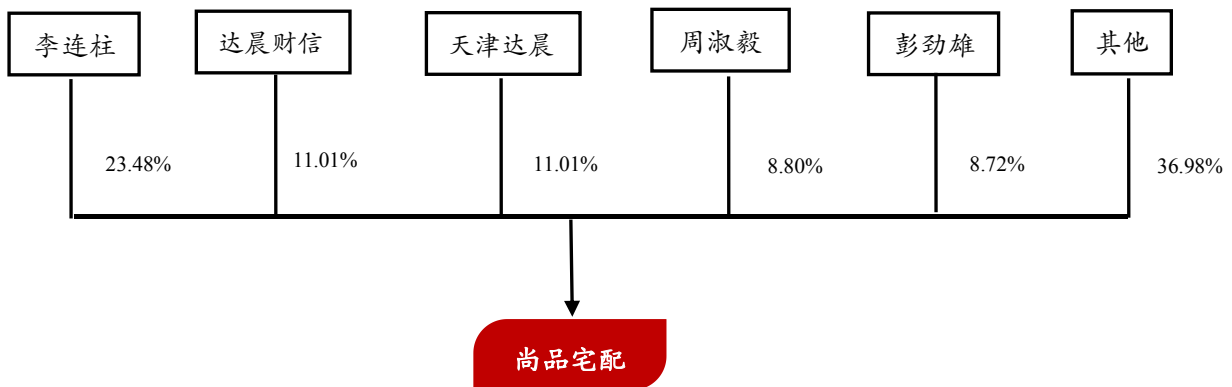
图 2: 公司发展历程



资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

截止 2017 年三季报披露日，公司实际控制人为李连柱先生和周淑毅先生，分别直接持有 23.48%、8.80% 的公司股份。

图 3: 公司股权结构图



资料来源：山西证券研究所、wind

1.2 财务分析：净利润增速亮眼，毛利率高于同业

公司 2012-2016 年间营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 52.62%、35.47%，2017Q1-Q3 营收、归母净利润分别为 35.9 亿元、2.1 亿元，同比增长 31.2%、73.8%，由于 17 年公司大力开拓加盟渠道、放缓直营店扩张速度，带动 17Q3 净利率同比提升 1.14pct 至 5.73%，销售、管理、财务费用率分别同比下降 1.18pct、0.46pct、0.13pct。综合成本费用端改善和盈利能力提升两方面因素的

驱动，公司 17Q3 净利润增速亮眼、大幅领先竞争对手。

图 4：公司营业收入及增速

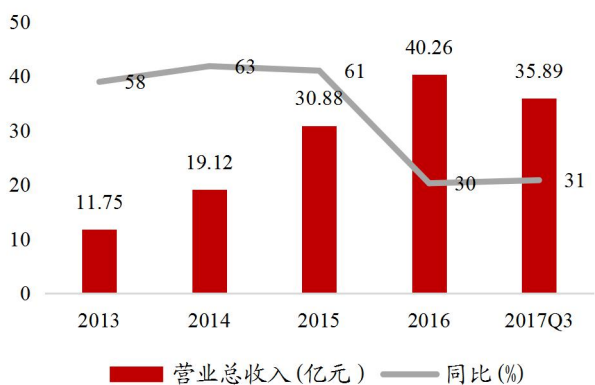
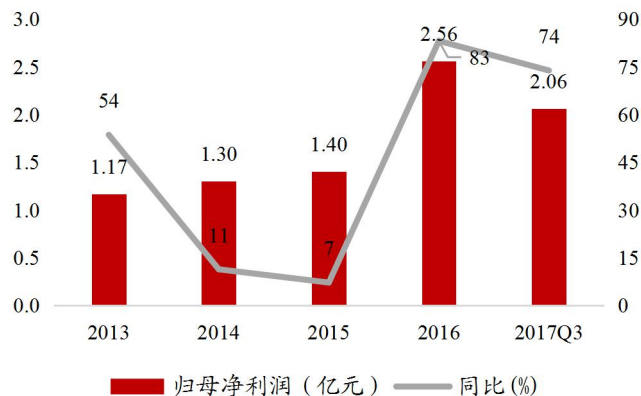


图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

2017 年上半年，公司定制家具营收占比达到 82.47%，毛利率为 46%，配套家居产品、软件及技术服务和 O2O 引流服务营收占比分别为 12.59%、2.24%、和 2.00%，毛利率分别为 29%、94%和 86%。

图 6：公司主营业务收入结构

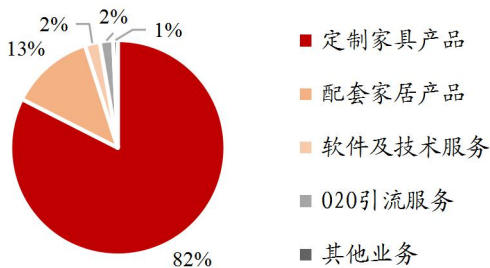
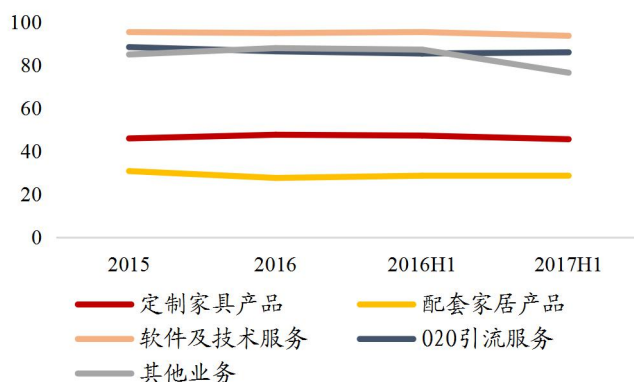


图 7：公司各业务毛利率 (%)

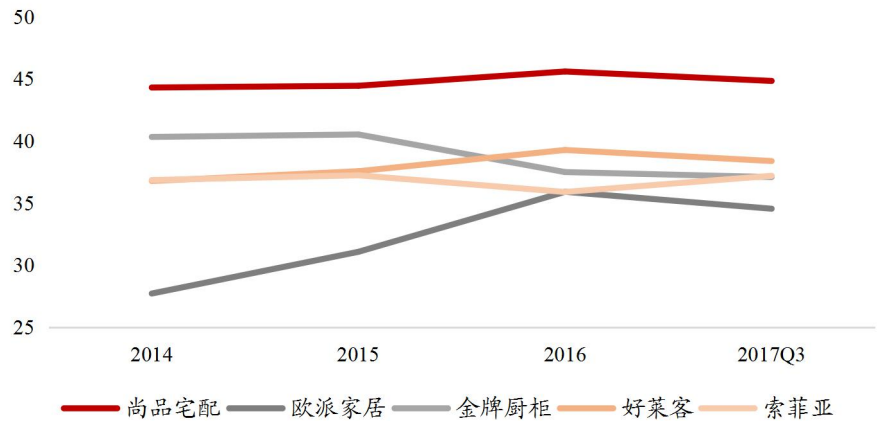


资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

受益于直营模式的成功以及领先的信息化管理水平，公司毛利率水平显著高于同业，2017Q3 毛利率达到 44.84%。

图 8：公司毛利率显著高于同业



资料来源：山西证券研究所、wind

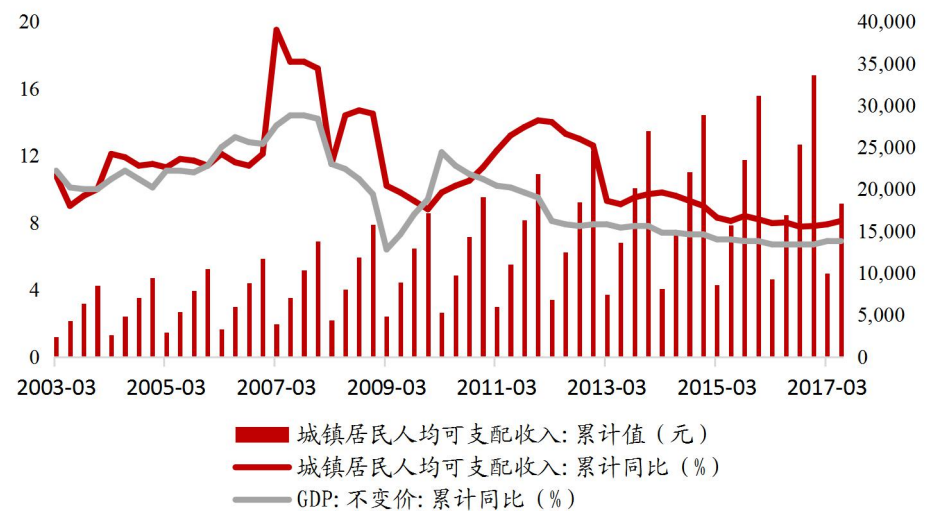
2.行业分析：看好长期成长空间，静待巨头脱颖而出

2.1 消费升级+存量房时代，定制家具空间广阔

2.1.1 迎合消费升级，渗透率仍可提升

2010年以来，居民收入得到显著、持续的提高，城镇居民人均可支配收入增速始终高于GDP增速。十九大报告指出，“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”我国居民“物质文化需要”已经升级为“美好生活需要”，消费升级的大趋势确定。

图 9：城镇居民人均可支配收入同比增长高于 GDP 增速



资料来源：山西证券研究所、wind

定制家具解决了手工打制家具和成品家具存在的部分用户痛点。定制家具

主打个性化设计、款式新颖（满足审美性和个人态度表达），“量体裁衣”式的设计可以有效解决小户型、多梁多柱或不规则问题房型的空间利用难题（满足实用性、功能性和环境性）。同时，消费升级趋势下，消费者更加看重服务和用户体验，定制家具公司的溢价能力在微笑曲线两端：随时待命的服务、贴心的个性化设计加强了客户参与度、服务沟通效率得到提升，最终的装修效果往往更令客户满意。

表 1: 定制家具、成品家具和手工打制家具的优劣势对比

项目	手工打制家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
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、款式美观、多种材质可选 2、样式已经确认,可根据实物现场选购家具 3、价格相对较低 4、有现货,订货到交货周期短	1、款式新颖、空间利用率高 2、整体风格与个性化需求结合更完美 3、解决问题房型（多梁多柱、不规则）困扰
劣势	1、质量不稳定 2、式样单一、欠缺美观 3、一般需油漆、胶水等,存在环保隐患 4、现场施工周期长,影响生活	1、价格相对较高	1、尺寸固定、空间利用率低 2、样式已经确定,较难匹配客户实际房型及装修风格的整体统一	1、价格相对较高 2、先交全款后收货,事先无法看到实物产品最终效果

资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

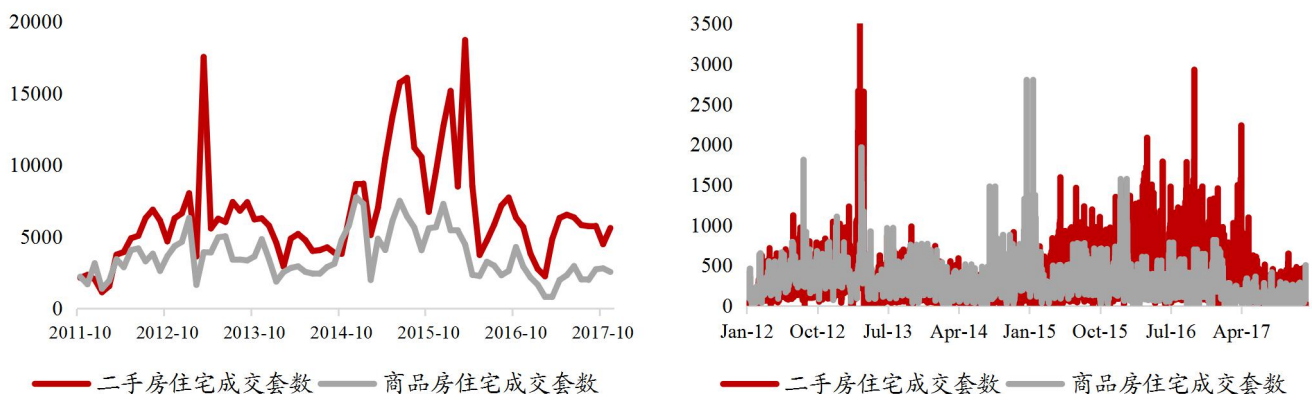
2.1.2 存量房+全装修：空间广阔，大有可为

存量房时代已来临，旧房翻新需求巨大

我国二手房市场正处于全面爆发的起点之上，一二线核心城市已经进入存量房时代。链家研究院数据显示，2016年全国二手房交易规模占住房交易总额的比例达到41%，一线城市二手房交易额已达新房的2.1倍。

图 10: 深圳二手房住宅成交套数高于新房

图 11: 北京二手房住宅成交套数高于新房



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

另一方面，我国第一批商品房建成于 80 年代，按照住房翻新周期为 10-15 年计算，目前大量老房已经达到“换装”年限，伴随而来的是巨大的旧房翻新装修需求。

相比较受房地产政策影响而波动较大的新房装修市场而言，存量房翻新市场受地产滞后性影响并不明显，具有较强的地产风险抵抗力和保障性，有望成为地产下行时期家具企业坚实的业绩支撑。结合统计年鉴数据，我们估算到 2020 年将提升至 885 万套、占比 38.5%，存量房再装修市场的家具更新需求巨大。

表 2：全国城镇存量房再装修市场空间测算

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
住宅销售套数 (万套)	1058	1282	1346	1306	1345	1412
住宅销售套数 YOY	5%	21%	5%	-3%	3%	5%
年末实有住宅面积 (亿平方米)	177.85	186.03	194.50	203.25	212.30	221.21
年末实有住宅面积 YOY	5.10%	4.60%	4.55%	4.50%	4.45%	4.20%
存量房套数 (万套)	22232	23254	24312	25406	26537	27652
存量房二次装修比例	2.2%	2.5%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%
存量房二次装修套数 (万套)	489	581	632	711	796	885
合计装修房套数 (万套)	1547	1864	1978	2017	2141	2297
存量房二次装修占比	31.6%	31.2%	31.9%	35.3%	37.2%	38.5%

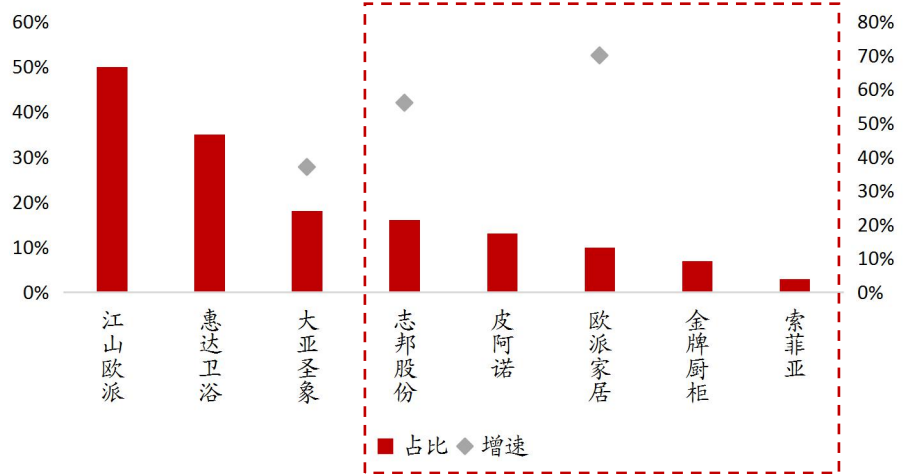
资料来源：山西证券研究所、中国统计年鉴、wind

全装修大势所趋，工程业务迎来增长

在政府大力推行精装修政策和“租售同权”的背景下，B 端工程业务逐渐受到家具企业的重视。由于 16 年下半年开始地产销售下行，家具企业零售端已经逐渐感受到压力，因此许多家具企业今年开始发力工程渠道，一方面希望大宗业务成为 18 年新的增长点，以缓冲零售端压力；另一方面，则是为了抢布局、

为政策切换做准备，尽早与地产商建立长期稳定的合作关系，未来政策全面落地、全装修普及之时能够更容易拿到订单。

图 12: 家具上市公司工程业务占比



资料来源：山西证券研究所、各公司公告、公司调研

我们认为未来工程订单将向龙头企业集中，大宗业务的兴起将利好龙头企业：（1）大宗业务管理链条和项目周期长、应收账款规模大、现金流较弱，要求家具企业具备较强的风险管控能力和充足的资本金；（2）大宗业务的订单销售、批量生产、统一安装、售后服务对象不再是个人，而是房地产商，对家具企业的产能、管理及物流配套有较高的要求，实力较弱或信誉不好的企业必将在这种情势下被淘汰出局，加速行业“洗牌”；（3）大宗业务的毛利率水平低于均值，家具企业地位相对弱势，相比大型家具企业，中小企业获利和持续经营较难，合作过程中也更为被动，对风险和盈利均不易控制。

2.1.3 定制家具市场空间测算

假设定制衣柜、定制橱柜的终端售价分别为 7000 元/套和 15000 元/套，渗透率以每年 2%-3% 的速度增长，我们估算 2020 年定制衣柜、定制橱柜市场规模分别达到 1351 亿元和 2068 亿元，行业增速分别为 15.54%、10.98%。

表 3: 定制衣柜市场空间测算（终端价口径）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
装修房套数（万套）	1864	1978	2017	2141	2297
定制衣柜渗透率	29%	32%	36%	39%	42%
平均每户定制衣柜数量（套）	2	2	2	2	2
定制衣柜销量（万套）	1,081	1,266	1,452	1,670	1,930
定制衣柜单价（元/套）	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000

定制衣柜市场规模 (亿元)	756.63	886.36	1,016.75	1,169.13	1,350.79
定制衣柜行业增速		17.15%	14.71%	14.99%	15.54%

资料来源：山西证券研究所

表 4：定制橱柜市场空间测算（终端价口径）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
装修房套数 (万套)	1864	1978	2017	2141	2297
定制橱柜渗透率	50%	53%	56%	58%	60%
平均每户定制橱柜数量 (套)	1	1	1	1	1
定制橱柜销量 (万套)	932	1,049	1,130	1,242	1,378
定制橱柜单价 (元/套)	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
定制橱柜市场规模 (亿元)	1,397.71	1,572.90	1,694.58	1,862.90	2,067.54
定制橱柜行业增速		12.53%	7.74%	9.93%	10.98%

资料来源：山西证券研究所

2.2 外部红利消退，综合竞争力比拼阶段已至

2.2.1 行业竞争加剧，价格敏感性显著

定制家具伴随中国经济发展和独特的市场环境快速发展，2017 年以前，定制家具行业的主要特征是新鲜事物的普及，随着渗透率的逐年提升，企业做好产能布局、铺开销售渠道就能够做出不错的销售业绩。但是 2017 年开始，定制家具行业出现了深远的变化，6 家规模较大的定制家具企业上市，纷纷借助资本市场的力量加快产能扩张、渠道建设和提升信息化水平等，这也代表产业发展阶段由快速增长阶段逐步过渡到竞争加剧的阶段。

表 5：2017 年定制家具企业密集上市

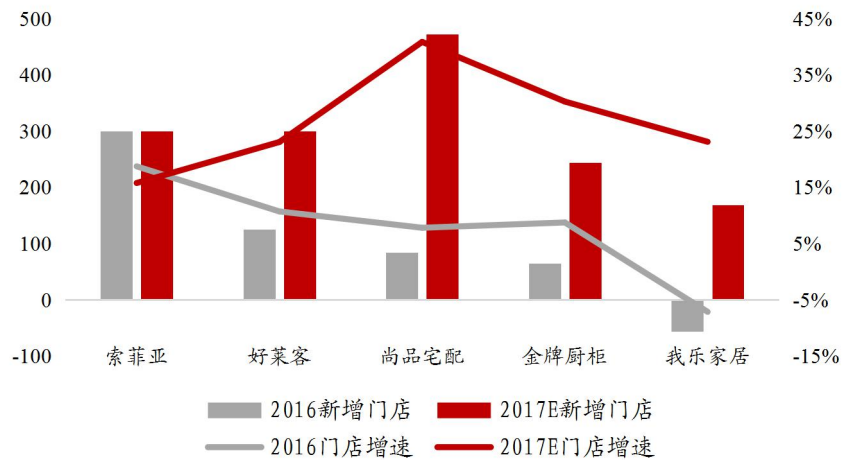
公司名称	类别	上市日期	新股发行数量 (万股)	首发募集资金 (百万元)	上市板
志邦股份	定制家居	2017-06-30	4,000	938.8000	主板
我乐家居	定制家居	2017-06-16	4,000	394.8000	主板
金牌厨柜	定制家居	2017-05-12	1,700	473.4500	主板
欧派家居	定制家居	2017-03-28	4,151	2,078.8208	主板
皮阿诺	定制家居	2017-03-10	1,560	484.0680	中小企业板
尚品宅配	定制家居	2017-03-07	2,700	1,467.4500	创业板

资料来源：山西证券研究所、wind

根据我们统计，多数新产能将于 18、19 年落地投产，产能的集中释放将显著加大行业的竞争。同时，8 家上市公司 2017 年新增门店规划普遍在 200 家以上，18 年依然保持较快的开店节奏，预计终端渠道将呈现新老店全面竞争的势

态，流量争夺更加激烈。

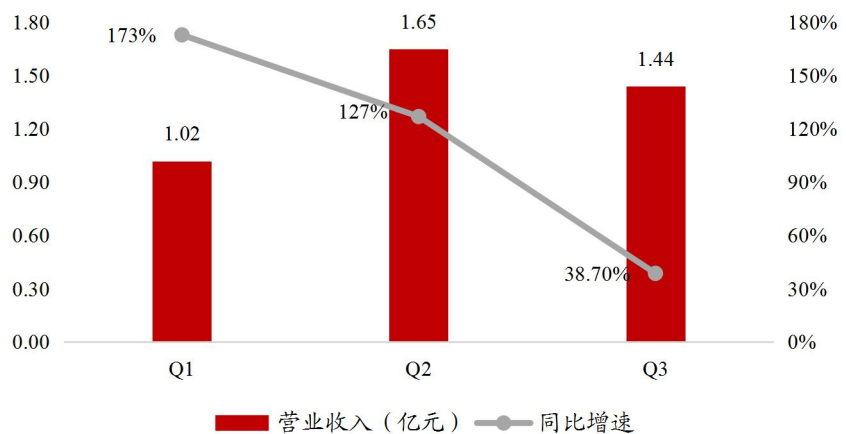
图 13: 2017 年定制家具上市公司集体加快门店扩张



资料来源：山西证券研究所、各公司公告、公司调研

在竞争加剧的背景下，消费者对定制家具的价格敏感性愈加明显，即便是龙头企业，也面临着一提价订单量就下滑的窘境。如 17 年初索菲亚将司米橱柜终端提价 30%，7、8 月份前端接单量显著回落，导致全年业绩不达预期。定制家具龙头纷纷加快营销节奏、加大营销力度，在原材料高位上涨的情况下，依然推出多元化的促销手段让消费者。

图 14: 司米橱柜终端提价导致业绩不达预期

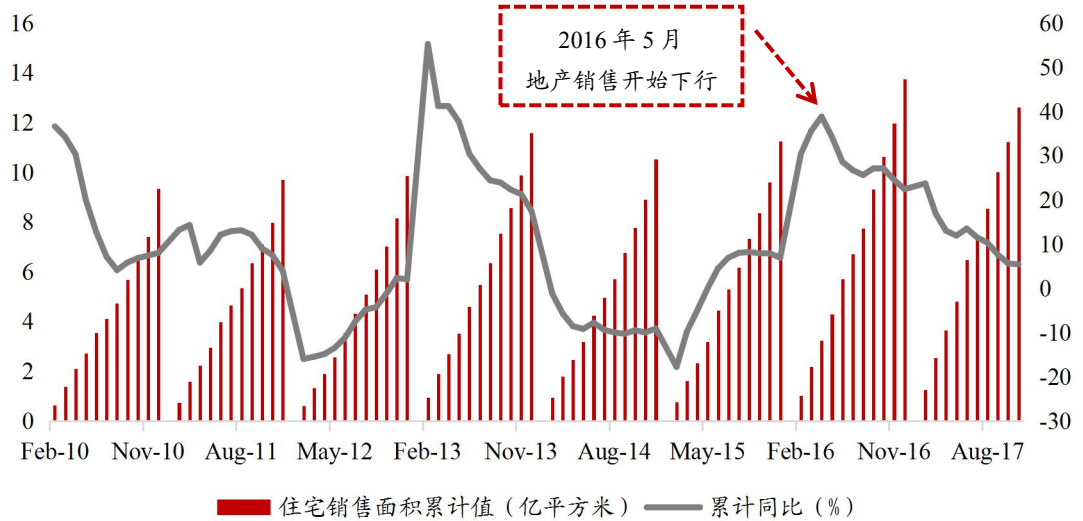


资料来源：山西证券研究所、公司公告、索菲亚公司调研

2.2.2 房地产销售持续下行，滞后性影响略有体现

2016 年 4 月以后地产销售开放放缓，商品房住宅销售面积增速由 38.80% 下滑至今年 11 月的 5.40%。在地产后周期效应下，今年家具行业主营业务收入从 6 月开始减速，同比增速由 14% 下降至 11%。

图 15: 2017 年房地产销售转淡



资料来源：山西证券研究所、wind

在短期内，地产依然是不可忽视的大环境。2017 年三季度，定制龙头欧派、索菲亚环比增速分别下滑 4.35%、13.98%，二线龙头除金牌厨柜和尚品宅配实现逆势增长之外，其余几家公司的环比增速均有所回落。

表 6: 主要定制家具上市公司 2017 年前三季度营收环比增速（%）

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q3 相对 Q2 变动幅度
欧派家居	20.49	44.89	40.54	-4.35
索菲亚	48.30	49.44	35.46	-13.98
志邦股份	37.59	40.89	30.69	-10.2
金牌厨柜	42.77	9.64	34.95	25.31
尚品宅配	27.65	31.96	32.61	0.65
好莱客	35.19	35.53	25.61	-9.92
皮阿诺	304.46	34.98	20.17	-14.81

资料来源：山西证券研究所、wind

地产红利的消退，在较大程度上意味着家具行业的天然高增速难以为继。不同于地产繁荣期的“一荣俱荣”，未来几年定制家具企业的比拼将聚焦在综合能力方面，更加强调“打铁还需自身硬”，唯有如此，企业才能够抵御地产“寒冬”、进而实现逆势增长。

2.2.3 受益行业集中度提升趋势，静待龙头变巨头

我国定制家具行业集中度低（CR3 不到 10%），格局非常分散。对标同为大家居产业的家电行业，在空调、冰箱、洗衣机、油烟机等家电细分市场中，市场占有率前三的公司产品销售额合计均超过 50%。参考海外成熟家居市场，

韩国家居行业 CR3 接近 60%，龙头汉森的市占率达到 37%。我们认为，未来我国定制家具行业集中度和龙头市场份额的提升是确定性趋势。

图 16: 2016 年空调零售市场 CR3=64%

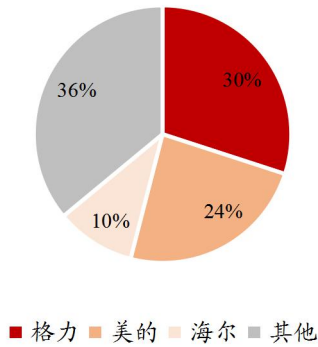
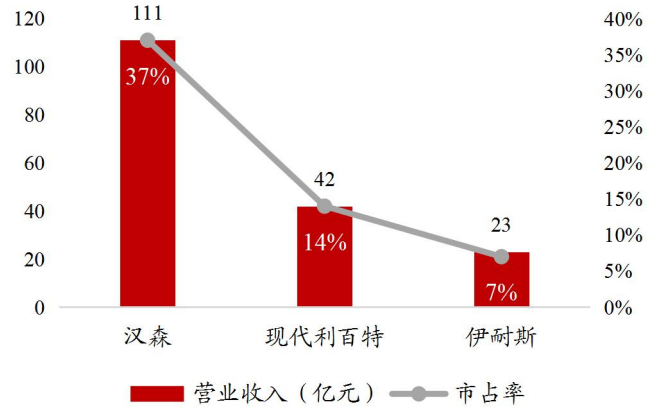


图 17: 2016 年定制橱柜行业 CR3 仅为 7.5%



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

随着消费升级能力逐渐提升，细分领域龙头品牌有望享受行业增长和市占率提升的双重红利，成长确定性最强，马太效应将愈发显著。我们认为定制家具未来也将出现寡头，静待行业龙头未来在强强对决中不断走向卓越、脱颖而出为巨头。

3.公司亮点：创新模式生根开花，渠道、产能共驱成长

3.1 互联网基因深厚，信息化壁垒坚实

3.1.1 始于圆方软件，信息化优势贯穿前中后端

公司信息化建设贯穿前端设计销售、中端生产、后端服务，包括产品设计、订单形成、订单审核、订单报价、订单排产、组织生产、成品出货等全流程，各个环节实现高度信息化管理，同时能够完成前中后端的高效率衔接。

(1) 圆方软件：全面提升从设计销售到生产、交付的效率与效果。通过运用圆方软件，公司将立体直观的装修效果图展现在消费者面前，提高设计方案沟通效率、呈现效果和成交率；系统一键生成报价表，省去人工计算，避免错单、漏单，实现快速下单和成本控制；自动生成综合图纸，实现材料数据拆分，指导工厂自动化生产、减少安装过程中各种误差。此外，公司通过十多年的经营数据积累，建立了庞大的“房型库”和参数化“产品库”，应用虚拟设计系统，形成海量的“空间解决方案库”。

图 18: 圆方软件设计销售系统



资料来源: 山西证券研究所、圆方软件官网

(2) 中端生产制造: 主要是指将前端设计图纸和订单数据自动转化为生产数据和机台设备数据, 从原材料到加工到配套, 均智能自动分配和衔接, 有效减少材料浪费和出错率, 提高人均产出和生产效率, 大幅减少拆单、数据审核人员数量及出错率。比如, 智能开料机能对大量订单进行拆单、混合排产, 可以同时针对不同规格尺寸的板材进行精准切割; 智能机器人利用三维坐标控制钻孔位置和深度, 定位精确至毫米。

(3) 后端仓储物流: 包括智能仓储和物流系统, 按不同类别和时段自动分配进出货, 提高发运效率和存货周转率, 进一步缩短客户订单周期。公司板材从进入仓库, 到加工包装, 再到出库, 整个流程最快可以缩短在一天内完成。

图 19: 尚品宅配智能立体仓库

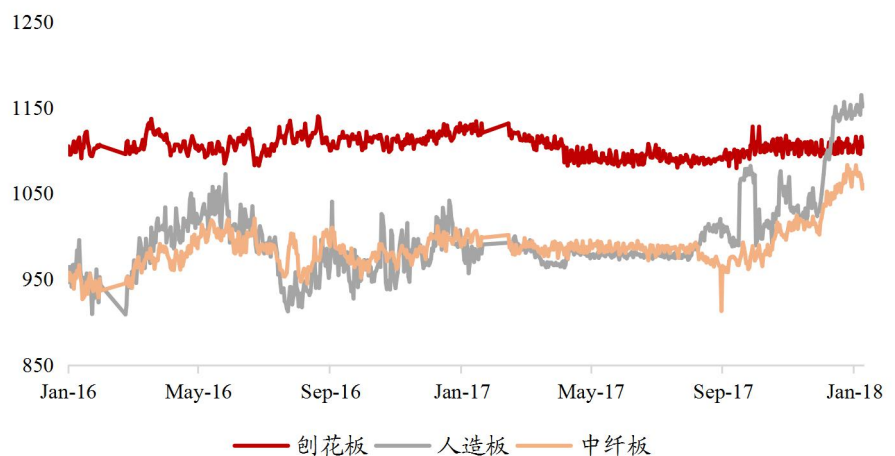


资料来源：山西证券研究所、公司官网

3.1.2 成本效率管控能力优秀

受益于较高的柔性化生产和信息化管理水平，公司板材利用率达到91%-93%，近年来实现单位成本小幅下降。2017年，公司主要原材料人造板、中纤板价格分别上涨15%和8%。公司板材及五金配件占主营业务成本比例高达60%，面对原材料价格上涨的压力，公司2017Q1-Q3毛利率变动幅度依然控制在-1%以内。

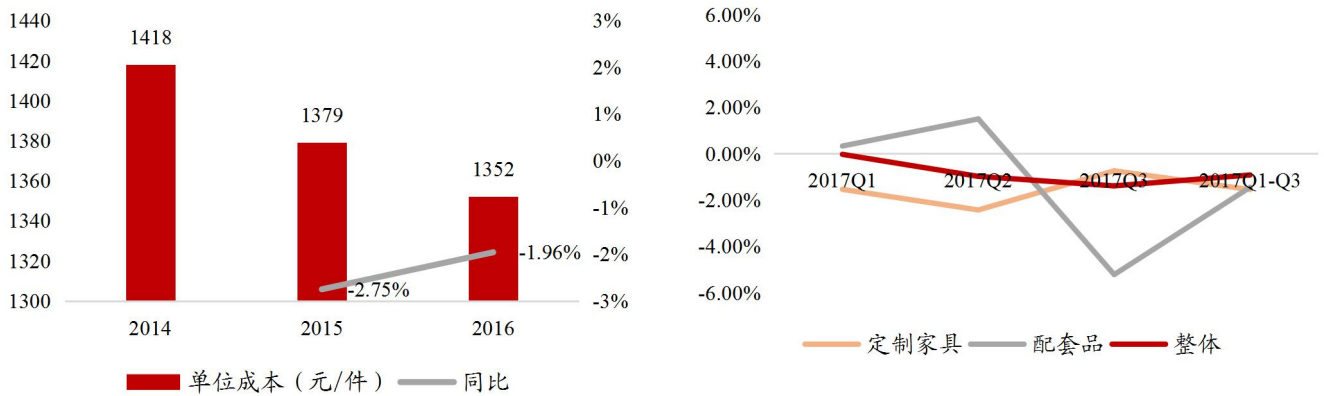
图 20：木材价格指数 CTI：刨花板、人造板、中纤板



资料来源：山西证券研究所、wind

图 21：公司单位成本小幅下降

图 22：公司 2017 年前三季度整体毛利率变化在-1%以内



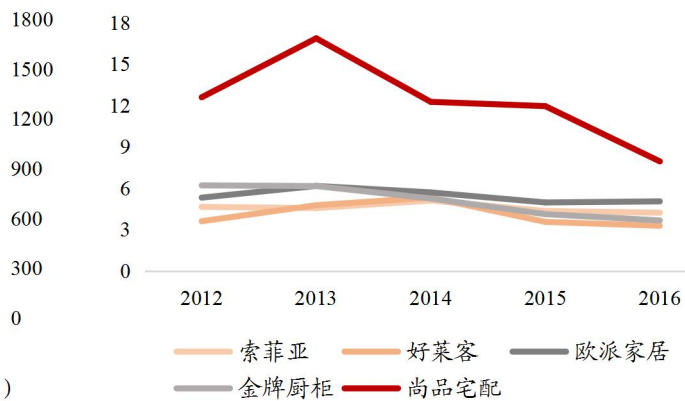
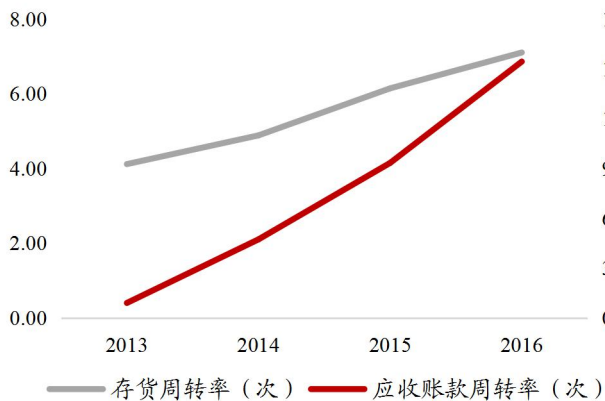
资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

资料来源：山西证券研究所、公司调研

受益于信息化应用和工业 4.0 智能制造生产基地的建设，公司核心营运能力指标表现优秀。公司存货周转率逐年提升，固定资产周转率显著高于同业，近几年平均固定资产周转率高达 12 次。

图 23: 公司核心营运能力指标逐年提升

图 24: 公司固定资产周转率显著高于同业



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

3.2 渠道创新屡获成功，门店潜力静待释放

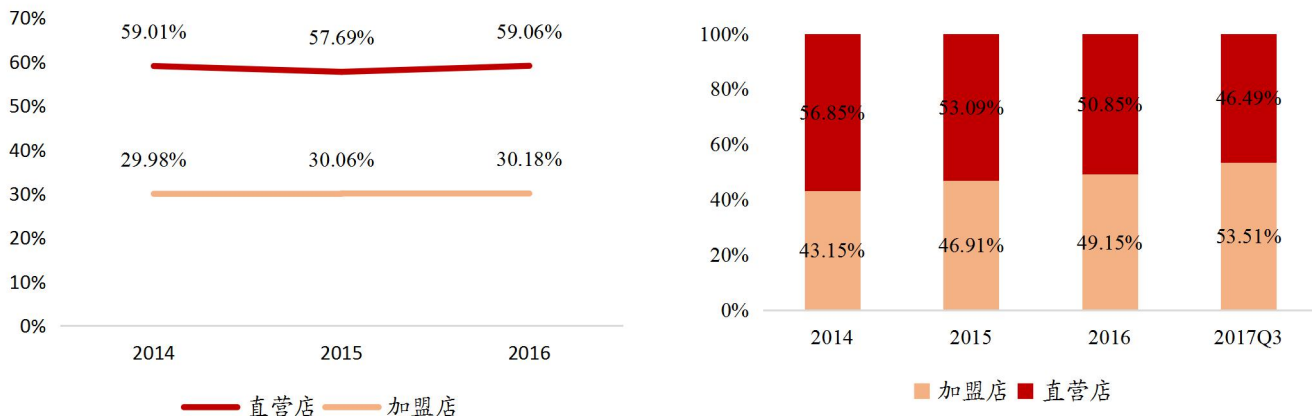
3.2.1 直营与加盟并重，线上线下齐发力

直营渠道盈利能力突出

公司采取直营与加盟并重的销售模式，属于行业内唯一一家。2017Q3，公司直营、加盟渠道的营收占比分别为 46%和 54%。直营店毛利率高出加盟店接近 30%，2016 年平均单店收入达到 2454 万元（是竞争对手的两三倍），公司直营店运营能力和盈利能力优秀。

图 25: 公司直营店、加盟店毛利率

图 26: 公司渠道营收占比



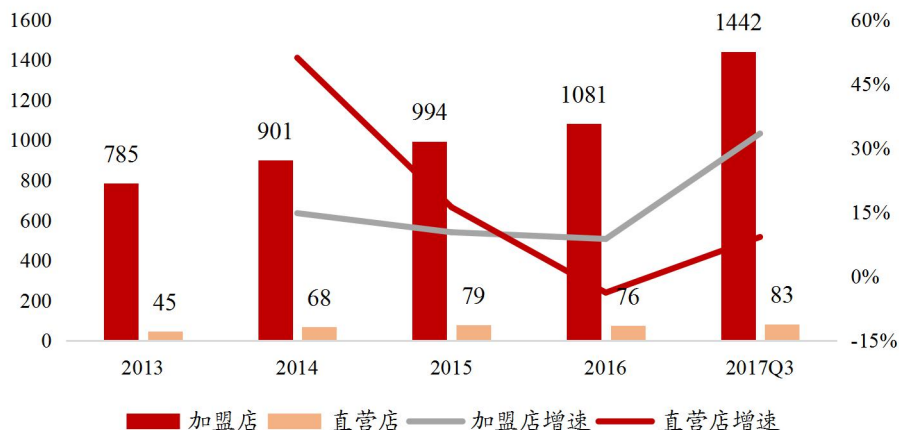
资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书、公司调研

加盟店扩张拉动营收高增

(1) 门店基数较小，增长空间广阔：2017 年公司加大力度发展加盟渠道，前三季度新开加盟店 361 家，总数为 1442 家，同比增长 33%，预计 2018 年将维持 300 家左右的开店节奏。相比欧派（6000+）、索菲亚（2000+），公司目前加盟店数量较少，空白城市较多，加盟渠道开店天花板远未达到，未来营收增长空间依然很大。预计 17 年新开加盟店效在今年全部释放，会对业绩有很大拉动作用。

图 27：公司门店数量和增速

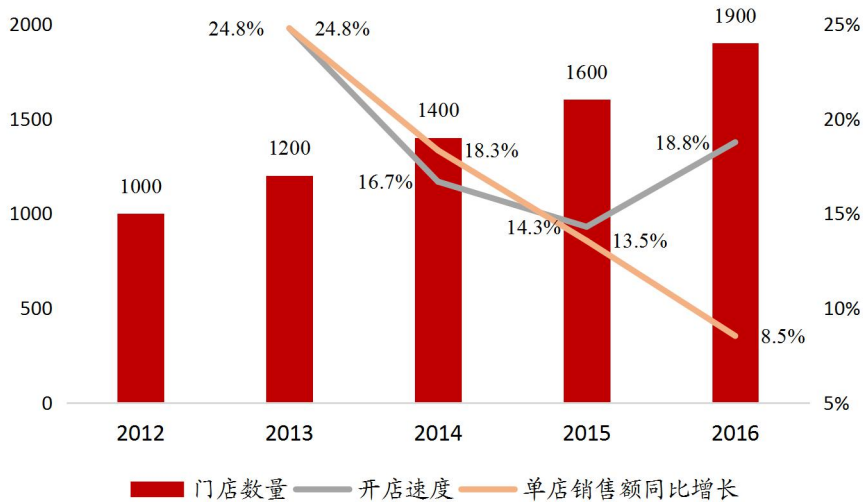


资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书、公司调研

(2) 开店边际效益较大，看好未来业绩弹性：公司 2014-2016 年加盟店平均单店收入分别为 123/166/196 万元，15/16 年同比增长率分别为 35%、18%，远远超过同期加盟店开店增速 10%、9%。对标定制家具龙头之一的索菲亚，其经销店数量由 2012 年的 1000 家扩张至 2015 年的 1600 家，营收增速分别为 25%、18%和 14%，基本与开店节奏保持同步增长。公司 17-18 年所处阶段与索菲亚

12-15 年相似，预计公司新店也将贡献较强的业绩拉力。

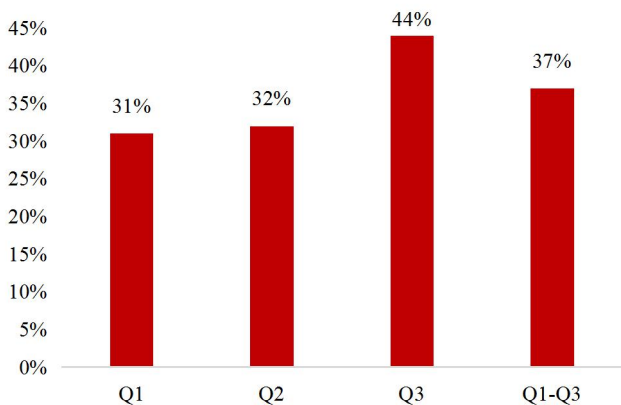
图 28: 索菲亚经销店扩张进程及单店收入增速



资料来源：山西证券研究所、索菲亚公告

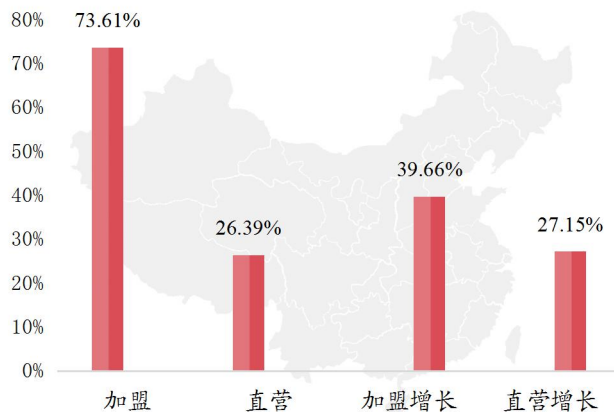
(3) 同店增长能力较强：2017 年前三季度分别新开店 69/131/161 家，开店集中在二、三季度，在 17 年新店大部分尚未贡献业绩、16 年仅新开门店 87 家的情况下，加盟渠道营收三季度环比增速依然提升 12%，前三季度同比增速高达 37%，此外，2017 年前三季度公司加盟渠道客户数同比增长 39.66%，超过门店数量的增速 33%，可见公司同店增长能力较强，未来新店老店将形成合力，共同拉动公司业绩快速增长。

图 29: 加盟渠道营收增速



资料来源：山西证券研究所、公司调研

图 30: 2017 年前三季度公司客户数渠道分布及增长



资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书、公司调研

线上线下一体化，O2O 引流效果显著

依靠十多年积累的互联网运营经验和信息技术优势，公司建立并成功运营 O2O 网络营销平台，对由线上引流至加盟店并实现终端收入的情况，新居网向

加盟商按照其向终端消费者实现的收款额以一定比例收取引流服务费。网、店相结合，线上线下一体化的营销模式使公司报告期内实现了业绩的快速增长。2017年上半年，公司O2O引流服务收入43.16亿元，同比增速高达60%，O2O模式对经销商业绩贡献率接近20%。此外，公司线上投入产出比（ROI=客单价/单位获客成本）为16倍，远高于索菲亚、欧派10倍左右的ROI水平。

图 31: O2O 引流服务收入及增速

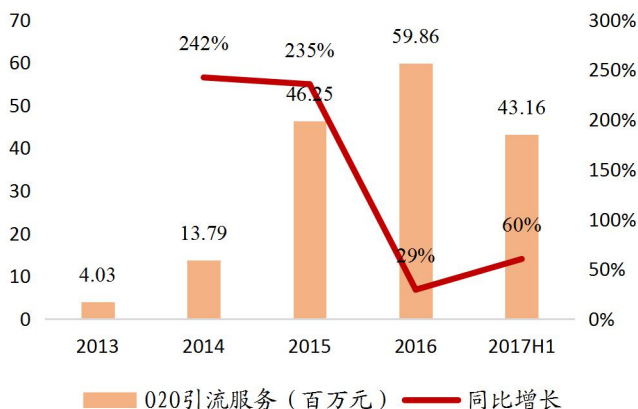
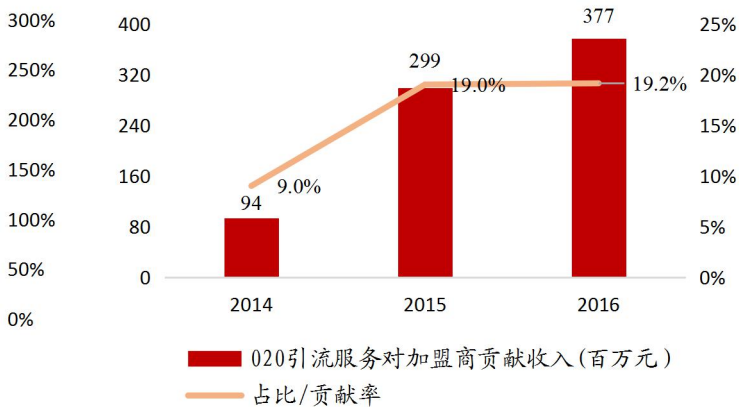


图 32: O2O 引流服务对加盟商业绩贡献率接近 20%



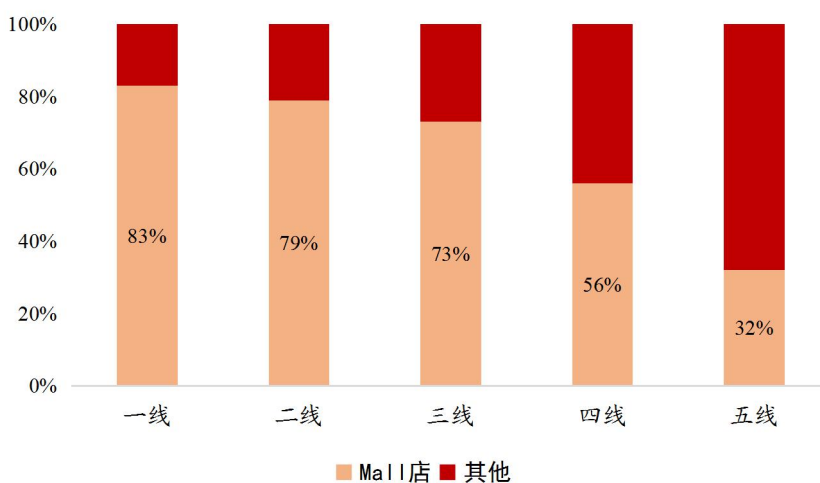
资料来源：山西证券研究所、公司公告

资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

3.2.2 率先开设 O 店、Shopping Mall 店，单店收入亮眼

公司自 2013 年开设旗舰店（O 店），以新居网运营的网络商城和微信公众号作为 O2O 营销平台，将线上定制家具的消费者引流至旗舰店实现销售，2014-2016 年通过线上引流实现的收入复合增长率达 72.94%；同时自 2014 年以来，公司率先进驻购物中心设立直营店，同时推动加盟商也向购物中心转移，截至 2017 年 9 月，公司在一二三线城市 Mall 店占比均高于 70%。

图 33: 公司加盟店以 Shopping Mall 店为主（截至 2017 年 9 月）



资料来源：山西证券研究所、公司调研

公司旗舰店、Mall 店平均单店收入亮眼，店面盈利能力领先。2016 年加盟渠道 Mall 店的单店收入达到 213 万元，高于其他店铺（181 万元）；直营渠道旗舰店的单店收入高达 8397 万元，遥遥领先直营渠道整体的平均单店收入（2454 万元）。同时，公司旗舰店和购物中心店的单店收入增长速度也高于其他店铺的单店增长速度。

图 34：加盟渠道购物中心店单店收入最高（万元）

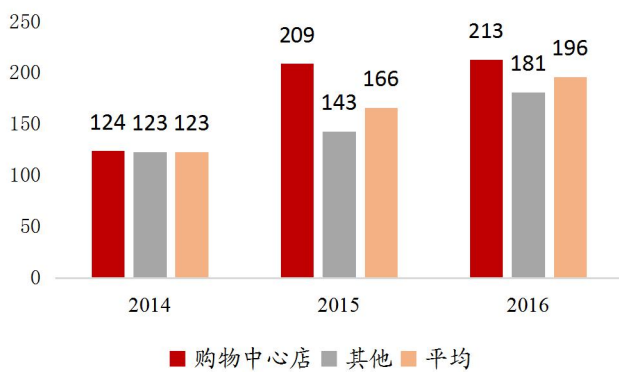
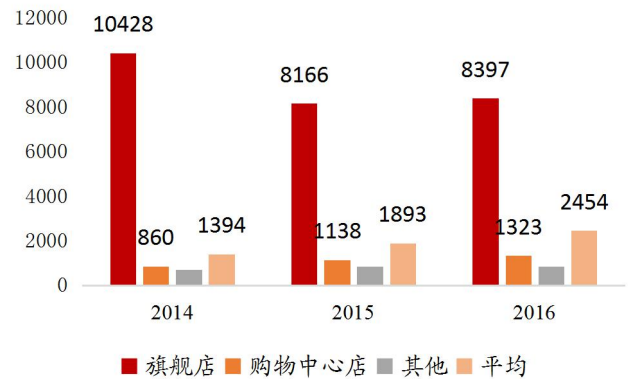


图 35：直营渠道旗舰店单店收入亮眼（万元）



资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

公司 Shopping Mall 店成功的逻辑主要有以下几点：（1）近两年家居卖场、建材城等传统渠道相对饱和，而购物中心、综合体商圈的人流不断上涨，Mall 店作为抢占流量的入口，大幅提升了公司核心竞争力及可持续发展能力；（2）加强对前端流量入口的绑定，更主动地吸引和转化潜在客户；（3）Mall 店和 O 店能使消费者在休闲娱乐的同时咨询家具装修、感受品牌产品，时间成本大大减少，客户体验得到提升，有效客流较多、量尺转化率较高。

3.2.3 整装云赋能家装行业，B 端业务有望突飞猛进

HOMKOO 整装云采用先进的家装行业 S2B 模式，将整装设计、虚拟装修、施工管控、供应链管理等全流程一站式打通，并且整合出 F2C 供应链平台，旨在攻克现存的多项整装难题，帮助传统装修公司完成对整装的业务能力及服务模式的升级。

图 36：整装云解决家装行业多项难题



资料来源：山西证券研究所、公司调研

HOMKOO 整装云的商业模式为：与家装公司建立合作关系，公司向家装公司免费提供系统和服务，获利来源主要是向装企销售主辅材、定制家具和配套家居产品。由于获客、装修都是由家装公司负责，公司只需要不断优化系统和供应链管理，非常容易推广复制、且成本较低，因此我们认为整装云业务未来发展空间广阔。

表 7：整装云的四大软实力和三大硬通货

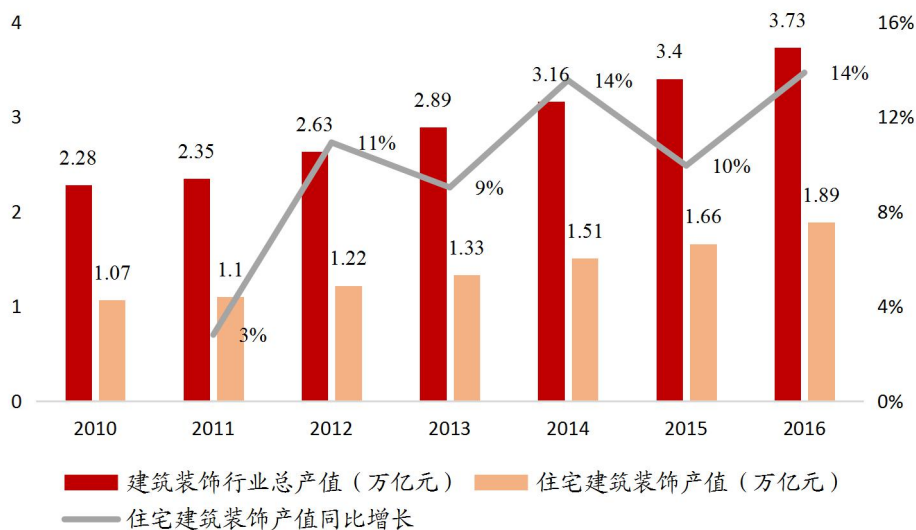
项目	主要优势
整装销售设计系统	将公司全屋定制的强大终端优势应用到整装销售中，如设计软件，橱柜、衣柜、效果图和 3D/VR 系统等，实现硬装软装一体化和设计方案的三维效果呈现。
BIM 虚拟装修系统	将建筑业成熟的 BIM 技术应用到装修行业，从可视化、协调性、模拟性、优先性、可出图性等方面，将装修全生命周期解决方案信息化。
中央厨房式供应链管理	由原材料转化为装配式半成品，囊括 100+国内外一流建材品牌，10000+SKU，根据施工节点进行柔性化配送，解决了供应链管理的难题。
机场塔台式中央计划调度系统	通过人工智能取代人的管理工作，所有工地实现数据化、信息化和在线化，降低了对人的依赖，解决多工地管理的难题。
三大硬通货供应链平台	为装修公司提供主辅材、全屋定制家具和家居配套品，而且能享受到 F2C 价格。

资料来源：山西证券研究所、公司调研

随着住房精装修政策的大力推行，未来装修公司之间、装修公司和定制家具企业之间的流量争夺会越来越激烈。公司通过整装云打通了整装的流量入口，流量获取更加前端，预期可以有效解决竞争问题。更进一步分析，相比与房地产商合作的精装房业务，整装云模式更加具有主动性和话语权，风险可控，而

且毛利率水平更高、现金流回款速度更快。根据中国建筑装饰协会数据，2016年我国有13万家装修公司，全国装修行业总产值为3.73万亿元，其中住宅装修市场规模为1.89亿元，较上年度同比增长14%。考虑到整装行业约4万亿的市场规模，我们认为未来基于整装云的B2B业务规模和体量很大，甚至可能赶超目前定制家具零售渠道的销售业绩。

图 37: 我国住宅装修行业规模及同比增速

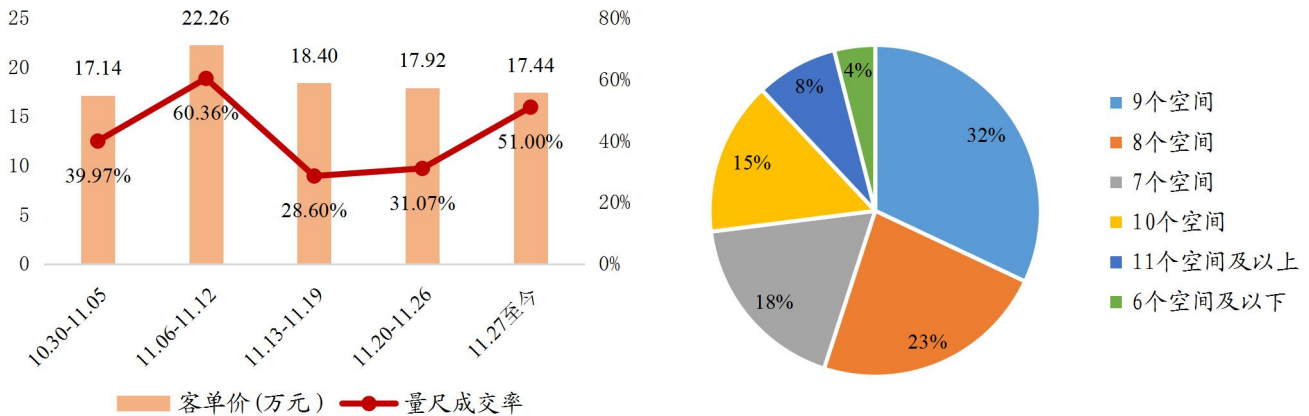


资料来源：山西证券研究所、前瞻产业研究院

整装云业务目前处于招商阶段，已有过百家装修企业与公司达成合作。此外，公司目前在广州、成都和佛山做整装自营，已经开始对接客户整装业务，可以提供测试系统以及招商展示。根据前期调研，公司整装客户平均量尺成交率超过30%，个别月份甚至会超过60%，转化率是普通家装公司的几倍。此外，公司整装客户购买家具的客单值约为4.8万元，远远高于只买定制家具客户的客单值（约3万元）。基于整装云软硬装一体化设计销售的协同整合能力，公司B端业务客单价天花板更高，未来还会有更大的提升。

图 38: 广州整装客户客单价和转化数据

图 39: 广州整装客户成交数和成交额



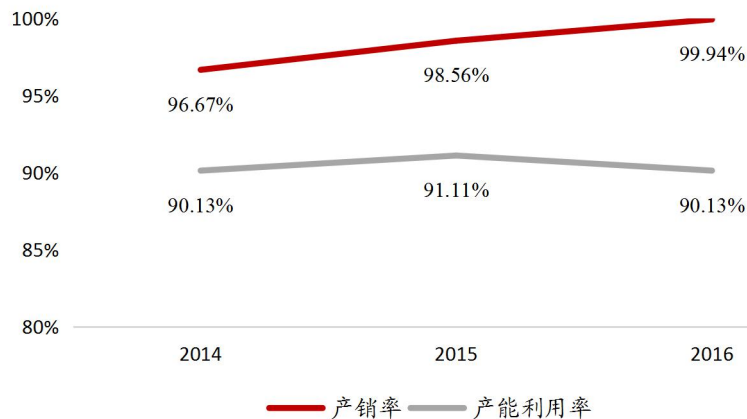
资料来源：山西证券研究所、公司调研

资料来源：山西证券研究所、公司调研

3.3 产能扩张支撑未来需求，挺进华东、西南剑指全国

目前公司在佛山拥有四个生产基地，完全达产后产能约 142 万套/年，预计产能可以支撑到 2019 年上半年。近年来公司销售规模快速增长，2016 年产能利用率、产销率分别高达 90.13%、99.94%，已趋近饱和状态，存在较大的产能瓶颈。同时，17 年公司加大了加盟店的拓展力度，对公司的产能也提出了更高的要求。

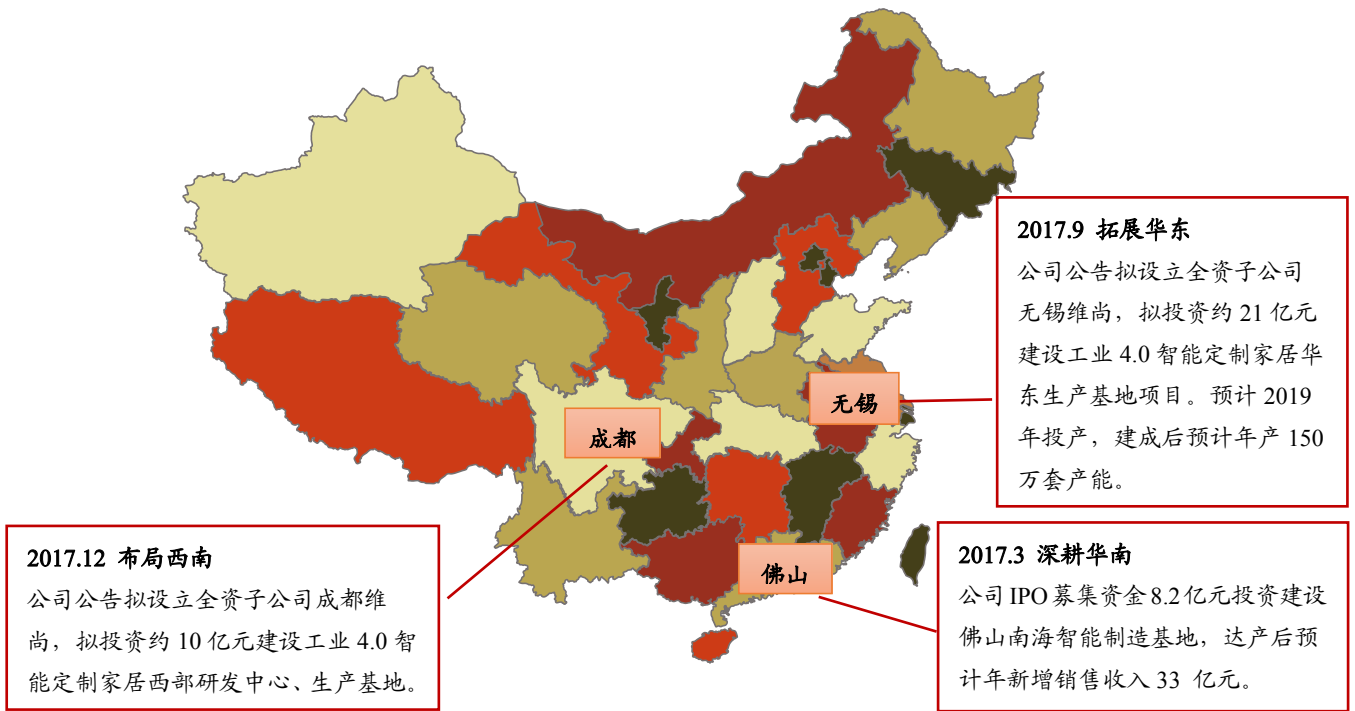
图 40：公司产销率和产能利用率均超过 90%



资料来源：山西证券研究所、公司招股说明书

2017 年 9 月，公司拟投资在无锡建设“工业 4.0 智能定制家居华东生产基地项目”，预计 2019 年投产，建成后新增年产 150 万套产能。公司 2016 年销售收入地区占比排名中，华东地区排在第二位（30.63%），入驻华东将更好地满足该部分巨大的市场需求。公司拟建的成都崇州西部研发制造中心则是集研发、生产、仓储、物流等于一体的综合型基地。未来公司产能将形成佛山智能制造基地与无锡华东生产基地、成都西部研发制造中心“三足鼎立”格局。

图 41: 公司产能布局及项目进度



资料来源：山西证券研究所、公司公告

公司大力扩张产能，不仅可以突破未来三年的产能瓶颈、满足更大的市场需求，还将巩固在工业 4.0 智能制造上的先发优势，提升智能制造和生产效率。公司产能异地扩张、辐射全国，不仅能够加强品牌覆盖和影响力，同时由于公司 2016 年、2017H1 交通运输费占营收的比重分别为 2.58%、2.66%，公司将基地拓展至华东和西南，将有利于控制仓储和物流成本，缩短服务半径和交货周期，提升消费者的满意度。

4.盈利预测、估值分析和投资建议

我们预计公司 2017-19 年实现营业收入 53.55、72.29、93.97 亿元，同比增长 33%、35%、30%，实现归母公司净利润 3.85、5.35、7.13 亿元，同比增长 51%、39%、33%，对应 EPS 为 3.49、4.84、6.46 元，PE 为 47、34、25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场推广不达预期；原材料价格上涨等。

附：公司财务预测表（单位：百万元）

利润表	2015	2016	2017E	2018E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	3,087.7	4,026.0	5,354.6	7,228.7	成长性				
减:营业成本	1,699.6	2,166.4	2,902.2	3,917.9	营业收入增长率	61.5%	30.4%	33.0%	35.0%
营业税费	28.0	43.3	50.9	68.8	营业利润增长率	2.4%	105.5%	42.1%	43.6%
销售费用	925.0	1,124.4	1,488.6	1,951.7	净利润增长率	7.2%	83.1%	50.7%	38.9%
管理费用	279.5	371.8	481.9	650.6	EBITDA增长率	11.7%	90.4%	29.8%	42.2%
财务费用	2.6	3.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	3.2%	104.0%	40.0%	44.7%
资产减值损失	2.7	5.0	2.6	2.6	NOPLAT增长率	11.0%	88.1%	44.0%	44.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	150.6%	-349.4%	64.0%
投资和汇兑收益	2.7	2.5	16.0	5.9	净资产增长率	29.6%	36.6%	233.1%	19.2%
营业利润	153.0	314.6	446.9	641.9	利润率				
加:营业外净收支	8.8	7.0	24.0	12.1	毛利率	45.0%	46.2%	45.8%	45.8%
利润总额	161.9	321.5	470.9	654.0	营业利润率	5.0%	7.8%	8.3%	8.9%
减:所得税	22.3	66.0	85.9	119.3	净利润率	4.5%	6.3%	7.2%	7.4%
净利润	139.5	255.5	385.0	534.7	EBITDA/营业收入	6.2%	9.0%	8.8%	9.3%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	EBIT/营业收入	5.0%	7.9%	8.3%	8.9%
货币资金	511.0	848.0	2,416.7	2,796.8	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	22.8%	30.6%	13.9%	16.1%
应收帐款	36.3	30.9	65.3	88.1	ROA	8.8%	11.9%	8.7%	9.8%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-329.8%	-531.0%	-305.1%	177.0%
预付帐款	39.6	35.7	99.7	134.5	运营效率				
存货	312.2	296.8	397.6	536.7	固定资产周转天数	30	45	64	68
其他流动资产	0.1	4.5	2.5	2.5	流动营业资本周转天数	-55	-69	-67	-61
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	95	95	141	163
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	3	4
长期股权投资	-	-	-	-	存货周转天数	59	51	23	23
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	160	167	220	246
固定资产	285.5	728.4	1,172.3	1,573.9	投资资本周转天数	-5	-7	6	20
在建工程	180.8	20.6	102.5	226.9	费用率				
无形资产	81.7	79.8	77.8	75.7	销售费用率	30.0%	27.9%	27.8%	27.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	9.1%	9.2%	9.0%	9.0%
资产总额	1,594.6	2,150.0	4,399.8	5,465.6	财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	39.1%	37.2%	36.8%	36.0%
应付帐款	297.0	465.5	463.7	610.9	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	61.7%	61.2%	36.8%	39.4%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	161.0%	157.7%	58.3%	64.9%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.91	0.92	1.84	1.65
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	0.60	0.70	1.60	1.40
负债总额	983.7	1,315.6	1,620.9	2,152.1	利息保障倍数	60.53	107.59	-177.76	642.93
少数股东权益	-	-	-	-	业绩和估值指标				
股本	81.0	81.0	110.4	110.4	EPS(元)	1.72	3.15	3.49	4.84
留存收益	529.8	753.3	2,656.9	3,191.5	BVPS(元)	7.54	10.30	25.17	30.02
股东权益	610.8	834.3	2,778.8	3,313.5	PE(X)	94.6	51.7	46.7	33.7
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	PB(X)	21.6	15.8	6.5	5.4
净利润	139.5	255.5	385.0	534.7	P/FCF	90.2	40.4	-577.5	52.2
加:折旧和摊销	76.2	90.8	26.3	26.3	P/S	4.3	3.3	3.4	2.5
资产减值准备	2.7	5.0	-	-	EV/EBITDA	-	-	33.0	22.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	56.5%	40.8%	43.6%	56.5%
财务费用	-	-	-2.5	1.0	PEG	1.7	1.3	1.1	0.6
投资收益	-2.7	-2.5	-16.0	-5.9	ROIC/WACC	-94.2	-151.7	-87.2	50.6
少数股东损益	-	-	-	-	REP	-	-	-0.6	0.6
营运资金的变动	241.7	393.7	148.4	369.7					
经营活动产生现金流量	455.2	717.9	541.1	925.8					
投资活动产生现金流量	-360.3	-339.7	-534.5	-544.6					
融资活动产生现金流量	-4.5	-32.0	1,562.0	-1.0					

投资评级的说明:

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现20%以上
增持: 相对强于市场表现5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分