

2019年06月24日

尚品宅配 (300616.SZ)

深度分析

拥有互联网基因定制家具领先企业，全屋定制、整装双赛道领跑

轻工制造 | 其他轻工 III

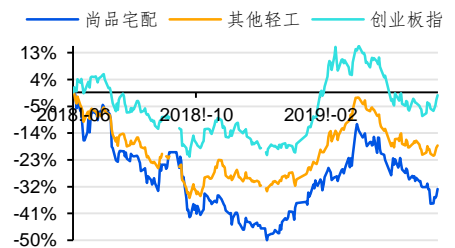
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2019-06-21) **74.99 元**

交易数据

总市值(百万元)	14,898.91
流通市值(百万元)	5,112.86
总股本(百万股)	198.68
流通股本(百万股)	68.18
12个月价格区间	54.90/115.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.61	0.99	-32.53
绝对收益	-8.61	-9.05	-32.53

分析师

 叶中正
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

报告联系人

 杨维维
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

- 尚品宅配：加快全国加盟店布局，自营整装业务稳步推进 2018-08-21
- 尚品宅配：2017H1 业绩上修超预期，龙头企业扬帆起航 2017-07-18
- 尚品宅配：定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者 2017-05-01

投资要点

- ◆ **拥有互联网创业基因，定制家居领先企业。**公司前身为广州尚品宅配家居用品有限公司，由李连柱、周淑毅、彭劲雄等核心人员于 2004 年共同出资设立。实际控制人李连柱和周淑毅以家居软件研发和家居行业门户网站为创业起点，为公司从软件设计和互联网行业跨界进入家具行业奠定了雄厚的技术基础。李连柱、周淑毅、彭劲雄三人均从华南理工大学毕业，合作近二十年时间，合作关系稳固。公司业绩保持稳步增长，2018 年营业收入 66.45 亿元，净利润 4.77 亿元。目前主要收入仍来源于定制家具产品及配套家具产品销售，2018 年营收占比分别为 75.51%、16.83%。
- ◆ **定制家居千万级市场规模，市场集中度有望提升。**定制家具相较传统成品家具和手工打制家具产品，兼顾实用性和空间利用率，充分满足消费者个性化需求等优势，目前整体定制家具在家居行业的渗透率为 30%，对比美国、韩国等发达国家 60%-70% 的渗透率，仍处于较低水平，未来在城镇化进程不断推进、人均可支配收入提高以及消费习惯的改变下，有较大的提升空间。2018 年我国定制橱柜、定制衣柜市场规模分别达 1400、700 亿元。对应 2018 年定制行业规模，定制橱柜 CR7 为 8.10%，定制衣柜 CR8 为 20.35%，行业集中度偏低。
- ◆ **扩品类、增门店，家具产品稳步发展。**近几年来，全屋定制成为行业主要趋势，公司 2008 年率先开始进行全屋家具定制，已有近 10 年的全屋定制经验，领先优势明显。在逐步发展定制家具业务的同时，2014 年开始大力推行配套家居产品，2018 年配套业务完成大配套、新配套、微商城三足鼎立的战略布局，配套家居产品营收增速明显提升。在扩品类的同时，加快全国加盟商布局以及渠道下沉至四五线城市，截至到 2018 年底，公司直营店总数达 101 个，加盟店总数达 2100 个。从店面类型来看，2018 年继 SM 店之后，再度引领行业，在上海率先推出 C 店，开启家居融合店新篇章，促进家具产品的稳步发展。
- ◆ **从定制家具行业迈入整装行业，从千万级市场迈入万亿级市场。**定制家居行业仅属于住宅装饰市场一小部分，住宅装饰市场市场产值 2017 年达 1.91 万亿元，规模庞大。并随着 80、90 后消费新生代崛起，精装房政策推出后，装修公司开始重点着力软装市场，促使定制家具企业布局整装领域获取消费者流量。2017 年上半年以整装云+自营整装为切入点，迈向整装市场。目前整装业务初具规模，2018 年公司整装业务收入约 1.94 亿元，毛利率为 19.71%。未来随着整装业务的不断推进，整装云招商数以及自营整装累计客户的增加，未来可期。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 2.91、3.45 和 4.05 元，净资产收益率分别为 16.1%、16.7%和 17.1%，维持买入-B 建议。
- ◆ **风险提示：**房地产调控风险；市场竞争加剧风险；经营季节性波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	TRUE	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5,323.4	6,645.4	7,980.1	9,322.1	10,723.0
同比增长(%)	32.2%	24.8%	20.1%	16.8%	15.0%
营业利润(百万元)	461.1	568.4	687.8	818.7	961.7
同比增长(%)	46.6%	23.3%	21.0%	19.0%	17.5%
净利润(百万元)	380.0	477.1	577.6	685.0	805.0
同比增长(%)	48.7%	25.5%	21.1%	18.6%	17.5%
每股收益(元)	1.91	2.40	2.91	3.45	4.05
PE	39.2	31.2	25.8	21.7	18.5
PB	5.7	4.9	4.2	3.6	3.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、拥有互联网创业基因，定制家居领先企业.....	6
(一) 以家居软件为创业起点，跨界进入定制家居行业	6
(二) 具有互联网创业基因，核心人员合作关系牢固	7
(三) 以信息化技术等为驱动，形成 C2B+O2O 商业模式	9
(四) 业绩保持稳步增长，主要收入来源定制家具产品	10
二、定制家居千万级市场规模，市场集中度有望提升	11
(一) 定制家居渗透率仍较低，城镇化进程推进以及消费习惯改变有助于渗透率提升	11
(二) 精装房渗透率逐渐提高，二手房或将成供给主渠道	13
(三) 定制家居行业千万级市场规模，市场集中度有望提升	15
三、扩品类、增门店，家具产品稳步发展.....	17
(一) 定制家具稳定发展，全屋定制具有行业领先优势	17
(二) 大力发展配套家居业务，营收增长迅速	19
(三) 线下实体店与 O2O 线上营销优势互补，获取消费者流量.....	20
1、加盟、直营门店稳步增加，从 SM 店到 C 店渠道不断创新	20
2、依托 O2O 营销平台引流，O2O 引流服务收入保持较快增长	23
(四) 双品牌竞争，广告宣传费投入加大	24
四、从定制家具行业迈入整装行业，从千万级市场迈入万亿级市场	26
(一) 住宅装饰亿级市场规模，龙头市占率较低	26
(二) 整装云、新居整装两条腿走路，迈入整装领域	28
1、以整装云切入，赋能中小装修公司	28
2、实现软硬装一体化设计，稳步推进新居整装业务	29
五、盈利预测及估值分析.....	30
(一) 关键假设	31
(二) 可比公司估值分析	31
六、风险提示.....	31

图表目录

图 1：公司发展历程	7
图 2：公司股权结构	8
图 3：限制性股票激励情况	9
图 4：公司及其主要子公司职能及相互关系	10
图 5：公司定制家具 C2B 服务模式	10
图 6：公司营业收入及同比增长	11
图 7：公司净利润及同比增长	11
图 8：主营业务构成变动	11
图 9：主要业务毛利率变动	11
图 10：目前我国整体定制家具渗透率与发到国家对比	12
图 11：目前我国不同品类定制家具渗透率	12
图 12：我国城镇化率低于发达国家	13
图 13：城镇居民人均可支配收入及用于家具材料人均消费支出	13
图 14：80、90 后购买定制家居比例较高	13
图 15：一线城市定制家居渗透率较高	13

图 16: 住宅竣工面积增速与家具制造业主营业务收入增速	14
图 17: 住宅销售面积增速与家具制造业主营业务收入增速	14
图 18: 我国住宅竣工面积 (单位: 万平方米)	14
图 19: 我国住宅销售面积 (单位: 万平方米)	14
图 20: 我国房地产精装修市场规模及渗透率	15
图 21: 2018 年我国精装修房市场柜体配置规模及配置率	15
图 22: 2018 年主要城市二手房成交套数 (单位: 套数)	15
图 23: 2018 年主要城市二手房成交套数占总成交套数比	15
图 24: 我国定制家具市场规模 (单位: 亿元)	16
图 25: 我国定制橱柜行业市场规模 (单位: 亿元)	16
图 26: 我国定制衣柜行业市场规模 (单位: 亿元)	16
图 27: 我国定制木门行业市场规模 (单位: 亿元)	16
图 28: 2018 年定制家具上市公司营业收入 (单位: 万元)	17
图 29: 2018 年定制家具上市公司净利润 (单位: 万元)	17
图 30: 2018 年九家定制橱柜行业公司市占率	17
图 31: 2018 年九家定制衣柜行业公司市占率	17
图 32: 518 全屋套餐内容	18
图 33: 518 全屋套餐价格	18
图 34: 公司定制家具产品营业收入 (单位: 万元)	18
图 35: 公司与可比公司定制家具产品毛利率变动	18
图 36: 公司定制家具产品销售量及同比增长	19
图 37: 公司定制家具产品销售单价 (单位: 元/件)	19
图 38: 配套家居产品营业收入 (单位: 万元)	20
图 39: 公司与可比公司配套家居产品毛利率变动	20
图 40: O2O 线上营销和线下实体店销售相结合的销售渠道	20
图 41: 收入按渠道划分	20
图 42: 公司直营店、加盟店销售收入 (单位: 万元)	21
图 43: 公司直营店店数及单店收入	21
图 44: 公司加盟店店数及单店收入	21
图 45: 2018 各城市加盟店店数及收入分布	22
图 46: 直营店中各类型店数 (单位: 家)	22
图 47: 加盟店中各类型店数 (单位: 家)	22
图 48: 直营店各类型单店收入 (单位: 万元/家)	23
图 49: 加盟店各类型单店收入 (单位: 万元/家)	23
图 50: 公司定制家具 O2O 营销服务流程	23
图 51: O2O 引流服务营业收入	24
图 52: O2O 引流服务毛利率	24
图 53: 软件及技术服务营业收入	24
图 54: 软件及技术服务毛利率	24
图 55: “尚品宅配”品牌	25
图 56: “维意定制”品牌	25
图 57: 广告宣传费	25
图 58: 广告宣传费占营业收入比例	25
图 59: 全屋整装, 拎包入住装修占比	26
图 60: 80、90 后成为整装主力消费群体	26

图 61: 我国住宅装饰市场总产值 (单位: 亿元)	27
图 62: 装修预算分布情况	27
图 63: 我国建筑装饰行业企业数 (单位: 家)	27
图 64: 2017 年建筑装饰行业市场集中度	27
图 65: Homkoo 整装云	29
图 66: 新居整装	30
图 67: 整装套餐 (包设计、包基装、包主材) 套内面积计价方式	30
表 1: 实际控制人及其他核心人员履历	8
表 2: Homkoo 整装云主要系统	29
表 3: 可比公司估值	31

一、拥有互联网创业基因，定制家居领先企业

（一）以家居软件为创业起点，跨界进入定制家居行业

公司前身为广州尚品宅配家居用品有限公司，由李连柱、周淑毅、彭劲雄等人于 2004 年 4 月共同出资设立。2012 年 10 月公司整体变更为广州尚品宅配家居股份有限公司。李连柱、周淑毅、彭劲雄等公司核心人员以家居软件研发和家居行业门户网站为创业起点，为公司从软件设计和互联网行业跨界进入家具行业奠定了雄厚的技术基础。我们梳理了公司的发展历程，主要分为以下几个阶段：

1994 年-2004 年，成立圆方软件，以室内设计、家具设计软件开发为创业起点：1994 年成立圆方软件，室内设计系统 V1.0 发布，1998 年家具设计系统 V1.0 面世，1999 年室内设计系统 V6.0 发布，2000 年创建家居行业门户网站 72home.com 进行互联探索，2002 年公司橱柜设计系统正式亮相。

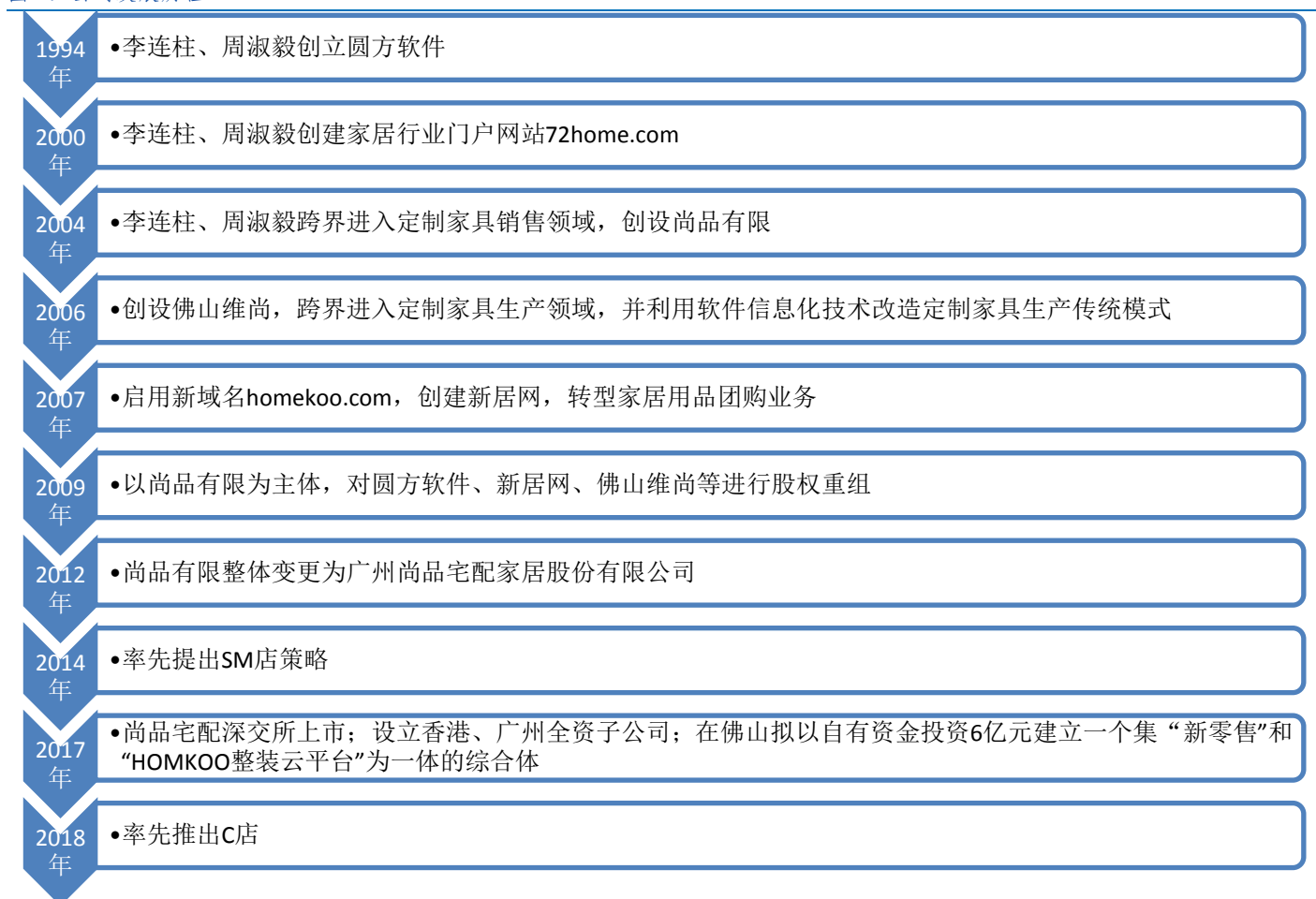
2004 年-2014 年，成立尚品有限、佛山维尚，从软件设计和互联网行业跨界进入家具行业。2004 年公司前身广州尚品宅配家居用品有限公司（尚品有限）成立，正式跨界进入定制橱柜和衣柜等家具销售领域。2006 年进入定制家具生产领域，创立佛山维尚，利用软件信息化技术改造定制家具生产传统模式。目前佛山维尚主要负责“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌定制家具的制造以及“维意定制”品牌定制家具及配套家居产品的零售及批发。公司开始进行电商研究，2007 年 72home.com 网站转型为自由品牌垂直电商平台新居网，从事“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌的 O2O 营销及引流服务。2009 年公司创新推出 iScan 体验系统。为发挥定制家具业务的协同效应，公司于 2009 年 11 月先后收购圆方软件、新居网和佛山维尚 100% 股权。公司为加大“尚品宅配”以及“维意定制”产品销售，2010 年设立了全资子公司北京尚品、上海尚东，2012 年设立全资子公司南京尚品，2013 年设立全资子公司广州维意。2012 年 10 月公司整体变更为广州尚品宅配家居股份有限公司。

2014 年-2017 年，推进进驻购物中心店策略，公司上市。2014 年公司率先推进行进驻购物中心店（SM 店）模式，不仅进驻购物中心设立直营店，同时主动推动加盟商向购物中心转移。截至 2017 年底，总门店共 1642 家，购物中心店 886 家（直营店中购物中心店 63 家、加盟店中购物中心店为 823 家），占总门店比例为 54%。购物中心盈利能力也随着运营能力的日趋成熟，得到较大的提升，对公司的营收贡献也高于非购物中心店，根据 2017 年内实际运营满一年的加盟店测算，购物中心店平均单店终端年销售额约为 660 万，对比非购物中心店为 380 万。2017 年 3 月公司于深交所上市，募集 18 亿元主要用于产能扩大以及销售网络的布局。上市之后，公司为进一步提高综合竞争能力、拓展海外市场，分别在香港、广州设立全资子公司尚品宅配（香港）国际有限公司以及广州尚品宅配投资管理有限公司。

2017 年-至今，迈向全屋定制整装领域。公司推出 HOMKOO 整装云平台，包含高效的整装 BIM 设计软件、会员下单系统、整装调度服务平台，公司通过集采优势，节省中间商差价，以更优惠的价格向整装云会员企业提供主辅材。另外公司向整装云会员企业提供整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场搭台式中央计划调度系统四大系统，赋予

其以计划调度为中心的交付能力。整装云会员企业通过公司平台，还可以向客户提供定制家具和配套产品，从而获得了提供整体化家装的能力。另外，公司也在广州、佛山、成都三地进行自营整装，希望通过自营装修团队实际体验整装云项目的所有环节，有利于公司实际体会整装云会员企业的痛点难点，并有针对性地进行项目调整和优化。

图 1：公司发展历程

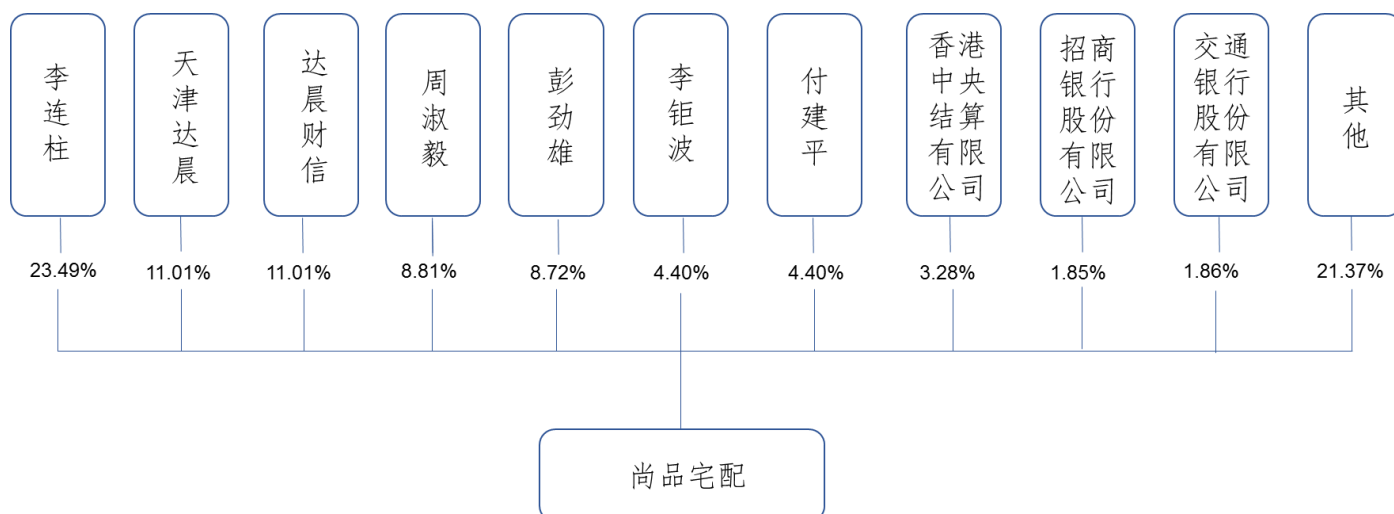


资料来源：公司公告，圆方软件官网，华金证券研究所整理

（二）具有互联网创业基因，核心人员合作关系牢固

公司控股股东和实际控制人为公司创始人李连柱先生和周淑毅先生为同窗好友，已合作近二十年，且签署《一致行动协议》，目前分别担任公司董事长、总经理职位。根据 2019 年一季度报告，李连柱和周淑毅分别直接持有公司 23.49%和 8.81%的股权，合计持有公司 32.30%的股权。

图 2: 公司股权结构



资料来源: 公司 2019 年一季度报告, 华金证券研究所

实际控制人李连柱和周淑毅具有丰富的互联网创业经验, 为公司的产品和服务持续创新提供了强大的技术支持, 且公司核心管理人员合作关系较为牢固, 李连柱、周淑毅、彭劲雄三人均从华南理工大学毕业, 从 1999 年创立圆方软件以来, 合作近二十年时间, 付建平从 2006 年与李连柱、周淑毅等人出资设立佛山维尚以来, 合作也有十多年时间。

李连柱先生和周淑毅先生于 1964 年出生, 中国国籍, 工学硕士, 分别毕业于华南理工大学机械制造、机械学专业, 且均曾留校担任华南理工大学讲师。彭劲雄, 硕士学历, 毕业于华南理工大学机械学, 与李连柱等人共同出资设立圆方软件、新居网、圆方北成(已注销)等软件技术类开发公司, 技术实力较为雄厚, 担任公司副总经理、董事职位, 并兼任圆方软件监事。付建平, 2006 年与李连柱、周淑毅等人出资设立佛山维尚从事家具生产业务, 现担任公司副总经理、董事职位, 并兼任佛山维尚执行董事、广州维意监事、北京维意监事。

表 1: 实际控制人及其他核心人员履历

姓名	公司职务	兼任职务	履历
李连柱	董事长	圆方软件执行董事兼总经理、新居网执行董事兼总经理、佛山维尚监事、南京尚品监事、上海尚东监事、北京尚品监事、厦门尚品监事、武汉尚品监事、成都尚品监事。	创始人之一, 1964 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 工学硕士, 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。现为广东省智能制造专家委员会委员、中国家具协会副会长、中国室内装饰协会副会长。
周淑毅	总经理、董事	佛山维尚总经理	创始人之一, 1964 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 工学硕士, 毕业于华南理工大学机械学专业, 曾任华南理工大学讲师。
彭劲雄	副总经理、董事	圆方软件监事	创始人之一, 1971 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士, 毕业于华南理工大学。曾任圆方软件副总经理。
付建平	副总经理、董事	佛山维尚执行董事、广州维意监事、北京维意监事	1962 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 毕业于中国地质大学; 曾任贵州省地质矿产局区域地质调查研究院工程师、项目技术负责人, 广东联邦家私集

姓名	公司职务	兼任职务	履历
			团有限公司董事。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

并且经过十多年的发展，公司培养了张庆伟、李嘉聪、胡翊、黎干、欧阳熙等一批既精通信息技术又熟悉家具生产经营的复合型管理团队。公司为充分调动高管积极性，吸引和留住优秀人才，2017年5月发布限制性股票激励计划，对包括公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员以及其他员工等149人授予限制性股票239万股，授予价格为67.19元/股。

独特的复合型管理人才以及健全的激励措施使公司在定制家具生产及家居软件产品开发上相互促进，有效保障公司在定制家具业中的领先地位。

图3：限制性股票激励情况

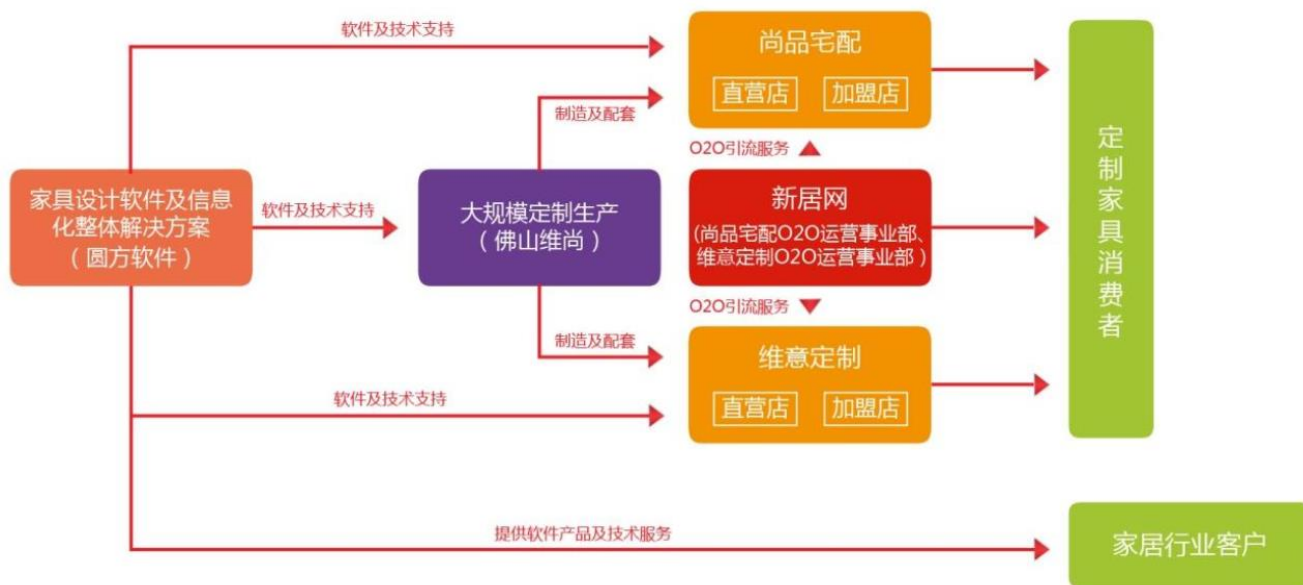
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的 比例	占目前总股本的比 例
李嘉聪	副总经理	12.00	5.02%	0.11%
胡翊	副总经理	12.00	5.02%	0.11%
张庆伟	副总经理	12.00	5.02%	0.11%
黎干	副总经理	12.00	5.02%	0.11%
欧阳熙	副总经理	12.00	5.02%	0.11%
何裕炳	副总经理 董事会秘书	3.00	1.26%	0.03%
张启枝	财务总监	2.50	1.05%	0.02%
中层管理人员和核心技术（业务）人员142人		173.50	72.59%	1.61%
合计149人		239.00	100.00%	2.21%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）以信息化技术等为驱动，形成 C2B+O2O 商业模式

通过多年的发展，公司以圆方软件信息化技术、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，佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，形成了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。目前软件及信息系统的研发由圆方软件负责，家具生产由佛山维尚负责（佛山维尚同时负责“维意定制”品牌的销售），O2O 互联网营销平台由新居网运营，北京等地直营销售分别由北京尚品等地全资子公司负责。

图 4：公司及其主要子公司职能及相互关系



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司 C2B（消费者对企业）模式区别于传统 B2C 模式。传统 B2C 模式为企业对消费者，先有生产再有消费，随着消费者个性化需求的不断涌现、云计算应用于产品的海量展示，消费者开始根据自身需求主动参与产品设计、生产和定价，生产企业根据消费者个性化需求通过方案互动设计、上门量尺、柔性化生产工艺、配送以及上门安装等为消费者提供家居产品的个性化定制生产和服务，即 C2B 模式。

图 5：公司定制家具 C2B 服务模式

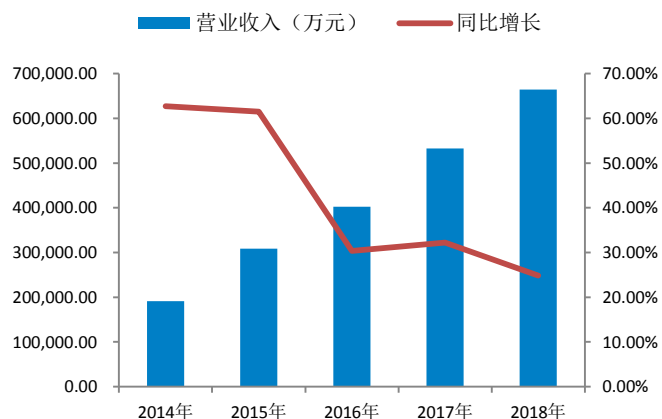


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）业绩保持稳步增长，主要收入来源定制家具产品

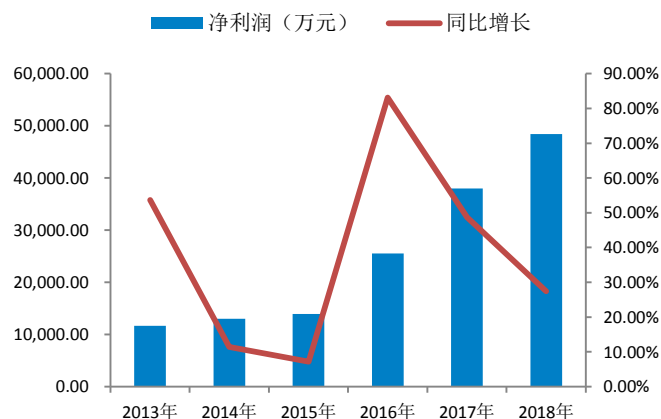
从业绩来看，公司营业收入从 2013 年的 11.75 亿元增长到 2018 年的 66.45 亿元，年复合增长率为 41.41%，净利润从 2013 年的 1.17 亿元增长到 2018 年的 4.84 亿元，年复合增长率为 32.91%，增速略低于营收增速。2017 年以来由于地产调控、行业竞争加剧等影响，业绩增速有所下降。

图 6: 公司营业收入及同比增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

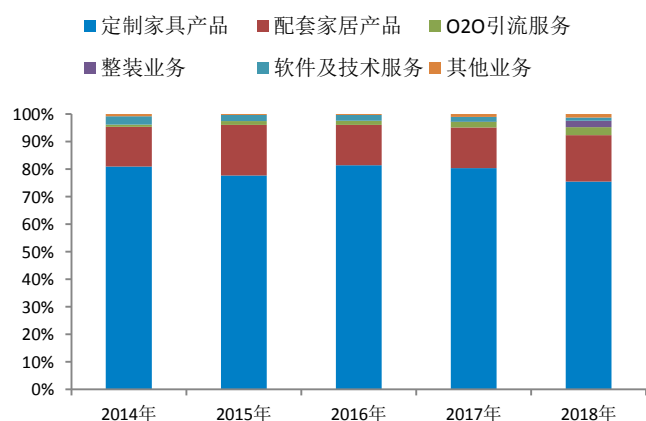
图 7: 公司净利润及同比增长



资料来源: Wind, 华金证券研究所

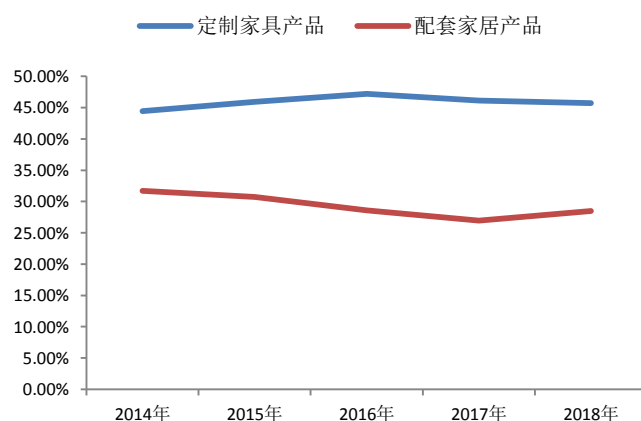
公司目前主要产品及服务包括全屋板式定制家具产品、配套家居产品、O2O 引流服务、整装业务以及软件和技术服务，公司目前主要收入仍来源于定制家具产品及配套家具产品销售，2017 年定制家具产品及配套家具产品营收占比分别为 80.41%、14.75%，2017 年开始开展整装业务，2018 年整装业务收入达 1.94 亿元。从主要业务毛利率来看，公司定制家具产品毛利率基本稳定在 45% 左右，配套家居产品毛利率基本稳定在 28% 左右。

图 8: 主营业务构成变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 主要业务毛利率变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、定制家居千万级市场规模，市场集中度有望提升

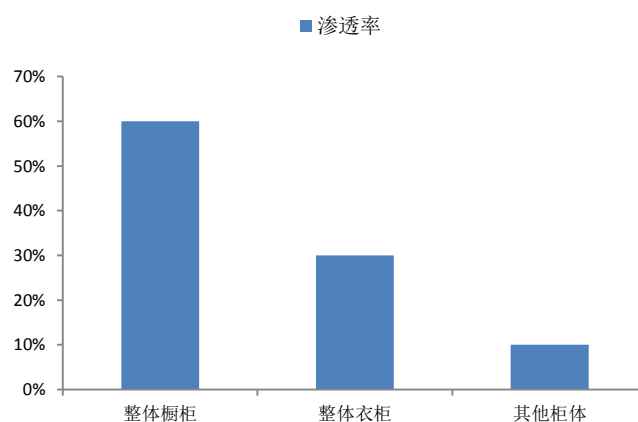
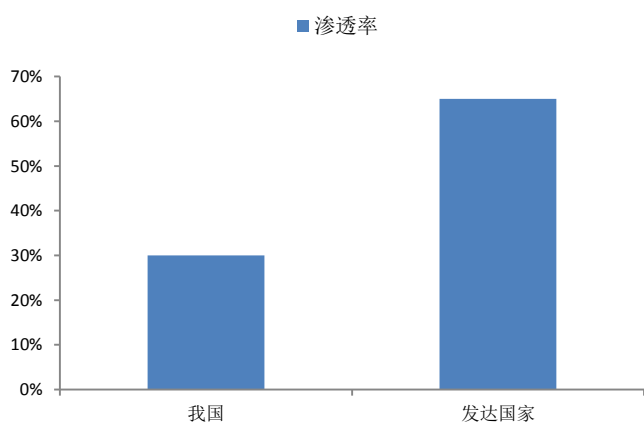
(一) 定制家居渗透率仍较低，城镇化进程推进以及消费习惯改变有助于渗透率提升

定制家具相较于传统成品家具和手工打制家具产品，主打个性化设计、款式新颖，“量体裁衣”的设计有限解决小房型、不规则房型等空间利用难题，同时定制家居贴心的个性化服务以及灵活的时间调度，加强了与客户参与度、服务沟通效率。

凭借兼顾实用性和空间利用率，又充分满足消费者个性化需求等优势，定制家居行业在城镇化进程不断推进、人均可支配收入提高的促进下，行业渗透率不断提升，据前瞻产业研究院，我国目前整体定制家具在家居行业的渗透率为 30%，对比美国、韩国等发达国家 60-70%的渗透率，仍处于较低水平，有较大的提升空间。分品类来看，由于发展时间、市场接受度不同，渗透率有所差异，其中起步较早的整体橱柜行业目前渗透率在 60%左右；定制衣柜近几年随着市场认可度的快速提升，渗透率目前达到 30%左右；而其他柜体目前尚处于导入期，渗透率不足 10%。

图 10：目前我国整体定制家具渗透率与发达国家对比

图 11：目前我国不同品类定制家具渗透率

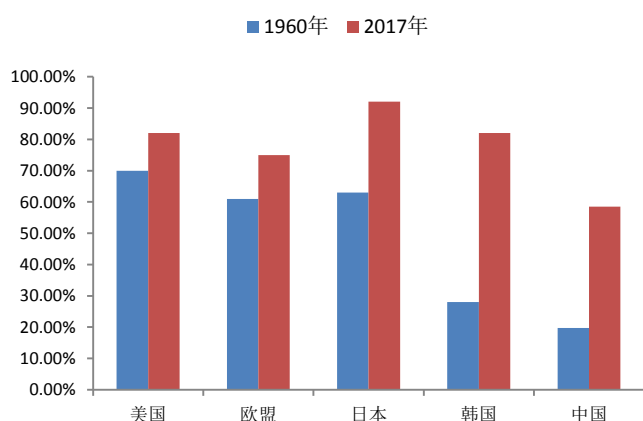


资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

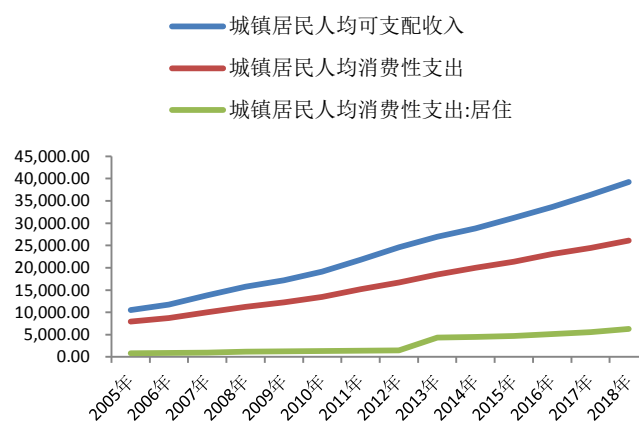
渗透率相对仍较低，随着城镇化水平、城镇居民生活水平的提升，有助于促进家具行业特别是定制家居行业的持续发展。据国家统计局，2017 年我国城镇化率为 58.52%，并根据《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，到 2030 年，我国城镇化率将达 70%。对比国外发达国家，据世界银行以及国家统计局数据，2017 年我国城镇化水平远低于美国（82%）、欧盟（75%）、日本（92%）、韩国（82%），且 2017 年我国城镇化水平低于 1960 年美国、欧盟、日本，我国城镇化仍存在较大的提升空间。城镇居民收入方面，据国家统计局，我国城镇居民人均可支配收入从 2005 年的 1.05 万元上升到 2018 年的 3.93 万元，年复合增长率为 10.68%；城镇居民人均消费性支出从 2005 年的 0.79 万元上升到 2018 年的 2.61 万元，年复合增长率为 9.59%。城镇居民人均收入水平提升，改善居住条件需求提高，用于居住的消费性支出从 2005 年的 808.66 元上升到 2018 年的 6255.00 元，年复合增速为 17.04%，增速高于人均可支配收入和人均消费性支出。

图 12: 我国城镇化率低于发达国家



资料来源: 世界银行, 国家统计局, 华金证券研究所

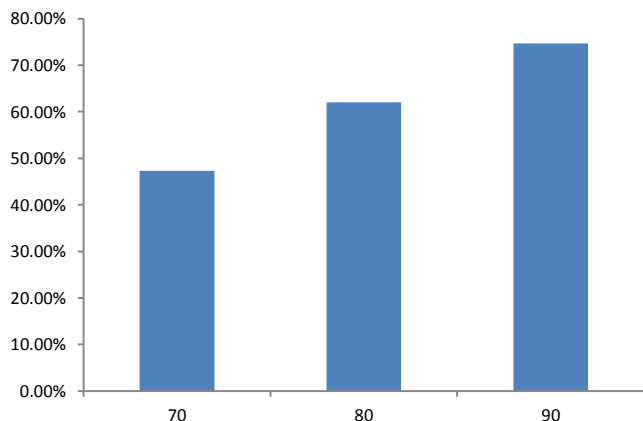
图 13: 城镇居民人均可支配收入及用于家具材料人均消费支出



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

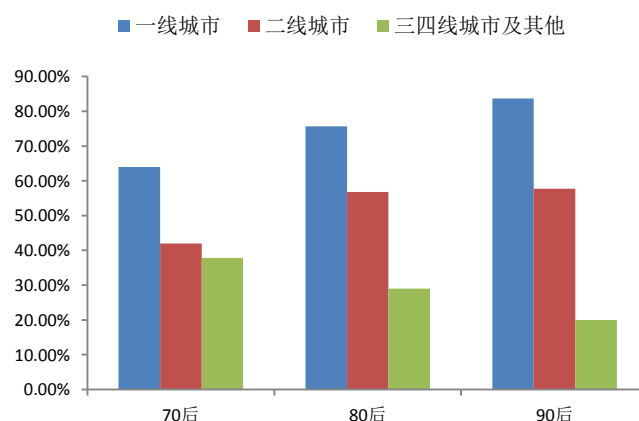
据艾瑞咨询, 在近两年有过装修或购买家居的人群中, 70、80、90 后购买定制家居比例分别为 47.3%、62%、74.7%, 80、90 后占比相对较高。80 后目前有二孩刚需, 房屋改善型需求旺盛; 90 后正处于婚育阶段, 是新成长起来即将成家立业的一代, 追求个性化和品牌, 不愿意花太多精力在比价方面。80、90 后消费习惯跟 80 前人群有很大的不同, 在当前工作生活压力较大的情况下, 希望家居环境可以让人更加舒适放松, 在家具产品的选择上, 更加注重品牌、智能、定制、环保、品质等多因素, 参与家居环境的自主设计意识也日益增强, 为整体家居行业快速发展奠定了良好的基础, 定制家具渗透率有望进一步提升。

图 14: 80、90 后购买定制家居比例较高



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

图 15: 一线城市定制家居渗透率较高

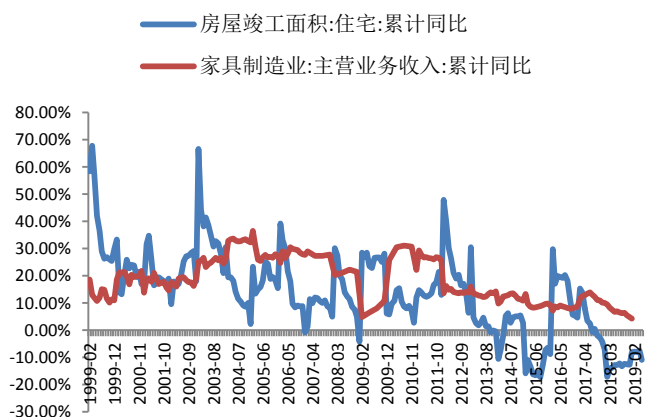


资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

(二) 精装房渗透率逐渐提高, 二手房或将成供给主渠道

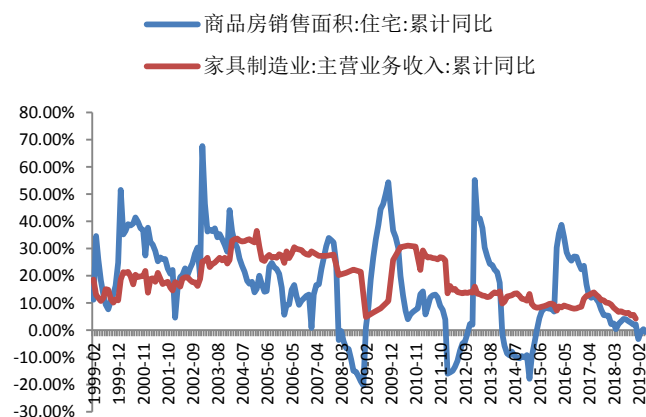
定制家具产品下游主要为购买商品住房、旧房二次装修居民以及推出精装修商品住房的房地产企业, 受房屋销售、交付使用与装修的时间差影响, 一般家具销售滞后房屋销售 6 个月至 12 个月左右时间。

图 16: 住宅竣工面积增速与家具制造业主营业务收入增速



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

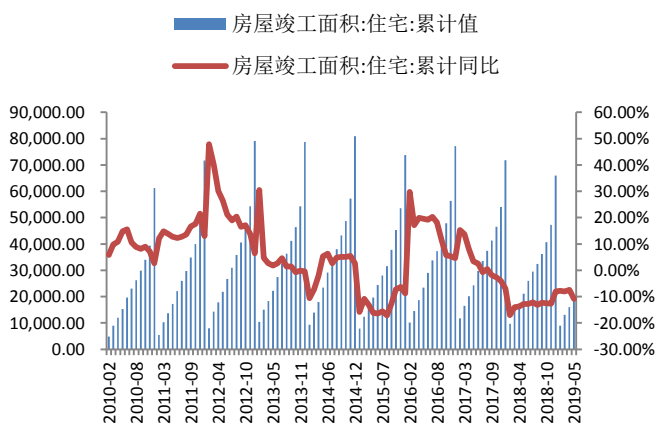
图 17: 住宅销售面积增速与家具制造业主营业务收入增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

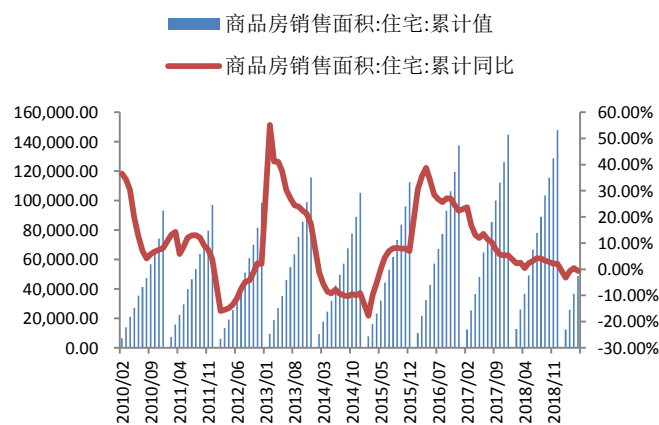
从房地产市场的整体来看, 2016 年“930 新政”实施以来, 多数城市采取限售、限贷、限购等一系列调控措施, 对住宅销售、竣工影响相对较大。据国家统计局, 2016 年、2017 年房地产住宅竣工面积分别为 7.72、7.18 亿平方米, 2017 年同比下滑 7.00%, 2018 年以来房地产竣工面积数据表现仍较为严峻, 2018 年住宅累计竣工面积为 6.60 亿平方米, 同比下滑 8.10%。同样, 住宅销售面积增速也呈逐渐放缓的态势, 2016 年、2017 年全年住宅销售面积分别为 13.75、14.48 亿平方米, 同比增长分别为 22.40%、5.30%, 2018 年住宅累计销售面积为 14.79 亿平方米, 同比增长 2.20%, 增速逐渐放缓。下游地产销售面积及竣工面积同比增速放缓甚至下滑, 对地产后周期家居产品需求减弱, 从而对家居企业有所压制。

图 18: 我国住宅竣工面积 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 19: 我国住宅销售面积 (单位: 万平方米)



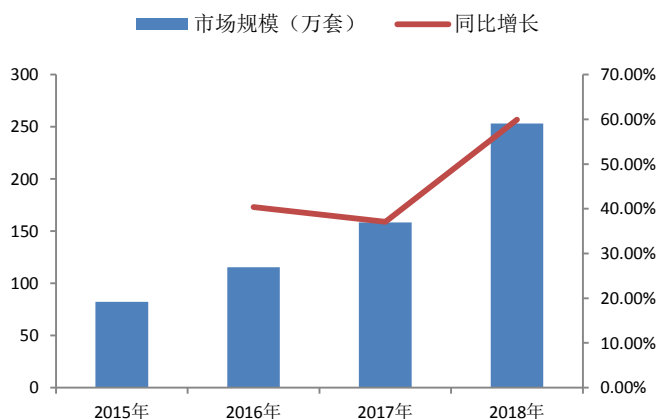
资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

从房地产市场的内部结构来看, 房地产市场对定制家居产品的需求主要分为新房初始装修需求以及存量住房改造或更新需求, 其中新房又可以分成精装房和非精装房, 房地产内部结构发生较大的改变, 使得下游定制家居由依赖一手房成交客户逐渐拓展存量房以及房地产开发商客户, 渠道发生较大改变。

从精装房来看, 2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》, 明确要求到 2020 年, 我国新开工全装修成品住宅面积达到 30%。据奥维云网, 2018 年我国房地产精装房市场规模共 253 万套, 同比增长 60%, 市场渗透率达 27.5%, 精装修/全装修已经成为房地产开发商在低迷市场

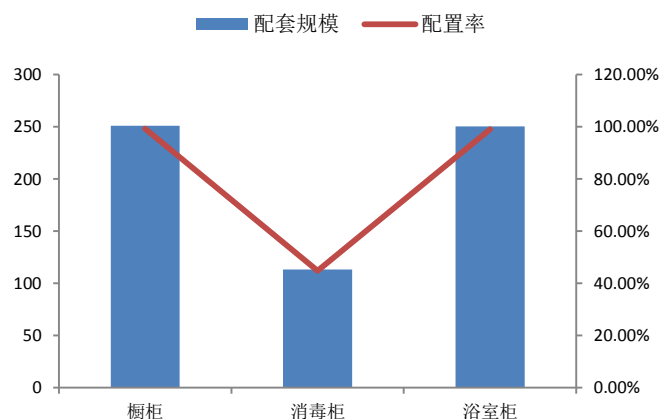
中重要的竞争手段，零售市场新房需求逐步向工程市场转移。从配置品类来看，精装房配套柜体主要有橱柜、消毒柜及浴室柜，其中，橱柜、浴室柜精装配套率较高，据奥维云网，2018年橱柜精装配套率99.3%，浴室柜精装配套率为99%，而消毒柜配套率相对较低，配套率为44.8%。

图 20: 我国房地产精装修市场规模及渗透率



资料来源: 奥维云网, 华金证券研究所

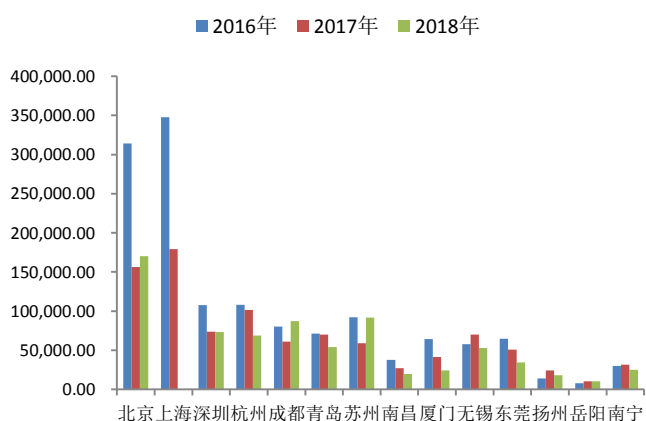
图 21: 2018 年我国精装修房市场柜体配置规模及配置率



资料来源: 奥维云网, 华金证券研究所

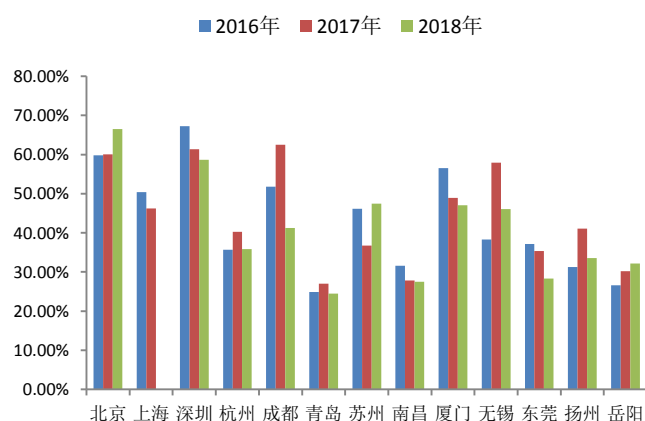
其次，我国房地产市场越来越多的城市已经从增量时代过渡到存量时代。自 2009 年左右开始，北京、上海等主要城市纷纷进入存量房主导阶段，北京、上海、深圳等一线城市二手房成交套数占总成交套数比基本在 5 成及以上，厦门、成都、苏州、无锡等二三线城市占比也在 4 成左右，二手房或将成为供给的主渠道，相应二手房家具翻新需求将上升，一般而言存量房家具更新需求为 15 年左右。在地产调控下，定制家居企业纷纷拓展存量房客户，开拓存量房市场，促进公司业绩的增长。

图 22: 2018 年主要城市二手房成交套数 (单位: 套数)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 2018 年主要城市二手房成交套数占总成交套数比



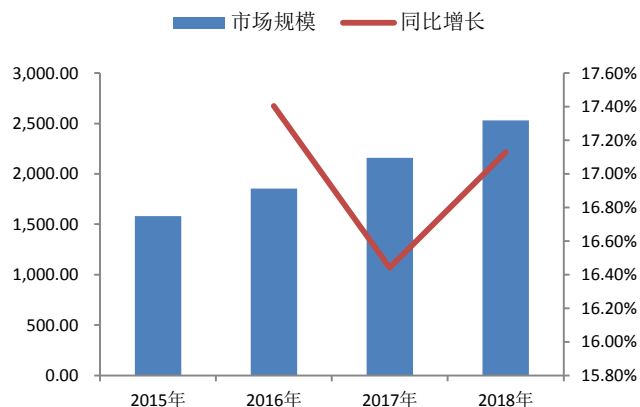
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 定制家居行业千万级市场规模，市场集中度有望提升

定制家具前几年快速发展，行业规模不断扩大，据中商产业研究院，2018 年我国定制家具行业市场规模超 2500 亿元。但从渗透率来看，我国定制家具渗透率仍处于较低水平，据未来随着精装房渗透率提升、存量房市场的不断开发以及定制家居渗透率的上升，定制家居行业预计将

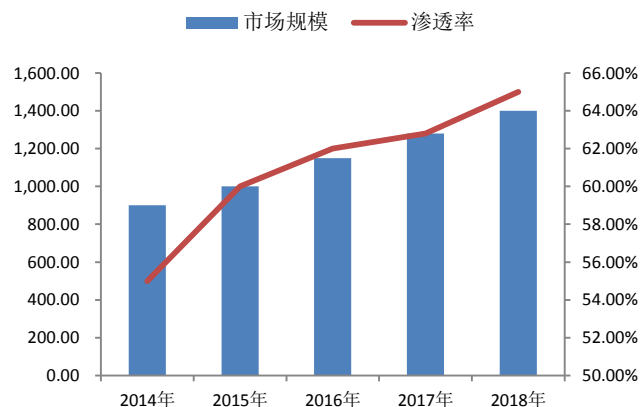
保持良好增长。从细分品类来看，我国定制家具市场主要集中在橱柜、衣柜领域，橱柜、衣柜的渗透率也相对较高，2018年定制橱柜、定制衣柜的渗透率也逐渐攀升，据中商产业研究院，2018年我国定制橱柜、定制衣柜渗透率分别约为65%、45%，相应的市场规模也不断扩大，2018年我国定制橱柜市场规模达1400亿元，定制衣柜市场规模为700亿元。定制木门占比较低但近几年来呈现快速发展，据中商产业研究院，2018年定制木门市场规模超300亿元，同比增长约65%。

图 24：我国定制家具市场规模（单位：亿元）



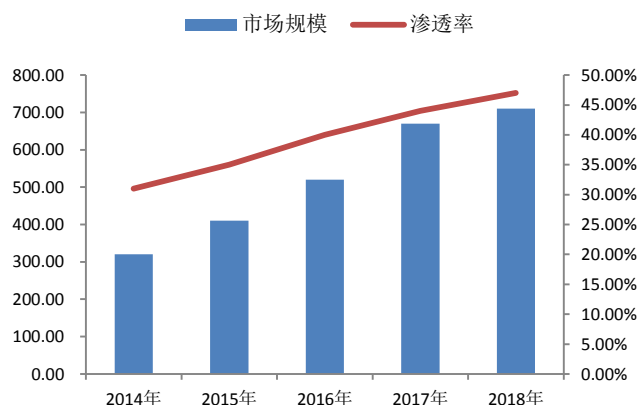
资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

图 25：我国定制橱柜行业市场规模（单位：亿元）



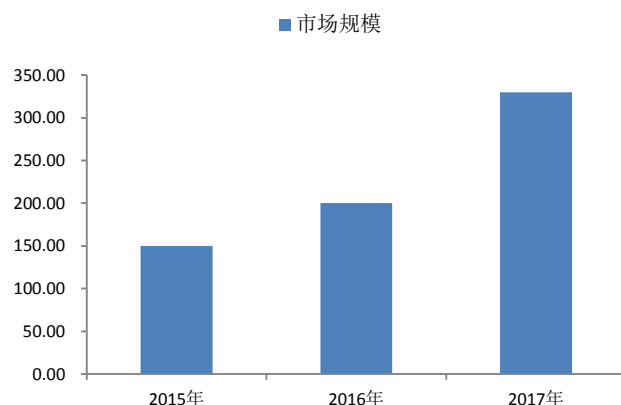
资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

图 26：我国定制衣柜行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

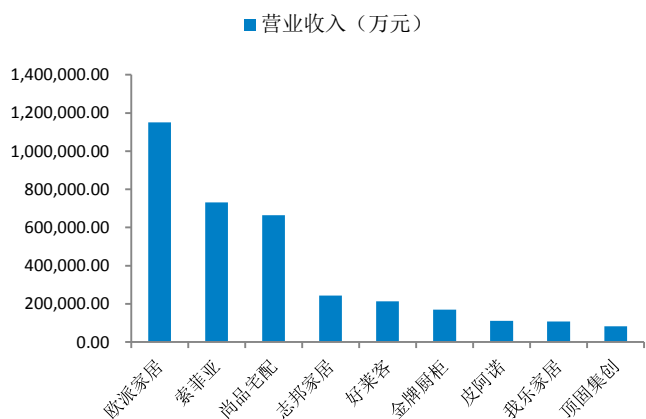
图 27：我国定制木门行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，华金证券研究所

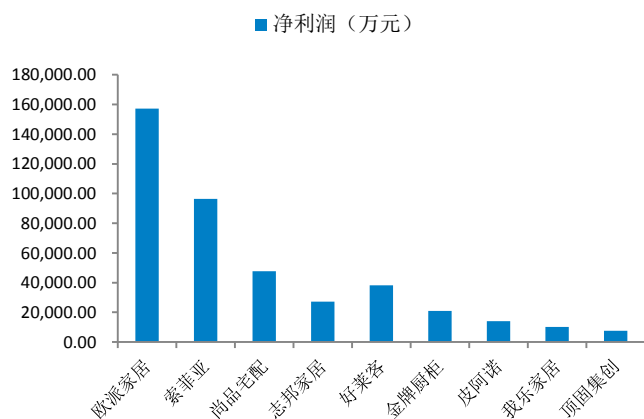
从竞争格局来看，目前定制家居企业主要上市公司共9家，从这9家企业2018年销售额来看，定制家居阶梯化较为明显，第一梯队以欧派家居、索菲亚、尚品宅配为主，营收规模在50亿元以上，其中欧派家居以115亿元的营收规模遥遥领先；第二梯队营收规模在20亿元左右，志邦家居、好莱客、金牌厨柜；第三梯队成员营收规模在10亿元左右，我乐家居、皮阿诺、顶固集创。对应2018年定制橱柜、定制衣柜行业规模，定制橱柜CR7仅为8.10%，定制衣柜CR8仅为20.35%，行业整体集中度偏低。

图 28：2018 年定制家具上市公司营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

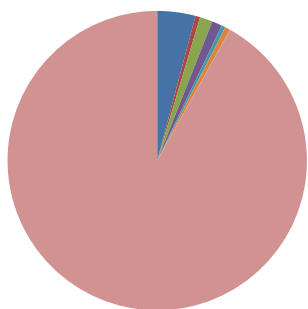
图 29：2018 年定制家具上市公司净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：2018 年九家定制橱柜行业公司市占率

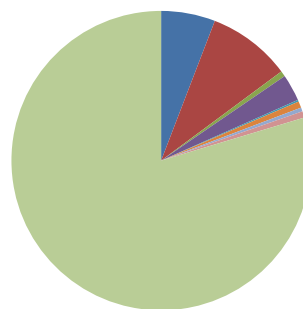
■ 欧派家居 ■ 索菲亚 ■ 志邦家居 ■ 金牌厨柜
■ 我乐家居 ■ 皮阿诺 ■ 好莱客 ■ 其他



资料来源：华金证券研究所测算

图 31：2018 年九家定制衣柜行业公司市占率

■ 欧派家居 ■ 索菲亚 ■ 志邦家居 ■ 好莱客 ■ 金牌厨柜
■ 我乐家居 ■ 皮阿诺 ■ 顶固集创 ■ 其他



资料来源：华金证券研究所测算

三、扩品类、增门店，家具产品稳步发展

（一）定制家具稳定发展，全屋定制具有行业领先优势

公司从 2004 年成立之初便定位全屋定制，2008 年公司率先开始进行全屋家具定制，目前已经有近 10 年的全屋定制经验，相比同行企业近几年才开始从单品类向多品类全屋转型，公司具有领先的全屋家具定制优势。目前定制家具产品覆盖卧室、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，拥有新实用主义、简约风、欧式风、中式风和田园风等多种家居风格，涵盖丹麦风情、北欧阳光、新中式主义、英伦印象、米兰剪影、挪威月色等 20 多个家具系列，在家居风格数量、家具系列数量、定制家具范围上具有较强竞争力，充分满足消费者一站式采购需求。

2017 年公司率先在定制家具行业推出按照“空间面积”来测算全屋定制价格的 518 套餐服务，为定制家居服务引入全新的商业模式，2018 年公司继续在全国范围内快速推进 518 拎包入住套餐。买家只需按照“518 元/平方米起的价格×空间实际面积”就可估算出全屋定制总体费用，

价格相对透明。518套餐服务内容丰富，包括全屋成品、定制家具以及软装配饰，实现一站式配齐拎包入住。

图 32: 518 全屋套餐内容

518 全屋套餐（包全屋家具、宅配产品、五金配件、全屋设计、1000+设计方案自由搭）	
主卧	床、衣柜、床头柜、床垫
次卧	床、衣柜、床头柜、床垫
客餐厅	电视柜、沙发、茶几、餐桌椅
儿童房	衣柜、床垫、床
厨房	地柜、吊柜、星盆、龙头、台面

资料来源：尚品宅配网络商城，华金证券研究所

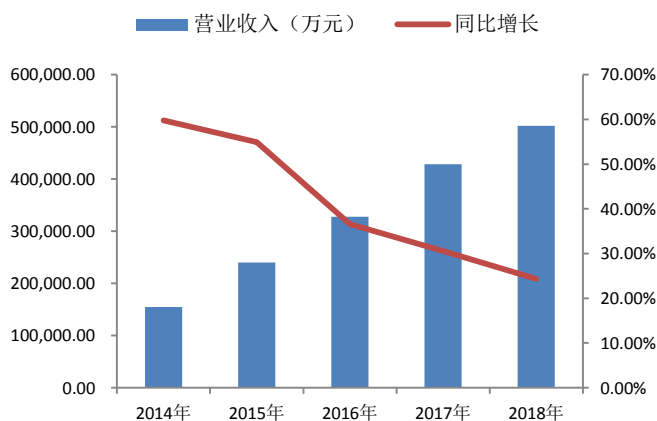
图 33: 518 全屋套餐价格



资料来源：尚品宅配天猫旗舰店，华金证券研究所

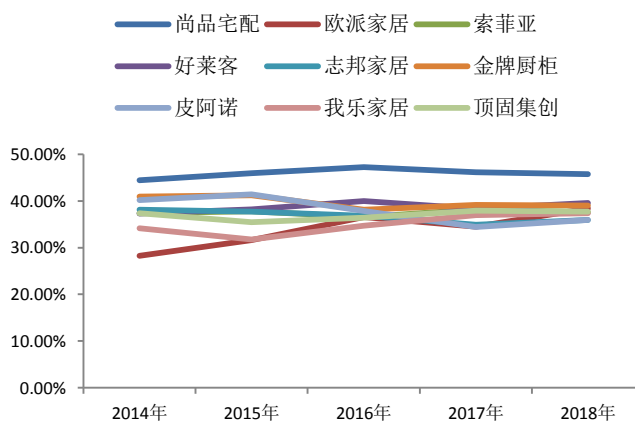
从销售收入来看，公司定制家具产品营业收入近几年来保持较快增长，销售收入从 2014 年 15.49 亿元上升到 2018 年的 50.18 亿元，年复合增长率 34.16%。从短期来看，2018 年公司定制家具产品销售收入同比增长 17.22%，增速有所下滑，主要受地产调控以及竞争加剧的影响。从毛利率来看，公司前几年毛利率水平也基本保持稳定 45-47% 区间，2018 年毛利率为 45.74%，毛利率水平明显领先于行业其他公司，主要得益于公司直营渠道以及 SM 店、C 店以及线上引流等方面优势。

图 34: 公司定制家具产品营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

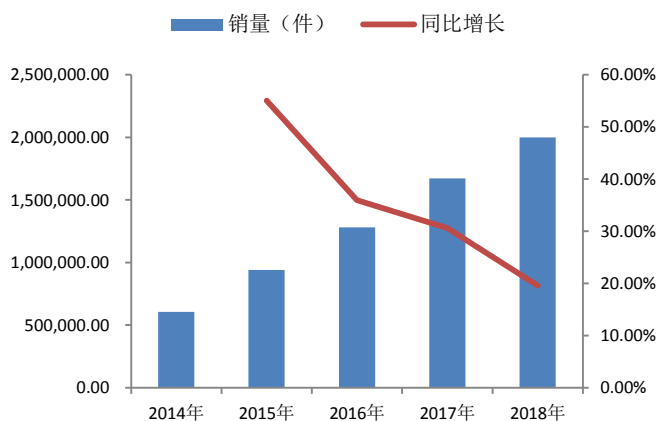
图 35: 公司与可比公司定制家具产品毛利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：其他公司毛利率为整体毛利率

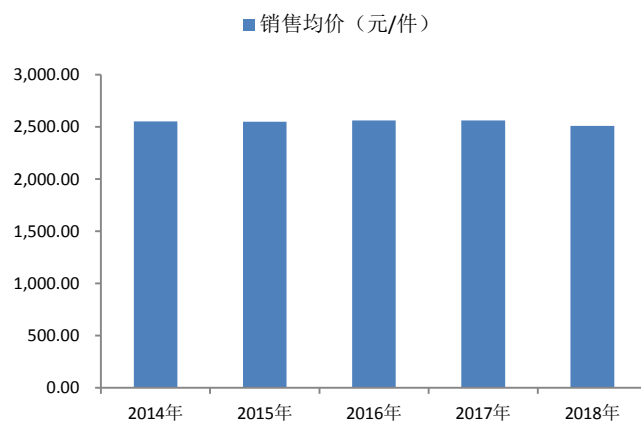
拆分定制家具产品销售收入，从 2014 年 2018 年以来，公司产品出厂价基本维持在 0.25 万元/件，营业收入的增长主要来源于其销售量的提升，定制家具产品销量从 2014 年的 60.70 万件上升到 2018 年的 199.91 万件，年复合增长率 35%，增速基本与营收增速一致，这也表明公司定制家具产品营收前几年主要为订单驱动，单价变动贡献不大。

图 36: 公司定制家具产品销售量及同比增长



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 37: 公司定制家具产品销售单价 (单位: 元/件)



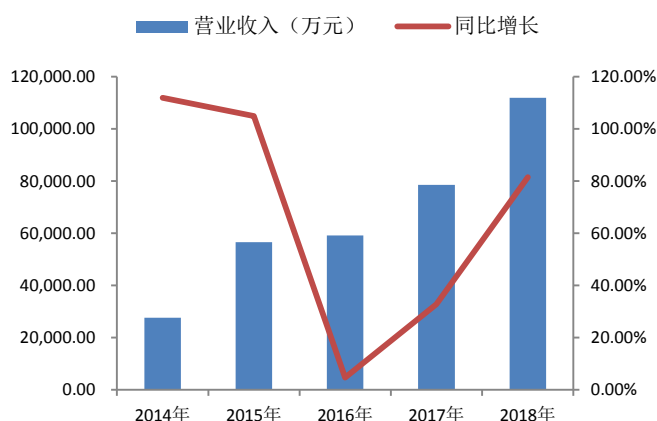
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) 大力发展配套家居业务, 营收增长迅速

在逐步发展定制家具业务的同时, 为提升一站式服务能力, 2014 年开始公司大力推行配套家居产品, 2017 年发布多款生活化厨房新品, 全面发力客餐厅宅配配套产品, 推出“宅配优选”、“维意甄选”系列套餐产品。2018 年在原有配套家居产品的基础上, 公司通过买手模式新拓软装饰品(窗帘、灯饰、挂画)及家居百货(家用电器、居家用品、婴童特护)两条产品线, 正式进军新零售, 目前配套业务完成大配套、新配套、微商城三足鼎立的战略布局, 2018 年公司配套家居产品收入 11.19 亿元, 同比增长 42%, 增速高于公司整体增速, 因此, 占营业收入比重为也逐渐从 2017 年的 14.75% 上升到 2018 年的 16.83%, 对营业收入的贡献不断上升。

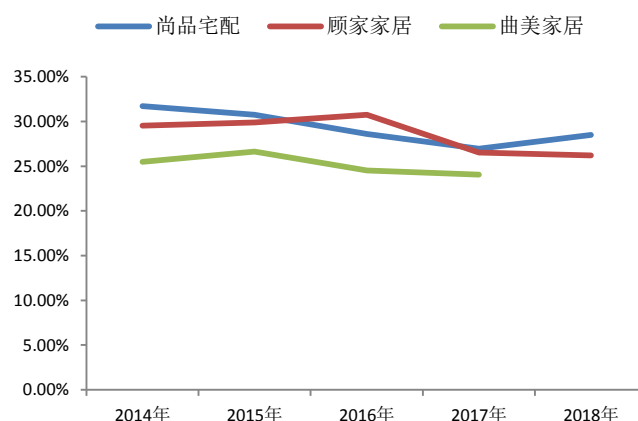
毛利率方面, 公司大力推行配套家居产品, 从 2014 年开始主动向下调整配套家居产品的加成系数, 在保证公司盈利的同时, 适当让利给消费者, 促进销售收入的增长。配套家居在加盟店的加成系数从 2014 年的 1.33 下降到 2016 年的 1.24, 在直营店的加成系数从 2014 年的 1.86 下降到 2016 年的 1.76, 因此, 配套家居产品毛利率略有下降, 配套家居毛利率从 2014 年的 31.70% 下降至 2017 年的 26.96%。2018 年公司使用买手模式新拓两天产品线, 配套品毛利率提升至 28.50%。从同行对比来看, 公司配套品毛利率总体保持在可比公司较领先水平。

图 38: 配套家居产品营业收入 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 39: 公司与可比公司配套家居产品毛利率变动

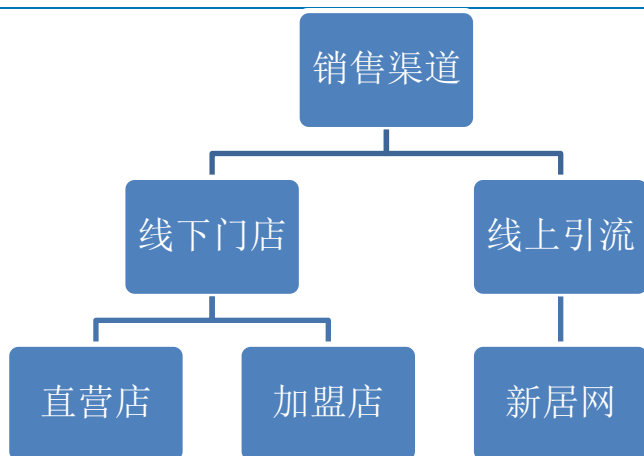


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(三) 线下实体店与 O2O 线上营销优势互补, 获取消费者流量

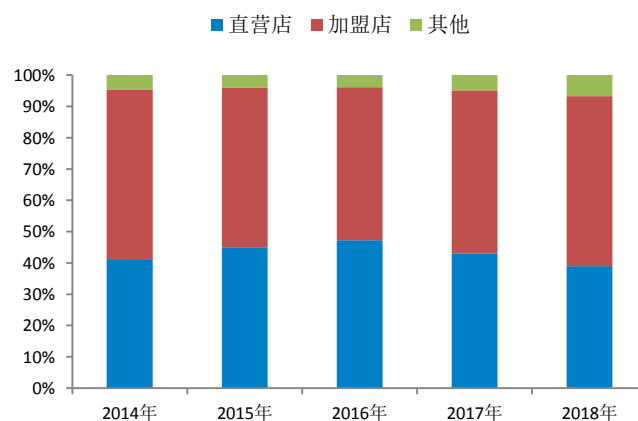
公司定制家具产品及配套家居产品主要采用实体连锁经营模式和线上线下相结合的 O2O 营销模式。新居网运营的 O2O 营销平台将线上消费者引流至实体店实现销售, 因此定制家具产品及配套家居产品的销售最终体现在直营店和加盟店两种实体店的销售形式, 从收入结构来看, 公司主要收入来源于线下门店, 2016 年以前公司直营店收入占比逐渐提升, 2016 年以后公司加盟店收入占比逐渐加大, 2018 年公司直营店、加盟店收入分别为 26 亿元、36 亿元, 同比分别增长约 13%、30%, 占营业收入比例分别为 39%、54%。

图 40: O2O 线上营销和线下实体店销售相结合的销售渠道



资料来源: 华金证券研究所

图 41: 收入按渠道划分

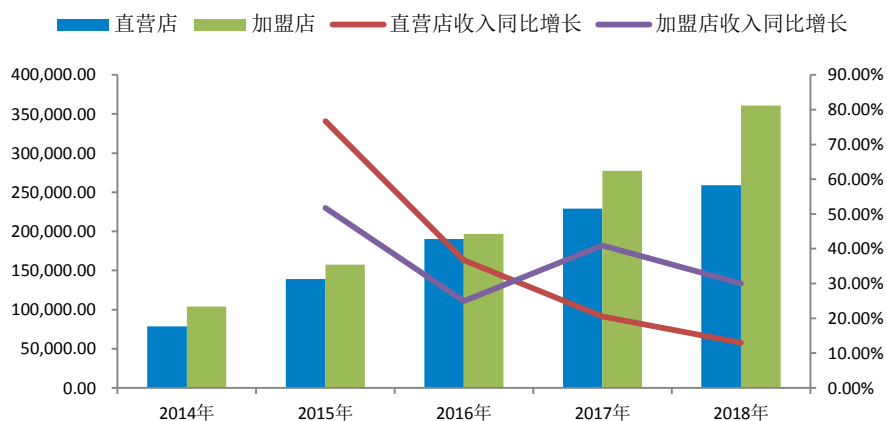


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

1、加盟、直营门店稳步增加, 从 SM 店到 C 店渠道不断创新

公司加盟店和直营店收入同比增长较为迅速, 直营店收入从 2014 年的 7.87 亿元上升到 2017 年的 22.92 亿元, 年复合增长率为 42.77%; 加盟店收入从 2014 年的 10.37 亿元上升到 2017 年的 27.74 亿元, 年复合增长率为 38.80%。2018 年以来, 公司直营店增速放缓, 逐渐加大对加盟店的招商以及开店进度, 加盟渠道收入表现良好, 2018 年上半年直营店、加盟店分别实现销售收入 11.42 亿元、15.64 亿元, 同比增长分别为 42.77%、38.80%。

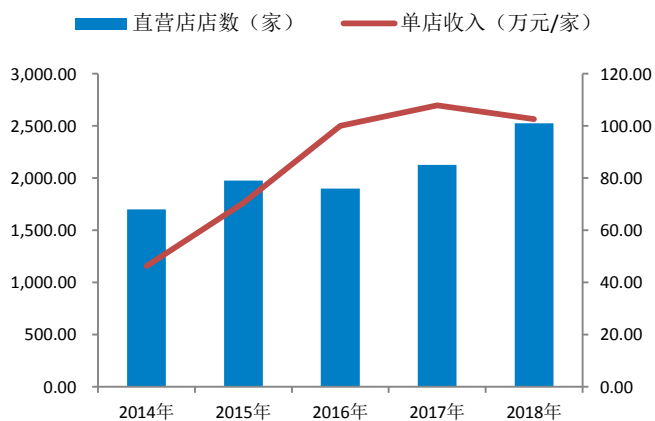
图 42: 公司直营店、加盟店销售收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

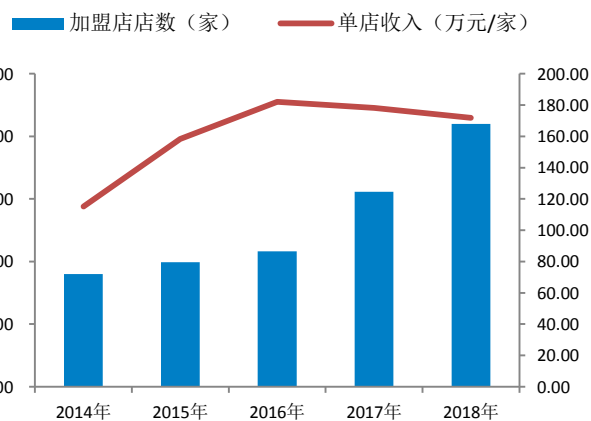
细分门店和单店收入来看, 首先门店方面, 自成立以来, 积极推进销售渠道的建设, 加盟店和直营门店数量稳步增加。2014 年推出购物中心店策略, 2015 年净增 11 家直营店、93 家加盟店。2017 年公司上市后加快全国加盟商布局以及加快下沉销售网络至四五线城市, 2017 年净增 9 家直营店、476 家加盟店, 2018 年净增 16 家直营店、543 家加盟店, 2018 年公司加盟店数量有了较大的提升。截至到 2018 年底, 公司直营店总数达 101 个, 加盟店总数达 2100 个 (含在装修的店面)。单店收入方面, 自公司 2014 年推出 SM 店策略以来, 公司直营店、加盟店单店收入呈现逐渐上升趋势, 2018 年直营店单店收入略有下降但仍保持在 2560 万元左右水平; 加盟店单店收入 2018 年为 172 万元左右。

图 43: 公司直营店店数及单店收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

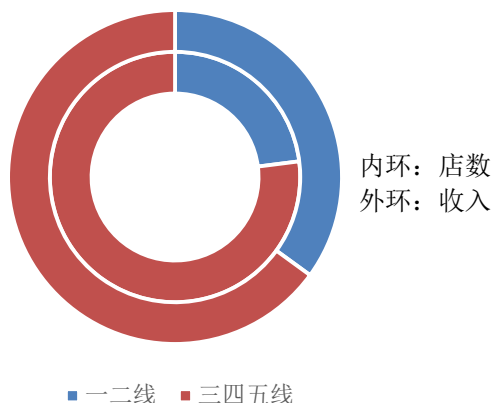
图 44: 公司加盟店店数及单店收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司销售渠道布局全国, 直营店主要开设于广州、北京、上海、南京、武汉等城市经济发达、定制家具消费理念相对成熟的重点城市以提升公司品牌知名度。加盟店布局广泛, 主要位于二三四线城市, 公司 2018 年加快下沉销售网络至四五线城市, 2018 年新开的店铺中, 四五线城市开店占比约占六成。2018 年底, 一二线城市加盟店约 480 多家, 贡献收入约 13 亿元, 占加盟店总收入的 35%; 三四五线城市加盟店约 1600 多家, 贡献约 23 亿元收入, 占加盟店收入的 65%。

图 45: 2018 各城市加盟店店数及收入分布

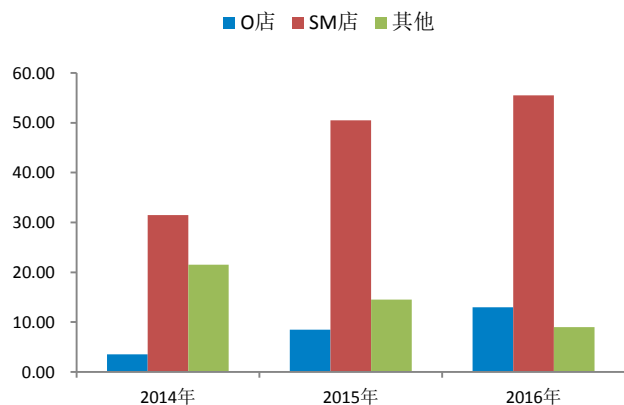


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

从店面类型来看, 直营店包括 **SM** 店 (购物中心店)、**O** 店 (写字楼店)、**C** 店 (超集店) 等; 加盟店主要有 **SM** 店 (购物中心店) 以及其他类型店。2014 年公司率先推出 **SM** 店策略, 将新开设门店主要集中在各地区的购物中心。购物中心人流密集, 消费水平更高, 有利于寻找并抢占流量入口, 进一步锁定目标客户, 匹配较强的流量变现能力, 从而提升单店收入, 2014 年到 2016 年期间公司直营店中的购物中心店单店收入从 860 万元上升到 1323 万元, 营业收入从 2.71 亿元上升到 7.34 亿元; 加盟店中购物中心店单店收入也从 124 万元上升到 213 万元, 营业收入从 1.74 亿元上升到 10.62 亿元, 增速明显。

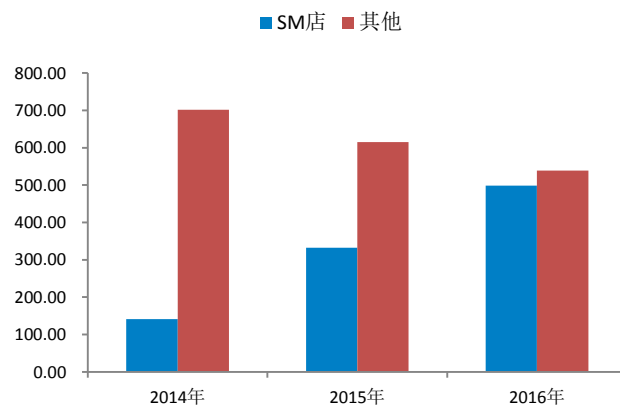
在 **O** 店和标准店的基础上, 公司不断进行渠道创新, 探索新零售。2017 年 12 月, 公司全资子公司佛山维尚拟以自筹资金 6 亿元投资建设佛山集“新零售”和“HOMKOO 整装云平台”为一体的商业综合体, 预计对家居产品生产、流通与销售过程进行升级改造, 建成后, 该综合体或将成为消费者整装定制、家具及家居用品定制以及家居深度服务等所需的线下沉浸式体验购物场所的示范标杆。2018 年继 **SM** 店之后, 再度引领行业, 在上海率先推出 **C** 店 (超集店, 超 3000 平方米), 区别于传统的只限于家具产品消费的大家具店, **C** 店集合 12 Hours Coffee、Phoenix、泰笛、友宝等品牌, 将吃喝玩乐多元生活融于一体, 开启大家居融合店新篇章。

图 46: 直营店中各类型店数 (单位: 家)



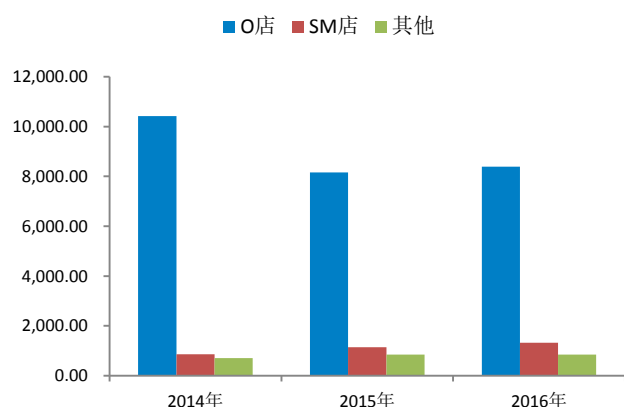
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 47: 加盟店中各类型店数 (单位: 家)



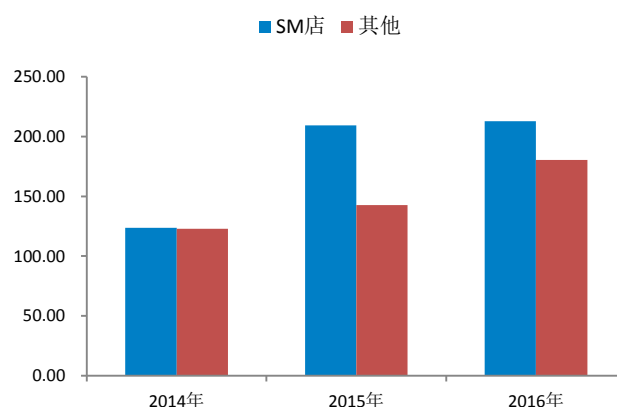
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 48: 直营店各类型单店收入 (单位: 万元/家)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 49: 加盟店各类型单店收入 (单位: 万元/家)



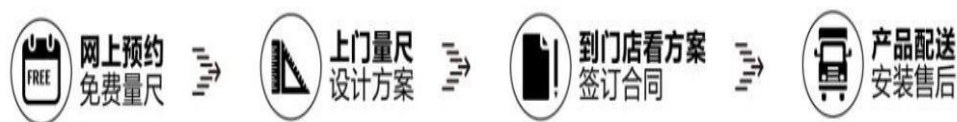
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2、依托 O2O 营销平台引流, O2O 引流服务收入保持较快增长

在线下开设 SM 店、C 店等店面进行引流外, 公司积极进行线上渠道的建设, 公司以新居网运营的网络商城和微信公众号作为 O2O 营销平台, 通过与百度、阿里巴巴、腾讯、360 等互联网企业的合作引流至平台, 实现线上营销至线下服务。消费者在线上可以实时咨询、免费预约量尺、与设计师互动并享受免费产品方案设计, 并根据地区由旗舰店、标准店提供线下的上门量尺、方案再设计、成品的配送和上门安装等服务, 从而形成 O2O 线上营销和线下实体店相结合的营销渠道优势, 促进公司快速发展。2018 年尚品宅配品牌总触达用户数为 2.99 亿, 维意定制品牌总触达用户数为 1.19 亿; 新居网运营的“尚品宅配”微信粉丝超过 1100 万, 稳居微信公众号行业第一; “维意定制”主号粉丝 650 万, 打造 100 万+粉丝矩阵号 1 个, 30 万+粉丝矩阵号 2 个。

图 50: 公司定制家具 O2O 营销服务流程

定制家具 O2O 营销服务流程图



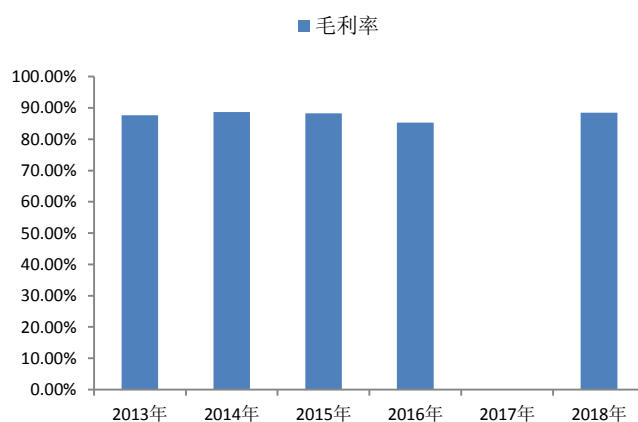
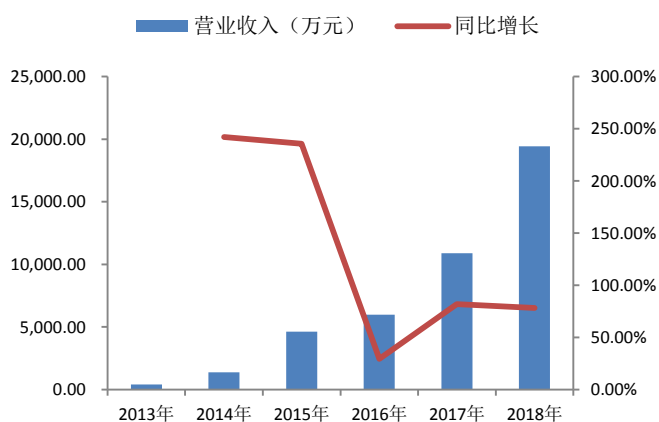
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

新居网除了将线上流量引流至直营店外, 于 2013 年起向加盟店按照其向终端消费者实现的收款额收取一定比例的引流服务费, 为各地加盟商将线上消费者推荐到线下。随着公司品牌知名度的不断提升, 开通引流服务的加盟商逐年增多, 线上消费者引流至加盟店消费的客户不断增加, 2018 年 O2O 引流服务收入继续保持较高的增长, 2018 年 O2O 引流服务收入 1.94 亿元, 同比增长 78%。从毛利率方面, O2O 引流服务毛利率基本稳定在 85% 以上, 毛利率水平相对较高。

未来随着公司品牌知名度的提升，开通引流服务加盟商的增加，线上流量逐渐导入加盟商线下门店，O2O 引流服务收入有望保持良好增长，有望成为公司又一盈利增长点。

图 51: O2O 引流服务营业收入

图 52: O2O 引流服务毛利率



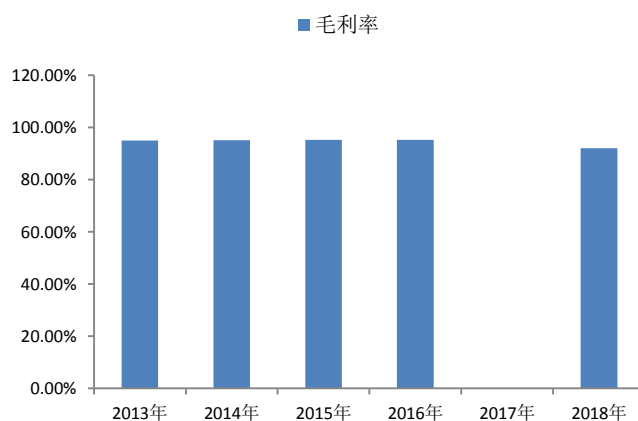
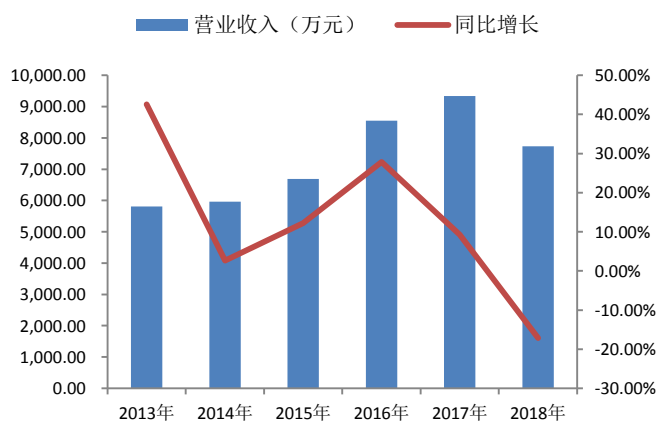
资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

其次，公司利用自有软件及技术方面优势，圆方软件也向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案。软件及技术服务自 1999 年设立便对外开展，目前销售的软件产品包括圆方卫浴销售预知系统、圆方建陶销售预知系统、圆方家具设计系统等。由于市场较为成熟，公司该块业务增长较为一般，从 2014 年的 0.60 万元增长到 2017 年的 0.93 万元，年复合增速为 16%。2018 年软件及技术服务营收增速下滑较为明显，2018 年软件及技术服务收入为 0.77 万元，同比下滑 17.19%。毛利率方面较为稳定，基本稳定在 95%左右。

图 53: 软件及技术服务营业收入

图 54: 软件及技术服务毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(四) 双品牌竞争，广告宣传费投入加大

公司拥有“尚品宅配”及“维意定制”双品牌，“尚品宅配”品牌由母公司及子公司如北京尚品、上海尚东、南京尚品等开设、管理。“维意定制”品牌主要由佛山维尚及子公司广州维意、北京维意等进行开设、管理。双品牌彰显公司竞赛文化，有助于发挥公司竞争优势。

图 55：“尚品宅配”品牌



资料来源：尚品宅配官网，华金证券研究所

图 56：“维意定制”品牌

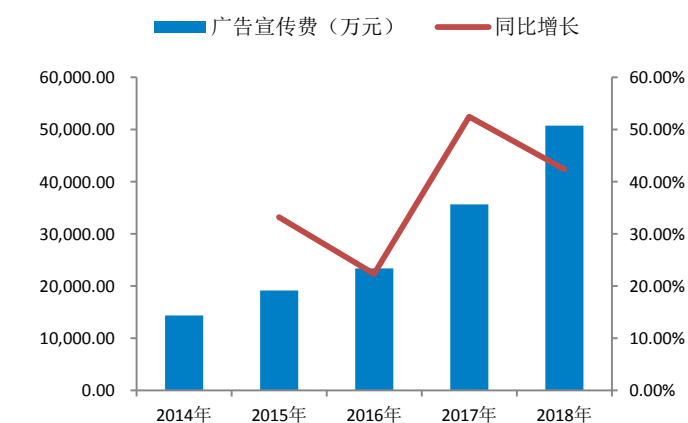


资料来源：维意定制官网，华金证券研究所

伴随公司新开门店的不断增加，公司逐渐加大对品牌的推广力度，尤其是 2017 年上市以来，公司开展了一系列品牌营销活动。2017 年“尚品宅配”品牌全年共举办上市答谢惠 162 场次、明星钜惠日 48 场次、百城总裁签售会 123 场次、“匠爱设计周 555 场次”；“维意定制”品牌全年策划区域联动大活动 52 场、中庭活动 500 场、全国总裁签售会 128 场、全城热卖 5 小时活动 20 场、团购会/家博会/婚博会共 12 场。2018 年主要向全国尤其北上广深一二线重点城市核心交通枢纽投放尚品宅配、维意定制两品牌广告，并且邀请明星等为智选 518 元/m²套餐站台，明星营销再升级。

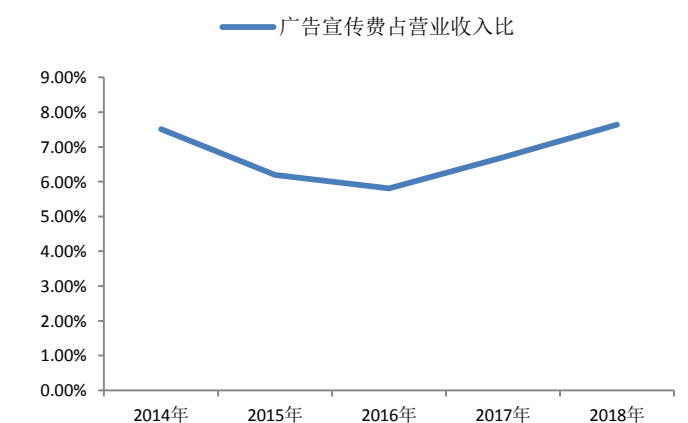
具体到广告宣传费，随着公司业务规模的不断扩大，公司广告宣传费也逐渐上升，2018 年公司继续加大对广告宣传费投入，2018 年广告宣传费达 5.08 亿元，同比增长 42%。从广告宣传费占营业收入比例来看，2017 年上市之前，虽然广告宣传费绝对额逐年上升，但由于增速低于营收增速，占比呈现逐渐下降的趋势，2017 年上市后，公司加大对品牌宣传力度，广告宣传费增速高于营收增速，占比呈现逐渐上升的趋势。

图 57：广告宣传费



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 58：广告宣传费占营业收入比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、从定制家具行业迈入整装行业，从千万级市场迈入万亿级市场

（一）住宅装饰亿级市场规模，龙头市占率较低

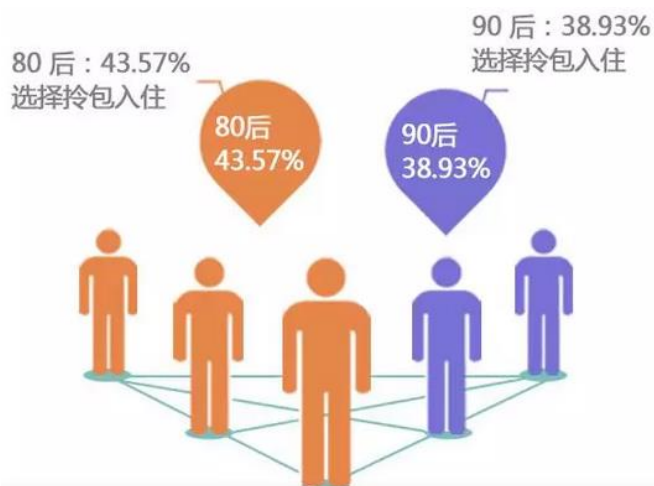
随着 80、90 后甚至 00 后消费新生代的崛起，在工作生活节奏日益加快的背景下，家装消费者消费观念发生显著变化，新生代消费者更希望以更省心更简单的方式解决装修问题。据《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》显示，在装修方式选择上，“亲力亲为，自己搞定”的比例 20.81%，“全屋整装，拎包入住”的则 39.60%，其中，选择“全屋整装，拎包入住”装修方式的，80 后占据 43.57%，90 后占 38.93%，80 后、90 后已成为整装的主力消费群体。

图 59：全屋整装，拎包入住装修占比



资料来源：《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》，华金证券研究所

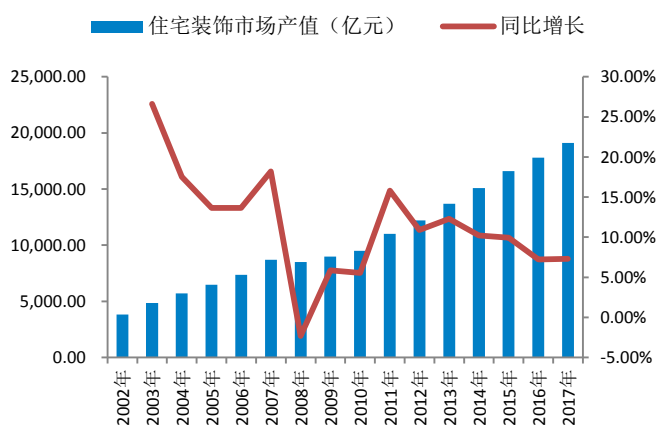
图 60：80、90 后成为整装主力消费群体



资料来源：《2018 年中国家居整装设计趋势白皮书》，华金证券研究所

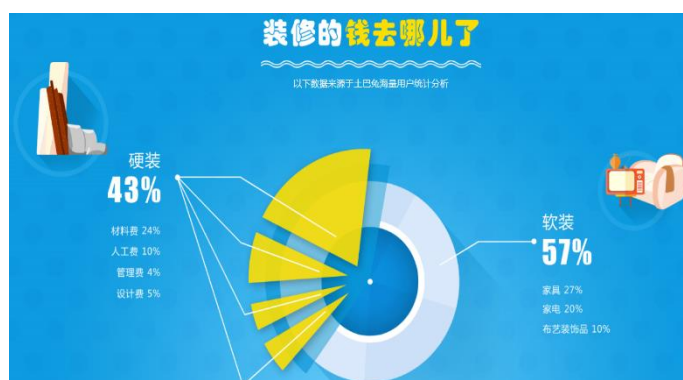
其次，从市场空间来看，定制家居行业仅属于住宅装饰市场一小部分。住宅装饰市场是建筑装饰市场中重要组成成分，市场产值从 2008 年的 0.85 万亿元增加到 2017 年的 1.91 万亿元，年均增长率为 9.41%，市场规模庞大。从结构来看，住宅装饰市场包括硬装和软装两大部分，据土巴兔统计分析，住宅装修中，硬装预算占总预算的 43%，软装预算占总预算的 57%，软装中家具产品预算占总预算仅为 27% 左右，家具行业市场规模目前在千万级规模，相比整个住宅装饰市场亿级的规模，市场规模较小。

图 61：我国住宅装饰市场总产值（单位：亿元）



资料来源：中国建筑装饰协会，华金证券研究所

图 62：装修预算分布情况

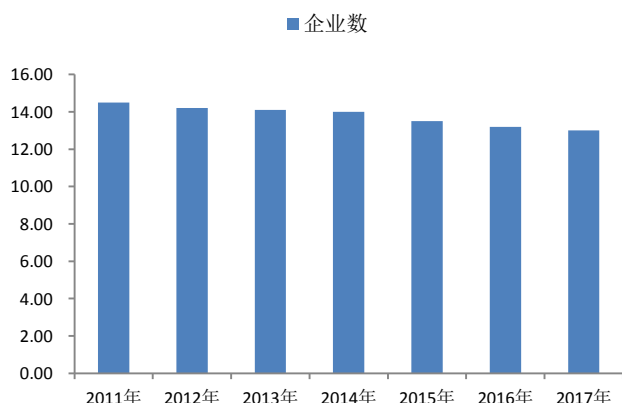


资料来源：土巴兔，华金证券研究所

最后，从流量获取来看，自精装房政策推出后，很多以新房硬装为主要业务的家装公司受到较为严重的冲击，一些服务质量、自身产品不过关的装修公司逐渐被淘汰。家装公司积极寻求突破口，在精装房渗透率的不断提升的情况下，软装在精装房整体风格、美观度、舒适度等起着越来越重要的作用，各装修公司以软装为突破口，开始重点着力软装市场，抢占市场份额，业务重心也由从原本的工程类“硬装修”转向为室内家具陈设、后期配饰等“软装饰”。从装修流程来看，一般先硬装然后软装，定制家居行业流量获取时间晚于装修公司，从而有可能导致客流被截，迫使定制家居企业延伸销售渠道至装修最前端整装领域获取消费者流量，尚品宅配最早推出“新居整装”，并选择在广东佛山和四川成都试水，收费价格是 1150 元/平方米；欧派随后推出“星居整装”，选择在广州分公司属下的直营店试水，收费价格是 1680 元/平方米。

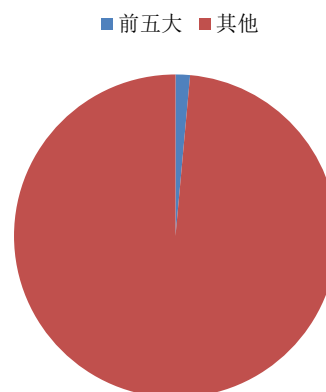
从建筑装饰行业竞争格局来看，由于建筑装饰行业并不需要技术专长，进入门槛相对较低，目前装饰市场趋于成熟、产品服务同质化较为严重，行业竞争较为激烈，大行业、小公司仍旧是行业现状。从建筑装饰行业企业数来看，据中国建筑装饰协会披露，2017 年我国建筑装饰行业企业共 13 万家，其中，排名前五的金螳螂、宁波建工、广田集团、全筑股份和亚夏股份合计市场占有率仅为 1.44%，行业集中度较低，这给定制家居行业进入整装领域提供了可能。

图 63：我国建筑装饰行业企业数（单位：家）



资料来源：中国建筑装饰协会，华金证券研究所

图 64：2017 年建筑装饰行业市场集中度



资料来源：中国建筑装饰协会，华金证券研究所

（二）整装云、新居整装两条腿走路，迈入整装领域

公司 2017 年上半年利用自身的 IT 优势以及生产、供应链管理等优势，以透明的价格形象和低价套餐进入整装市场，解决设计、施工质量不高、报价不透明、工地管理难等问题，目前整装业务主要包括 Homkoo 整装云以及自营整装。从营业收入来看，由于目前整装业务刚刚起步，整装营收规模较小，2018 年整装业务收入约 1.54 亿元，毛利率为 19.71%。未来随着整装业务的不断推进，整装云招商数以及自营整装累计客户的增加，整装业务有望保持着较快速度的增长。

1、以整装云切入，赋能中小装修公司

2017 年公司推出 Homkoo 整装云服务，抢占整装流量入口。公司利用 S2B2C 模式，通过和全国各地的中小装修公司展开合作，由 Homkoo 整装云提供软件、系统甚至包括从主材到辅料的所有供应链服务等。在系统技术的推动下，截至 2018 年底，公司整装云会员数量已超过 1200 家，市场初具规模。

Homkoo 整装云共包括四大软系统、三大硬通货。四大软系统分别是整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场塔台式中央计划调度系统等。三大硬通货主要包括装修所使用的主辅材、定制家具以及餐桌椅、床垫、沙发、厨电等配套软装类产品。

整装销售设计系统满足客户需求，打通软硬装一体化设计，10 分钟出 3D 效果图，真实还原效果，使得所见即所得。BIM 虚拟装修系统相较于手工绘制装修图纸模式，具有生成标准化作业指令特点，减少施工误差，大幅度提升施工效率。中央厨房式供应链管理系统为会员企业提供从主材到辅材，从定制家具到软件产品，具有 100 多个国内外品牌，10000+SKU，满足一站式采购需求，并且 F2C 厂家直供，具有更高客单价以及更高的利润。机场塔台式中央计划调度系统可以管理多个施工工地，保障施工进度和质量。

图 65: Homkoo 整装云



资料来源：公司官网，华金证券研究所

表 2: Homkoo 整装云主要系统

主要系统	主要内容	解决行业痛点
整装销售设计系统	快速设计，打通软硬装一体设计，3D 效果图	市场缺乏打通软硬装一体化设计软件，设计图不能真实还原装修效果
BIM 虚拟装修系统	方案数据化、在线化，生产标准化作业指令	人工绘制装修图纸，手工核算材料清单，出错率高
中央厨房式供应链管理	一站式选材，100+国内外品牌，10000+SKU；F2C 厂家直供	主辅材、定制家具、配套品均需消费者自行采购，费时费力成本高
机场塔台式中央计划调度系统	系统管理多工地，保障施工进度和质量	施工环节过于依赖项目经理、工人，进度慢，多工地易失控

资料来源：尚品宅配网络商城，华金证券研究所

2、实现软硬装一体化设计，稳步推进新居整装业务

为优化整装系统，公司也在广州、佛山、成都三地稳步进行自营整装，希望能通过自营装修团队实际体验整装云项目的所有环节，有利于公司实际体会整装云会员企业的痛点难点，并有针对性地进行项目调整和优化，也便于以后可将一些更好的经验分享给整装云会员企业。2018 年，自营整装工地交付数 849 个。


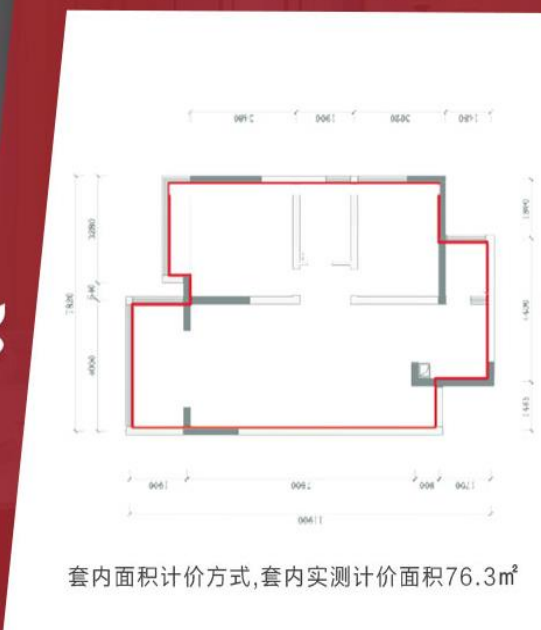
图 66: 新居整装

传统装修	VS	新居整装
<ul style="list-style-type: none"> 包硬装，不含软装设计 东奔西跑选取材料，操心劳累 报价项目不确定，业主被动增项多 不含配套品，拼凑麻烦 偷工减料，滥竽充数，售后不完善 		<ul style="list-style-type: none"> 硬装+软装一体化设计 主材辅材，优质品牌一站购齐 一口价套餐计价，零增项 完善的定制家具配套品供应链平台 标准化施工，全程透明，售后有保障

资料来源：尚品宅配网络商城，华金证券研究所

公司推出整装套餐 1150 元/平方米，按照套内实测面积来计价，装修工期为 60 个工作日。公司自营整装使用套餐形式计价，收费透明；其次，实现软装硬装一体化设计，且为消费者提供完善的定制家具配套产品，在此之外，公司与多家国内外知名主辅材品牌合作，品类较为丰富，可满足消费者一站式采购需求；在施工方面，公司具有专业施工团队，确保工程质量按标准化进行，消费者也可在手机实时监控装修情况，全程较为透明。

图 67: 整装套餐（包设计、包基装、包主材）套内面积计价方式

市场上普遍面积计价方式	VS	尚品宅配 新居整装官方统一面积计价模式
 <p>套内实测面积/0.75+阳台面积，计价面积110.13m²</p> <p>外框计价面积86.3m²</p>		 <p>套内面积计价方式，套内实测计价面积76.3m²</p>

资料来源：尚品宅配网络商城，华金证券研究所

五、盈利预测及估值分析

（一）关键假设

根据以上分析，我们认为公司主要产品定制家具未来增长主要依赖新开门店以及产品品类丰富，客单价的提升。2019年以来加大对加盟商的开店力度，未来预计将延续开店计划，继续拓展市场，提升市占率；在产品方面，继续丰富产品品类，提高边际产出。在整装领域，公司以整装云以及新居整装为切入点，两条腿走路，未来可期。我们预计公司2019-2021年营业收入分别为79.80、93.22、107.23亿元，净利润分别为5.78、6.85、8.05亿元。

（二）可比公司估值分析

我们选取定制家居上市公司作为可比公司进行对比，具体如下：

表 3：可比公司估值

股票代码	股票简称	最新价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
603833.SH	欧派家居	106.72	448.43	28.53	23.71	19.85	3.77	4.5	5.38
002572.SZ	索菲亚	18.41	170	17.73	15.61	13.64	1.04	1.18	1.35
603898.SH	好莱客	16.87	52.23	13.66	11.96	10.36	1.22	1.41	1.63
603801.SH	志邦家居	19.95	44.56	16.33	13.75	11.57	1.71	1.45	1.72
603180.SH	金牌厨柜	57.51	38.82	18.47	15.47	13.04	3.14	3.72	4.41
002853.SZ	皮阿诺	18.07	28.07	19.76	15.42	12.20	0.91	1.17	1.48
603326.SH	我乐家居	11.68	26.4	25.92	20.17	16.11	0.45	0.58	0.72
	平均值			20.06	16.58	13.82	1.75	2.00	2.38
300616.SZ	尚品宅配	74.99	148.99	31.23	25.79	21.75	2.40	2.91	3.45

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据截止至2019年6月21日

我们认为，公司全屋定制和整装双平台、双通道的企业发展路径，直接通向消费者获取流量。全屋定制方面，公司凭借C2B+O2O商业模式，依托SM店、C店等店优势，引流效果较好，后期通过加大对加盟店开店力度，加盟渠道或获取较大发展。整装领域，整装云+新居整装双轮驱动，或有较大发展。因此，给予公司一定的估值溢价，维持买入-B建议。

六、风险提示

（1）房地产调控风险。定制家居行业受下游房地产市场的影响较大，若房地产调控加剧导致对软体家具需求下降，对公司生产经营将会带来不利影响。

（2）市场竞争加剧风险。我国定制家居行业竞争日趋激烈，部分与定制家居行业具有关联性的家装企业、地板企业逐渐向定制家居行业渗透，市场竞争将进一步加剧，对公司业绩可能会产生一定影响。

（3）整装业务拓展不及预期风险。公司整装云和自营整装双轮驱动，若整装业务拓展不及预期，对公司整体业绩增长或存不及预期风险。

(4) 宏观环境带来的风险。若宏观环境交叉，居民可支配收入或受影响，消费者对家居产品的购买或愈加谨慎，从而影响公司业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	TRUE	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,323.4	6,645.4	7,980.1	9,322.1	10,723.0	营业收入增长率					
减:营业成本	2,922.1	3,742.6	4,558.9	5,395.0	6,282.0	营业收入增长率	32.2%	24.8%	20.1%	16.8%	15.0%
营业税费	54.2	61.0	73.4	88.8	99.7	营业利润增长率	46.6%	23.3%	21.0%	19.0%	17.5%
销售费用	1,480.3	1,959.8	2,357.8	2,687.6	2,977.9	净利润增长率	48.7%	25.5%	21.1%	18.6%	17.5%
管理费用	468.4	311.1	399.0	428.8	498.6	EBITDA 增长率	35.8%	55.6%	5.0%	19.3%	16.9%
财务费用	-2.0	3.0	2.2	2.3	2.0	EBIT 增长率	32.9%	59.3%	2.7%	19.0%	17.4%
资产减值损失	7.3	1.0	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	51.1%	24.8%	21.1%	18.7%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1570.9	-32.9%	-68.7%	-6.6%	-195.5
投资和汇兑收益	30.8	102.1	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	214.0%	16.3%	17.8%	14.3%	14.7%
营业利润	461.1	568.4	687.8	818.7	961.7						
加:营业外净收支	-3.4	4.6	4.0	4.0	4.2	盈利能力					
利润总额	457.6	573.0	691.8	822.7	965.9	毛利率	45.1%	43.7%	42.9%	42.1%	41.4%
减:所得税	77.6	95.9	114.1	137.6	160.9	营业利润率	8.7%	8.6%	8.6%	8.8%	9.0%
净利润	380.0	477.1	577.6	685.0	805.0	净利润率	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	7.5%
						EBITDA/营业收入	9.3%	11.5%	10.1%	10.3%	10.5%
						EBIT/营业收入	7.9%	10.1%	8.6%	8.8%	9.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	42.6%	42.7%	45.5%	42.5%	44.3%
货币资金	646.9	1,650.5	3,060.0	3,631.4	4,920.8	负债权益比	74.3%	74.6%	83.5%	73.9%	79.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.74	1.61	1.65	1.82	1.84
应收帐款	41.5	23.0	65.6	53.5	95.4	速动比率	1.53	1.36	1.44	1.57	1.61
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-214.91	226.50	319.73	358.49	473.88
预付帐款	34.5	43.3	45.4	53.6	58.1	营运能力					
存货	400.8	565.5	624.9	738.3	878.2	固定资产周转天数	53	47	42	40	37
其他流动资产	2,249.1	1,332.9	1,100.0	1,000.0	900.0	流动营业资本周转天数	-6	14	-32	-44	-50
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	189	192	200	207
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	2	2	2	2	3
长期股权投资	-	0.6	0.6	0.6	0.6	存货周转天数	24	26	27	26	27
投资性房地产	-	-	-1.3	-2.5	-3.8	总资产周转天数	227	268	269	265	262
固定资产	849.9	890.8	969.8	1,077.3	1,123.4	投资资本周转天数	55	79	35	14	0
在建工程	1.6	304.6	242.8	129.1	37.8						
无形资产	120.4	290.0	317.9	325.0	321.7	费用率					
其他非流动资产	220.9	220.8	163.2	131.3	118.6	销售费用率	27.8%	29.5%	29.5%	28.8%	27.8%
资产总额	4,565.7	5,321.9	6,588.9	7,137.5	8,450.9	管理费用率	8.8%	4.7%	5.0%	4.6%	4.7%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付帐款	779.0	549.4	1,071.5	893.9	1,356.7	三费/营业收入	36.6%	34.2%	34.6%	33.5%	32.4%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	1,164.3	1,698.9	1,902.4	2,115.9	2,361.5	ROE	14.5%	15.7%	16.1%	16.7%	17.1%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	9.0%	8.8%	9.6%	9.5%
其他非流动负债	2.9	26.3	25.0	24.0	25.1	ROIC	-320.2	27.2%	49.0%	185.8%	233.8%
负债总额	1,946.2	2,274.6	2,998.9	3,033.8	3,743.3	分红指标					
少数股东权益	-	0.5	0.5	0.5	0.5	DPS(元)	0.56	0.60	0.73	0.86	1.01
股本	110.4	198.7	198.7	198.7	198.7	分红比率	29.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	2,669.7	2,957.5	3,390.8	3,904.5	4,508.3	股息收益率	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%
股东权益	2,619.5	3,047.3	3,590.0	4,103.7	4,707.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	1.91	2.40	2.91	3.45	4.05
净利润	380.0	477.1	577.6	685.0	805.0	BVPS(元)	13.18	15.34	18.07	20.65	23.69
加:折旧和摊销	108.7	135.4	115.0	139.0	158.5	PE(X)	39.2	31.2	25.8	21.7	18.5
资产减值准备	7.3	1.0	-	-	-	PB(X)	5.7	4.9	4.2	3.6	3.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-10.0	14.2	10.8	21.0	10.1
财务费用	0.6	-1.0	2.2	2.3	2.0	P/S	2.8	2.2	1.9	1.6	1.4
投资损失	-30.8	-102.1	-100.0	-100.0	-100.0	EV/EBITDA	15.0	17.0	14.5	11.6	8.8
少数股东损益	-	0.0	-	0.0	0.0	CAGR(%)	21.7%	19.1%	31.2%	21.7%	19.1%
营运资金的变动	-1,936.1	1,395.9	910.7	57.2	635.9	PEG	1.8	1.6	0.8	1.0	1.0
经营活动产生现金流量	878.9	650.3	1,505.5	783.6	1,501.4	ROIC/WACC	-30.5	2.6	4.7	17.7	22.3
投资活动产生现金流量	-2,616.6	451.5	-58.7	-38.7	-8.7						
融资活动产生现金流量	1,532.5	-95.3	-37.2	-173.5	-203.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com