

证券研究报告—深度报告

轻工

家居 II

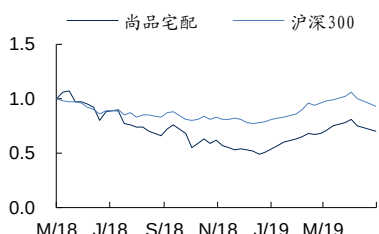
尚品宅配(300616)

买入

合理估值: 91 元 昨收盘: 75.68 元 (首次评级)

2019 年 06 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	199/68
总市值/流通(百万元)	15,036/5,160
上证综指/深圳成指	2,926/9,038
12 个月最高/最低(元)	115.91/54.48

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002

联系人: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

深度报告

家居业变革的领导者

● 领军全屋定制, 高速增长

公司创始人在 1999 年创立圆方软件, 2004 年跨界定制家居生产销售, 目前发展 C2B+O2O 模式的定制家居业务, 经营尚品宅配和维意定制两个品牌, 并在 2018 年开始尝试 S2B2C 模式的“整装云”业务。公司收入规模在 13-15 年保持 50%以上的高速增长, 16-17 年增速在 30%左右, 2018 年增长 24.8%, 2019Q1 增长 21.15%。公司由于直营占比较高, 毛利率较高而净利率较低, 未来公司开店更加侧重加盟渠道扩张, 有望保持较快增长同时改善盈利水平。

● 家具行业: 地产红利驱动与洗牌整合

家具是典型的地产后消费, 我国历史上房地产与家具行业景气程度相关性较高。通过分析韩国市场, 我们发现, 韩国在地产红利驱动下家居行业普遍保持较高的景气度, 而在地产红利褪去后, 家居行业进入洗牌整合, 具备核心竞争力的龙头企业呈现逆势增长, 加快市场集中度的提升。目前我国家具市场类似韩国 90 年代的发展水平, 龙头集中度仍有较大提升空间。2017-2018 年 7 家定制家居板块企业集中上市, 行业有望借助资本力量加速产能与渠道的布局, 龙头企业通过激烈竞争加快集中度提升的趋势。

● 公司优势: 创新驱动, 领先的供应链与渠道模式

首先, 公司从软件起家, 具备互联网基因, 供应链具备信息化、智能化、柔性生产三大优势, 能够优化生产供应流程, 并为消费者提供优质的个性化服务, 符合目前行业发展趋势。其次, 公司渠道布局有直营占比高、购物中心为主、O2O 效果显著、整装转型积极等特点, 这些特点为公司长期发展打开更多增量空间, 同时在利润率提升上积蓄了更多弹性。

● 风险提示

1. 房地产调控政策影响行业需求; 2. 加盟商经营状况不及预期; 3. 净开店数量与店效不及预期; 4. 整装业务亏损幅度过大。

● 投资建议: 把握定制家居龙头成长期, 首予“买入”评级

在创新模式下公司增长空间大, 盈利弹性强, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.97/3.62/4.33 元, 对应 PE 分别为 25.5x/20.9x/17.5x。对应 2021 年 21 倍 PE, 结合 FCFF, 公司合理估值在 86.7-91 元, 首予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,323	6,645	7,897	9,294	10,643
(+/-%)	32.2%	24.8%	18.8%	17.7%	14.5%
净利润(百万元)	380	477	591	718	859
(+/-%)	48.7%	25.5%	23.8%	21.6%	19.6%
摊薄每股收益(元)	3.44	2.40	2.97	3.62	4.33
EBIT Margin	7.5%	8.6%	7.4%	7.7%	8.1%
净资产收益率(ROE)	14.5%	15.7%	16.9%	17.7%	18.2%
市盈率(PE)	22.0	31.5	25.5	20.9	17.5
EV/EBITDA	22.0	26.0	25.1	20.5	17.6
市净率(PB)	3.19	4.93	4.30	3.71	3.19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

由于公司相比其他龙头公司渠道基数相对较小，而且在由直营向加盟转变过程中净利率存在改善空间，结合公司的信息化与渠道创新的优势，公司具备更大的增长弹性，并且整装业务在未来有望打开新的蓝海市场。我们预计公司 2019-2021 年营收规模分别为 79/92.9/106.4 亿元，同比增长 18.8%/17.7%/14.5%；归母净利润分别为 5.9/7.2/8.6 亿元，同比增长 23.8%/21.6%/19.6%；EPS 分别为 2.96/3.58/4.28 元，对应 PE 分别为 25.5x/20.9x/17.5x。

公司与定制家居板块其他龙头公司相比有望继续保持相对较高的增速，同时公司与自身历史估值相比目前处于较低水平，我们认为公司合理估值为 2021 年 21 倍 PE，结合 FCFF，公司合理估值在 86.7-91 元，首予“买入”评级。

核心假设与逻辑

我们认为目前房地产红利作用减弱，行业增长放缓，具备核心竞争力的优势龙头企业有望进一步扩大市场份额。公司的核心竞争力在于直营体系培养出的优秀的零售服务能力、信息化优势以及应对行业变化的创新能力。

从公司经营模式来分类，我们认为公司未来 3 年新开店以加盟模式为主，包括在自营城市开放加盟，使得公司未来加盟收入增长将保持高于直营收入增长的趋势，扩大加盟收入占比；

从公司销售产品来分类，我们认为公司未来 3 年配套家居增长速度将继续领先于定制家居的增长速度，继续扩大全屋配套品类，并且 O2O 收入增速随着使用 O2O 服务的店铺增加将继续保持高于整体增速，而整装业务正在发展初期，呈现了迅猛的增长势头，我们认为整装业务的增速将继续保持较高水平；软件及技术服务及其他业务保持相对平稳的增长水平。

综合以上分析，我们对收入做出以下假设：

1. 直营收入增长主要依靠现有店铺的店效提升及少数新增店铺，假设未来每年店铺净增加 5 家，未来 3 年收入与增速保持 5%；
2. 加盟收入随着开店数量的继续快速增长、自营城市开发加盟、配套品类扩张等措施，将保持较快的双位数增长，假设 19-21 年每年店铺净增加 400、400、300 家，预计未来 3 年收入增速分别为 24%、20%、15%；
3. O2O 引流服务在覆盖率提升过程中将高于渠道增速，后续将随着渠道扩张而同步增长，我们预计未来三年增速分别为 30%、20%、15%；
4. 整装业务在发展初期，远期空间广阔，在公司的积极推动下短期将持续以较快的速度增长，我们预计未来 3 年增速分别为 100%、80%、50%。

我们对利润率做出以下假设：

1. 毛利率：各项业务相对稳定，预计未来 3 年保持各自近两年的平均水平；
2. 销售费用率：随公司调整战略，控制支出并以加盟为主要扩张方式，销售费用率有望下降，预计未来 3 年分别为 27.1%、25.9%、24.9%；
3. 管理费用率：由于业务规模作用与经营效益提升，含研发费用在内，预计未来 3 年分别为 6.7%、6.4%、6.1%。

与市场的差异之处

市场认为公司受房地产市场增量需求回落影响业绩增长空间，我们认为公司在定制家居零售相比同行具备更强的服务能力、在生产经营管理拥有更先进的信息化水平，并在商业模式上领先行业开创整装市场，有望在激烈的竞争中扩大市场份额、巩固龙头地位。

股价变化的催化因素

- 1.公司通过开店扩大市场份额推动业绩增长；
- 2.公司通过新品类、新渠道扩大市场空间获取新的增长动力；
- 3.公司通过精细化管理、加盟渠道发展获取利润率改善空间。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1.房地产调控政策影响行业需求；
- 2.加盟商经营状况不及预期；
- 3.净开店数量与店效不及预期；
- 4.整装业务亏损幅度过大。

内容目录

估值与投资建议.....	8
绝对估值: 86.7-90 元.....	8
绝对估值的敏感性分析.....	8
相对法估值: 90-91 元.....	9
投资建议.....	10
领军全屋定制, 高速增长.....	11
全屋定制的引领者.....	11
成长迅速, 利润改善.....	12
大股东控股 32%, 管理层优秀.....	16
家具行业: 地产红利驱动与洗牌整合.....	17
中国: 地产周期与家具行业周期存在关联.....	17
韩国: 城镇化率提升, 家居龙头集中.....	20
中国: 红利刚刚褪去, 集中度持续提升.....	22
定制家居时代, 千亿市场渗透率提升, 资本助力龙头整合.....	24
公司优势: 创新驱动, 领先的供应链与渠道模式.....	28
供应链: 信息化、智能化、柔性生产.....	28
渠道: 模式创新, 全渠道发展.....	30
盈利预测.....	34
假设前提.....	34
未来 3 年盈利预测.....	36
盈利预测的敏感性分析.....	36
风险提示.....	37
附表: 财务预测与估值.....	38
国信证券投资评级.....	39
分析师承诺.....	39
风险提示.....	39
证券投资咨询业务的说明.....	39

图表目录

图 1: 定制家居龙头企业归母净利润增速	9
图 2: 定制家居龙头企业店铺数量与增速	9
图 3: 公司历史估值水平 (PE TTM)	10
图 4: 公司单季度营收同比增速	10
图 5: 尚品宅配品牌形象	11
图 6: 维意定制品牌形象	11
图 7: 公司主要业务概况	11
图 8: 公司业务模式示意图	12
图 9: 营业收入及变化情况	13
图 10: 归母净利润及变化情况	13
图 11: 直营加盟收入占比	13
图 12: 直营加盟收入增速	13
图 13: 公司收入按产品拆分 (%)	14
图 14: 公司主要产品收入增速 (%)	14
图 15: 毛利率与净利率水平	14
图 16: 营业费用率水平	14
图 17: 公司与同业公司毛利率水平比较 (%)	14
图 18: 公司与同业公司净利率水平比较 (%)	14
图 19: 公司分产品毛利率	15
图 20: 资产负债率	15
图 21: 2013-2017 公司 ROE 水平	15
图 22: 存货、应收、应付周转天数	16
图 23: 现金收入比与现金利润比	16
图 24: 公司股权结构	16
图 25: 商品房销售面积累计同比	17
图 26: 商品房住宅销售面积累计同比	17
图 27: 新开工住宅面积累计同比	18
图 28: 竣工住宅面积累计同比	18
图 29: 70 城二手住宅价格指数当月同比	18
图 30: 6 城二手房成交面积当月同比	18
图 31: 上海中原二手房经理人指数	19
图 32: 深圳中原二手房经理人指数	19
图 33: 2007 年至今家具制造业营收累计同比	19
图 34: 2007 年至今家具零售额累计同比	19
图 35: 2013 年至今家具制造业营收累计同比	19
图 36: 2013 年至今家具零售额累计同比	19
图 37: 家具板块上市公司业绩增长	20
图 38: 韩国城镇化率	20
图 39: 韩国竣工住宅套数同比	20
图 40: 韩国家庭消费支出:家具、家用设备和房屋维修	21

图 41: 韩国家具零售额.....	21
图 42: 竣工住宅套数同比与家具家装消费同比趋势比较.....	21
图 43: 竣工住宅套数同比与家具零售额同比趋势比较.....	21
图 44: 汉森营业收入及同比增长情况.....	21
图 45: 汉森营业收入按产品分类 (十亿韩元)	21
图 46: 家居市场零售额同比增速与汉森市占率比较	22
图 47: 家居消费支出同比增速与汉森市占率比较	22
图 48: 2009 年韩国家居市场集中度.....	22
图 49: 2017 年韩国家居市场集中度.....	22
图 50: 中韩城镇化率对比	23
图 51: 中韩人均 GDP 对比.....	23
图 52: 中国家具零售同比增速	23
图 53: 家具企业在中国家居市场集中度	23
图 54: 2009 年中国家居市场集中度.....	24
图 55: 2017 年中国家居市场集中度.....	24
图 56: 2017 年定制家居市场规模 2463 亿元.....	24
图 57: 2017 年定制家居市场规模同比增长 27%	24
图 58: 定制家居企业集中度.....	25
图 59: 定制家居企业上市时间	25
图 60: 9 大上市定制家居企业产能布局	27
图 61: 后台支持系统	29
图 62: 公司柔性生产线机械手	29
图 63: 公司智能化备料系统.....	29
图 64: 公司智能化立体仓库	29
图 65: 公司产能与产能利用率	30
图 66: 2018 年公司与可比公司直营收入占比比较	31
图 67: 公司与可比公司店效比较 (万元/年)	32
图 68: 公司与索菲亚客单价比较 (元/单)	32
图 69: 公司 O2O 服务流程.....	32
图 70: 公司 O2O 引流收入及增长情况.....	32
图 71: 公司 O2O 引流促进加盟收入及增长情况.....	32
图 72: 公司整装云 4 大赋能方向.....	34
表 1: 公司盈利预测假设条件	8
表 2: 资本成本假设	8
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 4: 同业可比公司估值.....	9
表 5: 公司历年利润增速、PE 和涨幅表现	10
表 6: 公司店铺数量	13
表 7: 公司管理团队概况.....	17
表 8: 定制家居行业主要品牌发展历史	26
表 9: 9 大上市定制家居企业 2018 年门店统计	28
表 10: 公司截至 2016 年现有产能布局	30
表 11: 公司加盟渠道布局比例	31

表 12: 公司 O2O 引流测算.....	33
表 13: 公司营业收入拆分预测	35
表 14: 公司利润率拆分预测	36
表 15: 盈利预测及市场重要数据.....	36
表 16: 盈利预测情景分析	37

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：86.7-90 元

公司所处行业仍有长期集中度提升空间，公司作为行业龙头品牌之一具备长期增长空间，一方面通过信息化手段优化生产经营成本，一方面通过扩品类、新渠道获得更多增长动力。我们预计公司 2019-2026 年收入增速逐步下降到 10%，毛利率因加盟收入占比扩大而有所下降，费用率随经营杠杆显现而有所下降，股利分配比率预期与 2018 年相同。

表 1：公司盈利预测假设条件

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	30.39%	32.23%	24.83%	18.83%	17.69%	14.52%	14.38%	13.66%	12.97%	11.68%	10.75%
营业成本/营业收入	53.81%	54.89%	56.32%	57.73%	58.97%	59.87%	59.87%	59.87%	59.87%	59.87%	59.87%
管理费用/营业收入	9.18%	8.75%	4.57%	6.70%	6.40%	6.10%	6.03%	5.97%	5.94%	5.91%	5.88%
销售费用/销售收入	27.93%	27.81%	29.49%	27.07%	25.81%	24.85%	24.10%	23.62%	23.50%	23.39%	23.27%
营业税金及附加/营业收入	1.08%	1.02%	0.92%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	20.53%	16.95%	16.74%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%
股利分配比率	12.52%	0.00%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%	23.25%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 86.7-90 元。

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.0	T	16.85%
无风险利率	3.25%	Ka	9.25%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价（元）	75.68	Ke	9.27%
发行在外股数（百万）	199	E/(D+E)	99.62%
股票市值(E, 百万元)	15036	D/(D+E)	0.38%
债务总额(D, 百万元)	58	WACC	9.25%
Kd	4.35%	永续增长率（10 年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

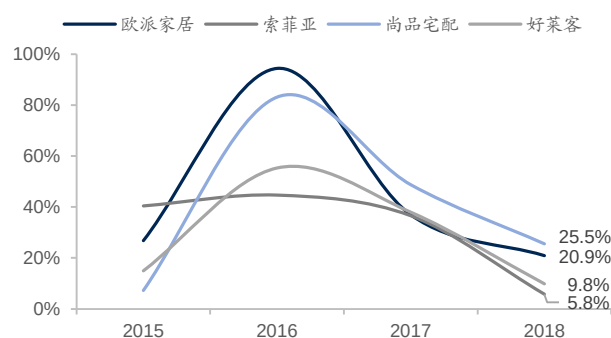
		WACC 变化				
		7.6%	8.1%	8.65%	9.1%	9.6%
永续增长率变化	4.5%	143.53	123.83	108.35	95.88	85.64
	4.0%	128.92	112.77	99.76	89.07	80.14
	3.5%	117.38	103.81	92.66	83.35	75.46
	3.0%	108.05	96.41	86.70	78.47	71.43
	2.5%	100.34	90.20	81.62	74.27	67.92
	2.0%	93.86	84.91	77.24	70.61	64.83
	1.5%	88.34	80.34	73.43	67.40	62.10

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：90-91 元

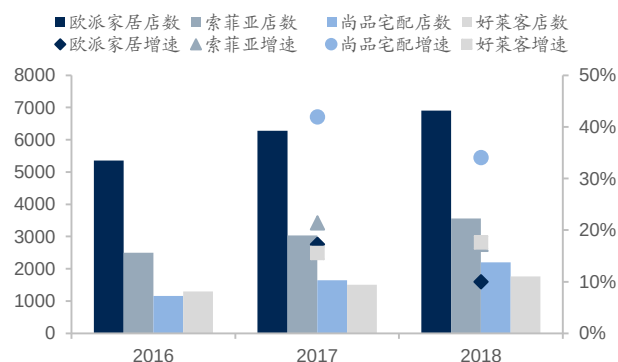
公司与定制家居板块其他龙头公司相比，过往业绩增速较为突出，而未来亦有望保持较高的增速，主要来源于渠道扩张与盈利能力的改善。首先，在渠道上，公司渠道基数相对较小而增长速度较快，渠道模式创新，拥有较大的开店空间以及较为积极的发展势头；其次在盈利能力上，公司目前处于由直营向加盟转变的过程中，净利率存在改善空间。结合公司的信息化与渠道创新的优势，公司相比其他公司具备更大的增长弹性，未来 3 年净利润复合增速 20%，给予 2021 年 21 倍的 PE 较为合理。

图 1：定制家居龙头企业归母净利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：定制家居龙头企业店铺数量与增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 4：同业可比公司估值

证券代码	证券简称	货币	市值 (亿元)	收盘价	PE		PEG	EPS		净利润增速	
					2019E	2020E		2019E	2020E	2019E	2020E
300616.SZ	尚品宅配	CNY	150.36	75.68	25.45	20.93	1.17	2.97	3.62	23.83%	21.59%
603833.SH	欧派家居*	CNY	473.64	112.72	25.10	20.95	1.29	4.50	5.37	20.36%	19.32%
002572.SZ	索菲亚*	CNY	171.02	18.52	15.71	13.72	1.11	1.18	1.35	13.54%	14.50%
603898.SH	好莱客*	CNY	49.10	15.86	11.25	9.74	0.77	1.41	1.63	14.21%	15.47%

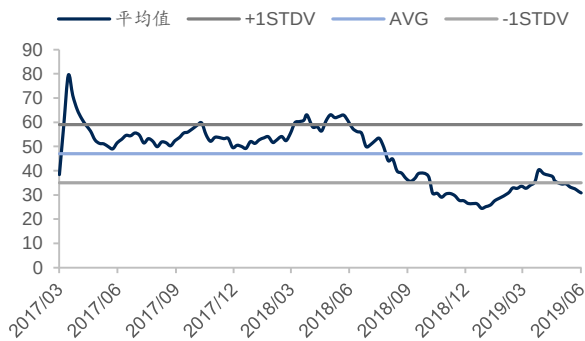
资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

注：“*”表示万得一致预期。

观察公司自身历史估值水平，公司于 2017 年 3 月上市，股价经过大幅波动后在 6 月开始相对稳定，2017 年 2H、2018 年 1H、2018 年 2H 和 2019 年至今估值 (PE TTM) 平均水平分别在 53、57、32、30 倍左右。我们认为 2018 年 2H 公司估值水平大幅回落主要有 3 个原因：1) 整体大盘估值水平回落；2) 公司与定制家居板块的季报业绩增速普遍放缓；3) 市场对地产行业景气度与政策调控持较为悲观的态度。

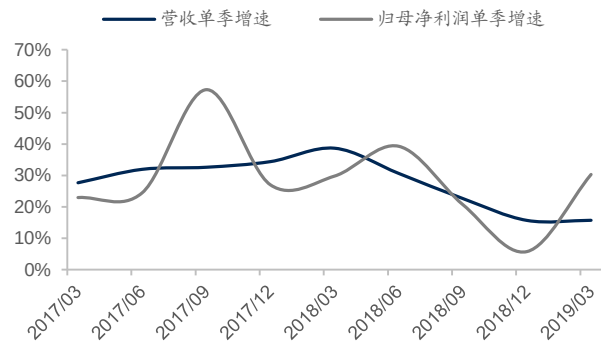
而目前来看，我们认为板块业绩增速呈现见底趋稳态势，整体股票市场环境与房地产预期都处于相对平稳的水平，公司业绩增速与净利率水平亦出现拐点向上，对应公司 2021 年 PE21 倍估值较为合理，结合 FCFF，我们认为公司合理估值在 90-91 元。

图 3: 公司历史估值水平 (PE TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度营收同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 5: 公司历年利润增速、PE 和涨幅表现

年度	EPS (元)	最高 PE(TTM)	最低 PE(TTM)	利润增速	股价涨幅
2017 年	3.71	84.96	33.08	48.74%	101.9%
2018 年	2.46	64.56	25.65	25.53%	-30.5%
2019 年 E	2.97	41.01	23.95	23.83%	25.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司合理估值在 86.7-91 元之间,基于公司的信息化优势与渠道优势,公司全屋定制、配套家居产品增长仍具较大空间,整装业务在未来有望打开新的蓝海市场,并且随着加盟规模扩大利润率改善具备较大空间,首予“买入”评级。

领军全屋定制，高速增长

全屋定制的引领者

尚品宅配成立于 2004 年，主要产品有全屋板式家具、配套家居产品，并向家居企业提供软件及信息化整装技术服务。公司业务以全屋板式定制为核心，有“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌，主要产品包括衣柜、橱柜等全屋板式定制家具，以及沙发、床垫等配套家居产品，并为企业提供家具设计软件和信息化整体解决方案。

图 5：尚品宅配品牌形象



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 6：维意定制品牌形象



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 7：公司主要业务概况

全屋板式定制家具	配套家居产品	家居设计软件	自营整装服务	Homkoo整装云服务
整体衣柜、书柜、榻榻米、电视柜、餐柜、橱柜等	沙发、茶几、餐桌椅、软床、床垫、厨电星盆龙头等	圆方家居设计生产系统、圆方家具销售设计系统、圆方办公空间规划设计系统、圆方橱柜销售设计系统、圆方衣柜销售设计系统	卧室、厨房、卫生间、客餐厅整装	整装销售设计系统、BIM虚拟装修系统、机场塔台式中央计划调度系统、中央厨房式供应链系统

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

秉承信息化基因，首创全屋定制，渠道持续转型升级

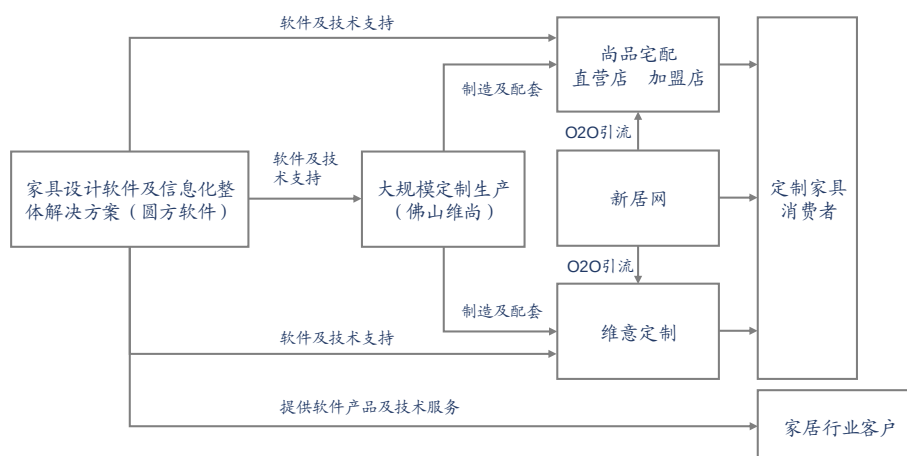
公司以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托新居网的 O2O 互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。具体来看，公司经历三大发展阶段：

1. 1999-2004 年：家具行业信息化起家。创始人李连柱和周淑毅在 1999 年和

2000 年先后创立圆方软件和家具行业门户网站;

2. **2004-2009 年：跨界定制家居生产销售。**公司创始人在 2004 年进入定制家具销售领域，创立尚品有限；2006 年，公司创始人设立佛山维尚，跨界进入定制家具生产领域，利用软件信息化技术改造定制家居生产传动模式，并于 2007 年创建新居网，转型家居用品团购业务；2009 年公司深化整合定制家居生产销售业务，将新居网转型为自有品牌垂直电商运营平台，同时调整架构，以尚品有限为主体对圆方软件、新居网、佛山维尚等进行股权重组；
3. **2009 年至今：发展 C2B+O2O 模式的定制家居业务。**公司借助圆方软件的云计算、大数据应用柔性化生产工艺设计等技术，通过尚品宅配和维意定制两个品牌进行 C2B 定制家居销售，并结合新居网发展 O2O 模式定制家居销售，在佛山维尚工厂应用大规模定制智能制造，同时圆方软件提供软件和信息化整体解决方案。并且，在 2018 年公司开始尝试 S2B2C 模式的“整装云”业务，通过自营整装试点+整装云会员拓展，介入整装领域。

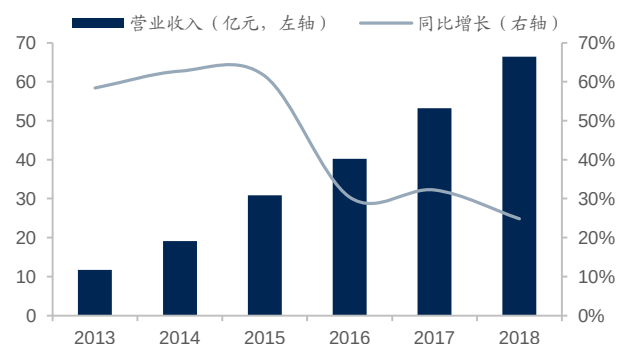
图 8：公司业务模式示意图



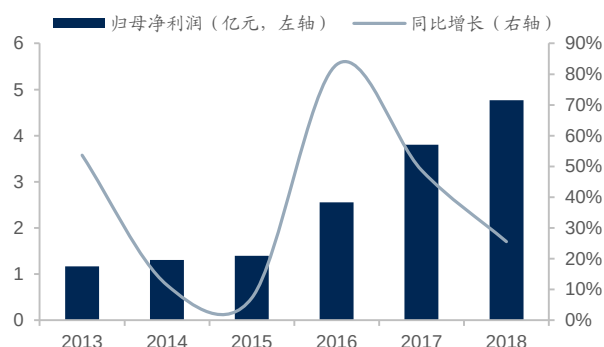
资料来源:公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

成长迅速，利润改善

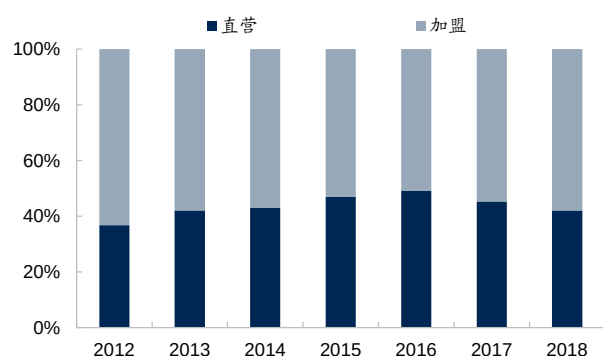
收入增速爆发后放缓，利润增速呈改善趋势。公司收入规模在 13-15 年保持 50% 以上的高速增长，16-17 年增速在 30% 左右，2018 年增长 24.8%，2019Q1 增长 21.15%。公司收入增速伴随着开店节奏的变化而变化，13-15 年公司直营与加盟店均处于快速扩张期，直营收入增速更高，带动公司整体收入快速增长；2016 年公司直营与加盟增速出现放缓，但直营增速仍高于加盟增速，直营比加盟贡献营收比例持续提升；2017-2018 年，公司开店更加侧重加盟渠道，加盟渠道扩张速度相对更快使得加盟营收占比开始上升。由于加盟营收比终端零售有一定的折扣，加盟营收占比上升会导致公司整体营收增速比终端零售增速略低，但有助于释放经营杠杆，提升净利润增速。

图 9：营业收入及变化情况


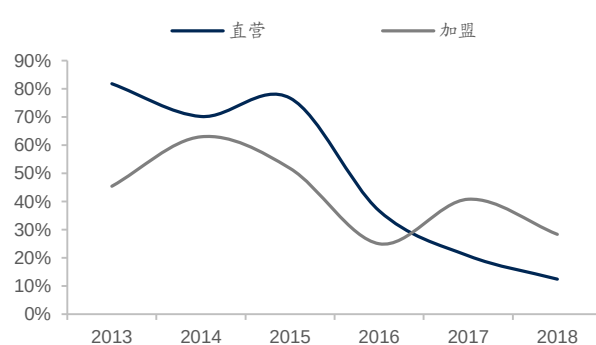
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：归母净利润及变化情况


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：直营加盟收入占比


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：直营加盟收入增速


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

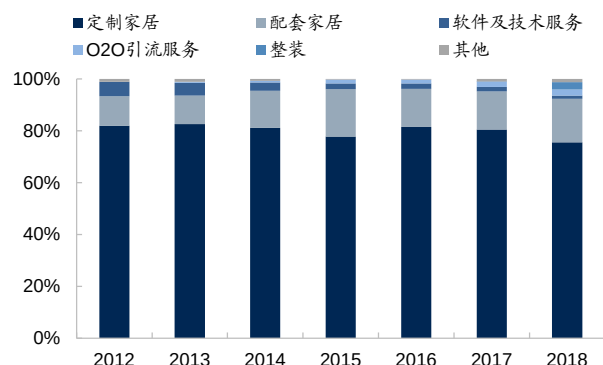
表 6：公司店铺数量

时间	店铺			YoY		
	合计	直营店	加盟店	合计	直营店	加盟店
2012	658	31	627	-	-	-
2013	830	45	785	26.14%	45.16%	25.20%
2014	969	68	901	16.75%	51.11%	14.78%
2015	1,073	79	994	10.73%	16.18%	10.32%
2016	1,157	76	1,081	7.83%	-3.80%	8.75%
2017	1,642	85	1,557	41.92%	11.84%	44.03%
2018	2,201	101	2,100	34.04%	18.82%	34.87%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

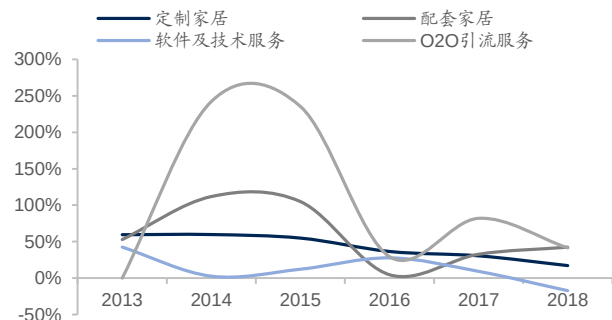
定制家居稳健增长，新品类、新渠道快速增长。分产品看，公司营收主要分为定制家居、配套家具、软件及技术服务、O2O 引流服务和整装。定制家居收入占比最大，近年随着新业务的快速发展占比有所回落，2018 年占 75.5%，达到 42.8 亿；配套品增长较快，占比由 2012 年的 11.5% 提升至 2018 年的 16.8%，达到 7.9 亿；O2O 引流服务从 2013 年开始发展增长迅速，2018 年占 2.3%，达到 1.5 亿；软件及技术服务增长较为平稳，整装业务在 2018 年快速发展，达到 1.9 亿。

图 13: 公司收入按产品拆分 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

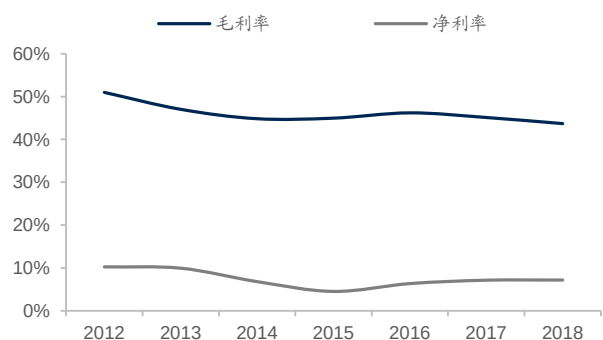
图 14: 公司主要产品收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

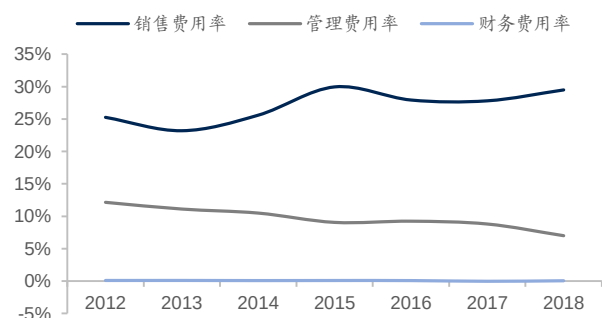
毛利率结构性变化,净利率小幅提升。2018 年公司毛利率为 43.7%,近年呈下降趋势,但相比其他同行较高,主要原因是公司直营占比较高,而近年加盟渠道发展更快使直营占比逐渐减小。在公司加盟渠道保持快速扩张的背景下,净利率自 2015 年起有所回升,体现了公司费用管理的优化与经营杠杆的作用。营业费用中公司销售费用较高,亦主要与公司直营占比高有关。

图 15: 毛利率与净利率水平



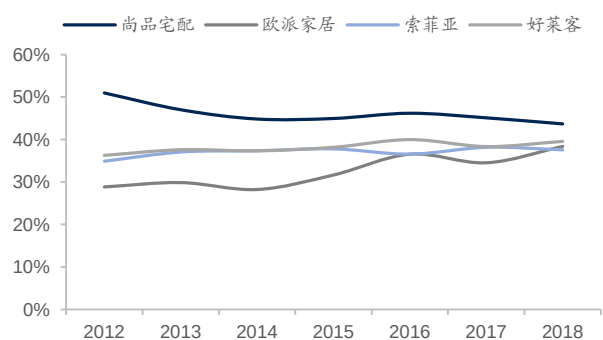
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 营业费用率水平



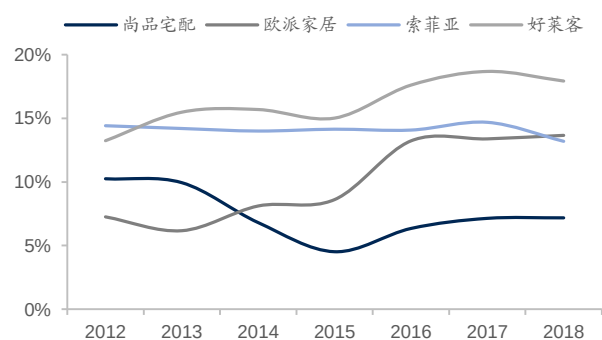
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司与同行业公司毛利率水平比较 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 公司与同行业公司净利率水平比较 (%)

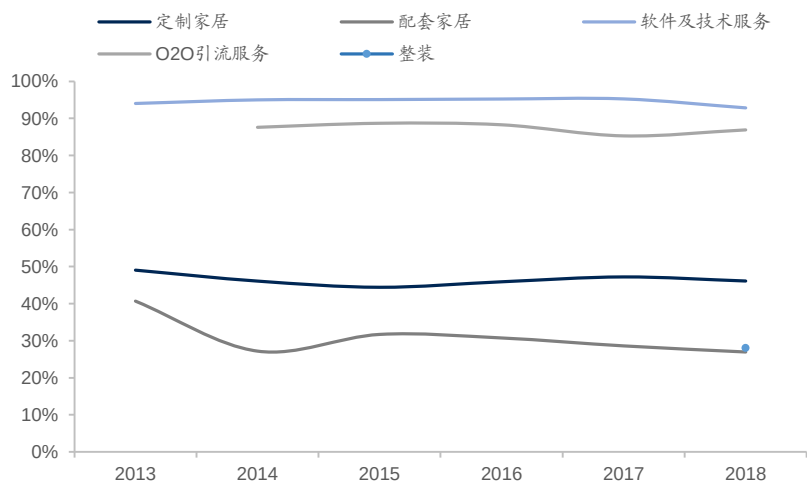


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分产品看,2018 年公司定制家居毛利率为 46.1%,配套家居毛利率为 28%,低于定制家居品类因为定制家居来自公司自产,而配套品主要来自 OEM 以及

与品牌商合作。软件技术服务与 O2O 引流服务毛利率较高,分别为 93%和 87%,主要因商业模式与家居销售不同;整装业务毛利率 28%,仍在发展初期。

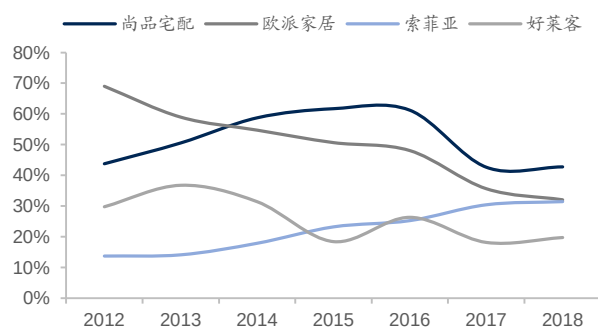
图 19: 公司分产品毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

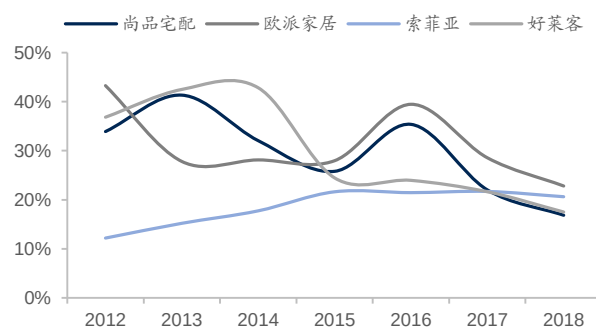
杠杆率降低,ROE 有望迎来拐点。公司在 2017 年上市后资产负债率显著降低,从 2016 年的 61%下降至 2018 年的 43%,相比同行公司仍处于较高的水平,部分原因在于公司处于快速成长期;随着杠杆水平的降低公司 ROE 水平在近两年也出现了回落,但随着公司净利率的不断改善与加盟模式的快速发展,公司有望迎来 ROE 的拐点。

图 20: 资产负债率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

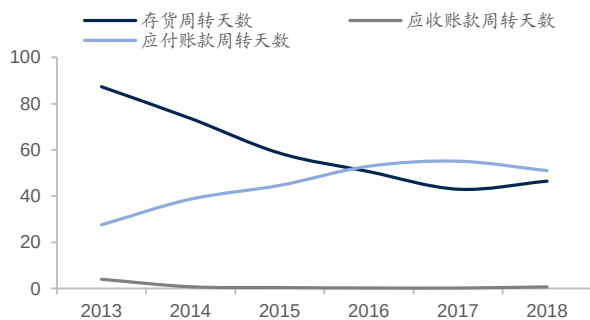
图 21: 2013-2017 公司 ROE 水平



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

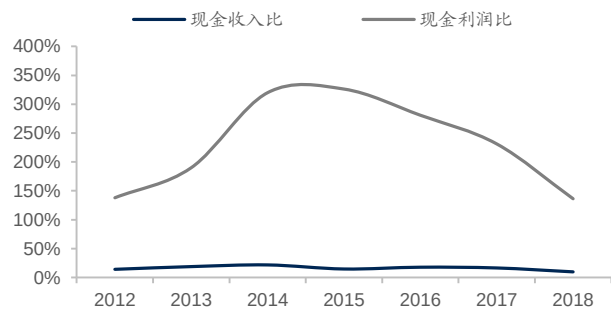
先款后货模式下现金流健康。由于公司产品均为定制,在客户付款下单后开始生产发货,具有较多的预收款而基本不存在应收款,现金流较好。2018 年公司应收账款、应付账款和存货周转天数分别为 1、51、47 天,现金利润比为 1.36。

图 22: 存货、应收、应付周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 现金收入比与现金利润比

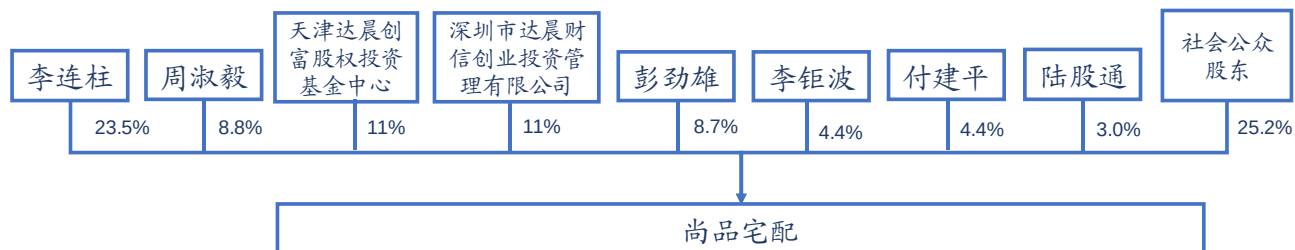


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

大股东控股 32%，管理层优秀

公司实际控制人、创始人李连柱先生和周淑毅先生，分别持股 23.5%和 8.8%，两人为一致行动人，合计持股 32.3%，天津达晨、达晨财信和彭劲雄分别持股 11.01%、11.01%和 8.72%。公司创始人均为华南理工大学工学硕士，管理团队优秀，大多由软件起家，具备互联网基因。

图 24: 公司股权结构



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 7: 公司管理团队概况

姓名	职位	出生年份	简介
李连柱	董事长	1964	工学硕士，毕业于华南理工大学机械制造专业，本公司创始人之一，1999 年设立圆方软件，2004 年设立尚品有限。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	董事、总经理	1964	工学硕士，毕业于华南理工大学机械专业，本公司创始人之一，1999 年设立圆方软件，2004 年设立尚品有限，曾任华南理工大学讲师。
彭劲雄	董事、副总经理	1971	硕士，毕业于华南理工大学，曾任广州市圆方计算机软件工程有限公司副总经理，现任公司副总经理，广州市圆方计算机软件工程有限公司监事。
付建平	董事、副总经理	1962	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，广东联邦家私集团有限公司董事，现任公司副总经理，佛山维尚家具制造有限公司执行董事，佛山市南海区政协委员等职务。
肖冰	董事	1968	硕士，毕业于暨南大学。曾任职于湖南省计委工业处，香港中旅经济开发有限公司，湖南广电传媒股份有限公司。现任深圳市达晨财经顾问有限公司董事长和总经理，深圳市达晨财信创业投资管理有限公司董事和总经理，深圳市达晨财智创业投资管理有限公司董事和总经理等职务。
傅忠红	董事	1968	毕业于华南理工大学，工商管理硕士，工程师，注册会计师；曾任广东省建材工业总公司部门主管，南海投资有限公司董事长助理等职务，现任星光农机股份有限公司董事，上海四维文化传媒股份有限公司董事，上海鸿辉光通科技股份有限公司董事，创业黑马(北京)科技股份有限公司董事，广州移盟数字传媒科技有限公司监事等职务。
张志芳	监事会主席	1975	毕业于广州市广播电视大学，劳动关系协调师；曾任广州至盛冠美家具有限公司设计主管，广州市圆方计算机软件工程有限公司项目工程师，现任公司总部南区总经理。
何裕炳	副总经理，董事会秘书	1981	毕业于广东工业大学；曾任广州市圆方计算机软件工程有限公司总经理助理，广州尚品宅配家居股份有限公司总裁助理。
张启枝	财务总监	1966	本科，毕业于北京工商大学，注册会计师；曾任湖南省江华县供销社财务主管，湖南省江华卷烟厂财务科长，湖南省江华县审计师事务所所长，广东中乾会计师事务所有限公司审计经理，广东格兰仕集团有限公司财务部部长。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

家具行业：地产红利驱动与洗牌整合

中国：地产周期与家具行业周期存在关联

中国商品房市场从 2007 年至今经历了 4 轮热销期。销售面积增速快速上升的年份分别为 2007 年、2009 年、2012 年和 2015 年。从房屋新开工和竣工面积增长看，新开工面积增长与销售面积增长具有相近的周期波动，而竣工面积与新开工面积相比较普遍滞后 1 年左右，并且在 2017 年下半年以来进入了负增长，与新开工面积增长出现背离。

图 25: 商品房销售面积累计同比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 商品房住宅销售面积累计同比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 新开工住宅面积累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

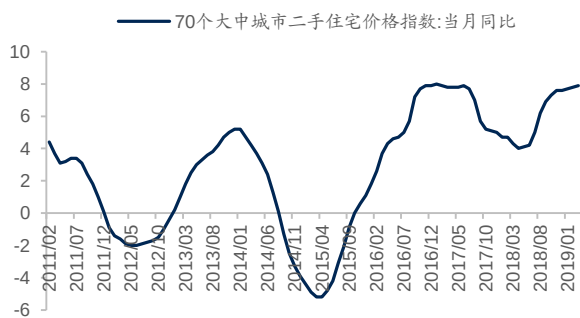
图 28: 竣工住宅面积累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

70 城二手房价格周期与新房市场存在相关性, 小样本数据周期不明显。二手房统计数据相对较少, 我们选取了 70 城二手住宅价格指数, 6 城成交面积同比以及上海和深圳的中原二手房经理指数来观察市场行情。从二手房价格可以看出, 在 2013 年、2016 年以及 2017 年下半年, 二手房价格都是加速上涨, 普遍滞后新房热销年份 1 年, 一定程度上反映了新房热销后二手房市场的升温。6 城二手房成交面积同比采取的是北京、深圳、南京、无锡、佛山、江门 6 个城市的二手房成交面积之和计算的当月同比数据。可以看出, 这 6 个城市的二手房成交面积在 2013-2016 年快速增长, 2017 年多数时间处于负增长阶段, 2018 年下半年小幅回升, 进入 2019 年后再次下行至负增长, 其中 3 月进入正增长 8% 而 4 月回落至 -24%。

图 29: 70 城二手住宅价格指数当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 6 城二手房成交面积当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

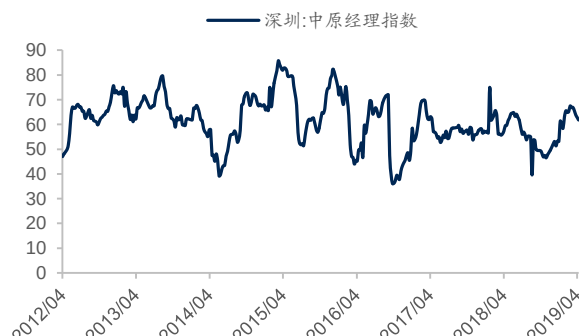
中原二手房经理人指数反映经理人对二手房价格和成交量走势的预测, 自 2017 下半年至 2018 年底数据相对平缓, 而 2018 年底至今上海与深圳均出现较明显的回升。

图 31: 上海中原二手房经纪人指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 深圳中原二手房经纪人指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

家具行业作为地产后消费产业链,行业周期与受地产周期影响较大。家具消费普遍出现在新房与二手房交付后,以及部分在住房的改造。我们观察家具制造端数据与零售端的数据发现,在 2007 年与 2010 年,制造端与零售端销售额均有明显的增长,主要受地产热销周期驱动。而在 2012-2016 年,制造端与零售端增长速度缓慢回落;2017 年,商品房销售、竣工以及二手房销售回温,家具行业制造端营收增长出现回暖,零售端增速保持在 13%左右的水平;进入 2018 年以来,商品房销售、竣工持续下滑,制造端与零售端增速亦持续下滑。

图 33: 2007 年至今家具制造业营收累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 2007 年至今家具零售额累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2013 年至今家具制造业营收累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

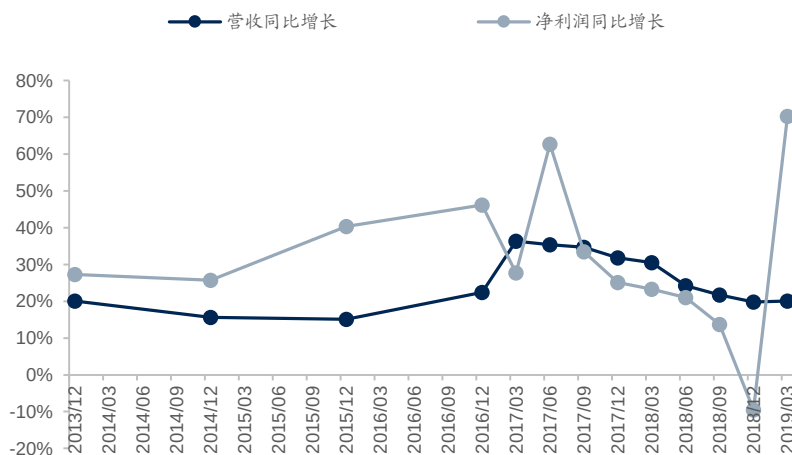
图 36: 2013 年至今家具零售额累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从家具板块上市公司的业绩增长也可以看出，2017 年板块收入与净利润增长相对较快，进入 2018 年后增速持续下滑。（含主业与家具相关的 20 家上市公司，由于板块 2016 年及以前的季度数据较少，因此仅计算板块年度业绩同比。）

图 37：家具板块上市公司业绩增长

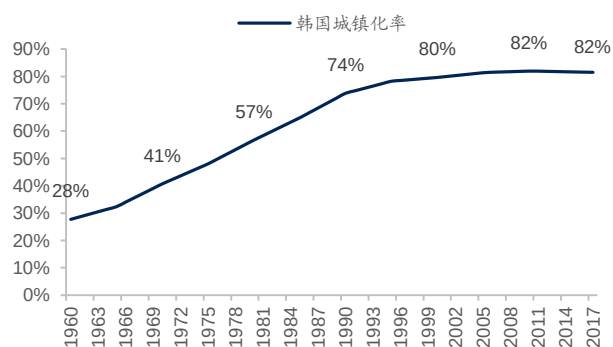


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

韩国：城镇化率提升，家居龙头集中

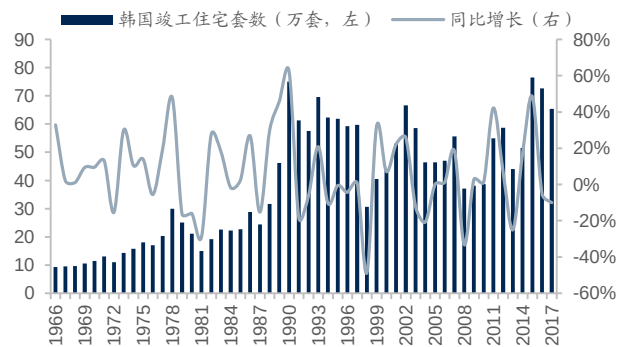
30 年城镇化率快速提升，90 年代后达到 80% 以上，竣工住宅套数呈现相近变化趋势。1960 年韩国城镇化率到 28%，到 1990 年达到 74%，30 年间提升了 46 个百分点，与之同时竣工住宅套数也保持较快速的增长；1991-2000 年间，城镇化率继续提升但增速放缓，由 74% 提升至 80%，竣工住宅多年保持在在每年 60 万套以上的水平；2000 年至今城镇化率基本维持在 82% 的水平，每年竣工住宅套数平均在 50 万套左右。

图 38：韩国城镇化率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39：韩国竣工住宅套数同比

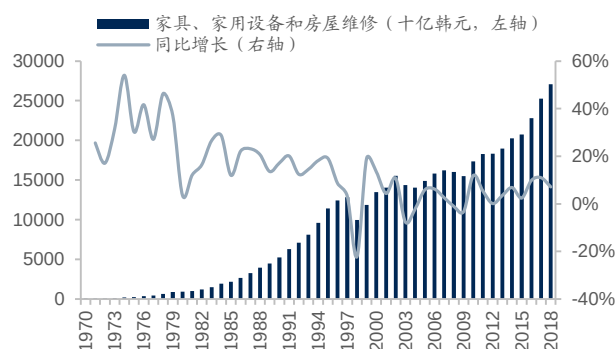


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

家居消费增长与城镇化率和住宅竣工增长趋势相近。在 90 年代以前，韩国城镇化率快速提升，竣工住宅快速增长，家居消费也保持较快增速，70 年代、80 年代、90 年代平均增速分别在 40%、20%、15% 左右。2000 以后，城镇化率水平较高，增长放缓，家居消费也同样进入了单位数增长阶段，平均增速在 5% 左右。从每年竣工套数与家居家装消费同比数据比较可以看出，大部分情况下

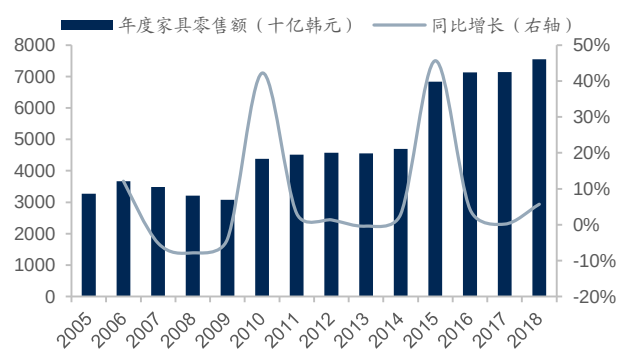
二者趋势正相关，家居消费受住宅竣工推动的作用较为显著。

图 40: 韩国家庭消费支出:家具、家用设备和房屋维修



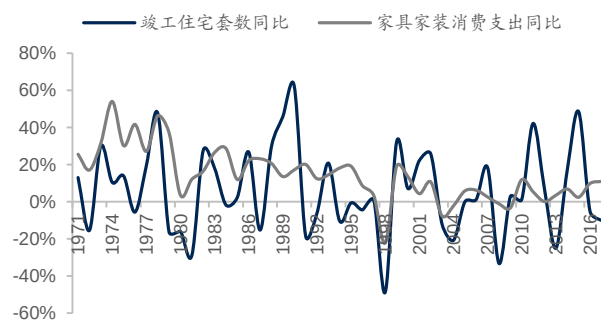
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 韩国家具零售额



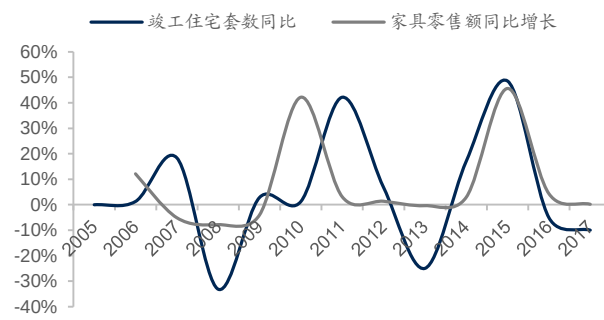
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 42: 竣工住宅套数同比与家具家装消费同比趋势比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 竣工住宅套数同比与家具零售额同比趋势比较



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

韩国橱柜龙头汉森伴随韩国城镇化率提升而成长，并在行业整合中继续扩大市占率。汉森营收数据最早起始于 2000 年，3188 亿韩元（约 18 亿人民币），经过 18 年的发展，2018 年营收 1.9 万亿韩元（约 114 亿人民币），在行业增长放缓的 18 年间实现了年均复合 11% 的增长，龙头效应显著。从品类来看，汉森以橱柜起家，而在 2011 年起增加了橱柜以外的家具品类销售，为增长扩充了新的增长极。

图 44: 汉森营业收入及同比增长情况

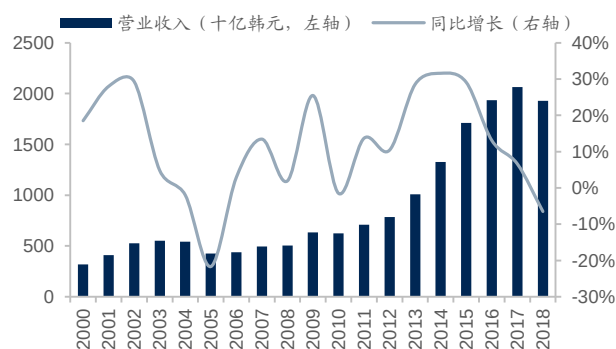
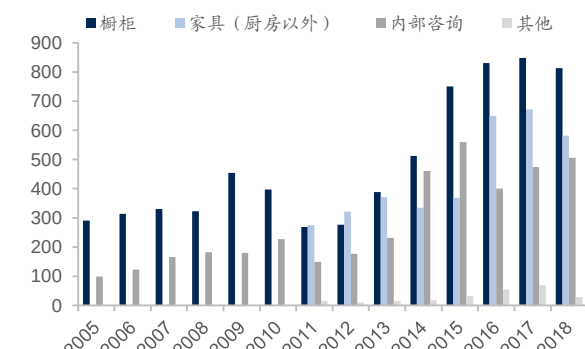


图 45: 汉森营业收入按产品分类（十亿韩元）

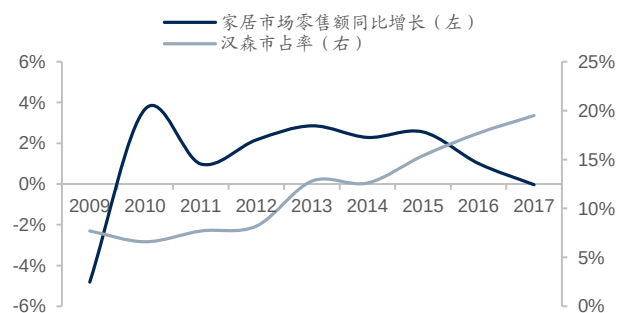


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

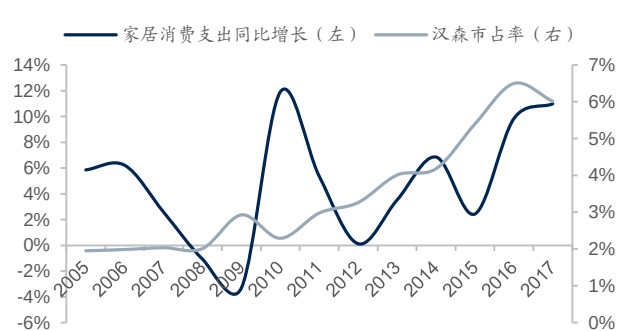
行业增长放缓更显龙头竞争力。通过比较行业增速与汉森市占率变化情况可以发现，在行业增长放缓的年份，汉森的市占率提升更加明显，显示了汉森的增长并不仅依赖行业需求红利，而是具备自身的核心竞争力。在 2009 年到 2017 年，行业增长速度较为平缓，而汉森在韩国整个家居消费市场的市占率从 8% 提升至 20%。

图 46：家居市场零售额同比增速与汉森市占率比较



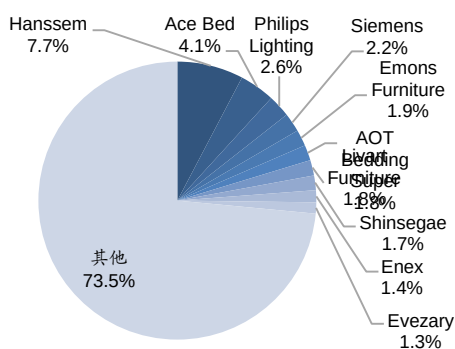
资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图 47：家居消费支出同比增速与汉森市占率比较



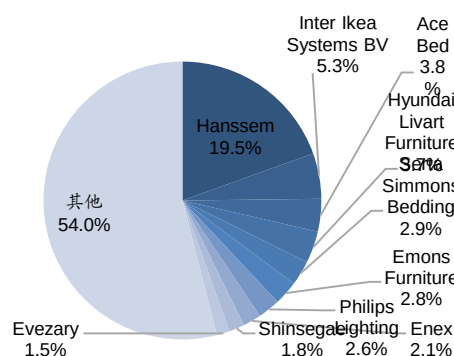
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 48：2009 年韩国家居市场集中度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 49：2017 年韩国家居市场集中度

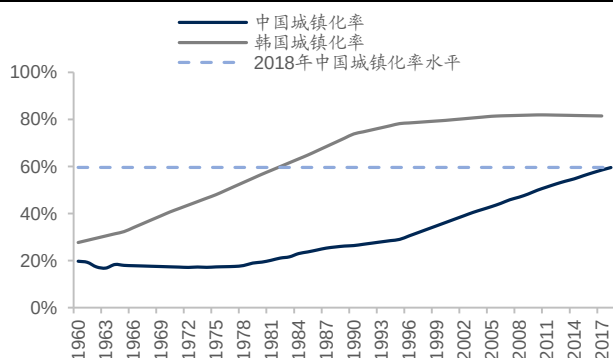


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国：红利刚刚褪去，集中度持续提升

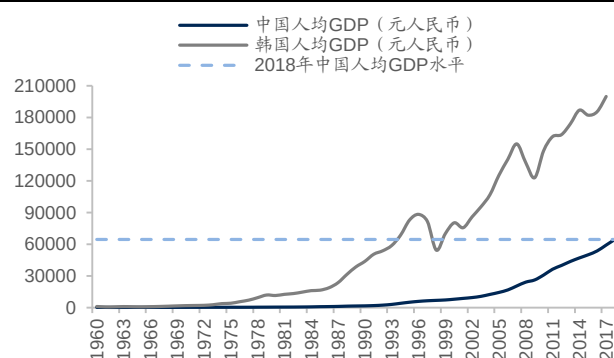
我们目前城镇化率相当于韩国 80 年代，人均 GDP 相当于韩国 90 年代。我们将中国与韩国的城镇化率进行比较，目前 60% 的城镇化率对应韩国 1982 年，10 年后韩国城镇化率提升到 76%，韩国家庭家居消费支出从 1.2 万亿韩元增长到 7 万亿韩元，增长了 6 倍，年化复合增速 20%；采用人均 GDP 进行比较，目前我国 6.46 万元人民币的人均 GDP 对应韩国 1994 年，10 年后韩国家庭家居消费支出从 9.6 万亿韩元增长到 14.1 万亿韩元，增长了 1.5 倍，年化复合增速达 4%。由于两国国土面积与人口规模相差较大，结合目前行业发展情况，我们倾向于认为目前我国家居消费接近韩国 90 年代后的水平。

图 50: 中韩城镇化率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

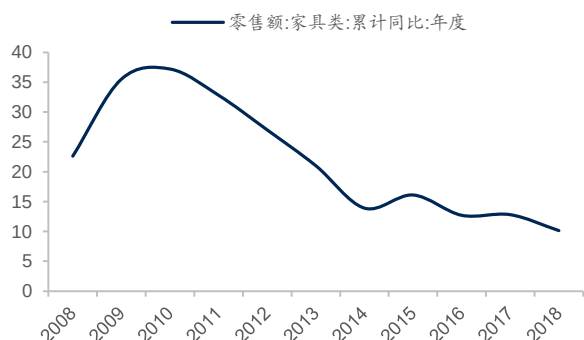
图 51: 中韩人均 GDP 对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

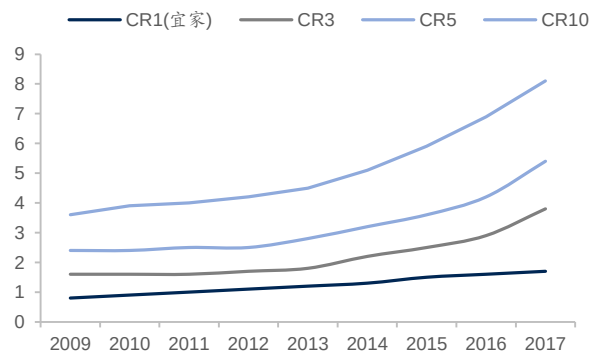
近年来我国家具零售累计同比增速持续下降, 2018 年我国家居零售累计同比增速 10% 左右的增速。随着我国经济体量的增长, 我们预计家具零售增速在未来将进一步缓慢回落, 我国目前的家具行业发展更加类似于韩国的 90 年代。从汉森的快速成长以及韩国家具市场集中度提升过程可以看出, 在行业增长放缓的背景下, 行业整合将持续进行, 优势龙头企业的集中度将进一步提升。在过去的发展中, 可以看出从 2014 年起我国家具行业集中度开始出现较为明显的集中, 但目前行业仍较为分散, 参考韩国 90 年代以后的发展, 我们认为我国优势龙头家具企业仍持续在行业整合中扩大市场份额。

图 52: 中国家具零售同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

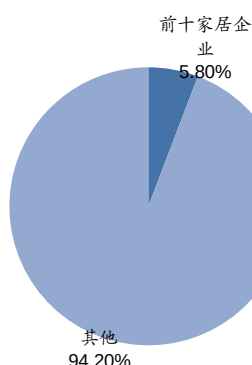
图 53: 家具企业在中国家居市场集中度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

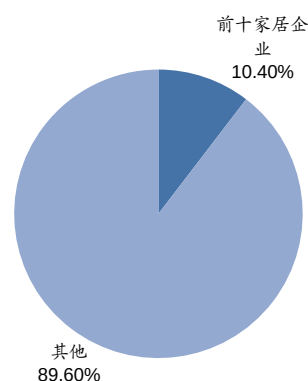
目前我国家居行业集中度相比韩国具有较大的差异, 其中一部分原因或与地理区域相关。由于我国幅员辽阔, 企业受限于经销商的管理能力半径, 尤其在城镇化率存在差距的前提下, 低线城市和县城区域的地方性优势更加显著, 中长期看我国未必能达到与韩国市场同样的高度集中。但随着城镇化率的进一步提升, 龙头家居品牌的优势将更加明显, 龙头集中仍是长期趋势。

图 54: 2009 年中国家居市场集中度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 55: 2017 年中国家居市场集中度

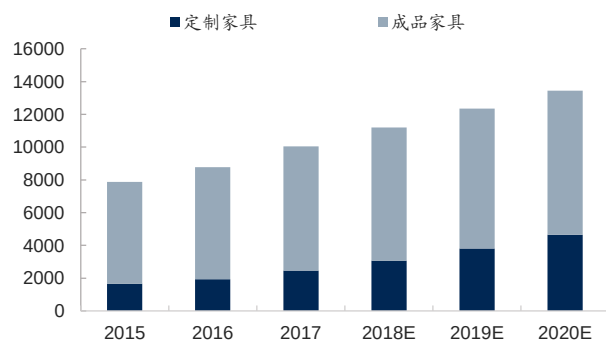


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

定制家居时代, 千亿市场渗透率提升, 资本助力龙头整合

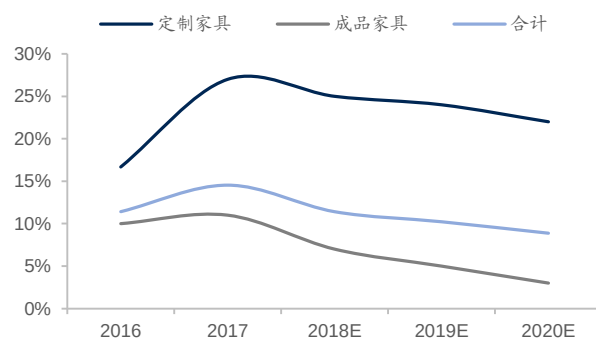
2017 年定制家居市场规模约 2400 亿元, 渗透率在 25%左右。纵观历史, 我国家居行业可以分为手工家居、成品家居和定制家居三个不同阶段, 目前流行的定制家居产品能更加优化对家庭空间的利用, 功能多元化、人性化、个性化, 而定制家居的生产更加机械化、规模化、定制化, 对生产工艺要求较高。根据亿邦《2018 年中国家居健康消费白皮书》数据, 2017 年中国定制家具市场规模达到 2463 亿元, 同比增长 27%, 占家具市场渗透率 24.5%; 根据前瞻产业研究院的数据, 2017 年定制家具市场规模约 2027 亿元, 渗透率 22.4%。

图 56: 2017 年定制家居市场规模 2463 亿元



资料来源: 亿邦动力, 国信证券经济研究所整理

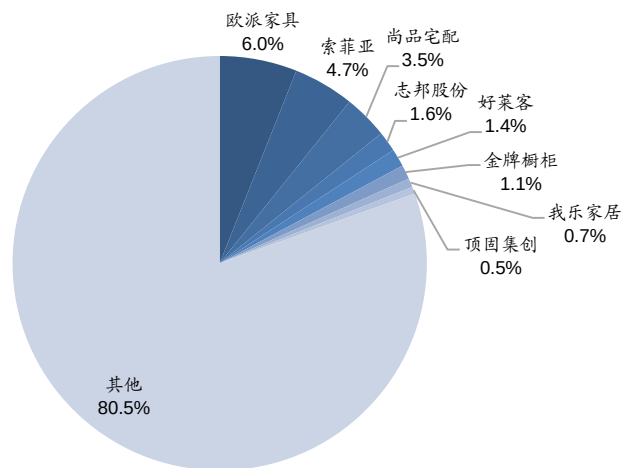
图 57: 2017 年定制家居市场规模同比增长 27%



资料来源: 亿邦动力, 国信证券经济研究所整理

市场集中度仍较为分散, 龙头整合将持续。我们将 9 家定制家居上市公司的 2018 年收入大致转换为零售终端销售额, 以亿邦预测的 2018 年定制家居市场 3079 亿元为基数, 计算企业集中度, 发现 CR1/CR3/CR5 分别为 6%/14.2%/17.2%, 市场仍较为分散, 未来行业在红利褪去后的整合期有望进一步提升龙头企业的市占率。

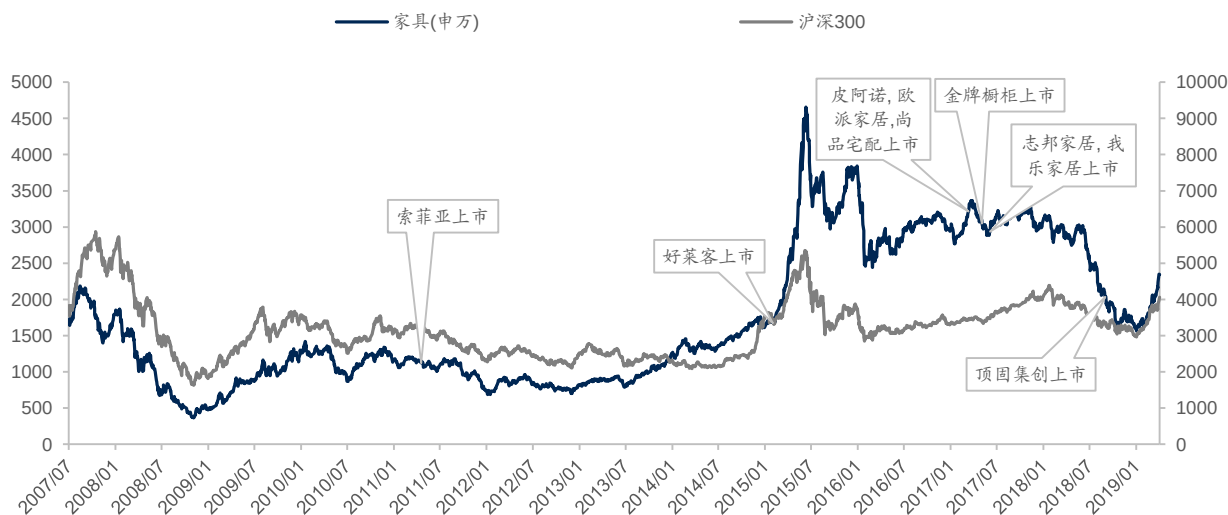
图 58: 定制家居企业集中度



资料来源:公司数据, 国信证券经济研究所整理

随着定制家居市场不断扩大, 定制家居头部品牌相继上市。最早上市的定制家居品牌为索菲亚, 其后在 2015 年好莱客上市, 在 2017-2018 年两年间共 7 家定制家居品牌集中上市, 目前已有 9 家定制家居品牌登录资本市场。资本的力量将有望助力家居行业的龙头企业加快产能与渠道的扩张与升级, 使得行业在激烈竞争中加快整合与龙头集中效应。

图 59: 定制家居企业上市时间



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

目前定制家居企业的竞争主要在供应链、产品线和渠道三方面展开, 目的是实现成本、份额与获客的优势。在供应链上, 定制家居企业均发力柔性生产来实现规模化的定制, 建立智慧工厂, 实现信息化和工业化的融合; 在产品上, 各

定制品牌开始打造多元化的产品线，相继推出全屋定制产品，搭配成品家具与家电。在渠道上，定制家居企业线上线下融合，渠道多元化，包括线下的大卖场、街边店、商场店、社区店和展会等，并在线上通过各大电商平台、自建线上平台、微信平台以及微博抖音等多种渠道获取流量。

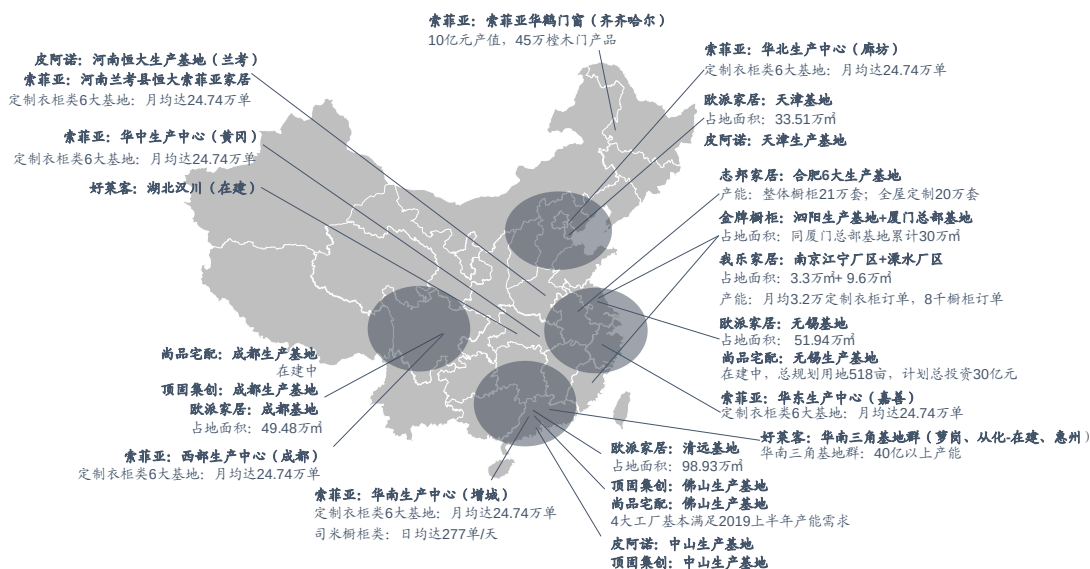
表 8：定制家居行业主要品牌发展历史

时间	公司	事项
1994	欧派家居	公司成立，整体橱柜为主
2002	好莱客	公司成立，定制衣柜为主
2003	索菲亚	公司成立，定制衣柜为主
2004	尚品宅配	公司成立，从家具信息化行业跨界家具定制生产销售
2006	欧派家居	进军整体衣柜业务
2009	尚品宅配	发展 C2B+O2O 模式的定制家居业务
2010	欧派家居	进军木门业务
2011	索菲亚	A 股上市
2013	索菲亚	完成了柔性生产线的布局，开发多个系列定制家具，广告语“定制衣柜就是索菲亚”改为“定制家·索菲亚”
2014	索菲亚	成立司米橱柜
2015	索菲亚	开始在行业内率先降价，推出 799 和 899 的连门带柜的定制衣柜促销套餐
2016	索菲亚	进入全屋定制时代
	欧派家居	进入全屋定制时代
	索菲亚	进军定制木门
2017	多公司	欧派家居、皮阿诺、尚品宅配、金牌橱柜、志邦家居、我乐家居上市
	尚品宅配	丰富产品，设计生产销售系统研发，大规模柔性化生产逐步投产，加快加盟渠道布局
2018	顶固集创	A 股上市

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

供应链方面，定制家居四大产业基地分布在珠三角、长三角、西南及环渤海，近两年快速扩产。其中，珠三角是定制家居产业的发源地，聚集众多知名定制品牌，拥有丰富的林木业资源、完善的供应链配套和优质的人才；长三角产业在规模、生产工艺、终端布局等方面亦较为领先，有几大龙头企业牵头，但产业配套与人才储备略逊于珠三角；西南经济圈本土品牌基本实现产供销一体，全国性知名品牌亦纷纷进驻；环渤海经济圈定制家居企业数量相比其他产业基地相对较少，但市场仍具备较高的活力，竞争亦较为激烈。面对定制家具市场需求快速增长，大多数企业产能利用率达到 90-100%，在资本市场助力下，企业在近两年积极扩张产能以解决产能瓶颈。

图 60：9 大上市定制家居企业产能布局



资料来源:公司公告, 全景网, 国信证券经济研究所整理

渠道方面，定制家居企业渠道多元布局，积极扩张。目前定制家居渠道形式更加多元化，客流分化明显，经销商渠道引流成本上升，企业积极进行渠道变革，从传统卖场、街铺店向购物中心、社区、电商、以及整装等新兴渠道延伸。并且，企业积极通过开拓渠道来接触新的客户群体。目前 9 家上市企业中，门店数量超过 2000 家的有欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居，2018 年净开店比例超过 20% 的有尚品宅配、金牌橱柜和志邦家居，同时各家也在积极布局线上渠道，全方位竞争客户流量。

表 9：9 大上市定制家居企业 2018 年门店统计

公司	门店总数	净增加	增长比例	门店类别	门店数量	净增加
欧派家居	6,708	800	12%	欧派橱柜	2,276	126
				欧派衣柜	2,113	271
				欧派卫浴	559	116
				欧铂尼木门	825	191
				欧铂丽家居定制	935	96
索菲亚	3,558	523	15%	索菲亚	2510	310
				司米	822	102
				米兰纳 MILANA	128	33
				大家居融合店	98	78
尚品宅配	2,201	559	25%	尚品宅配(加盟店)	2100	543
				尚品宅配(直营店)	101	16
金牌橱柜	1,759	509	29%	金牌橱柜	1,413	283
				桔家衣柜	337	217
				桔家木门	9	9
志邦家居	2,363	604	26%	志邦橱柜	1487	152
				志邦衣柜	726	331
				志邦木门	117	117
				IK 全屋定制	33	4
好莱客	1,766	255	14%	经销商门店	1745	256
				直营店	21	-1
皮阿诺	1,256	153	12%	经销商门店	1,256	153
我乐家居	1,283	221	17%	全屋专卖店	496	134
				橱柜店	787	87
顶固集创	1,280			定制衣柜及配套家具专卖店	566	
				精品五金专卖店	508	
				定制生态门专卖店	206	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司优势：创新驱动，领先的供应链与渠道模式

供应链：信息化、智能化、柔性生产

个性化定制家居对公司信息技术提出高要求。定制家具的本质使以用户为导向驱动生产，要求定制家居企业针对消费者的差异化需求给出个性的解决方案，这十分考验其前端服务能力，优秀的设计软件和数据库能有效提升前端设计的采纳率、工作效率和服务水平。

信息化：软件起家，信息化匹配生产销售全流程。尚品宅配最初由软件企业起家向定制家居生产销售跨界，其前身为 1994 年成立的圆方软件，有二十余年的家装行业经验，以及显著的定制家具软件研发和技术服务优势。目前其软件及技术服务不仅支持公司品牌运营，同时向其他家具企业出售，覆盖业内各领域的龙头企业，认可度高。公司技术架构以圆方软件为核心，其信息化技术、云计算、大数据应用是公司实现 C2B 商业模式的核心驱动力以及竞争壁垒。

智能化：产能升级，积极探索工业 4.0。尚品宅配 2017 年生产系统全面导入精益生产，人均效率较 2016 年提高 11%，产品质量也得到了明显提高，2018 年进一步加强智能制造。公司的智能制造主要体现在三个方面：

- 1) 智能系统：公司通过自主开发的智能自动拆单、排产等系统，实现销售和生产的无缝连接，数据化监控工厂整体运营情况。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，但全年人均订单受理效率提高约

35%。2018 年公司继续加强智能拆单、排产系统，虚拟制造环节同期节省人手 100 人左右；

- 2) 智能设备：通过二维码与机械手实现自动加工，数据融合，并用高自动化立体仓库提高入库效率、空间使用率。五厂配置了大量的 RGV 及自动输送线，使用了先进的开料、封边、钻孔设备，并通过自主研发的 MES，打造了高度自动化、数字化的智能生产系统；
- 3) 智能物流：公司通过大数据、物联网和仓储系统整合并拓展物流资源。IPO 募投项目“家居电商华南配套中心建设项目”投资 1.1 亿已经投产，五厂建设 15 个发运站台可以在单位小时内同时完成 15 个不通物流方向发运货物。

图 61：后台支持系统



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 62：公司柔性生产线机械手



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 63：公司智能化备料系统



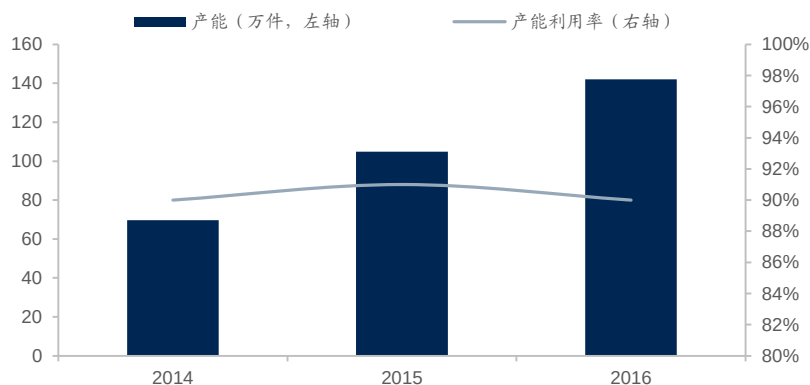
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 64：公司智能化立体仓库



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司在家具生产领域实现了大规模的定制化生产，可以将每个零部件均视为非标件进行拆分整合，按批次多订单混合排产，同时满足生产柔性化和高效率两种需求。目前板材利用率达 93%，处于领先地位。公司产能利用率持续保持在 90%以上，新增产能五厂、计划新建无锡工厂与四川工厂将继续补充产能。

图 65：公司产能与产能利用率


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 10：公司截至 2016 年现有产能布局

厂房	租赁/自有	面积 (m ²)	地址	2016 年使用情况
二厂	租赁	厂房: 1.39 万; 仓库: 0.29 万 宿舍: 0.22 万; 办公: 0.07 万	佛山	不生产, 仅作为对安装师傅的培训、管理等用途
三厂	租赁	厂房: 2.00 万; 仓库: 0.92 万; 办公: 0.66 万 土地: 0.74 万; 宿舍: 1.74 万	佛山	2016 年产能为 36.51 万件
四厂(新一厂)	自有		佛山	2016 年产能为 49.33 万件
五厂	自有		佛山	2016 年 5 月试生产, 5-12 月产能为 12.83 万件
新二厂	租赁	厂房: 3.3 万	佛山	2016 年产能 43.41 万件

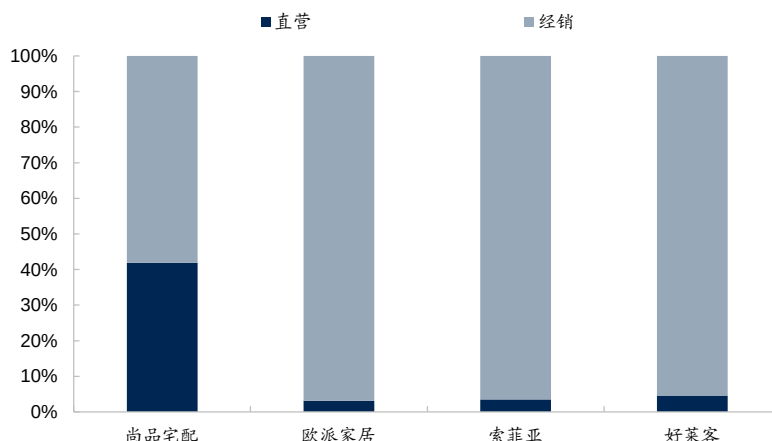
资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

渠道：模式创新，全渠道发展

公司渠道布局有几个明显特点：直营占比高、购物中心为主、O2O 效果显著、整装转型积极，这些特点为公司长期发展积蓄了更多弹性。

1) 直营占比高，未来加盟比例扩大将有望加速利润增长。从直营占比上看，公司有店加盟店 2100 家和直营店 101 家，直营店铺数量占比远高于其他定制家居企业，因此收入中来自直营店的收入占比也较高，达到店铺收入的 42%。2018 年以前公司采取“重点城市建立直营店”，“加盟店主要位于其他二、三及四线城市”的策略，深耕高线城市直营。由于直营模式相比加盟模式拥有较高的毛利率和较多的经营费用，2018 年公司开始实施自营城市加盟，让加盟商共享自营城市的营销、管理、物流等资源，将有望形成协同效应与规模效应，发挥经营杠杆，提升收入和利润增长的弹性。

图 66: 2018 年公司与可比公司直营收入占比比较



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 以购物中心为主, 触及线下更大流量。在购物中心的布局上, 公司率先发展这一渠道, 获取了与主要布局大卖场的同行具有一定差异化的客户群体。相比传统家居建材卖场, 购物中心客户流量基数大、经营时间更长、消费群体更加多样化, 使得公司跳出卖场流量的竞争红海, 获得了一部分增量需求。除了直营店主要在一线城市购物中心以外, 2018 年, 在一线至五线城市的加盟店中, 购物中心店数量占比依次 82%、79%、73%、55%、32%。以购物中心为主的渠道战略使公司更聚焦高线城市的布局, 与业内其他两大定制家居企业相比, 公司加盟店在高线城市占比最高且仍在提升, 并且, 公司直营店数量最多且均布局在重点城市, 若加上直营店铺, 公司整体渠道在高线城市的占比更加突出。

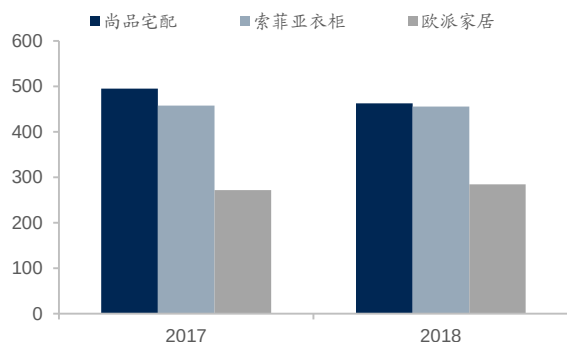
表 11: 公司加盟渠道布局比例

	品牌	一二线	三四五线
2017	欧派	13%-15%	85%-87%
	尚品宅配	19%	81%
	索菲亚	19%	81%
2018	欧派	10%-14%	86%-90%
	尚品宅配	23%	77%
	索菲亚	18%	82%

资料来源:公司数据, 国信证券经济研究所整理

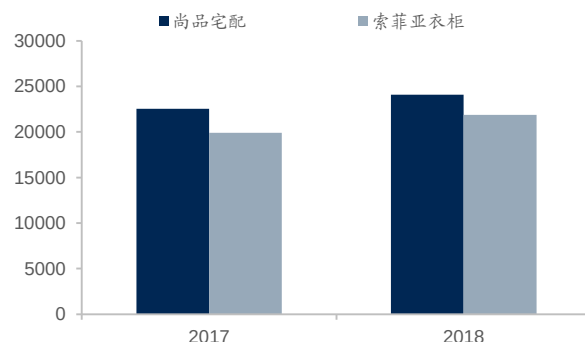
购物中心的布局以及全屋定制的销售模式使得公司拥有更高的店效和客单价。根据 2017 年年报, 公司实际运营满一年的加盟店测算, 购物中心店平均单店终端年销售额约为 660 万, 对比非购物中心店为 380 万。我们将公司与可比公司的加盟收入乘以 2.1 折算为终端销售额, 推算出三大定制家居品牌店效, 可以看出公司的店效显著高于其他品牌。并且, 与索菲亚相比, 公司也拥有更高的客单价。

图 67: 公司与可比公司店效比较 (万元/年)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

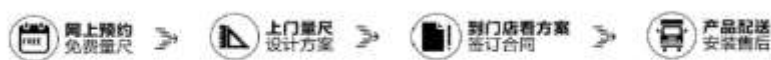
图 68: 公司与索菲亚客单价比较 (元/单)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

3) O2O 引流效果显著, 营销影响力强。公司以新居网运营的网络商城, 通过与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、今日头条、360 等互联网企业的流量合作, 使定制家具的潜在消费者与在线导购客服人员沟通、互动, 使新居网获得为消费者免费上门量尺服务的机会, 进而将线上流量引入到线下实体门店, 再由实体店设计师跟进后续设计、方案制作、下单等服务, 实现定制家具的线上营销到线下服务。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。

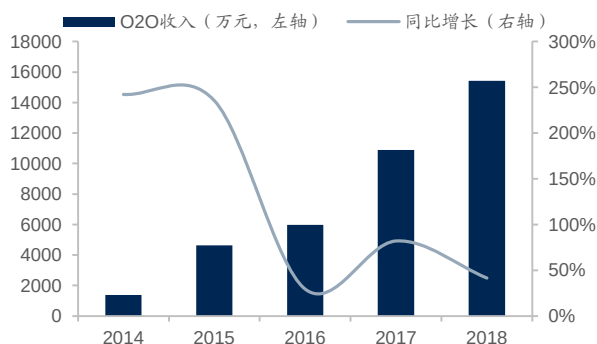
图 69: 公司 O2O 服务流程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

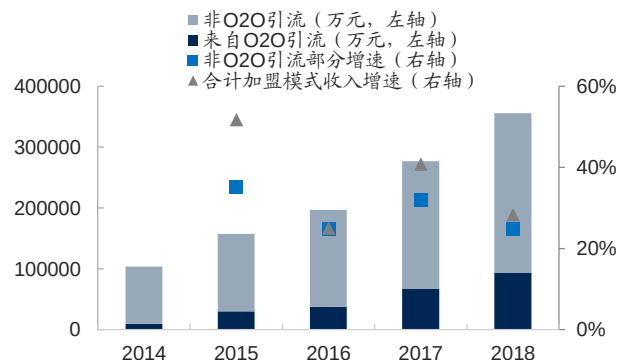
O2O 模式将线上营销和线下销售有机结合, 公司能有效地将线上消费者引流至实体店进行体验, 并最终实现销售。根据公司招股书中的测算, O2O 对加盟收入有明显的促进作用, 并且从近年来 O2O 引流收入的快速增长也可以看出 O2O 服务为门店销售带来的销售额的快速增长。同时, 公司持续创新 O2O 营销模式, 打造千万级短视频矩阵, 深化平台运营能力, 打造互动生态圈, 以此提升品牌曝光度和提升经营业绩。目前, 公司线上营销取得多方面的优秀成果, 包括实现视频粉丝突破 7000 万、天猫双十一排名全屋定制类目流量第二名、微信公众号粉丝数行业第一、朋友圈广告一二线城市人群触达率超过 50% 等。

图 70: 公司 O2O 引流收入及增长情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 71: 公司 O2O 引流促进加盟收入及增长情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

表 12: 公司 O2O 引流测算

项目	2014	2015	2016	2017	2018
O2O 收入 (万元)	1,379	4,625	5,986	10,896	15,417
同比增长	242%	235%	29%	82%	41%
O2O 服务费占比测算	14.7%	15.4%	15.9%	16.2%	16.5%
加盟模式收入 (万元)	103,741	157,412	196,755	277,000	355,500
同比增长		51.7%	25.0%	40.8%	28.3%
O2O 引流占比	9.0%	19.0%	19.2%	24.3%	26.3%
O2O 引流贡献加盟收入 (万元)	9,376	29,949	37,683	67,202	93,652
同比增长		219.4%	25.8%	78.3%	39.4%
非 O2O 引流加盟收入 (万元)	94,364	127,463	159,072	209,798	261,848
同比增长		35.1%	24.8%	31.9%	24.8%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

4) 整装业务拓展积极, 抢占先机。公司采用 S2B2C 商业模式, 把整装云平台作为家装企业的后端赋能平台, 提升家装高效地向终端客户提供整体化家装服务的能力。2018 年公司整装业务实现收入 1.9 亿, 同比增长 25 倍, 业务规模在业内领先。公司整装业务分为自营整装和 Homkoo 整装云会员两个模式。

首先, 公司开展自营整装主要是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。目前自营整装在成都、广州、佛山三地实施, 2018 年, 自营整装工地交付数 849 个。通过一年多的自营整装业务, 公司看到自营整装家具配售率超过 90%, 客单价在 5-6 万, 远高于整体平均客单价, 说明整装对客户截留、绑定的能力很强, 未来整装是重要的流量入口。基于自营整装落地的实际经验, 对于整装会员企业在整装业务导入、展厅规划及上样指引、展厅样板间设计与动线规划、销售团队组建及销售工作开展、DDC 标准工法的推广普及、施工工艺优化、工地管理优化示范等方面都有完备的系统支持。

另一方面, 公司持续发力 Homkoo 整装云平台会员的招募, 截至 2018 年末, 公司 Homkoo 整装云会员数量已超过 1200 家, 市场初具规模。公司为整装云会员提供软件系统、硬软装配套产品和培训实施服务, 提升他们的服务、销售能力, 同时公司也持续优化供应链系统, 提升管理能力并降低成本。目前公司具备 10 万+SKU 的供应链管理能力和当前管理的 SKU 超过 3 万个, 具备较强的品类扩张空间, 助力“全屋配齐”和公司整装战略落地。

图 72：公司整装云 4 大赋能方向



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们认为目前房地产红利作用减弱, 行业增长放缓, 具备核心竞争力的优势龙头企业有望进一步扩大市场份额。公司的核心竞争力在于直营体系培养出的优秀的零售服务能力、信息化优势以及应对行业变化的创新能力。

从公司经营模式来分类, 我们认为公司未来 3 年新开店以加盟模式为主, 包括在自营城市开放加盟, 使得公司未来加盟收入增长将保持高于直营收入增长的趋势, 扩大加盟收入占比;

从公司销售产品来分类, 我们认为公司未来 3 年配套家居增长速度将继续领先于定制家居的增长速度, 继续扩大全屋配套品类, 并且 O2O 收入增速随着使用 O2O 服务的店铺增加将继续保持高于整体增速, 而整装业务正在发展初期, 呈现了迅猛的增长势头, 我们认为整装业务的增速将继续保持较高水平; 软件及技术服务及其他业务保持相对平稳的增长水平。

综合以上分析, 我们对收入做出以下假设:

1. 直营收入增长主要依靠现有店铺的店效提升及少数新增店铺, 假设未来每年店铺净增加 5 家, 未来 3 年收入与增速保持 5%;

2. 加盟收入随着开店数量的继续快速增长、自营城市开发加盟、配套品类扩张等措施,将保持较快的双位数增长,假设 19-21 年每年店铺净增加 400、400、300 家, 预计未来 3 年收入增速分别为 24%、20%、15%;
3. O2O 引流服务在覆盖率提升过程中将高于渠道增速, 后续将随着渠道扩张而同步增长, 我们预计未来三年增速分别为 30%、20%、15%;
4. 整装业务在发展初期, 远期空间广阔, 在公司的积极推动下短期将持续以较快的速度增长, 我们预计未来 3 年增速分别为 100%、80%、50%。

表 13: 公司营业收入拆分预测

营收	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
RMB mn										
合计	741.93	1,175.15	1,912.24	3,087.73	4,026.00	5,323.45	6,645.39	7,896.64	9,293.94	10,643.45
直营	254.63	462.81	787.41	1,391.09	1,901.52	2,295.81	2,581.53	2,710.61	2,846.14	2,988.45
加盟	437.93	636.71	1,037.41	1,574.12	1,967.55	2,770.00	3,555.00	4,408.20	5,289.84	6,083.32
软件及技术服务	40.71	58.05	59.60	66.90	85.50	93.41	77.35	85.09	93.59	102.95
O2O 引流服务		4.03	13.79	46.25	59.86	108.96	154.17	200.42	240.51	276.58
整装						2.28	194.22	388.44	699.19	1,048.79
其他	8.66	13.56	14.04	9.37	11.57	52.98	83.11	103.89	124.67	143.36
ct.										
直营	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
加盟	34.3%	39.4%	41.2%	45.1%	47.2%	43.1%	38.8%	34.3%	30.6%	28.1%
软件及技术服务	59.0%	54.2%	54.3%	51.0%	48.9%	52.0%	53.5%	55.8%	56.9%	57.2%
O2O 引流服务	5.5%	4.9%	3.1%	2.2%	2.1%	1.8%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%
整装		0.3%	0.7%	1.5%	1.5%	2.0%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%
其他							2.9%	4.9%	7.5%	9.9%
直营	1.2%	1.2%	0.7%	0.3%	0.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
YoY										
直营		58.4%	62.7%	61.5%	30.4%	32.2%	24.8%	18.8%	17.7%	14.5%
加盟		81.8%	70.1%	76.7%	36.7%	20.7%	12.4%	5.0%	5.0%	5.0%
软件及技术服务		45.4%	62.9%	51.7%	25.0%	40.8%	28.3%	24.0%	20.0%	15.0%
O2O 引流服务		42.6%	2.7%	12.2%	27.8%	9.3%	-17.2%	10.0%	10.0%	10.0%
整装			242.2%	235.4%	29.4%	82.0%	41.5%	30.0%	20.0%	15.0%
其他							8418.4%	100.0%	80.0%	50.0%
直营		56.6%	3.5%	-33.3%	23.5%	357.9%	56.9%	25.0%	20.0%	15.0%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

我们对利润率做出以下假设:

1. 毛利率: 各项业务相对稳定, 预计未来 3 年保持各自近两年的平均水平;
2. 销售费用率: 随公司调整战略, 控制支出并以加盟为主要扩张方式, 销售费用率有望下降, 预计未来 3 年分别为 27.1%、25.8%、24.9%;
3. 管理费用率: 由于业务规模作用与经营效益提升, 含研发费用在内, 预计未来 3 年分别为 6.7%、6.4%、6.1%。

表 14: 公司利润率拆分预测

利润率	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率										
合计	51.0%	47.0%	44.8%	45.0%	46.2%	45.1%	43.7%	42.3%	41.1%	40.2%
直营			59.0%	57.7%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%
加盟			30.0%	30.1%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
软件及技术服务	94.0%	95.0%	95.1%	95.2%	95.3%	92.8%	92.1%	92.5%	92.5%	92.5%
O2O 引流服务		87.6%	88.7%	88.3%	85.3%	86.9%	88.5%	87.7%	87.7%	87.7%
整装						28.0%	19.7%	23.8%	23.8%	23.8%
其他	83.8%	85.1%	90.0%	84.8%	87.1%	62.9%	51.9%	57.4%	57.4%	57.4%
其他费用率										
销售费用率	25.3%	23.2%	25.6%	30.0%	27.9%	27.8%	29.5%	27.1%	25.8%	24.8%
管理费用率	12.1%	11.1%	10.5%	9.1%	9.2%	8.8%	7.0%	6.7%	6.4%	6.1%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

未来 3 年盈利预测

综合以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年营收规模分别为 79/92.9/106.4 亿元, 同比增长 18.8%/17.7%/14.5%; 归母净利润分别为 5.9/7.2/8.6 亿元, 同比增长 23.8%/21.6%/19.6%; EPS 分别为 2.97/3.62/4.33 元, 对应 PE 分别为 25.5x/20.9x/17.5x。

表 15: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,323	6,645	7,897	9,294	10,643
(+/-%)	32.2%	24.8%	18.8%	17.7%	14.5%
净利润(百万元)	380	477	591	718	859
(+/-%)	48.7%	25.5%	23.8%	21.6%	19.6%
每股收益(元)	3.44	2.40	2.97	3.62	4.33
EBIT Margin	7.5%	8.6%	7.4%	7.7%	8.1%
净资产收益率(ROE)	14.5%	15.7%	16.9%	17.7%	18.2%
市盈率(PE)	22.0	31.5	25.5	20.9	17.5
EV/EBITDA	22.0	26.0	25.1	20.5	17.6
市净率(PB)	3.19	4.93	4.30	3.71	3.19

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

我们对公司的未来业绩在乐观、中性和悲观三种情景下进行分析:

- 1.在乐观情境下, 公司未来 3 年的收入增速分别为 19.4%/18.2%/15%、利润增速分别为 63.7%/21.3%/18.8%, EPS 分别为 3.93/4.77/5.66 元;
- 2.在中性情境下, 公司未来 3 年的收入增速分别为 18.8%/17.7%/14.5%、利润增速分别为 23.8%/21.6%/19.6%, EPS 分别为 2.97/3.62/4.33 元;
- 3.在悲观情境下, 公司未来 3 年的收入增速分别为 18.3%/17.2%/14.1%、利润增速分别为-15.2%/21.9%/21.8%, EPS 分别为 2.04/2.48/3.02 元。

表 16：盈利预测情景分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	5,323	6,645	7,934	9,380	10,783
(+/-%)	32.2%	24.8%	19.4%	18.2%	15.0%
净利润(百万元)	380	477	781	948	1,125
(+/-%)	48.7%	25.5%	63.7%	21.3%	18.8%
摊薄 EPS	3.44	2.40	3.93	4.77	5.66
中性预测					
营业收入(百万元)	5,323	6,645	7,897	9,294	10,643
(+/-%)	32.2%	24.8%	18.8%	17.7%	14.5%
净利润(百万元)	380	477	591	718	859
(+/-%)	48.7%	25.5%	23.8%	21.6%	19.6%
摊薄 EPS(元)	3.44	2.40	2.97	3.62	4.33
悲观的预测					
营业收入(百万元)	5,323	6,645	7,859	9,208	10,505
(+/-%)	32.2%	24.8%	18.3%	17.2%	14.1%
净利润(百万元)	380	477	405	493	601
(+/-%)	48.7%	25.5%	-15.2%	21.9%	21.8%
摊薄 EPS	3.44	2.40	2.04	2.48	3.02
总股本（百万股）	199	199	199	199	199

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

1. 房地产调控政策影响行业需求；

目前房地产行业红利推动作用减弱，行业增长放缓，如果房地产调控政策大幅收紧或将引起行业需求进一步恶化，加剧品牌间的竞争；

2. 加盟商经营状况不及预期；

公司相比同行在渠道上布局购物中心比例更大，购物中心相比传统卖场具有租金高、营业时间长、客户目的性弱的特点，对加盟商的经营能力有更高的要求，如果大部分加盟商经营能力较弱且难以改善，将影响公司加盟模式的发展；

3. 净开店数量与店效不及预期；

目前公司在积极推进加盟店渠道铺设，如果加盟商招商开店不及预期，或由于加盟商经营能力、店铺选址等原因导致新增店铺质量不及预期，将导致公司业绩增长不及预期；

4. 整装业务亏损幅度过大；

公司整装业务正处于起始阶段，发展势头较快，但同时因模式比较创新，存在较大不确定性，如果在规模快速扩张的同时亏损也大幅增加将拖累公司整体业绩。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1650	1048	1155	1551	营业收入	6645	7897	9294	10643
应收款项	74	248	337	435	营业成本	3743	4559	5481	6372
存货净额	565	1044	1232	1403	营业税金及附加	61	79	91	103
其他流动资产	1325	1680	1978	2265	销售费用	1960	2138	2399	2645
流动资产合计	3615	4021	4701	5653	管理费用	311	540	606	660
固定资产	1195	1645	1940	2115	财务费用	3	(13)	(10)	(14)
无形资产及其他	290	278	267	255	投资收益	102	57	67	77
投资性房地产	221	221	221	221	资产减值及公允价值变动	(1)	(7)	(9)	(10)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	(101)	0	0	0
资产总计	5322	6166	7130	8246	营业利润	568	644	786	944
短期借款及交易性金融负债	0	58	0	0	营业外净收支	5	66	78	90
应付款项	549	580	709	836	利润总额	573	710	864	1034
其他流动负债	1699	1998	2337	2664	所得税费用	96	120	146	174
流动负债合计	2248	2636	3046	3500	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	477	591	718	859
其他长期负债	26	29	32	34					
长期负债合计	26	29	32	34	现金流量表（百万元）				
负债合计	2275	2665	3078	3534		2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1	1	1	1	净利润	477	591	718	859
股东权益	3047	3500	4052	4711	资产减值准备	(6)	1	0	0
负债和股东权益总计	5322	6166	7130	8246	折旧摊销	94	126	165	193
					公允价值变动损失	1	7	9	10
					财务费用	3	(13)	(10)	(14)
					营运资本变动	1083	(674)	(103)	(100)
					其它	6	(1)	(0)	(0)
					经营活动现金流	1656	49	789	962
					资本开支	(423)	(572)	(458)	(366)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(424)	(572)	(458)	(366)
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(111)	(137)	(167)	(200)
					其它融资现金流	(7)	58	(58)	0
					融资活动现金流	(228)	(79)	(225)	(200)
					现金净变动	1004	(602)	106	396
					货币资金的期初余额	647	1650	1048	1155
					货币资金的期末余额	1650	1048	1155	1551
					企业自由现金流	1230	(638)	201	444
					权益自由现金流	1223	(569)	151	456

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032