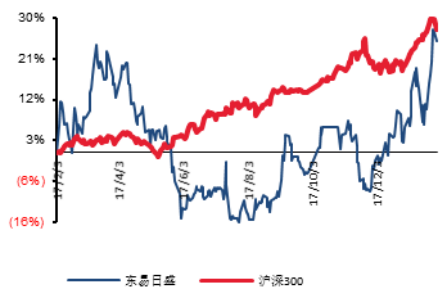


## 流量、信息化构筑坚实壁垒，整装云引领尚品蓄势腾飞

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	199/67
总市值/流通(百万元)	44,311/14,931
12 个月最高/最低(元)	227.98/120.00

### 相关研究报告:

- 尚品宅配(300616)《渠道端红利逐步提现，尚品进入成长快车道》--2018/04/23
- 尚品宅配(300616)《季度收入端增速持续提升，线上线下双管齐下》--2018/04/09

证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

尚品宅配业绩表现优异，加盟渠道扩张释放增长潜力。营业收入快速增长，2017 年实现营业收入 53.23 亿元，同比增长 32.23%，2012-2017 年 CAGR 为 48.31%；归母净利润 3.80 亿元，同比增长 48.74%。公司综合毛利率 45.11%，净利率 7.14%，高毛利率低净利率源于直营渠道占比高，加盟渠道开始加速扩张，门店盈利潜力将释放，看好未来业绩增长。

**公司综合优势独特，具备核心竞争力：**(1) 互联网跨界而来，更加注重打造极致用户体验和服务；(2) 基于圆方软件优势，实现工业化和信息化深度融合打通定制家具前中后端，控本增效能力突出；(3) 开设 SM 店与 O/C 店，创新渠道布局挖掘潜在客户，实现单店收入快速增长，提升品牌曝光度和影响力；(4) 较早培育的新居网线上商场具备强大引流能力，难以被复制，是构筑 O2O 立体营销模式的核心。

**整装云切入家装业务，S2B2C 赋能平台打开未来估值空间。**一站式整装是未来家装行业发展趋势，整装云系统与供应链赋能家装各环节，打通定制家具和装修的流量入口，输出二者融合的商业模式。供应链 F2C 直采统一配送，同时输出定制家具及配套品。目前，成都、广州和佛山三地已布局自营整装，先行切入家装业务，作为未来招商入口，当前招商正稳步推进，整装云未来业绩空间广阔。

我们将整装云和酷家乐的“到店购”模式进行了对比，认为短期内两者并举发展是大概率事件，但中长期看，尚品的整装云模式更能够让设计师回归设计本质，而家装公司回归家装本质，行业长期趋势不可逆。

公司整装云招商正逐步推进，目前平均每个月增加会员单位 100 家以上，截至 18 年 3 月底已有约 260 家商家加盟合作。公司 2018 年目标招商 1000 家以上，若单个会员 18 年全年平均下单金额达到 50 万元，则整装云主辅材业务收入有望突破 5 亿元。目前，业内注册等级的装修企业数大约 17 万家，远期来看，我们保守假设未来将有 10% 的中小家装公司对接整装云服务，即未来整装云招商约有 1.7 万家。假设 (1) 中小家装公司年均接单量为 100 个，其中 60% 通过整装云下单；(2) 整装云可取得客单值 10 万；整装云营收规模或可达 1020 亿元。公司未来将有望从家居品牌商转向平台商，估值空间将彻底打开。

我们预计尚品宅配 2018-2020 年 EPS 分别为 5.32 元、8.50 元、12.78 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别 42X、26X 和 17X，维持“买入”评级。

**投资风险：**地产政策调控，原材料价格上涨，渠道扩张不及预期

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5323	7748	11208	14548
(+/-%)	32.22	45.56	44.66	29.80
净利润(百万元)	380	587	938	1410
(+/-%)	48.74	54.43	59.80	50.40
摊薄每股收益(元)	3.71	5.32	8.50	12.78
市盈率(PE)	42.59	41.94	26.25	17.45

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

1、 尚品宅配：互联网跨界而来，全屋定制先行者 .....	5
1.1 互联网背景深厚，注重极致用户体验 .....	5
1.2 深耕全屋定制锁定高客单值，单店收入实现快速增长 .....	7
1.3 定制家具领军企业，业绩表现抢眼 .....	9
1.4 募投推进产能布局，突破成长瓶颈 .....	10
2、 信息化与工业化深度融合，构筑尚品竞争优势 .....	11
2.1 圆方设计软件结合大数据与 VR，助力 C2B 商业模式 .....	11
2.2 实现大规模柔性化定制，控本增效能力突出 .....	13
2.3 兼顾软件外销，提供家居信息化整体解决方案 .....	14
3、 创新化渠道布局，搭建 O2O 立体营销 .....	14
3.1 直营店营收贡献突出，加盟店加速品牌渗透 .....	14
3.2 创新开设 SHOPPING MALL 店，错位竞争提升品牌影响力 .....	16
3.3 多业态融合打造 C 店，体验式营销升级家居消费 .....	18
3.4 新居网与 O 店协同打造 O2O 立体营销，提升终端收入 .....	20
4、 整装云切入家装业务，S2B2C 赋能平台打开估值空间 .....	24
4.1 家装迎来整装时代，中小公司发展整装困难重重 .....	24
4.2 整装云四大软系统+三大硬通货赋能整装崛起 .....	27
4.3 供应链模式比较：整装云是集采直供模式的整体家装赋能服务商 .....	29
4.4 开设整装自营店，深入布局家装业务 .....	33
4.5 整装云招商逐步推进，家装业务空间广阔 .....	34
5、 盈利预测及估值 .....	35
5.1 盈利预测的基本假设 .....	36
5.2 全屋定制业内领衔，业务新增长点带来高估值 .....	37
6、 风险提示 .....	38

## 图表目录

图表 1: 公司业务关系.....	5
图表 2: 公司发展历程.....	6
图表 3: 尚品宅配注重打造极致用户体验.....	6
图表 4: 公司定制产品及配套家居产品.....	7
图表 5: 定制家具行业几大品牌扩展全屋定制业务情况.....	8
图表 6: 尚品宅配定制家具业务结构.....	8
图表 7: 尚品宅配单店收入情况.....	8
图表 8: 公司营业收入及同比增速.....	9
图表 9: 公司归母净利及同比增速.....	9
图表 10: 各业务营业收入贡献比例.....	9
图表 11: 定制家具产品营业收入及同比增速.....	9
图表 12: 公司各业务毛利率情况 (2017H1).....	10
图表 13: 公司综合毛利率和净利率.....	10
图表 14: 公司产能、产能情况及产能利用率.....	10
图表 15: 公司近年销量及产销率.....	10
图表 16: 尚品宅配产能布局及募投情况.....	11
图表 17: 圆方软件柜体设计实现极简化.....	12
图表 18: 公司圆方设计软件各系统助力 C2B 商业模式发展.....	12
图表 19: 定制家具柔性化生产工艺流程.....	13
图表 20: 公司研发投入情况.....	13
图表 21: 公司智能化立体仓库.....	13
图表 22: 公司软件及技术服务营业收入.....	14
图表 23: 软件及技术服务收入毛利率.....	14
图表 24: 公司直营店、加盟店收入及占比.....	15
图表 25: 公司直营平均单店收入及毛利率.....	15
图表 26: 公司直营店门店数及净增数量.....	15
图表 27: 公司加盟店门店数及净增数量.....	15
图表 28: 公司 2017 年加盟店各线城市分布.....	16
图表 29: 2017 年各季度公司不同渠道营收同比增速.....	16
图表 30: 建材家居卖场销售额高速增长期已过.....	17
图表 31: 传统建材家居卖场与购物中心比较.....	18
图表 32: 直营渠道 SM 店单店收入高于其他店铺 (万元).....	18
图表 33: 加盟渠道各类型门店单店收入 (万元).....	18
图表 34: 超集店融合多业态消费打造体验式家居营销.....	19
图表 35: 新居网发展历程.....	20
图表 36: 新居网流量综合走势上升.....	21
图表 37: 旗舰店不同样板间展现“我+”生活方式.....	21
图表 38: 2016 年广州直营各门店单位租金 (元/平方米).....	22
图表 39: 新居网东宝旗舰店展厅平面图.....	22
图表 40: 旗舰店 (0 店) 营业收入情况 (亿元).....	22
图表 41: 旗舰店 (0 店) 数量情况 (家).....	22
图表 42: O2O 营销服务流程.....	23
图表 43: O2O 引流对加盟渠道贡献收入情况.....	23
图表 44: 公司 O2O 引流服务收入及增速.....	23
图表 45: 线上线下店网结合占据前端流量资源.....	24
图表 46: 用户重视时间成本装修首选短周期.....	24

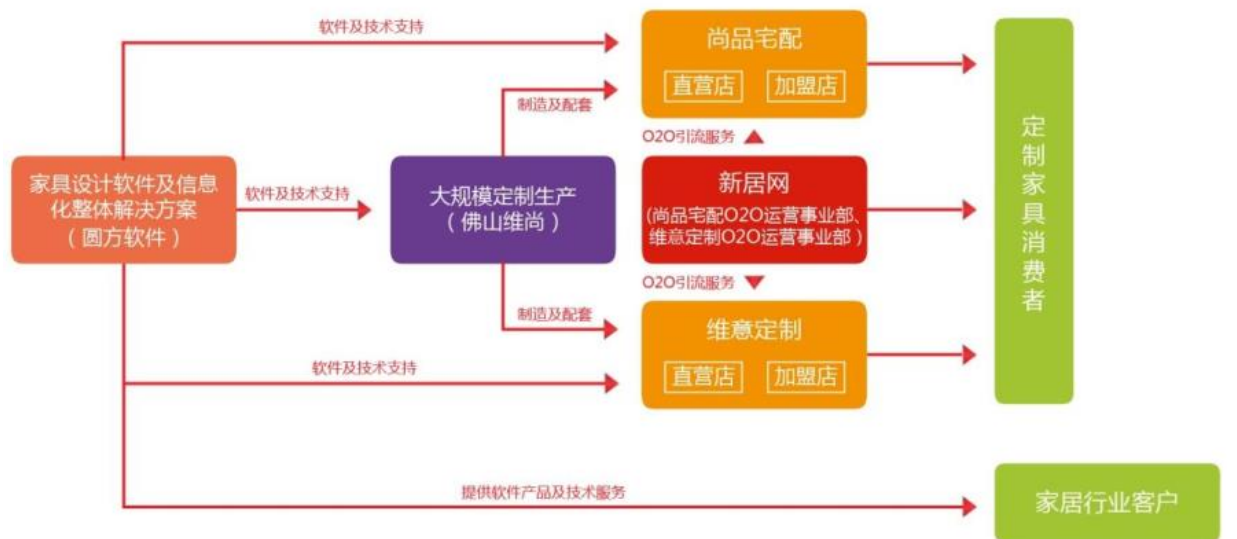
图表 47: 五类消费者选择装修方式差异.....	24
图表 48: 家装消费者年龄分布情况.....	25
图表 49: 消费者房屋装修面积分布.....	25
图表 50: 一站式整装将是家装行业未来发展趋势.....	26
图表 51: 中小家装企业供应链管理难.....	26
图表 52: 整装云“四大软系统”+“三大硬通货”打造家装 S2B2C 商业模式.....	27
图表 53: 整装云系统实力和供应链平台优势.....	28
图表 54: 艺龙装饰主材订单截图.....	29
图表 55: 整合供应链三类公司比较.....	30
图表 56: 酷家乐云设计平台六大设计系统.....	30
图表 57: 酷家乐即将上线的供应链导购系统.....	31
图表 58: 爱福窝设计平台一键式连接建材家具商家.....	32
图表 59: 整装云与酷家乐供应链模式比较.....	33
图表 60: 广州新居整装开业.....	34
图表 61: 自营整装拓展家装业务也作为招商前端入口.....	34
图表 62: 我国建筑装饰行业产值及增速.....	34
图表 63: 中国家装市场产值及增速.....	34
图表 64: 整装云招商逐步推进打开家装业务空间.....	35
图表 65: 尚品宅配收入及成本预测.....	36

## 1、尚品宅配：互联网跨界而来，全屋定制先行者

### 1.1 互联网背景深厚，注重极致用户体验

尚品宅配主打“C2B+O2O”商业模式，旗下拥有“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌。主要经营的产品为全屋板式家具及配套家居产品，同时向家居企业提供设计软件及信息化整体解决方案。尚品以圆方软件作为基础，利用大数据等信息化工具实现大规模定制生产，建立起以消费者为主导的C2B定制家具商业模式；依托新居网等线上渠道引流，实现O2O运营。

图表 1：公司业务关系



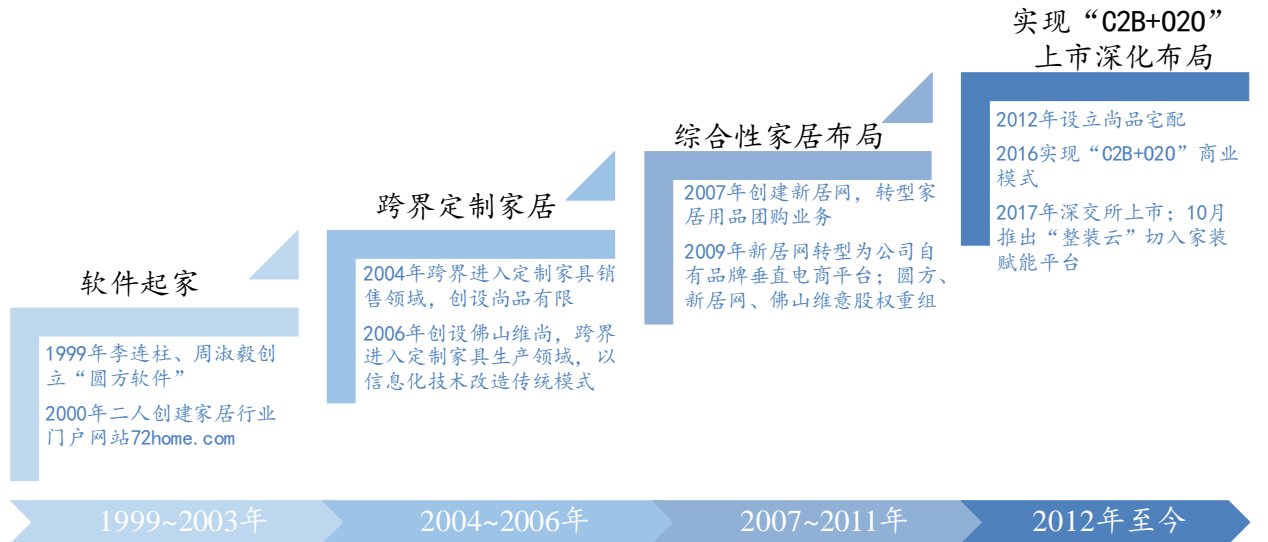
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

尚品宅配由软件起家跨界定制家居，是具备深厚互联网背景的定制家具企业。公司的前身是圆方软件，通过不断跨界转型逐渐布局家居行业的销售、生产等领域，并且通过整装云切入赋能家装领域，业务不断升级。公司发展大致可分为四个阶段：

- **软件起家：**1999年创始人李连柱和周淑毅共同创立了圆方软件，涉足家居设计软件的研发；2000年二人共同创立了家居门户网站72home.com，是尚品的互联网背景基础。
- **跨界定制家居：**2004年广州尚品有限注册成立，是尚品宅配的前身，开始跨界进入定制家居销售领域；2006年李连柱和周淑毅创设佛山维尚，跨界进入定制家居生产领域，并且通过自有信息化技术改造了传统生产模式。
- **综合家居布局：**2007年创建新居网，转型家居用品团购业务；2009年新居网战略转型为公司自有品牌垂直电商运营平台；同年以尚品有限为基础，将圆方软件、新居网和佛山维意进行股权重组。
- **实现“C2B+O2O”模式，上市深化业务布局：**2012年正式成立了尚品宅配并于2015年布局全国11个城市；2016年实现定制家具“C2B+O2O”商业模式；2017年挂牌上市并同年推出整装

云开始切入家装领域，业务布局再深化。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

尚品宅配注重打造极致用户体验，率先在业内推出“5大免费服务”推动行业服务升级。定制家具涉及上门量尺、设计等诸多环节，不少品牌对这些服务收费。作为互联网背景的家居企业，尚品更加关注用户体验，率先推出免费上门量尺、出设计图、报价、送货安装和保修五大免费服务。消费者在新居网咨询，免费量尺不需缴纳定金。前端免费服务可以吸引潜在客户，使家居的低频消费变成高频的沟通体验过程，提高签单率，尚品宅配借助免费思维在家居业快速崛起。

图表 3：尚品宅配注重打造极致用户体验



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

此外，在设计配送等环节也考虑到客户体验的细节。独有的设计云平台，快速匹配房型数据与需求，最大程度提升了设计师的工作效率和质量，减少客户等待时间。从生产到配送安装环节，尚品通过信息化实现全程条码跟踪，让消费者随时获取订单信息，使定制流程实现透明高效，提升客户消费体验。极致用户体验使签单成功率大大提升，建立良好口碑，定制业务得以快速成长。

## 1.2 深耕全屋定制锁定高客单值，单店收入实现快速增长

定制家具消费理念日渐普及，全屋定制是家具行业发展方向。定制家具最早集中于定制衣柜、橱柜等领域，随着 80、90 后新生代成为消费主力，以及住房成本高导致中小户型比例提升，消费者对房屋空间利用率提出更高要求，个性化定制需求与日俱增。全屋定制使家居消费更加便捷，不仅最大程度提升空间利用率还能获得一站式全屋方案；对企业而言 C2B 模式按需生产避免生产过剩，利于提升客单价，全屋定制是未来家居消费的发展方向。

尚品最早开创全屋家居定制，深耕全屋多年，全品类齐发展提供一站式家居解决方案。在定制家具行业，大多数企业均是从单一品类定制起步逐渐扩张品类，如索菲亚从定制衣柜发展，欧派从定制橱柜逐步扩张。不同于通过单一品类扩张发展，尚品从一开始就确立全屋定制的发展方向，经营品类覆盖板式定制家具如整体衣柜、定制床、电视柜、橱柜等，家居配套产品如沙发、床垫等软体以及茶几、餐椅等成品家具。无论在全屋定制品类还是在家具系列中都有极强的竞争力。

图表 4：公司定制产品及配套家居产品



资料来源：公司招股说明书

图表 5：定制家具行业几大品牌扩展全屋定制业务情况

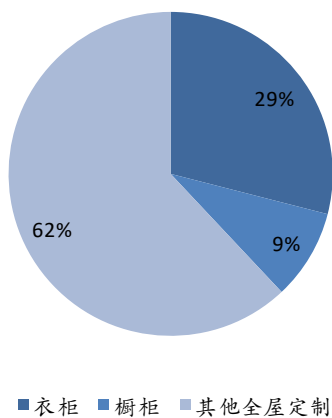
时间	成立	业务情况
欧派家居	1994 年	整体橱柜为主，逐步扩张为全屋定制；目前产品为整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品
索菲亚	2003 年	定制衣柜为主，以此为入口，逐步扩展全屋定制业务；成立司米橱柜品牌
好莱客	2007 年	整体衣柜为主，开始扩展全屋定制业务
尚品宅配	2004 年	软件起家，2004 年切入家居行业，提出全屋定制；目前产品为定制衣柜、橱柜、书柜、组合家具等定制产品以及配套家居，软件技术服务

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

基于全屋定制的理念，尚品不着力单品类门店，全屋定制门店各品类获得均衡发展。尚品宅配从一开始就确立全屋定制为发展方向，定制衣柜、橱柜、电视柜等多种定制品类得到相对更加均衡的发展，没有明显的短板产品，并且整合了沙发、床垫等软体家具品类以及餐椅、茶几等成品家具，提供全屋整体化解决方案。尚品所有门店均主打全屋定制，不对品类拆分开设独立门店。2017 年公司双品牌同步推进 518 全屋定制套餐，提出空间面积计价推进全屋业务。

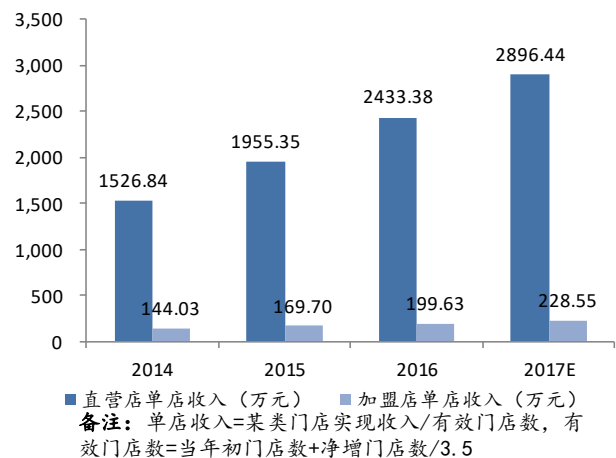
2017 年公司持续推进一口价衣柜，使得衣柜业务获得了更加快速的增长，原本定制业务各品类的收入结构进一步改善。配套品方面，公司继续发力客餐厅宅配配套产品，相继推出“宅配优选”和“维意甄选”系列套餐产品，丰富了现有配套品业务，有效提升配套品销售同比增长。厨房业务方面，去年公司上市多款新产品，升级厨房空间产品体系，2017 年厨房全年销售业绩增长 37%，其中厨电配套电器大幅增长了 74%。

图表 6：尚品宅配定制家具业务结构



资料来源：公司调研，太平洋证券研究院

图表 7：尚品宅配单店收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

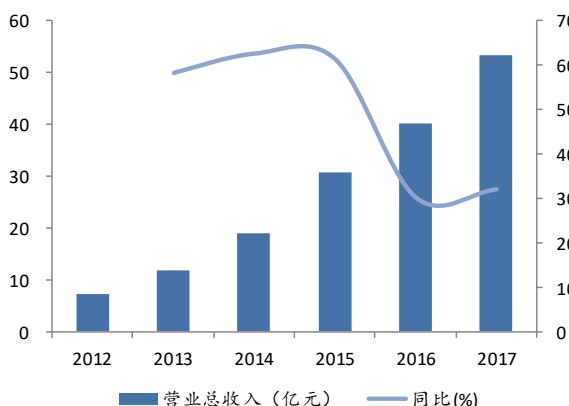
全屋定制提供家居整体化解决方案，可以有效锁定高客单值，单店收入实现快速增长。2017 年尚品宅配直营门店实现客单价约 2.8 万，加盟店 3.1-3.2 万，高客单值得益于深耕全屋定制领全品类发展。高客单价有助于提升单店收入稀释获客成本，提升门店盈利空间。考虑到新增店铺需要一定的周期才能发展成熟，我们以有效门店计算单店收入。2016 年直营店平均单店收入 2433.38 万元，加盟店

平均单店收入 199.63 万元，我们估计得到 2017 年两类门店单店收入均有较大增长。

### 1.3 定制家具领军企业，业绩表现抢眼

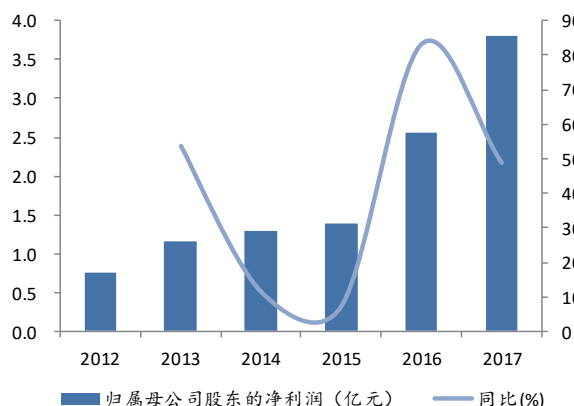
尚品宅配营业收入和归母净利润实现高速增长。营业收入从 2012 年 7.42 亿元增长为 2017 年 53.23 亿元，五年间营业收入 CAGR 达 48.31%，2017 年同比增长 32.23%，进入相对高增长状态；归母净利润从 2012 年 0.76 亿元逐渐增长为 2017 年 3.80 亿，CAGR 为 37.96%，2017 年同比增长 43.24%，增长势头强劲。2017 年公司开始逐渐放缓直营店扩张速度，净增直营店 9 家，加盟门店实行大幅扩张净增 476 家，加盟渠道扩张使得归母净利维持相对高增长。

图表 8：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind

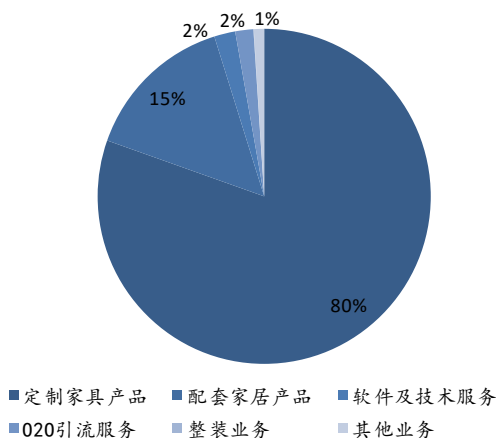
图表 9：公司归母净利润及同比增速



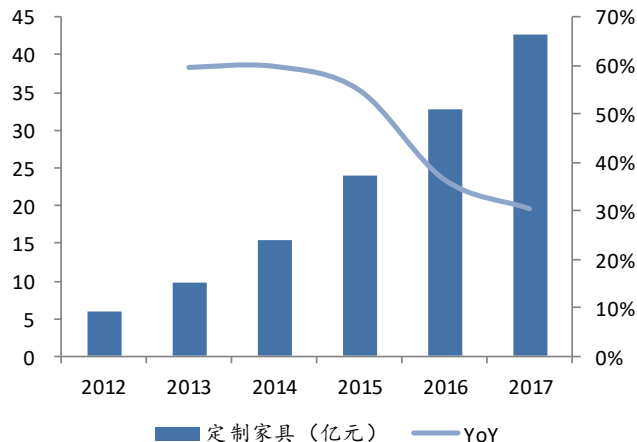
资料来源：Wind

定制家具业务是公司营业收入的主要来源，2017 年定制家具产品收入 42.81 亿元，较上年同期增长 30.60%，占总营收比重达 80%，其次为配套家居产品占比达 15%，软件及技术服务以及 O2O 引流业务占比最小。各业务毛利率情况来看，2017H1 数据显示定制业务家具产品毛利率为 45.53%，配套家居产品毛利率相对较低为 28.58%，O2O 引流服务和软件技术服务毛利率最高，分别为 85.86%，93.52%。2017 年定制家具产品全年毛利率 46.12%，配套品毛利率为 26.96%。

图表 10：各业务营业收入贡献比例



图表 11：定制家具产品营业收入及同比增速

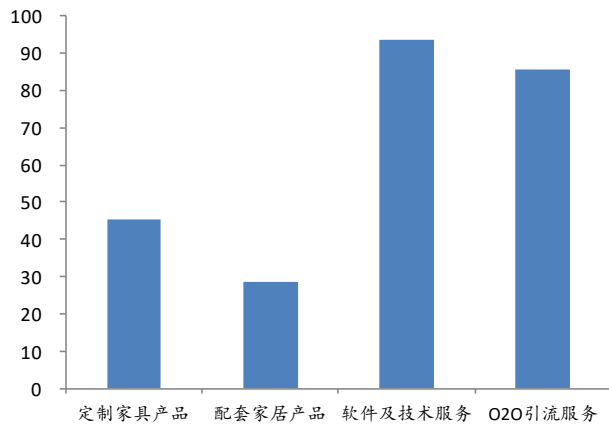


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

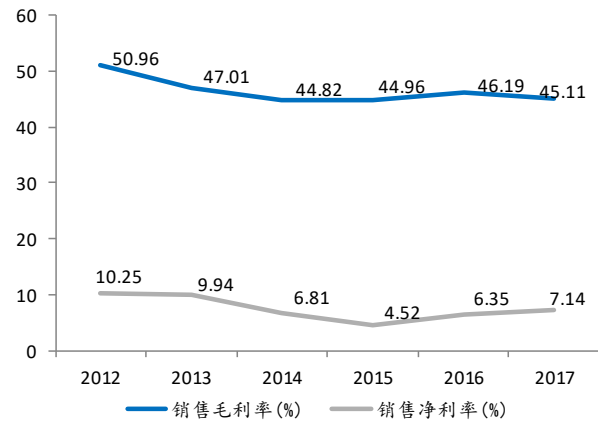
由于直营渠道的门店比重较高，公司毛利率在业内领先。2017年公司综合毛利率45.11%，较2016年同期略降1.08pct，其中定制家具毛利率为46.12%较同期降1.10pct，配套家居产品毛利率26.96%下降1.65pct。公司直营渠道营收比重较高，相应的各项销售较高，公司净利率水平相对同行业公司较低。2017年加盟开店增速，净利率略有提升为7.14%。未来随着公司开始大力拓展加盟渠道，经销门店扩张加速，各项费用率居高的情况将得以改善，净利率未来有望迎来拐点。

图表 12：公司各业务毛利率情况（2017H1）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 13：公司综合毛利率和净利率

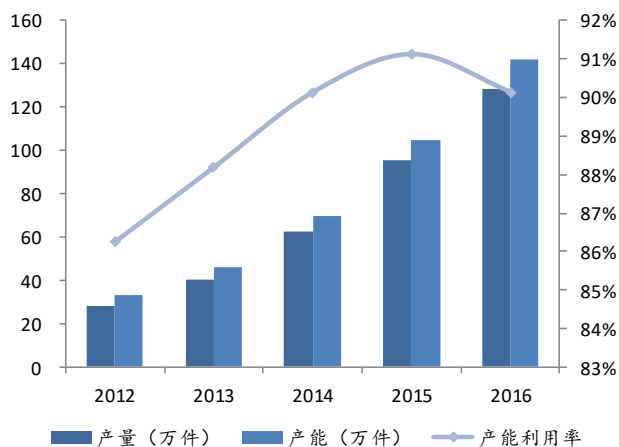


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

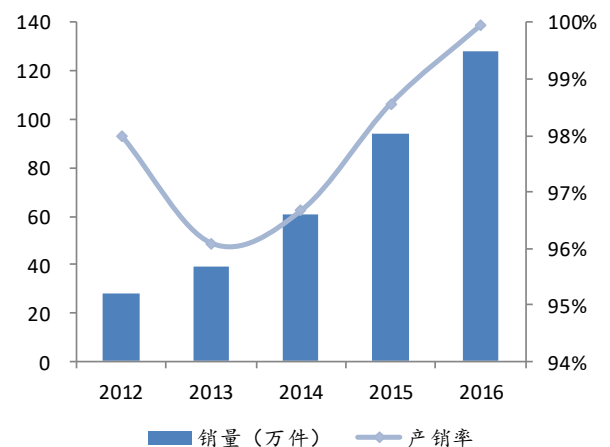
## 1.4 募投项目推进产能布局，突破成长瓶颈

公司销售规模增长迅猛，现有产能基本处于满负荷状态。公司营业收入增长迅猛，销量呈快速上升势头，2016年销量相比2015年增加33.86万件，未来随着营销等方面的不断投入，销售规模将有望继续维持高增长。而公司产销量基本接近100%，近年来产能利用率也基本达90%以上。销售扩大而产能利用率接近饱和，现有产能难以负荷未来巨大增量。

图表 14：公司产能、产能情况及产能利用率



图表 15：公司近年销量及产销率



资料来源：公司招股说明书

资料来源：公司招股说明书

**产能扩张进军华东、西南，开始全国性布局，支撑未来销售规模扩张。**尚品的主要生产基地集中在广东佛山，深耕华南市场，目前佛山有五个工厂，其中四个工厂作为主要产能基地，公司目前已有四个工厂，前三个贡献产值约 40 亿。IPO 募集资金建设佛山海南智能制造基地为第五厂，2017 年已达设计产能的 65%，未来达产后预计新增销售收入 33 万亿。随着全国性的业务扩张，单区域布局生产基地会造成运输物流成本的增加，运输半径拉长影响交货周期。

考虑到公司产能瓶颈以及全国性业务扩张所需，公司于 2017 年 9 月投资设立全资子公司无锡维尚，投资约 21 亿元建设智能定制家居华东生产基地项目，设计产能为 150 万套，预计于 2019 年达产。2017 年 12 月公告拟设立成都维尚，投资建设智能定制家居西部研发中心、生产基地。公司持续推进产能扩张，布局异地打开全国性布局新篇章，不仅支撑未来业务扩张需求，而且加速品牌渗透力和全国性覆盖，有效控制仓储物流成本，提升服务效率，未来成长瓶颈将有望打破。

图表 16：尚品宅配产能布局及募投情况

时间	产线	主要情况
华南	二厂	租赁，已关闭不生产，目前用于安装培训等
	三厂	租赁，2016 年产能为 36.51 万件
	四厂（新一厂）	自有，2016 年产能为 49.33 万件
	智能制造生产线建设项目（五厂）	自有，2016 年 5 月开始试生产，2016 年 5-12 月产能为 12.83 万件； 2017 年基本已达设计产能的 65%，达产后预计新增销售收入 33 万亿
	新二厂	租赁，2016 年的产能为 43.41 万件
华东	无锡华东生产基地	2017 年 8 月拟募集 21 亿，设计产能为 150 万套，预期 2019 年投产
西南	成都西南研发和生产基地	2017 年 12 月 拟设立成都维尚，投资 10 亿建设西南研发生产基地

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 2、信息化与工业化深度融合，构筑尚品竞争优势

### 2.1 圆方设计软件结合大数据与 VR，助力 C2B 商业模式

自有圆方软件是国内专业化家居设计软件开山鼻祖，是国内首批获得国家“双软”认证的企业之一。圆方软件成立于 1999 年，尚品宅配于 2009 年将其并入成为全资子公司。圆方主要从事家居行业设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务，集柜体设计、建材装饰和瓷砖卫浴设计为一体，目前主要的软件产品有 60 个，获得计算机软件著作权 55 项。尚品宅配成功应用自有的圆方软件，打通定制家具前端设计和后端生产，形成定制家具业内设计销售竞争力。

图表 17：圆方软件柜体设计实现极简化



资料来源：圆方官网，太平洋证券研究院

基于圆方软件的柜体设计优势，结合云计算和大数据的应用，提升前端设计和销售能力。在前端销售设计部分，公司基于圆方软件多年开发累积的大数据和信息化基础，为设计和销售环节提升效率。多年累积下来，公司有“房型库”、“产品库”和“空间解决方案库”三大数据库，基于图形的房型搜索和云匹配技术等，设计师在前端沟通中可以快速得出空间设计方案，并且有效融合客户需求，快速抓取用户的个性化需求，提高设计效率的同时也提升了客户满意度。

效果呈现利用 3D 和 VR 虚拟现实等现代化信息手段，结合自己开发的 I-Scan 系统将传统的家居单品展示方式转变为以客户体验为核心的展示方式，使客户身临其境获取具有直观视觉效果的设计方案，增强定制家具的真实体验感。消费者可以在效果展示中查看柜体、软体家具的设计搭配效果，参与互动沟通修改，提升消费体验。软件和大数据助力前端设计环节，驱动定制家具以客户为中心的 C2B 商业模式发展，优质前端体验将有效提升订单转化率。

图表 18：公司圆方设计软件各系统助力 C2B 商业模式发展

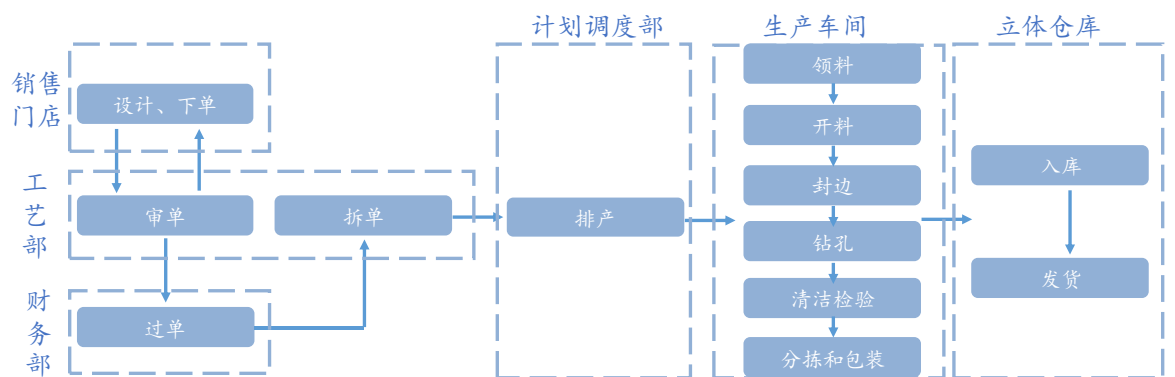


资料来源：圆方官网，公司招股说明书

## 2.2 实现大规模柔性化定制，控本增效能力突出

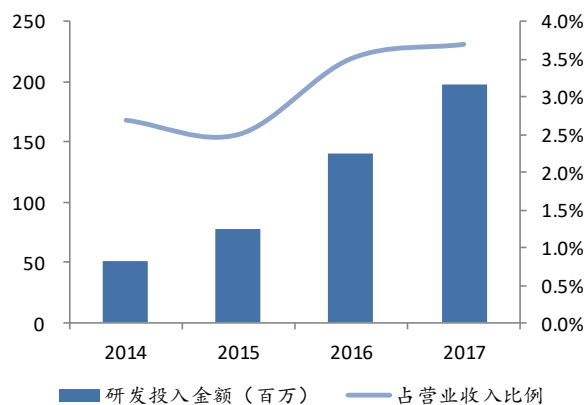
柔性化定制技术突破 C2B 商业模式难以规模化生产难题，有效控制生产成本。行业内企业一般按照订单逐一排单，而定制家具由于个性化程度高使其生产效率低下；部分企业可以实现标准件的规模化，非标准件难以进行统一排单，生产效率仍有待提升。公司依托自身在信息化上的优势，将其与工业化进行深度融合，运用信息化技术对数控设备进行了升级改造，形成了公司领先的柔性化定制生产线。公司板材利用率达 91%-93%，原材料成本控制能力突显。

图表 19：定制家具柔性化生产工艺流程



资料来源：公司招股说明书

图表 20：公司研发投入情况



资料来源：公司公告

图表 21：公司智能化立体仓库



资料来源：公司官网

公司推进大数据和人工智能在提高订单受理效率方面的应用，实现了定制家具的高效率规模化批量生产。生产中利用虚拟制造技术，在处理订单过程中对其进行审核、拆单、排产，将所有部件均作为非标准件拆分，将一定数量同类板材的订单合并成一个加工批次，生产过程可以实现多订单混合生产，提

升生产效率。2017 年衣柜订单实现了 60% 的自动拆单率，系统柜订单实现了 30% 的自动拆单率。公司工艺部 2017 年的人数比 2016 年减少，全年人均订单受理效率提高约 35%。

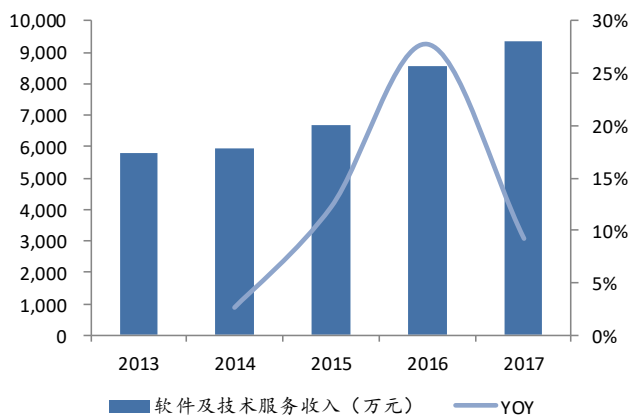
此外公司配套生产流程中，对配送仓储体系进行持续升级改造进一步提升效率降低人工成本。自动化智能立体仓库在提高出入库效率的同时，也节约了产品仓储所需的面积，实现同等面积下二维平面仓库数倍的储存量。2017 年募投的五厂拥有 2 座原材料全自动立体仓库，现已全部投入使用，配备了机器人分拣系统、机器人喷漆系统，实现了原材料自动收货、发货等，从包装下线到装车发运，实现了全自动无人化仓储，且拥有 15 个发运站台，单位小时内可以同时完成 15 个不同的物流方向发运货物。

### 2.3 兼顾软件外销，提供家居信息化整体解决方案

软件和技术服务在满足自身所需外，还兼顾外销创造收益。尚品宅配于 2009 年收购圆方软件 100% 股权后，圆方即作为尚品宅配自有整体化信息化家居解决方案的提供者。收购完成后，尚品有限在提供家具定制和生产销售的基础上融入了设计软件及信息化研发和设计。信息化是定制家居最核心的竞争力，尚品自有圆方软件提供软件和信息化开发，公司的技术发展不依托于外部提供相对独立，最核心的驱动力实现了自行提供。软件和技术服务公司不仅满足自身需求，还对外提供创造收益。

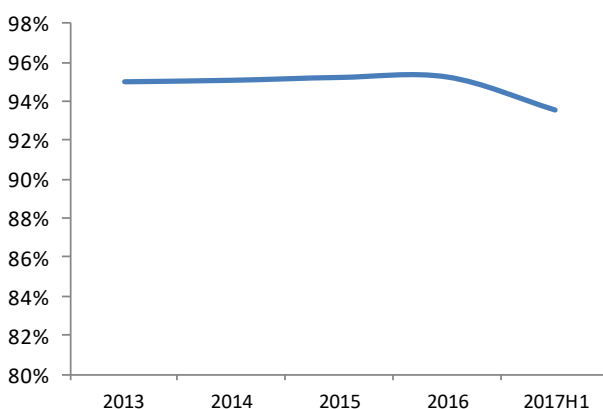
作为综合性家居企业，公司对家居行业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务。2016 年软件及技术服务为公司带来 8550 万营业收入，同比增长 27.81%，占营业总收入 2.12%。2017 年上半年获得收入 4830 万元，同比增长 33.32%。软件外销及技术服务获得的营业收入近年来加速增长。毛利率基本位于 90% 以上，2017 年上半年毛利率为 93.52% 略有降低，前几年毛利率基本维持在 95% 以上，2016 年毛利率高达 95.26%，是公司毛利率最高的业务。

图表 22：公司软件及技术服务营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 23：软件及技术服务收入毛利率



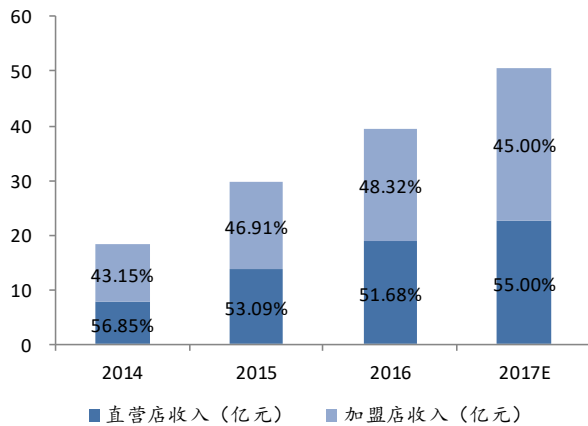
资料来源：Wind

## 3、创新化渠道布局，搭建 O2O 立体营销体系

### 3.1 直营店营收贡献突出，加盟店加速品牌渗透

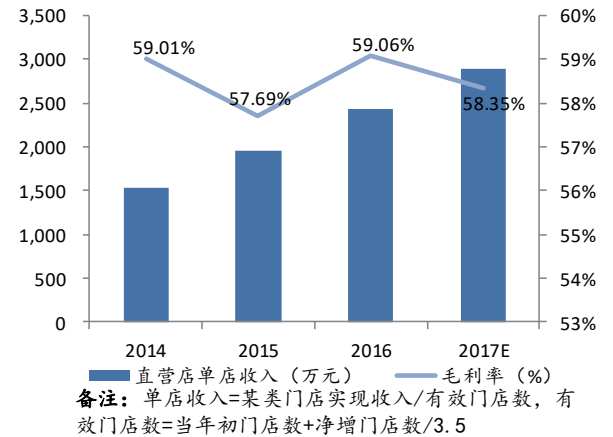
直营门店布局重点城市奠定品牌市场地位，直营渠道收入贡献近五成，单店收入领先。不同于同行业其他公司，尚品直营渠道占比较高。直营店包括旗舰店（0店）和标准店，选址于北京、上海、广州等一线城市，对提升品牌市场地位大为有利。近年来直营渠道门店增速放缓，2017年直营店为85家，较上年净增9家。直营店收入贡献突出占总营收近五成；直营门店单店销售能力突出，若以有效门店计算，2016年平均单店收入2433.38万元，毛利率59.06%；2017年单店收入约达到2896.44万元。

图表 24：公司直营店、加盟店收入及占比



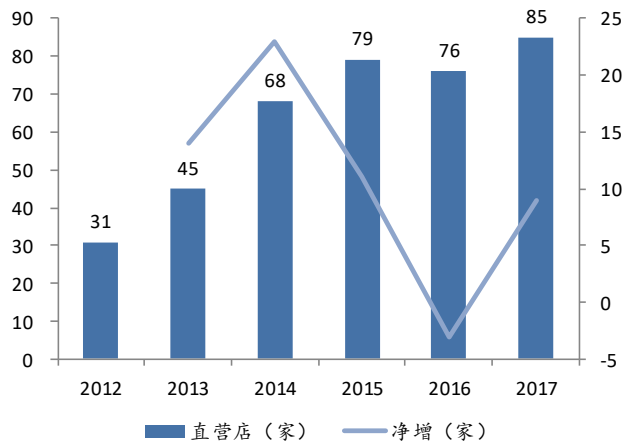
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 25：公司直营平均单店收入及毛利率



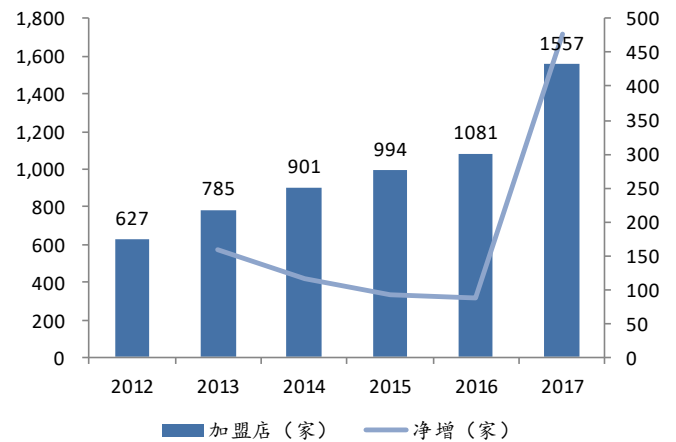
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 26：公司直营店门店数及净增数量



资料来源：公司公告，公司资料，太平洋证券研究院

图表 27：公司加盟店门店数及净增数量



资料来源：公司公告，公司资料，太平洋证券研究院

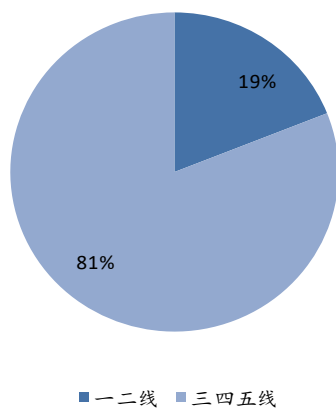
加快推进加盟渠道建设，加盟店比重快速提升，未来业绩空间广阔。加盟店目标选址多为渠道下沉考虑，可以加快扩大公司的营销网络。2016年以前，公司加盟渠道扩张较为平缓，每年新开加盟店数较少，加盟渠道建设弱化。2017年开始公司大力拓展加盟渠道布局，2016年公司加盟门店为1081家，2017年数量增至1557家净增476家。公司未来目标单年新增门店数超过700家，开放现有直营城市开设加盟店，随着加盟渠道布局得不断推进，公司未来营收和盈利空间更加广阔。

(1) 加盟门店数增长空间广阔，加速品牌渠道下沉。欧派在 2016 年已拥有超过 4700 家经销门店，目前已超过 6000 家，索菲亚在 2016 年也已有 2500 家经销门店，相比于这些同业定制家具公司，尚品宅配 2017 年加盟店 1557 家，门店基数仍较小，加盟渠道覆盖仍有空间。一二三线城市加密门店布局，四五线城市将在空白区域布点，加盟店扩张加速渠道下沉使品牌渗透率提升。2017 年三四五线城市加盟店占比 81%，实现主营业务收入约 27 亿元，同比增长约 41%，其中三四五线城市占比约 67%。

(2) 新增门店逐渐释放产出，保障短期业绩。2017 年净增门店 476 家，其中包括部分在装修门店。新店建成至开业再到成熟需要一定的成长时间。一般而言，新增门店预计于第二年实现产出，2017 年的大量新增店铺将在未来陆续开始贡献收入。2016 年加盟门店平均单店收入 199.63 万元，并且 2017 年测算得到仍在快速上升，2014-2017 年 CAGR 约达 16.64%。2018 年开店速度预计更快，目标预设约 700-800 家，将保障未来业绩成长空间。

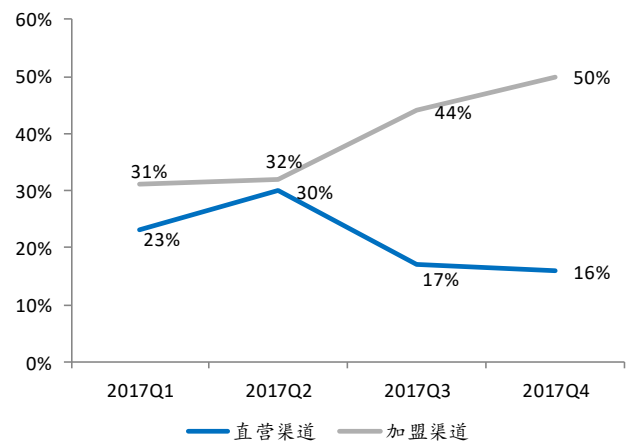
(3) 加盟渠道净利率约为直营 2 倍，利好公司利润增长。2017 年加盟同店增长达 30%，四季度加盟渠道营收同比增速高达 50%，四个季度逐一提速，超过 2017 年加盟门店 44% 的同比增速，说明同店销售能力在增强。盈利角度来看，直营渠道毛利率基本在 57% 以上，加盟渠道毛利率较低基本在 30% 上下。直营渠道造成费用率高，净利率实际较低，约为 4-5%；而加盟渠道收入净利率近年在不断提升，目前约为 8%，基本是直营门店的 2 倍。随着加盟占比提升，未来利润率有望迎来突破。

图表 28：公司 2017 年加盟店各线城市分布



资料来源：公司公告

图表 29：2017 年各季度公司不同渠道营收同比增速



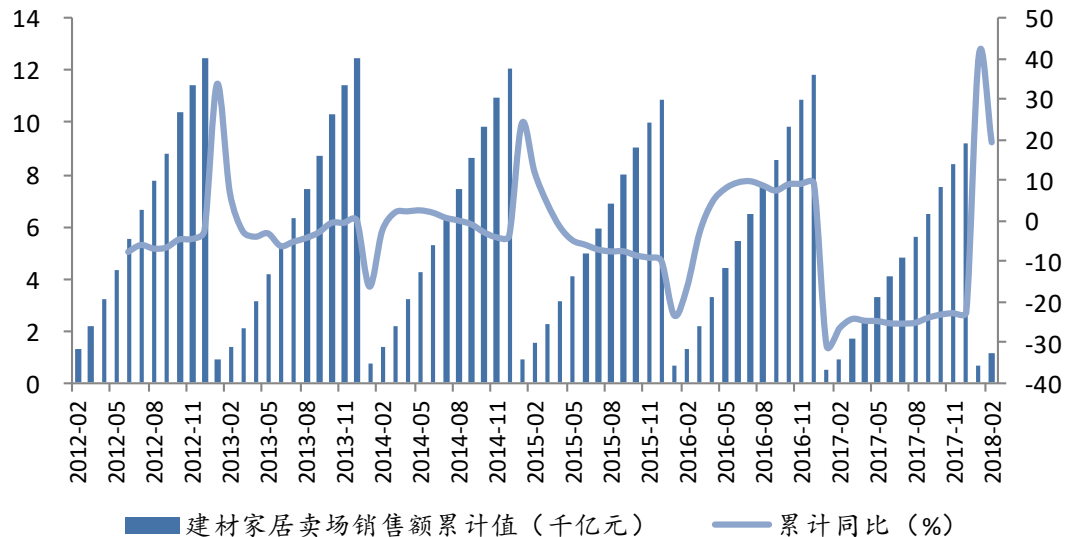
资料来源：公开资料

### 3.2 创新开设 Shopping Mall 店，错位竞争提升品牌影响力

当前传统建材家居卖场限制多，若缺乏品牌力将难以在卖场众多商家中脱颖而出。传统建材家居卖场目前局限性大：(1) 有效营业时间短。卖场基本在下午五点开始打样，而很多主力消费人群多为 80、90 后上班族，购物时间可能在下班后，空闲时间集中在晚上和周末。(2) 家居卖场客户人群单一，客流量相对小。建材家居卖场的客户群基本是有刚性装修需求人群，客户局限于单一人群，难以进一步获取潜在客户。(3) 品牌曝光率不高。卖场中家居品牌林立，同质化竞争难以快速抓取客户眼球。

传统卖场当前也在寻求转型升级，但受制于住宅市场的影响，高速增长期已过，经营出现瓶颈，经营状况整体处于被动状态。近年来建材家居卖场销售额累计值同比增速下滑，甚至出现负增长，2017年12月累计同比为-22.6%，出现大幅下滑。基于近年卖场销售增长出现瓶颈，综合多维因素，尚品创新化门店布局将有助于在短期内提升品牌力，也为未来回归卖场建立品牌影响力基础。

图表 30：建材家居卖场销售额高速增长期已过



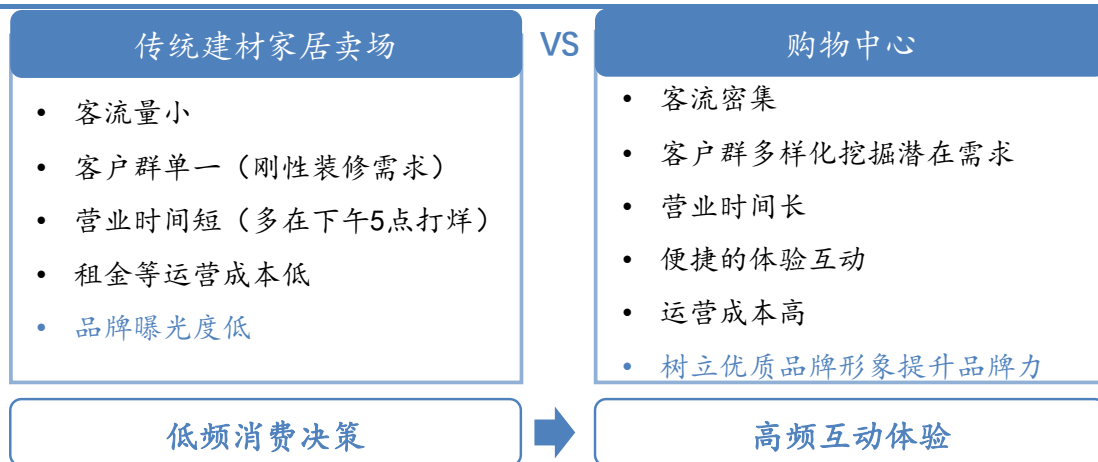
资料来源：Wind

率先创新开设 Shopping Mall 店抢占线下流量入口，错位竞争提升品牌影响力。尚品宅配早在 2014 年就开始逐步将门店向购物中心转移，从传统家居建材卖场中剥离出来。公司不仅在直营渠道上调整开店策略进驻购物中心，与旗舰店相辅相成，还鼓励加盟商依据所处城市客流、经济、地理位置等因素开设购物中心店，将购物中心店开设数量纳入加盟商考核体系。传统建材卖场客户同质化需求较大，若门店位置不好难以在众多品牌中获得核心竞争力，开设 SM 使尚品抓取更多潜在客户。

当前 Shopping Mall 店优势主要体现在：（1）客流量大提升品牌曝光率。商圈和购物中心融合多种业态，购物、办公、娱乐等多功能复合，客流量集中，使品牌渗透更广泛。（2）挖掘更多潜在客户。购物中心拥有多样化的消费人群，可以挖掘部分具有潜在装修需求客户（如局部翻新需求）。此外年龄结构主要集中于 80、90 后，契合家居消费群体。（3）降低时间成本提升消费体验。购物中心经营时间长，方便做互动营销，增加与客户接触机会，休闲时间进店体验也可降低家居选购时间成本。

归结来看，开设 Shopping Mall 店将家居低频消费决策转变成高频体验互动，提升品牌影响力，使品牌形象深入人心。综合性商业中心可以有效提升客流量，挖掘潜在目标客户。家居消费体验渗透在消费者日常购物、饮食、休闲娱乐等过程中，优质便捷的定制家具体验和家居前端互动将提高签单率。此外购物中心店在一定程度上提升了品牌曝光度，树立品牌高端形象。虽然商场租金等运营成本高，但是也具备较强的流量变现能力，可以很好地覆盖运营成本。

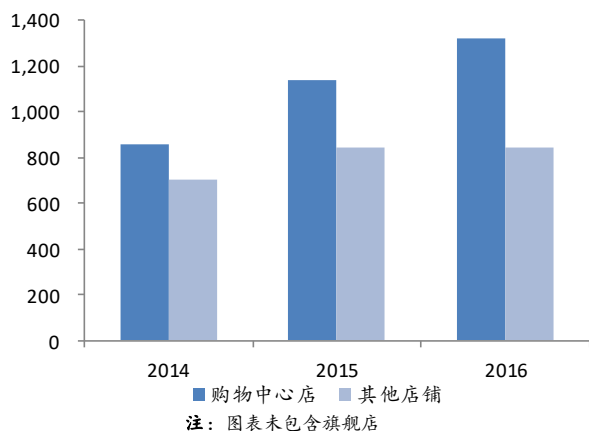
图表 31：传统建材家居卖场与购物中心比较



资料来源：太平洋证券研究院

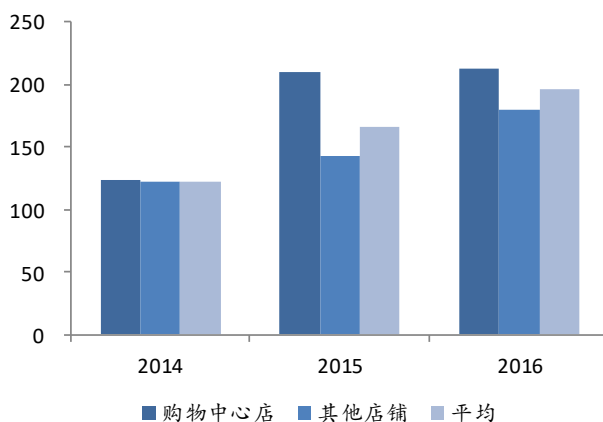
相比于街边店及建材店，直营渠道 SM 店单店收入相对较高，加盟渠道 SM 店单店收入抢眼。截至 2017 年 12 月底，公司拥有 SM 店 886 家，其中直营店 63 家，0 店 15 家；加盟店 823 家。直营渠道方面，公司持续推进购物中心店开店策略，SM 店单店收入相对高于其他街边店及建材店；加盟渠道方面，公司推动加盟商门店向购物中心转移，购物中心店发力推动单店收入实现快速增长，依据 2017 年实际运营满一年加盟店测算，SM 加盟店平均单店终端年销售额约 660 万大幅高于其他门店的 380 万。

图表 32：直营渠道 SM 店单店收入高于其他店铺（万元）



资料来源：公司招股说明书

图表 33：加盟渠道各类型门店单店收入（万元）



资料来源：公司招股说明书

### 3.3 多业态融合打造 C 店，体验式营销升级家居消费

尚品宅配首家以“慢生活体验”为理念的“超集店”（C 点）在上海绿地缤纷城开业，在现有旗舰店和购物中心店布局的基础上，又在门店模式上进一步创新。“超集店”基于对当下消费者的家居消费模式的探究，创造性地升级了家居门店的营销模式。“集”即是采用“Collection”的集合模式，将现代家居消费和社交、艺术和休闲融合为一体，将多业态集合在一家门店之中。类似于宜家打造的“游

玩一天”购物体验，融合吃喝玩乐多种生活消费模式的 C 店，未来有望实现获客、品牌力等多维度发展。

“超集店”将休闲消费与家居消费无缝对接，线上线下一体化聚集更多流量，获取更多潜在客户。作为旗舰店的一种扩展，“超集店”采用 OAO 店网一体化模式，依托尚品强大的线上客流和粉丝的依附和圈养，连接至线下门店体验成交，实现资源互通和信息互联，实现流量共享。与宜家的“游玩一天”的购物体验类似，C 店除了家居产品体验，还融入包括 12HOURS COFFEE、PHOENIX、泰笛、友宝、永乐生活电器在内的多个品牌，将吃喝玩乐的多元休闲生活与家居消费融合，预计将更多获得进店客流。

家具消费具有低频次的特征，客户决策时间长，目标客户获取成本高。C 店内多种产品和消费方式的搭配，使门店不仅是家居消费门店，也是“慢生活”的休闲地带，将低频次消费变成高频次体验式消费。高频次家居消费品将带动更多外延式消费，同时有助于维持品牌粘性，提升进店客流的同时也提升客户重复进店率，有助于维持品牌粘性。这在宜得力、宜家等企业融合高频次消费品的家居门店中已有实践，对其家具等低频次产品消费起到良好的带动作用。

图表 34：超集店融合多业态消费打造体验式家居营销



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

优质沉浸式体验还将促使客户做出消费下单决策，有利于提升到店客户转化率。不同消费业态的融合在吸引更多客流的同时，也使得进店客户在店体验时间加长，比如在 12 HOURS COFFEE 不仅仅是购买咖啡，可能是一段时间的休闲小憩，与孩子亲子玩乐区互动游玩。在休闲消费的同时感受尚品的家居理念，体验式的感受给予客户家居消费的决策时间，将有助于提升潜在客户的签单率，在高客流的基础上获取更多潜在的家具消费客户。

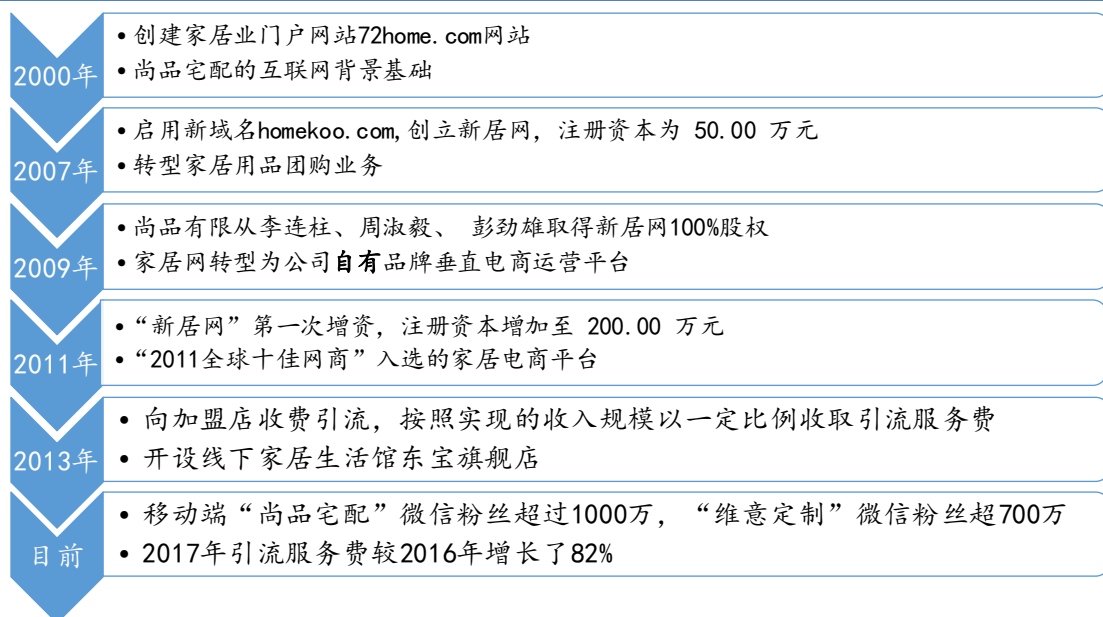
多品类聚集融合全屋定制推进提升客单值，大店模式使品牌影响力加速渗透。C 店聚集了众多家电

及家居消费品，店内以居住空间进行展示，消费者在体验中更有可能将定制家具和配套相关的家居产品共同搭配购置，一站式自主搭配提升潜在消费欲望，客单值将可能得到更大的提升空间。此外坐落在 CBD 区域的 3000 多平米大门店，本身将成为品牌的天然营销方式，吸引更多的消费者进店，并且在体验中不受导购干扰营造良好购物体验，有助于提升品牌良好的形象，加速品牌影响力的提升。

### 3.4 新居网与 O 店协同打造 O2O 立体营销，提升终端收入

互联网+的发展背景下，O2O 是定制家具的发展方向。电子商务不断普及，渗透至消费者的衣食住行各个领域，逐渐形成新的消费习惯。消费前期，人们倾向于线上信息的获取，线上营销使家居消费变得透明和便捷。而定制家具作为非标准化重服务产品，后期实际消费注重落地体验和实施，具有很强的本地化属性。定制家具具备天然 O2O 属性，O2O 模式将互联网思维融入至定制家具领域将有效打开获客量，带动终端门店单店收入增长。

图表 35：新居网发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

较早培育的“新居网”导流能力强大，在线商城先发优势不易被复制，是构筑 O2O 立体营销模式的核心。公司早在 2007 年就建立了新居网运营的网络商城，其成立不到一年即实现盈利，是同行业网站中为数不多实现盈利的网站，并逐渐成为华南最大的家居门户网站。根据 ALEXA 统计的走势来看，新居网流量访客排名一直呈上升趋势。新居网线上商场的浏览量在同类家具销售网站中居于领先，强大的导流获客能力难以被复制，是构建尚品线上线下立体营销的基础。

新居网目前逐渐从 PC 端延伸至移动端，搭建微信导流平台“尚品宅配”服务号总粉丝量已超 1000 万，“维意定制”服务号粉丝数也超 700 万，每天通过微信成交的客户有 200-300 个。针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，2017 年 O2O 引流服务费收入实现 1.09 亿元，较 2016 年同比增长了 82%。

图表 36: 新居网流量综合走势上升

网站 homekoo.com 的综合排名

域名	全球排名 (PV Rank)	访客排名 (UV Rank)	国家/地区	国家/地区排名
homekoo.com	55461	60998	CN	5256

网站 homekoo.com 的Alexa排名走势

排名走势图



资料来源: ALEXA, 太平洋证券研究院

配合新居网建立的旗舰店门店面积大，场景化展示多种样板间，呈现“我+”生活方式精准对接客户不同阶段需求。旗舰店的实用营业面积基本为 2000 平方米左右，内部各类不同样板间展示效果更为良好。不同于传统家居门店布局，旗舰店内围绕家庭从单身到儿孙满堂的“生命周期”，将定制产品与配套品展示融到实际生活场景，展现消费者不同阶段的家居生活方式，覆盖客户整个家居消费阶段。围绕“人”为中心的周期，使不同客户对号入座不同家居解决方案，使客户需求实现更加精准化匹配。

图表 37: 旗舰店不同样板间展现“我+”生活方式

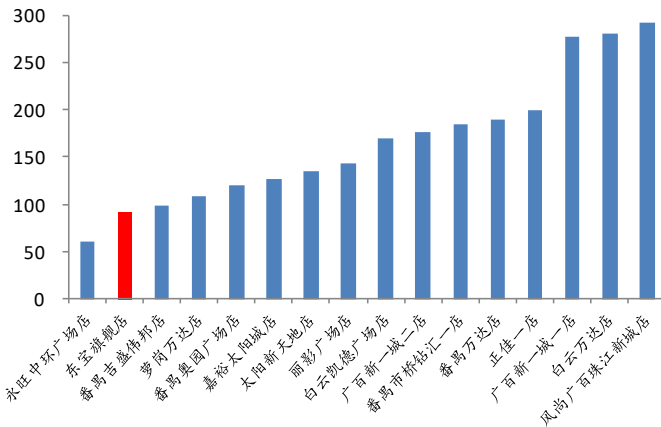


资料来源: 互联网公开资料, 太平洋证券研究院

创新化选址在主流商业写字楼，具有租金成本更低的优势。自 2013 年以来，公司尝试将旗舰店开进商业写字楼，这些区域基本不作为商业消费用途，事实上自然客流几乎为零，租金成本相对购物中心等其他门店而言低很多，这也是可以开设大面积门店的前提。以广州市直营门店为例，东宝旗舰店 2016 年单位面积租金仅 92 元，而位于购物中心等商业优势地段的门店单位租金基本在 100-300 元。单位租金成本低使门店运营的单位费用得以控制，对接在线客流最为合适。

旗舰店成功运作主要依托强大互联网优势，门店作为在线销售配套服务充分发挥线上流量优势，精准获客提高门店签单率。旗舰店虽然位于自然客流几乎为零的商业写字楼，但门店实际主要对接线上客流，依托新居网运营的网络商城和微信公众号作为 O2O 营销平台，为线上客流提供落地服务和销售。新居网具备强大的在线获客和导流能力，并且在线客流多为有家具消费需求的目标客户，旗舰店所获取的流量相比于购物中心等泛化的客流，具备更高的精准性，因此门店内具有更高转化率。

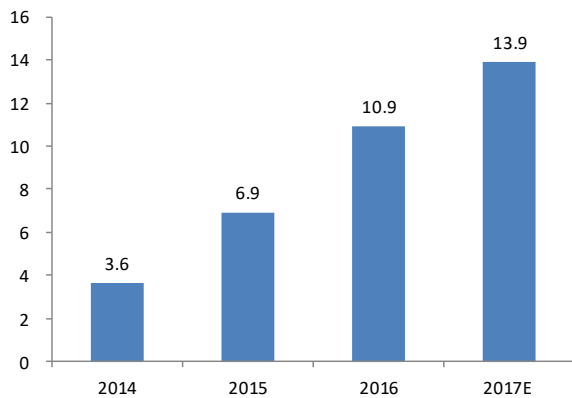
图表 38：2016 年广州直营各门店单位租金（元/平方米）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

购物中心店本身租金高，门店面积很小，难以通过样板间完整呈现家居生活场景。而通过新居网获得的更为精准化的客流可能在此类门店体验有所欠缺，会造成无效的引流。此外，购物中心人流量更高，门店本身接待能力有限，将造成线上客源难以快速消化。而旗舰店的多种样板间呈现更加精准对接有家居消费诉求的客户，优质的到店体验不仅可以提升转化率，一站式解决方案还有助于提升客单值，因此旗舰店对接在线客流整体效果更好，门店效益更高。

图表 40：旗舰店（0 店）营业收入情况（亿元）



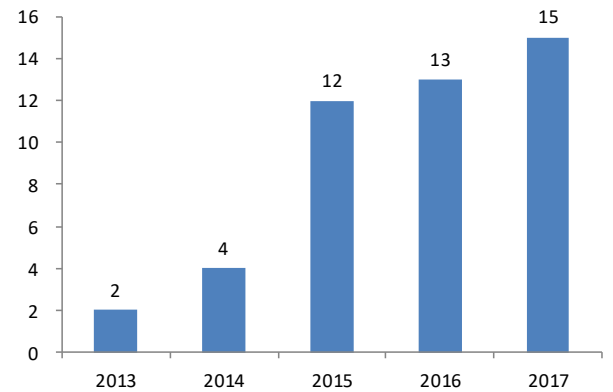
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 39：新居网东宝旗舰店展厅平面图



资料来源：互联网公开资料，太平洋证券研究院

图表 41：旗舰店（0 店）数量情况（家）

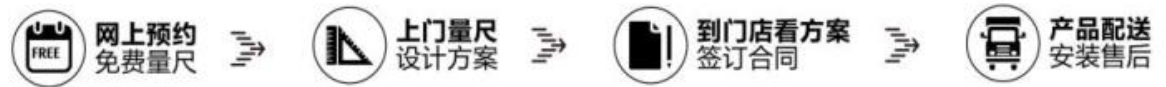


资料来源：公司公告

直营城市旗舰店布局逐渐完成，门店营收实现快速增长。公司于 2013 年开始开设旗舰店，以新居网作为 O2O 营销平台，将在线定制家具消费者引流至旗舰店实现销售，目前基本已在各大直营城市布局

旗舰店。旗舰店门店数自 2013 年的 2 家，上升为 2017 年的 15 家。旗舰店 2014 年实现营收 3.6 亿元，2016 年已达 10.9 亿元，两年间通过线上引流实现的收入复合增长率达 72.94%，截至 2017 年营业收入仍维持增长，大约已达 13.9 亿元。未来随着互联网消费盛行旗舰店布局完善，收入有望保持持续增长。

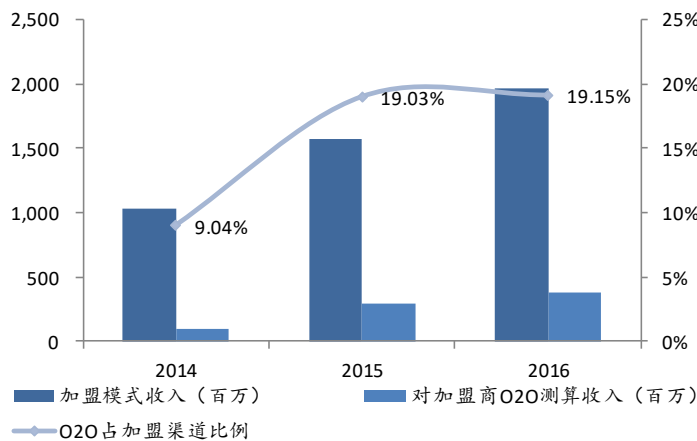
图表 42：O2O 营销服务流程



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

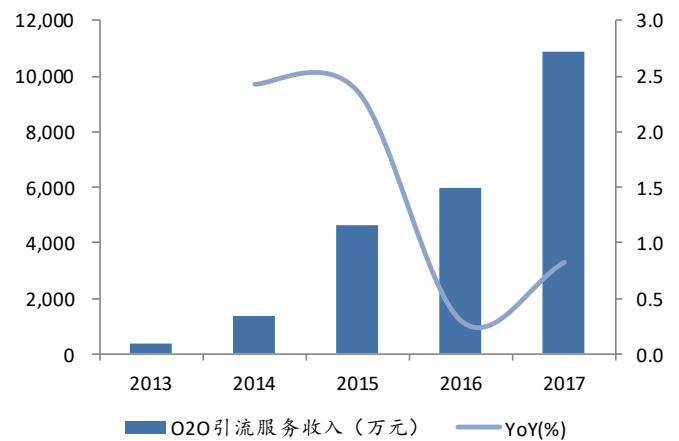
**线上引流效果显著，赋能其他实体终端门店。**通过与百度、腾讯等合作将消费者引流至新居网线上商场，客户通过浏览和咨询进行网上预约免费量尺，实时在网上与设计师互动，获得免费设计方案，再依据地区情况由当地门店提供线下量尺、方案查看以及后续签单和配送安装等服务。2013 年公司开始向加盟商收取 O2O 引流服务费，正式开始线上对线下赋能，将线上客户推荐给终端门店落地销售。以加盟商收款作为基础，以直营模式下同等收款对应营业成本测算，目前 O2O 对加盟商贡献收入已近 20%。

图表 43：O2O 引流对加盟渠道贡献收入情况



资料来源：公司招股说明书

图表 44：公司 O2O 引流服务收入及增速



资料来源：Wind

**O2O 立体营销模式线上线下齐发力，占据消费前端流量资源。**多年以来，尚品宅配建立起一套线上线下融合的立体营销闭环。线上通过新居网和粉丝数量庞大的微信公众号抓取网上客户资源，通过吸引和圈养互联网社群，建立含产品和服务在内的生态连接。线下发力创新渠道布局，将终端门店设立于多业态的综合商业区，降低消费者家居选购时间成本提升消费体验的同时获取更多潜在客户。打通线上线下，实现 O2O 客户资源链接，线下贴近消费者提供极致体验，全方位打造 3D 立体渠道营销模式。

图表 45：线上线下店网结合占据前端流量资源



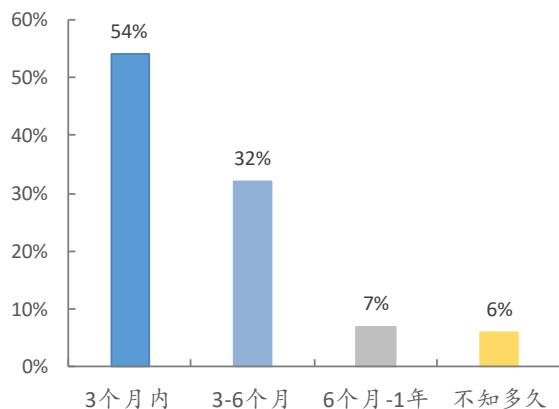
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

## 4、整装云切入家装业务，S2B2C 赋能平台打开估值空间

### 4.1 家装迎来整装时代，中小公司发展整装困难重重

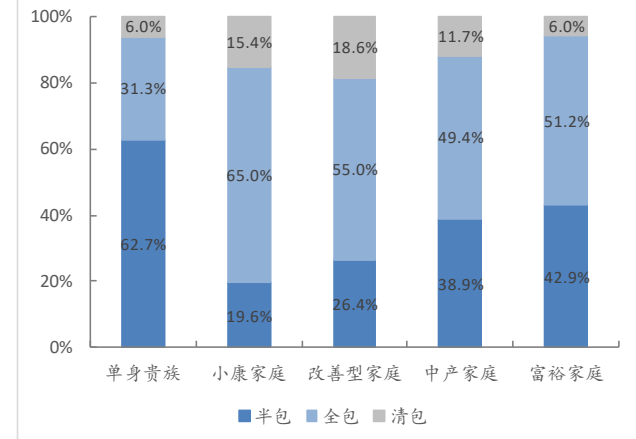
从家装消费诉求来看，业主更加注重时间成本，硬装标准化套餐接受程度较高。当下生活节奏加快，家装往往劳心费力需要投入大量精力，时间成本较大。消费者对家装施工时长有一定要求，调查数据显示，超过一半的消费者期望装修周期在3个月内，3-6个月也被大部分消费者所认可，而6个月-1年则被消费者认为周期过长。除此之外，消费者一般对装修一知半解，采购和监督耗时耗力，对硬装全包的标准化套餐接受程度越来越高。

图表 46：用户重视时间成本装修首选短周期



资料来源：新浪家居，太平洋证券研究院

图表 47：五类消费者选择装修方式差异

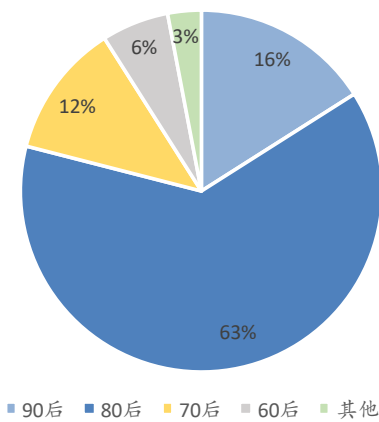


资料来源：亿欧智库，太平洋证券研究院

80、90 后适婚人群成为家装消费主力，家装消费结构和理念发生改变，客户需求的年轻化、多元化催生个性化定制的发展。数据显示，80 后消费人群占比 63%；90 后也逐步进入收入稳定人群，家装消费占比以 16% 排名第二。消费者选择装修服务时最为注重施工质量、装修设计 and 售后承诺，但是 80、90 后与 70 后等考虑的因素有所差异，90 后更看重设计、环保和空间利用率，80 后注重售后承诺和服务以及设计。

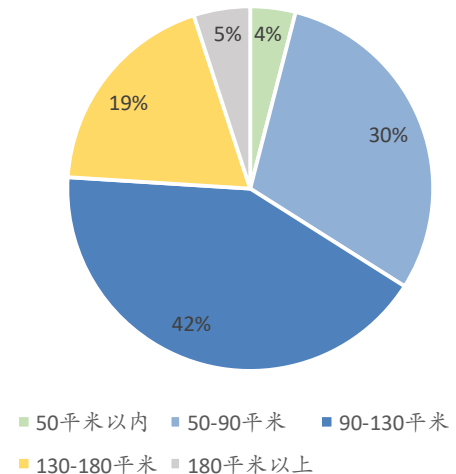
随着住宅商品房价格的上升，消费群体中中小户型占比较高，定制化家居产品能够提升空间利率需求。我国一二线城市房价相对而言居于高位，在可承受的购房能力内，人们更多的倾向于购置实用性高的中小户型，因此在装修市场中客户中小户型订单占比较高。消费者更多提出了提高空间利用率的装修诉求，而定制家居根据测量消费者室内布局以及测量数据进行设计，能充分利用空间，使居住空间的使用效率达到最大化，因此得到消费者青睐。

图表 48：家装消费者年龄分布情况



资料来源：京东大数据，太平洋证券研究院

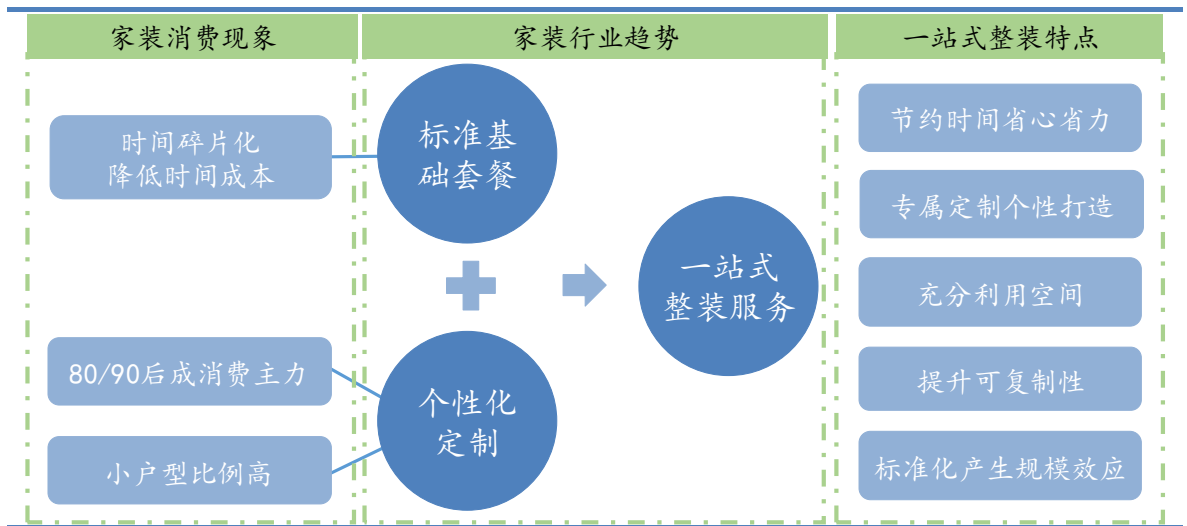
图表 49：消费者房屋装修面积分布



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院

对家装企业而言，一定程度标准化套餐提升可复制性易形成规模效应，而融合定制家居的整装套餐则能在消费者的个性化诉求和标准化产品之间取得较好的平衡点，家装行业已进入一站式整装时代。家装行业内许多企业已开始推出一定程度标准化套餐，例如速美超级家分别有 1299 无毒定制、899 环保装；金螳螂·家推出“基础包+厨房包+浴室包”。融合硬装和定制家具的一站式整装将满足客户“拎包入住”需求，也利于企业形成规模效应和提升客单值，是当下家装行业的发展方向。

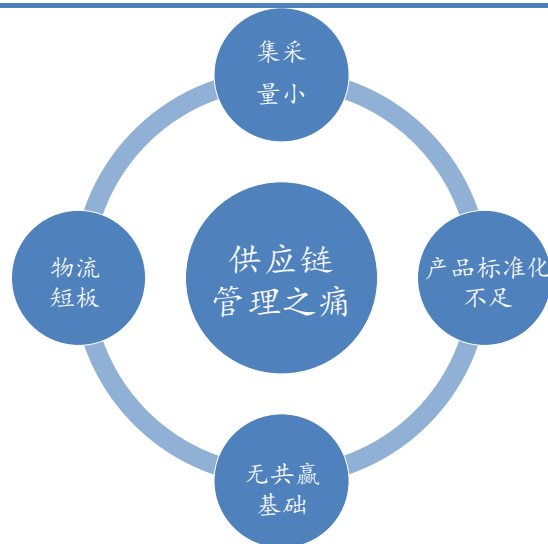
图表 50：一站式整装将是家装行业未来发展趋势



资料来源：太平洋证券研究院

但家装行业痛点突出，中小家装企业发展一站式整装存在瓶颈，规模难以做大，成本难控利润空间小。家装行业整个产业链冗长，牵涉主体多。设计、施工、材料、验收、维保等流程，牵涉主体包括家居家装用户、设计师、施工队、装修公司、建材家居软饰工厂及经销商、物流运输服务商等。行业本身还缺乏标准的体系和监管，家装行业痛点突出。这些痛点不仅体现在消费者身上，也反应在家装公司上，中小家装企业由于多种因素所限，难以形成规模，痛点主要体现在：

图表 51：中小家装企业供应链管理难



资料来源：太平洋证券研究院

(1) 供应链管理成本高，材料采买中间加价环节多。装修供应链牵涉到很多供应商，对于小规模公司而言管控成本过高，而供应链管控不当会增加成本或供应即时性受影响。大部分中小家装公司由于订单量少采购规模小，生产、物流、配送等成本难以摊薄，与上游厂家的侃价能力较弱，难以产生规模

效应。大部分中小家装公司在物流仓储配送阶段短板明显，退补货导致工期变长用户体验差。

(2) **信息化程度低，装修流程缺乏标准化。**行业本身的信息化程度低，市场上很多小型家装公司仍然采用手写材料单，测量方式落后，缺乏信息化搭载。前端的设计测量与后期的采买施工环节间容易出现信息的错误传递，不但容易导致材料成本、人工成本的重复浪费，而且可能会造成工期延误等问题。而装修流程由于个性化需求很难做到标准化，例如客户选择瓷砖或者地板施工流程就会产生变化。

(3) **家装服务导向型模式对人的依赖程度大，难以有效管控。**装修本身是人力密集型的产业，基础家装以施工为主，几个工人组成装修队就可以提供服务，进入门槛很低。但装修中的设计、施工、验收等关键环节对人的依赖很大，服务属性很强。而装修项目一般采用分包制，施工队受公司的约束比较小，项目经理本身与公司的关系也比较松散，加之从业人员素质参差不齐，家装公司对人的组织和管理难度很大，对多工地施工管控难以到位。

(4) **获客成本高，品类整合难，其中定制家具产品整合更为困难，客单价提升空间受限。**家装消费低频次、决策周期长导致转换率低而且基本不存在复购。并且消费地域性较强，消费者决策更加注重线下体验，企业依靠线下门店和销售人员获客，因此难以快速规模化获客，效率低成本高。品类整合实现一站式整装可以提升客单价利于提升利润空间，但对于小规模企业而言品类整合困难重重，例如衣柜橱柜定制等专业性强的产品更难实现整合，利润空间受限。

## 4.2 整装云四大软系统+三大硬通货赋能整装崛起

图表 52：整装云“四大软系统”+“三大硬通货”打造家装 S2B2C 商业模式



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

整装云以四大软实力和三大硬通货实现 S2B2C 商业模式，针对企业痛点提供一站式整装解决方案。提供信息化系统，实现软硬装一体化设计、多工地管控、供应链整合和定制家具整合，实现对中小家装公司业务各环节赋能。针对企业获客成本高、信息化程度低、供应链管理难、品类整合难，客单价提升难，整装云从消费者和家装公司需求出发，针对家装过程痛点，整装云拥有的四大软系统和三大硬通货

使其具备独有优势，针对中小家装公司发展的难点，实现对整装的全程赋能。

信息化方面，公司为家装公司提供销售设计系统、机场塔台式中央计划调度系统、BIM 虚拟装修系统和中央厨房式供应链管理系统。在前端，海量房型库、方案库云端共享降低设计师设计门槛。其中 BIM 技术从建筑信息模型中引入至家装领域，对接前端设计出图，实现快速生成所需材料实现精准报价。此外多工地管控系统可以同时监管不同地点施工情况提高效率，前端对接中后端下单生产实现高度信息化，降低对人的依赖。

图表 53：整装云系统实力和供应链平台优势

系统组成	定位	介绍
整装销售设计系统	实现硬装软装一体化设计、三维效果呈现	内含海量房型库、方案库，上万名设计师云端共享，配备专业产品研发团队；设计实现软硬一体化，3D 和 VR 实现实景漫游，降低设计师门槛提升前端体验。
BIM 虚拟装修系统	将装修全生命周期解决方案信息化	将建筑业 BIM 技术用于家装，与前端设计无缝对接，实现施工可视化模拟，智能生成施工指令，物料核算 0 误差。
机场塔台式中央计划调度系统	核心调度系统，贯穿施工全流程的管理	BIM 虚拟装修完成后，指令和材料数据同步进入到机场塔台式中央计划调度系统。施工过程信息化、数据化，工地在线化管理，使进度和质量得到保障。
中央厨房式供应链管理系统	上万个 SKU 一站式柔性化配送	将所需材料完整搭配成材料包，原材料预加工转化为装配式半成品，柔性化配送至各个工地，省去现场加工环节。
供应链平台	供应链整合	提供装修所需主辅材，整合定制家具，提供餐桌椅、床垫、沙发等软装，满足一站式采和个性化需求。10000+SKU 和 100+品牌，可套餐式计价，一个订单也可享受 F2C 价格，预算即决算。

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

供应链管理方面，整装云统一整合了主辅材、定制家具和配套产品，构成三大硬通货，从四大软件系统到供应链平台，整装云实现家装环节互联互通，打造完备的供应链统一配送平台。同时配合中央厨房式供应链管理系统实现上万个 SKU 一站式柔性化配送，该系统将所需材料完整搭配成材料包，原材料预加工转化为装配式半成品，柔性化统一配送至各个工地，省去现场加工环节。依托尚品宅配定制领域的发展，为家装企业直接提供定制家具品类，提升客单价和利润空间。

针对家装获客难，整装云通过尚品宅配多年发展成熟的“新居网”线上商场获得导流支持，实现快速、精准和低成本获客。“新居网”是尚品宅配较早培育的家居在线商城，其具备强大的获客导流能力，新居网移动端的微信公众号平台粉丝数量庞大，是业内难以复制的在线导流模式。对于加入整装云的会员商家将提供特殊支持，新居网 1700 人电商营销团队将对家具和整装进行双流量支持。

针对转化率低和设计师转型难，整装云为会员提供驻店支持，提供门店展厅的效果展示改进，指导设计师培训。整装云已正式在广州地区试点实行“会员扶持计划”，尚品宅配不仅由广州分公司直接派整装销售设计师驻店销售，同时整装云团队帮助规划展厅。整装云已帮诺艺装饰重新规划了 2000 多平米的整装展厅，规划细致到展厅动线、整装产品陈列方式、灯光照明设计、定制家居样板间等。并派高

级设计师导入定制家具培训，整装销售设计师驻店销售，共同推进整装销售业务。

图表 54：艺龙装饰主材订单截图

50	其它	88整装-卫浴	二级	MSS0016180327-01	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4595546	胡	4595546	坐便器,共1件	李	03-28	04-13	已排产	
59	其它	88整装-卫浴	二级	MSS0016180327-02	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4595548	胡	4595548	坐便器,共1件	李	03-28	04-13	已排产	
58	其它	88整装-卫浴	二级	MSS0016180327-03	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4595548	胡	4595548	坐便器,共1件	李	03-28	04-13	已排产	
57	新厨柜	88整装-橱柜	四级	MSS0016180326-05	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4415231	胡	4415231	尚品小样板	李			审核退回	
56	其它	88整装-瓷砖	二级	MSS0016180326-02	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	胡	0	蒙娜丽莎600砖 蒙娜丽莎600砖 蒙娜丽莎其他砖,共43件	李	03-27	04-13	已排产	
55	其它	88整装-瓷砖	二级	MSS0016180326-03	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	胡	0	新中原800砖 新中原600砖 新中原其他砖,共32件	李	03-27	04-13	已排产	
54	其它	88整装-瓷砖	二级	MSS0016180326-04	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	胡	0	冠珠800砖 冠珠600砖 冠珠其他砖,共43件	李	03-27	04-13	已排产	
53	其它	88整装-瓷砖	二级	MSS0016180323-01	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4415232	胡	4415232	新中原其他砖,共676件	李	03-24		已排产	
52	其它	88整装-瓷砖	二级	MSS0016180323-02	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4415231	胡	4415231	东鹏其他砖 东鹏900砖,共250件	李	03-24		已排产	
51	其它	88整装-瓷砖	二级	MSS0016180323-03	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4415231	胡	4415231	冠珠800砖,共180件	李	03-24		已排产	
50	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180303-01	T2广东艺龙装饰工程有限公司	4267340	李	4267340	东鹏900砖 东鹏其他砖,共109件	李	03-06	03-07	03-12已发货	已登记发货
49	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-01	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	东鹏其他砖 东鹏900砖,共323件	李	01-20	01-27	02-03已发货	已登记发货
48	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-02	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	扣板,共168件	李	01-20	01-24	02-03已发货	已登记发货
47	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-03	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	新中原其他砖,共178件	李	01-20	01-22	02-03已发货	已登记发货
46	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-04	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	浴室柜 龙头,共3件	李	01-20	01-22	02-03已发货	已登记发货
45	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-05	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	五金挂件 卫浴配件,共4件	李	01-20	01-22	02-03已发货	已登记发货
44	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-06	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	风暖平板灯,共2件	李	01-20	01-22	02-03已发货	已登记发货
43	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-07	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	花洒,共2件	李	01-20	01-22	02-03已发货	已登记发货
42	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-08	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	一字型,共1件	李	01-22	03-16	03-20已发货	已登记发货
41	其它	88整装-建材	二级	MSS0016180119-09	T2广东艺龙装饰工程有限公司	0	李	0	推拉门 平开门,共2件	李	01-22	01-25	02-03已发货	已登记发货

资料来源：HOMKOO 整装赋能平台公众号

**整装云全程支持与赋能家装企业后，客单值和利润空间均获得更大的提升。**艺龙装饰为例，作为区域性家装品牌，艺龙过去只做半包业务，半包模式单一，客单价均价仅在6万左右。整装云协助艺龙装饰规划清溪总部的整装展厅、选材上样等，并协助策划4月开业相关的营销活动，进行全程支持。艺龙装饰的整装业务客单值得到明显提升，成交有客单价25万，其中硬装套餐客单价19.3万，定制家具5.7万，预付定金6万；并且整装云一键销售直采的供应链，最大限度提升了其利润空间。

### 4.3 供应链模式比较：整装云是集采直供模式的整体家装赋能服务商

目前整合家装供应链的公司大体可分为三类，一类是以酷家乐、爱福窝为代表的家装设计软件服务商，一类是以尚品宅配、索菲亚等为代表的定制家具公司，另一类是以东易日盛、金螳螂为代表的传统家装和公装企业。传统家装企业如东易日盛通过 F2C 直采模式整合主辅材并配合自有木作工厂，基本达成整装供应链的整合，这类公司依托自身多年在装修领域的发展，在供应链部分有多年累积的资源和优势，但供应链部分更多是供给自有业务使用，目的在降低材料成本提升自身利润空间。

定制家具公司中，索菲亚 2018 年也开始探索整装，开始尝试布局大家居门店，在三月首次开始整装招商，供应链各品类开始与经销商进行融合。尚品宅配在 2017 年正式推出整装云，以信息化系统切入家装领域，在各环节赋能中小家装企业，供应链整合方面基本已成型。家装设计软件公司则以酷家乐和爱福窝为代表，酷家乐正逐步开始探索供应链整合，以“设计师导购”模式对接材料供应商，爱福窝则与天猫家装馆达成战略合作，对接相应材料品牌商。

图表 55：整合供应链三类公司比较

<p>家装设计 软件公司</p>		<p>a. 软件平台聚集设计师资源，巨大流量入口 b. 供应商入驻或合作，轻资产整合模式</p>
<p>定制家具 公司</p>		<p>a. 仓储物流体系完备，边际扩张成本低 b. 定制家具作为最难整合品类，自有优势</p>
<p>传统家装和 公装公司</p>		<p>a. 多年装修领域深耕，累积大量供应商资源 b. 主要提供给自有装修业务</p>

资料来源：太平洋证券研究院

供应链整合为其他设计师或家装公司所用的模式中，目前较为成型的两类是软件服务商和定制家具公司，其中由以尚品宅配整装云、酷家乐等公司为典型代表。如酷家乐以设计软件着手的优势体现在平台设计师集中度高，具备一定的流量优势；并且以商家入驻模式是相对轻资产的整合方式。整装云则依托定制家具切入整装供应链，整合供应链优势体现在：拓展仓储配送服务边际成本低；最难整合的定制家具实现自有，且同时拓展原有定制业务。

**酷家乐：挖掘家装前端设计入口，打通设计展示、营销、施工生产和管理全链。**家装行业痛点多且突出，酷家乐将设计作为切入点构建家装行业生态。针对家装企业普遍存在的拓客难、周期长、客单价低、设计效率低以及施工落地难等方面，酷家乐通过设计师的云聚集实现客户需求的精准匹配，系统工具提升设计效率并一键导出施工用料，通过设计师导购实现提升客单价。目前酷家乐云设计平台主要由柜体定制设计系统、全屋家具定制设计系统、集成吊顶设计系统等六大系统构成。

图表 56：酷家乐云设计平台六大设计系统

<p>橱柜定制设计系统</p> <p>参数化设计柜体，任意修改板材尺寸 风格模板随心换，定制个性厨房空间</p>	<p>全屋家具定制设计系统</p> <p>智能布局，参数化设计 20余项智能设计功能，10分钟出方案</p>	<p>全屋定制生产系统</p> <p>精准数据输出，对接各类生成软件， 实现“设计生产一体化”，高效率低损耗</p>
<p>集成吊顶设计系统</p> <p>自由画造型，智能铺扣板 轻松实现多级复杂设计，满足个性需求</p>	<p>集成墙面设计系统</p> <p>从设计到算料，3分钟完成复杂设计和报价</p>	<p>铺砖设计系统</p> <p>丰富水刀拼花模型，N种智能铺装方式 瓷砖造型随心设计，高效设计精美方案</p>

资料来源：酷家乐官网

酷家乐对大众用户 2C 端提供免费的基础服务，例如渲染功能均是免费的，通过工具累积用户。其主营收入主要来自 B 端客户，包括装饰装修企业、家居品牌商和设计工作室等，主要提供标准化 SaaS 产品、广告业务和 C 端付费设计业务。对于有网站或内部系统的家装大企业，酷家乐提供数据接口，允许用户进行二次开发，打通企业内部 ERP、生产系统等。酷家乐在 SaaS 以外的平台收入主要来自设计服务付费，抽取 20% 的佣金，目前打造的“设计导购”模式未来广告收入将也是一大营收来源。

构筑设计生态社区，聚集覆盖了全国超过 40% 室内设计师，已经成为全球最大的家居云设计平台。酷家乐覆盖全国 90% 的户型库，超过 300 万室内设计师入驻，吸引超 1000 万业主用户，形成垄断式的用户壁垒。2017 年平台日均生成 100 万张渲染效果图，已累计生产 2 亿张效果图；每日产生 20 万套装修设计方案，已累计产生 3000 万套方案。至今，已服务于小米、美克美家、林氏木业、顾家家居、博洛尼等 12000 家品牌企业，2017 年全年营收超过 3 亿元。

酷家乐采取品牌商入驻模式，对接设计师导购实现供应链整合。针对家装供应链整合难，酷家乐开创品牌商家入驻对接设计师导购形式。平台聚集了大量室内设计师资源，通过设计展示作为入口，设计师向业主推荐导购至材料家具提供商，业主通过平台享受一定优惠，最后成功引流至特定商家。因此酷家乐平台更多的是对接的功能，相对而言是轻资产整合供应链模式。

图表 57：酷家乐即将上线的供应链导购系统

### 设计师拿返佣

**01 STEP 设计方案**  
设计师在个性化设计方案中，应用商家商品模型

**02 STEP 商品推荐**  
向业主推荐设计方案中的产品，业主购买后享受商家返佣

### 业主享优惠

**03 STEP 领取优惠**  
设计方案包含优惠券，业主领取即可享受优惠

品牌优惠券 3张可用，最多减少200元

满减券 满1000减100 有效期至：2017.11.20-2019.11.20 限品类：厨房电器类

**04 STEP 到店购买**  
业主至线上或线下店进行体验，完成优惠购买

资料来源：酷家乐官网

爱福窝：3D 云设计技术为前端家装营销入口，与天猫家装馆达成战略合作，提供一站式家具建材选购。爱福窝成立于 2013 年 1 月，是国内领先的家居云技术服务商，打造了 O2O 在线家装平台。与酷家乐的的模式相近，爱福窝也从家装的前端着手，以在线云设计作为家装营销的切入点。在 3D 家装云设计平台上，对接供应商的家具建模一键拖拽，海量户型库实现快速渲染和设计出图，结合开发的 VR 技术，使客户沉浸式体验，实现所见即所得、设计即销售。

爱福窝同样采用设计师导购的模式，对接天猫家具建材销售商。爱福窝以云设计互动软件为入口，

聚集了大量设计师资源，2015 年平台就已汇聚 3000 多设计师和 3 万多家家装公司。2013 年 9 月爱福窝与天猫家装馆达成战略合作，2015 年已合作超过 1000 多家厂商。天猫家居厂商的产品经过家具建模数字化后，在软件中实现展示，设计师和业主可以实现一键尝试看效果，比如沙发桌子等在设计时可以直接拖拽进房间看效果。设计图中一键连接至该产品的天猫供应商，实现快速购买。

图表 58：爱福窝设计平台一键式连接建材家具商家



资料来源：爱福窝官网，太平洋证券研究院

开发多软件贯穿家装消费前端选择、设计导流和建材选购多个环节。除了前端云设计软件，爱福窝向线下商家提供“3D 导购宝”，联合阿里巴巴 O2O 事业部将在线设计拓展至线下商家，门店导购员可以通过软件找到业主的小区户型，然后现场为业主做设计，实时展现效果提升购物体验，帮助家具商家节省展示空间。目前爱福窝的 A 轮投资方宜华木业已经成为 3D 导购宝的首批用户。装修后环节，爱福窝推出 C 端的 APP “爱家家”，向装修后用户提供展示分享和更换软装的功能，提升客户粘性。

**HOMKOO 整装云：供应链平台实行 F2C 集采模式，输出定制家具和配套品，是整体化家装赋能平台。**整装云系统部分每年收取 3 万元软件使用费，其他盈利部分来自自主辅材、家具和定制业务的销售。不同于材料品牌商入驻的形式，整装云与品牌工厂达成合作实现大规模 F2C 工厂直采模式，有效降低材料的采购成本，有效提升家装公司利润率，也使业主受惠。此外再配合配合中央厨房式的供应链管理系统，将材料预加工打包成装配式半成品进行配送。

供应链方面，不同于以软件为入口整合供应链的公司，整装云依托尚品定制领域优势进行供应链整合形成独特优势。尚品宅配在行业内率先提出全屋定制理念，在定制家具领域有着多年发展经验和品牌影响力，在配套品等方面也有多年合作商，整装云会员将直接从定制工厂以媲美经销商的价格采购定制产品，而不是与经销商达成合作，利润空间更高。另外，定制产品配送所需的物流仓储配套服务相对更加完善，配备智能化立体仓库，后续拓展的边际成本将更小。

定制家具是供应链整合中最大的难点，依托尚品宅配多年全屋定制领域的发展，整装云整合定制家具具有天然优势，能为装企提供定制品类更大利润空间。供应链平台直供最难整合的定制家具业务，使中小家装公司真正实现一站式整装。融合定制家具的整装将实现“拎包入住”，有效提升客单价稀释成本。

对尚品而言，也使全屋定制业务进一步获取更多家装流量。尚品宅配在定制家具行业发展多年，多年培育的新居网发展相对成熟，目前也在进一步召集培养人才，为整装云未来做好配套服务。

**基于定制家具行业供应链管理和物流配送的多年发展优势，整装云的供应链物流仓储配套服务扩张边际成本低。**作为相对重资产的集采供应链模式，整装云对物流仓储配套要求相对较高。在物流仓储方面，公司进行优化和淘汰后，目前保留了100多家与尚品长期合作的物流公司，如保证汽运、海运、铁运、零单专线、干仓配一体化等。此外，尚品在全国重要城市布局仓储物流中心，2017年公司在无锡投资21亿的生产基地，在成都西部研发制造综合型基地等也是重要的全国仓储中心布局。

图表 59：整装云与酷家乐供应链模式比较

公司/产品	供应链模式	比较分析
酷家乐 	商家入驻 设计师导购到店	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 以设计为切入点，打通设计师与客户间沟通，提升效率和体验，B端设计系统收费</li> <li>(2) 供应链品牌商入驻，建立广告营销投放和到店购的设计师导购生态</li> <li>(3) 依托高度聚集的设计师社区，实现模型呈现后导购对接供应链品牌商</li> <li>(4) 供应链方面是轻资产整合运营，是对接品牌商的云平台</li> </ul>
爱福窝 	对接天猫商家 设计师导购	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 设计端为入口，业主互动体验式设计，实现设计同时营销</li> <li>(2) 供应链与天猫家装馆达成合作，以天猫家具建材品牌商达成对接，设计图模型中一键式链接至品牌商购买</li> <li>(3) 供应链轻资产的与天猫战略合作模式，由第三方提供内容购买和物流</li> </ul>
HOMKOO 整装云 	集中采购 统一配送	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 四大系统完全，赋能家装企业前中后各环节，提升家装各节点效率</li> <li>(2) 供应链方面，整装云以F2C集采获得价差，统一预加工后打包配送</li> <li>(3) 供应链覆盖主辅材、软装以及最难整合的定制家具，定制产品提供媲美经销商的折扣价</li> <li>(4) 统一配送对物流仓储要求高，相对重资产的运营模式，但依据尚品多年深耕定制业务，物流仓储拓展边际成本低</li> </ul>

资料来源：互联网公开资料，太平洋证券研究院

对比来看，以酷家乐和爱福窝为代表的家装设计平台是以设计师为切入口，与供应商达成合作，建立设计与建材家居购买的轻资产家装消费生态；整装云则是通过赋能家装公司切入家装，系统涵盖设计至施工等多环节，供应链整合为统一集采和配送，是相对重资产供应链模式。我们认为从中短期来看，以设计师为入口的模式和赋能家装公司的模式二者将是共存的关系；长期来看，未来随着家装商业模式的升级，设计师回归设计而家装企业崛起，整装云从家装公司着手的模式将有长远的发展空间。

#### 4.4 开设整装自营店，深入布局家装业务

公司已在成都、广州、佛山三个核心城市布局整装自营店，一方面拓展自身家装业务，另一方面作

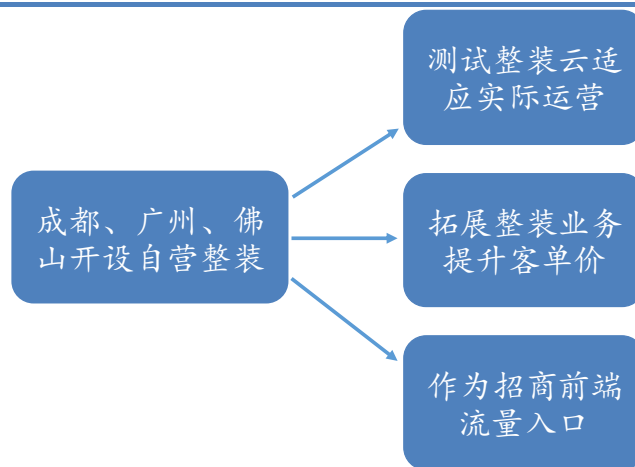
为测试运营店打造整装云招商入口。2017年12月公司公告全资子公司佛山维尚拟投资金6亿元，在佛山建立集“新零售”和“HOMKOO 整装云平台”为一体的综合体，预计2018年12月动工并于3年后竣工。在此之前公司2017年已在成都成立新居网装修公司，用以打开整装云落地城市，测试运营整装云平台；同年12月位于广州东宝大厦的新居整装也已开业，开始了不同城市整装运营测试。

图表 60：广州新居整装开业



资料来源：公司官网

图表 61：自营整装拓展家装业务也作为招商前端入口



资料来源：太平洋证券研究院

自营整装的启动是公司业务从定制家具向整装拓展的尝试，同时也是对整装云平台的自行测试运营。在成都设立的新居整装目前每月销售额近200万元，调研得知整装客单价约为20万，包括15万装修和5万定制家具。根据成都实际运营情况测算，采用HOMKOO整装云后公司毛利率将高于30%，而市场上互联网装修公司的平均毛利是低于10%。充分可见，**整装业务将带动客单价上升，整装云通过各环节赋能将提升中小企业盈利能力。**

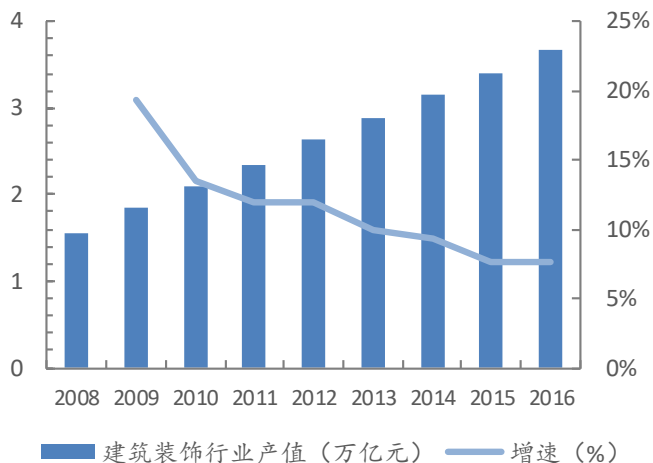
**多城市开设新居整装，作为前端入口将推动后续整装云招商。**公司持续布局新的家装零售综合体，多个核心城市对整装云落地测试，使之适应不同区域的家装公司。整装云对家装公司的赋能价值通过落地体现，也是一种新的吸引加盟商的方式。家装公司通过实地调研和真实数据分析，对整装云运营方式产生认可，有助于提升整装云在家装公司中的品牌影响力。因此自营整装也是天然的招商流量入口。2017年整装业务开始贡献营业收入228.44万元，占总营业收入比重0.04%。

#### 4.5 整装云招商逐步推进，家装业务空间广阔

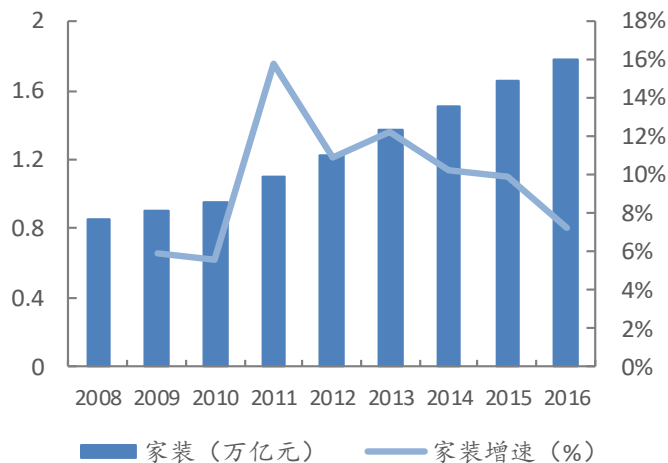
**家装市场规模巨大，整装云大力推行招商打开未来增长空间。**根据中国行业装饰协会报告显示，2016年我国建筑装饰行业总产值3.66万亿元，同比增加7.5%，超宏观经济增速0.8个百分点；住宅装饰装修全年总产值1.78万亿元，同比增长7.2%。家装市场产值增速近年企稳，未来市场规模将超2万亿元。随着BIM等信息化在家装行业的应用降低对人的依赖，一定程度标准化套餐的使用可实现复制性，使F2C直采规模效应显现，家装行业成长潜力巨大，未来整装业务存在发力空间。

图表 62：我国建筑装饰行业产值及增速

图表 63：中国家装市场产值及增速



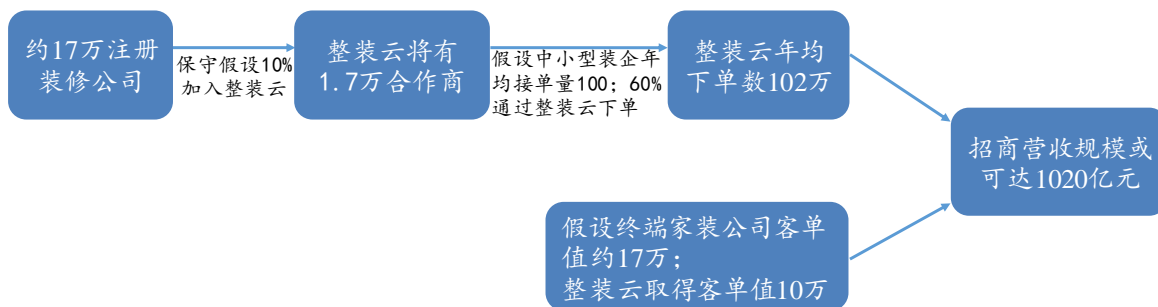
资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋证券研究院



资料来源：中国建筑装饰协会，太平洋证券研究院

公司整装云招商正逐步推进，目前平均每个月增加会员单位 100 家以上，截至 18 年 3 月底已有约 260 家商家加盟合作。公司 2018 年目标招商 1000 家以上，若单个会员 18 年全年平均下单金额达到 50 万元，则整装云主辅材业务收入有望突破 5 亿元。目前，业内注册等级的装修企业数大约 17 万家，远期来看，我们保守假设未来将有 10% 的中小家装公司对接整装云服务，即未来整装云招商约有 1.7 万家。假设 (1) 中小家装公司年均接单量为 100 个，其中 60% 通过整装云下单；(2) 整装云可取得客单值 10 万；整装云营收规模或可达 1020 亿元。公司未来将有望从家居品牌商转向平台商。

图表 64：整装云招商逐步推进打开家装业务空间



资料来源：太平洋证券研究院

整装云打通定制家具和装修入口，输出二者融合的全新商业模式，家装赋能平台将打开未来估值空间。随着消费者对全屋理念的接纳，未来装修和定制可能会更多地结合。全屋定制和家装依托深度服务是两个重要的家居消费入口。整装云依托尚品在定制领域的基础打通装修和定制，实现二者的共同成长。平台型公司通过不断获取数据与流量，后续持续创造新的利润点，未来价值空间大，如购物平台阿里、社交平台腾讯和检索平台百度等。而整装云作为家装赋能平台，尚品宅配估值空间也有望打开。

## 5、盈利预测及估值

## 5.1 盈利预测的基本假设

我们对公司 2018-2020 年各业务作如下预测：

2018-2020 年定制总业务中，直营渠道按照旗舰店和标准门店拆分，其中旗舰店营收同比增速预计分别实现 38%、26%和 25%，标准门店预计实现营收同比增速 25%、24%和 20%；随着门店管理优化和全屋理念的落实，获客及客单值将得以提升，坪效相应增加，2018-2020 年旗舰店有效面积坪效增长分别为 2%、16.50%和 16%，其余标准门店有效面积坪效增长分别为 12%、11%和 10%，综合来看直营渠道营收增长分别为 33.14%、25.27%和 23.49%。

加盟渠道按照 SM 店和非 SM 店拆分，2018-2020 年预计 SM 店新开店分别 424 家、200 家和 144 家，有效门店单店收入增长 15%、20%和 20%。非 SM 店预计新开店 376 家、200 家和 156 家，有效门店单店收入增长-5%、5%和 5%。综合来看加盟渠道营收增长分别为 59.48%、59.77%和 32.84%。

其余业务中，软件及技术服务 2018-2020 年收入复合增速为 12%，毛利率基本维持 95%；O2O 引流服务收入 2018-2020 复合增速为 30%，毛利率维持在 85%；其他业务收入 2018-2020 年收入增速 20%，毛利率维持在 70%；整装业务未来实现高增长，假设 2018 年同比增长 2000%，毛利率在 26%。

图表 65：尚品宅配收入及成本预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	4,026.00	5,323.45	7,747.75	11,207.74	14,547.71
YOY	30.39%	32.23%	45.54%	44.66%	29.80%
营业成本	2,166.40	2,922.11	4,285.71	6,243.58	8,140.04
毛利率	46.2%	45.1%	44.7%	44.3%	44.0%
O2O 引流服务(百万)	59.86	108.96	163.45	212.48	276.22
YOY	29.41%	82.04%	50%	30%	30%
成本	8.80	16.34	24.52	31.87	41.43
毛利率	85.3%	85%	85%	85%	85%
软件及技术服务(百万)	85.50	93.41	104.61	117.17	131.23
YOY	27.81%	9.25%	12%	12%	12%
成本	4.05	4.67	5.23	5.86	6.56
毛利率	95.3%	95.0%	95%	95%	95%
整装业务(百万)		2.28	47.97	86.35	172.70
YOY			2000%	80%	100%
成本		1.58	35.50	64.76	131.25
毛利率		30.7%	26%	25%	24%
其他业务(百万)	11.57	52.98	63.58	76.29	91.55
YOY	23.48%	357.74%	20%	20%	20%
成本	1.49	19.66	19.07	22.89	27.46
毛利率	87.1%	62.9%	70%	70%	70%
家居业务总收入(百万)	3,869.07	5,065.81	7,368.15	10,715.45	13,876.01
YOY	30.48%	30.93%	45.45%	45.43%	29.50%
成本	2,152.06	2,879.86	4,201.39	6,118.20	7,933.33
毛利率	44.4%	43.2%	43.0%	42.9%	42.8%
按品类拆分					
定制家具产品(百万)	3,277.57	4,280.59	6,196.61	8,968.83	11,558.71
YOY	36.57%	30.60%	44.76%	44.74%	28.88%
成本	1,729.77	2,306.31	3,346.17	4,843.17	6,241.71
毛利率	47.2%	46.1%	46%	46%	46%

占比	84.7%	84.5%	84.10%	83.70%	83.30%
配套家居产品(百万)	591.50	785.23	1,171.54	1,746.62	2,317.29
YOY	4.65%	32.75%	49.20%	49.09%	32.67%
成本	422.29	573.55	855.22	1275.03	1691.62
毛利率	28.6%	27.0%	27%	27%	27%
占比	15.3%	15.5%	15.90%	16.30%	16.70%
<b>按渠道拆分</b>					
<b>直营模式</b>					
直营总收入(万元)	190,151.59	230,000	306,222.57	383,592.31	473,716.10
YOY	36.69%	20.96%	33.14%	25.27%	23.49%
0店收入(万元)	109,157.97	139,000.00	192,430.57	242,116.15	303,323.11
YOY	57%	27%	38%	26%	25%
标准店(SM+其他)收入(万元)	80,993.62	91,000.00	113,792.00	141,476.16	170,392.99
YOY	16%	12%	25%	24%	20%
<b>经销模式</b>					
经销业务总收入(万元)	203,397.20	270,000	430,591.98	687,952.34	913,884.65
YOY	29.21%	32.75%	59.48%	59.77%	32.84%
SM店收入(万元)	106,164.62	176,708.45	302,407.07	501,257.22	686,374.82
YOY	52%	66%	71%	66%	37%
非SM店收入(万元)	97,232.58	93,416.89	128,184.91	186,695.12	227,509.83
YOY	11%	-4%	37%	46%	22%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

综上所述，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 77.48 亿元、112.08 亿元、145.48 亿元，复合增速为 37%，2018-2020 年归母净利润分别为 5.9 亿元、9.4 亿元、14.1 亿元，复合增长率为 55%。

## 5.2 全屋定制业内领衔，业务新成长点带来高估值

我们认为公司作为行业内率先践行“全屋定制”理念的领军企业，门店内汇聚多种配套品类充分发展全屋定制，不着力单品类门店。而全屋定制作为未来家居消费的发展趋势与风口，尚品宅配顺应行业发展趋势，全屋定制将有效锁定高客单值，而公司互联网跨界而来，非常注重用户体验，优质门店体验将带来签单率的提升，收入存在较大增长空间。

公司渠道布局不断创新化，门店率先进驻购物中心，旗舰店和超集店共同发力缔造家居消费新模式，依据自身品牌发展情况，与业内其他企业形成错位竞争，有效提升品牌渗透率和影响力，加盟渠道加速扩张，未来盈利能力将进一步提升。此外较早培育的“新居网”具备强大的获客引流能力，线上商城先发优势难以被同业公司复制，线上线下立体化营销齐发力，未来渠道和流量优势突出。

公司软件及信息化优势突出，整装云有望实现公司向平台型企业发展。自有圆方软件作为信息化和技术支持，信息化对外依赖程度低，实现工业化和信息化深度融合，控本增效能力突出。依托技术及全屋领域优势，开发整装云切入家装行业，信息化系统赋能中小家装公司，整合供应链集采配送，自有整装业务及平台型业务将共同推进，未来作为赋能平台，估值空间将彻底打开。

基于以上观点，我们预计尚品宅配 2018-2020 年 EPS 分别为 5.32 元、8.50 元、12.78 元，当前股价

对应 2018-2020 年 PE 分别 42X、26X 和 17X，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

**房地产政策宏观调控风险：**定制家具产品需求受住宅房地产市场销售量、商品房交收和二手房交易的影响。近年来，为抑制部分城市房价过快上涨的势头，促进房地产市场平稳健康发展，国家针对住宅房地产出台了一系列调控政策，打压投机性房地产投资。如果未来宏观调控、经济发展环境导致我国房地产市场持续低迷，作为具备一定地产后周期属性的定制家具行业会受到一定的影响。因此，公司存在因房地产市场不景气导致业绩下滑的风险。

**原材料价格波动的风险：**公司生产定制产品的原材料包括刨花板、中纤板、功能五金件、石英石板材及外购的部分配件。由于直接材料占主营业务成本的比例较高，直接材料的采购价格变动对主营业务成本将产生较大的影响。近年来，部分原材料价格存在一定的波动，若未来原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司经营产生负面影响。

**渠道扩张不及预期的风险：**公司近年来加大加盟渠道的扩张力度，未来开店速度仍会受诸多因素影响，例如区域加盟商的开店意愿、公司的政策激励等都会造成门店扩张计划速度的变化；此外直营门店在布局大店时，对开设地段、资金能力以及区域消费模式会有更多考量。这些会影响直营渠道收入情况。



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。