

尚品宅配：首创“C2B+O2O”全屋定制， 信息化技术构筑企业壁垒

投资要点：

- **内销驱动消费升级，定制家具渗透率提升，龙头高增长：**2008 年金融危机爆发后，我国家具市场的增长驱动力逐渐由外销转为内销。2015 年家具内销市场规模达到 4539 亿元，内销消费需求催化了国内定制家具的发展。目前成品家具仍占据我国家具市场 70% 以上的市场份额，而定制家具的市场份额占比仅 20%，其行业年复合增速在 15%-20%，超过家具行业的平均水平。其中，我国定制橱柜的渗透率以每年 1%-2% 的速度提升；定制衣柜的渗透率以每年 3%-4% 的速度提升；而其他柜类的渗透率相对较低，渗透率的提升速度也相对更快。我们认为，定制家具符合消费升级趋势且渗透率提升空间较大，具有较高的成长性。在定制家具中，龙头企业近年的复合增速在 30%-40%，增长势头迅猛。
- **首创 C2B 全屋定制，品牌多元化，募资助产能扩张：**公司在全屋定制的基础上融入配套家居产品，同时推出家居行业设计软件及信息化整体解决方案，形成多元化的业务结构，其中定制家具和配套家居产品是最主要的收入来源。2012-2016 年，公司收入由 7.41 亿元增至 40.26 亿元，年复合增速高达 40.3%。2016 年受产能饱和限制收入增速有下滑趋势，本次募资将用于智能制造生产线建设项目，一旦建成将有利于产能进一步释放，预计该项目 2018 至 2020 年达产率分别为 30%、80% 和 100%，基本能够保证公司未来 3-5 年的增长需求。
- **直营比例较重，O2O 联动发展，渠道再扩张：**新增店面是公司收入增长的主要驱动力。对比其他公司，尚品宅配直营和加盟模式收入占比各半，直营比例相对较重。截至 2016 年 12 月，公司共拥有直营店 76 家、加盟店 1081 家，且未来 3 年计划继续增加标准直营店 70 多家（其中 30 家直营店将通过本次募集资金实现）、增加加盟店 1000 家以上。公司贯彻 O2O 销售模式，消费者可在新居网平台上浏览、咨询公司的定制家具产品及服务内容，与在线导购客服人员沟通、互动；线下再由实体店设计师跟进后续设计、方案制作、下单等服务，通过线上引流线下服务的方式来实现产品的销售。本次募投营销网络建设等项目将有利于渠道进一步扩张。
- **“C2B+O2O”商业模式独树一帜，工业 4.0 典范：**公司以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托于新居网互联网营销服务平台及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，实现“尚品宅配”和“维意定制”两个品牌全屋定制的个性化设计和规模化生产。前端利用 O2O 模式进行客户吸引，并使用 C2B 模式满足消费者需求；中端在柔性化生产工艺的基础上采用虚拟制造技术，材料利用率比传统成品家具高出 3%-5%，是传统产业转型升级工业 4.0 的典范；后端交货周期控制良好、安装成功率高、售后服务口碑好。商业模式上，公司在 ERP 管理系统和供应链管理方面具有突出优势。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为国内首创全屋定制的龙头企业，依托于圆方软件系统和大数据技术基因，在品牌和渠道上均具备了一定先发优势。我们预计公司 17 / 18 年的收入增速分别为 30% / 35%，对应收入分别为 52.34 / 70.66 亿元；利润增速分别为 34.60% / 35.14%，对应的归母净利润分别为 3.44 / 4.65 亿元。首次覆盖给予谨慎推荐。

尚品宅配（300616.sz）

谨慎推荐 首次覆盖

分析师

马莉 轻工制造首席分析师

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

汤军

☎：(0755) 8283 9715

✉：tangjun_jg@chinastock.com.cn

郝帅

☎：(8610) 8357 1374

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

史凡可

☎：(8610) 8357 1363

✉：shifanke@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2017.3.23
收盘价（元）		192
一年内最高价（元）		201
一年内最低价（元）		-
上证指数		3248
市净率		9.03
总股本（亿股）		1.08
实际流通股（亿股）		0.27
流通股市值（亿元）		49.83

目 录

一、定制家具行业具高成长性	3
(一) 内销驱动消费升级, 定制家具长足发展	3
(二) 三线城市地产向好, 龙头高速增长	4
(三) 定制家具的发展方向是全屋定制	6
二、全屋定制翘楚, 管理团队优异	6
(一) 公司发展历程	6
(二) 公司股权结构和管理团队	7
三、定制产品多元化, 募资助力渠道再扩张	9
(一) 产品: 首创 C2B 全屋定制, 品牌多元化	9
(二) 渠道: 自营比例较重, O2O 联动发展	12
(三) 借助资本市场实现生产、渠道再扩张	15
四、主要财务指标分析	17
(一) 收入大幅增长, 盈利具有改善空间	17
(二) 存货周转率向好, 经营现金流稳定	18
五、盈利预测	19

一、定制家具行业具高成长性

(一) 内销驱动消费升级，定制家具长足发展

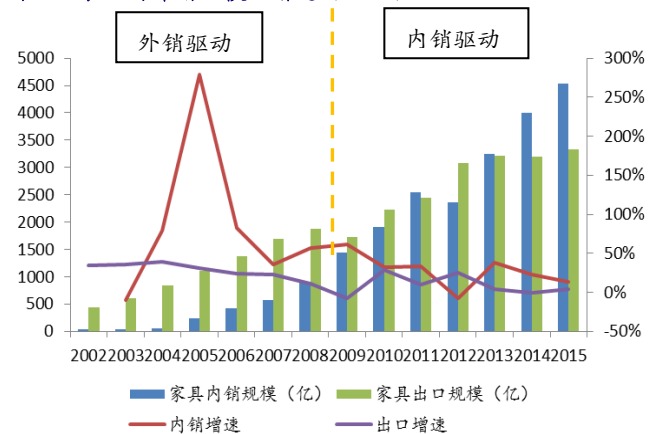
据国家统计局数据显示,我国家具制造业的主营业务收入从2007年的2361亿元增至2016年的8560亿元(统计口径为商品销售总额500万元以上、年末从业人员60人以上的限额企业),年复合增速达到13.7%。随着行业日趋成熟,我国家具产业增速2011年后略有下滑,但近两年的年复合增速仍保持在10%左右。2008年金融危机以前,我国依靠成本优势成为欧美等全球家具品牌的主流代工厂,外销规模占比总规模的2/3以上。2008年以后,随着次贷危机、欧债危机等事件的陆续爆发,我国家具内销的市场份额在2011年首次超过外销。2015年,我国家具内销市场规模达到4539亿元,占比家具产业的57.7%,家具行业发展的驱动力逐渐由外销转变为内销。

图 1: 我国家具产业主营业务收入(亿元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 2: 家具内外销规模及增速(亿元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

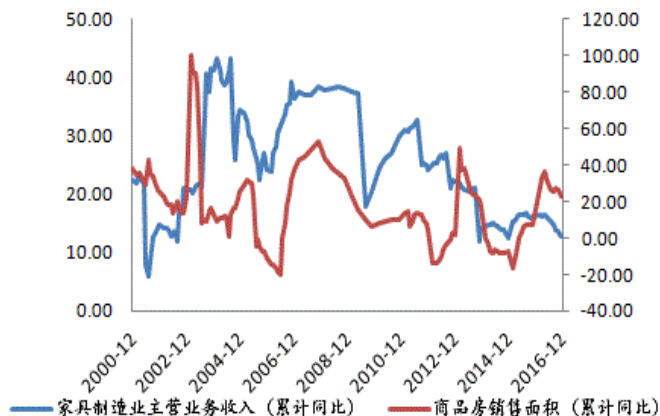
我国内生消费需求催化了国内定制家具的发展。一方面,由于房价较高且人均居住面积相对有限(美国人均居住面积 67 平方米、我国人均居住面积仅 36 平方米;美国平均房价 6630 元/平方米、我国平均房价约 1.29 万/平方米),高效的利用居住空间成为大多数消费者进行家具购买的最大痛点;另一方面,在消费升级的大背景下,消费者更多的希望在居家生活中融入自主创意和个人风格元素,对家具产品的消费需求由过去的被动式接受向主动式设计进行转化。近年来定制家具产业发展迅速,对传统家具和手工家具形成了一定的替代。

据尚品宅配招股说明书披露,目前成品家具仍占据我国家具市场 70% 以上的市场份额,而定制家具的市场份额占比仅 20%,其行业年复合增速在 15%-20%,超过家具行业的平均水平。草根调研数据显示,我国定制家具品类主要集中在板材类家具如橱柜、衣柜、电视柜等。其中,定制橱柜的渗透率约达到 60%,以每年 1%-2% 的速度提升;定制衣柜的渗透率约在 30%,以每年 3%-4% 的速度提升;而其他柜类的渗透率相对较低,渗透率的提升速度也相对更快。我们认为,定制家具符合消费升级趋势且渗透率提升空间较大,具有较高的成长性。

(二) 三线城市地产向好，龙头高速成长

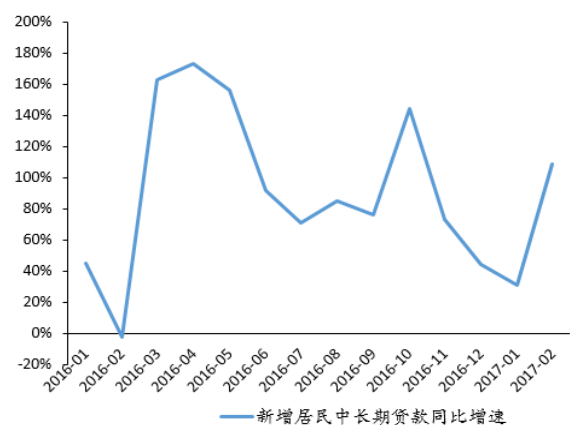
我国家具行业的增速与地产行业的增速趋势大致吻合，相较地产行业约有 5-12 个月左右的滞后期，因此地产周期的研究对家具产业销售情况的判断十分重要。我们从按揭贷款和新房销售两个维度来判断目前地产的景气周期：(1) 按揭贷款购房是居民购房的主要方式，新增居民中长期贷款的同比增速反映了住宅销售的景气程度。从数据来看，2016 年 10 月以来，受限购政策出台影响，新增居民中长期贷款同比增速出现四个月下滑，但自 2017 年 1 月起，同比增速已经止跌回升，目前升值 2016 年 10 月高点。(2) 从城市新房销售面积来看，去年三四线城市房地产去库存化成效显著，2016 年 10 月以来表现明显好于一二线，2017 年 2 月三线城市商品房成交面积同比增速为+9%，大幅领先一/二线增速-15% / -6%。我们认为，今年地产周期增长的驱动因素在于三四线城市，而三四线城市的住房需求还会进一步释放。

图 3：商品房销售面积 vs 家具制造产值同比 (%)



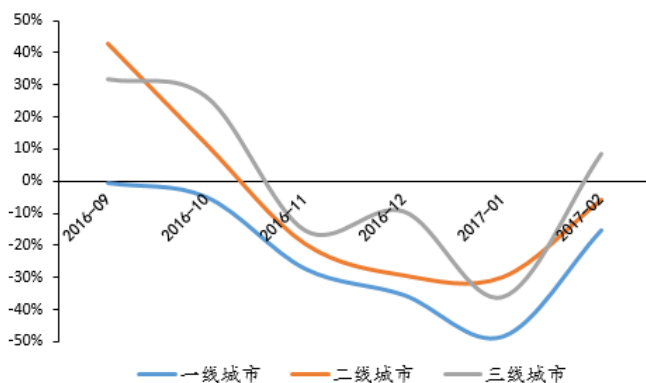
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 4：新增居民中长期贷款同比增速 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 5：一、二、三线城市商品房成交面积同比增速 (%)

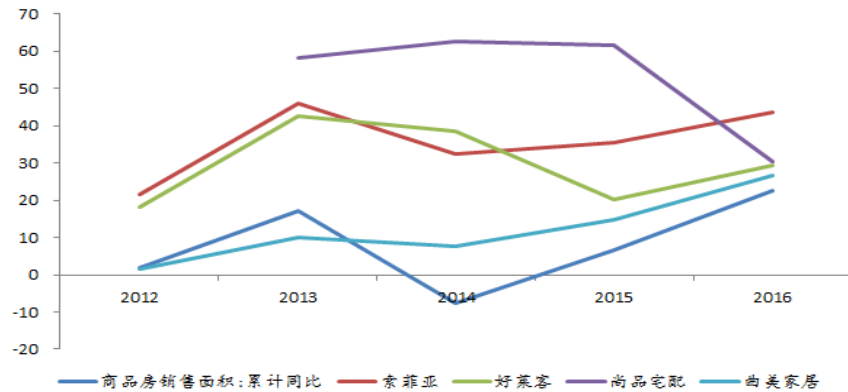


资料来源：WIND，中国银河证券研究部

根据历史数据判断，定制家具龙头企业的增长普遍大幅超越地产和行业周期。2013-2016 年，我国商品房销售面积的年复合增速约为 9.68%（与家具行业总产值的年复合增速相近），而索菲亚、好莱客、曲美、尚品宅配四家主要定制家具企业收入的年复合增速达到 35.01%。

我们认为导致这一现象的原因主要包括两点：1、随着渗透率的不断提升，定制家具行业持续处于上升通道；2、品牌力较强的龙头企业渠道拓展能力尤为突出。

图 6：商品房销售面积 vs. 定制家具企业收入增速（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

（三）定制家具的发展方向是全屋定制

定制家具企业的服务包括了从前端产品设计、中端生产、到后端安装的完整流程。相对于成品家具，一方面个性化设计的定制家具较难实现批量生产，一方面现场产品设计、后期安装服务等都对消费者的购买体验产生影响。因此，定制家具行业对企业的信息处理能力、柔性化生产能力及服务管理能力都存在很高的要求，兼具规模与品质的定制家具企业将拥有深厚的品牌护城河。

图 7：定制家具企业服务流程



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究部

表 1：主要定制家具企业设计、生产、营销对比

企业	设计能力	生产能力	营销能力
尚品宅配	依托于圆方软件多年积累的“房型库”、“产品库”、“空间解决方案库”三大数据库，利用 3D 虚拟现实技术为消费者展示整体家居效果图。	通过虚拟制造技术对订单进行审核、拆单、排产，实现了大规模定制的柔性化生产工艺	通过新居网实现“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌定制家具的 O2O 营销

曲美家居	通过线上线下专业的空间设计师团队和 OAO “云” 设计平台提供免费的个性化设计方案。	与德国舒乐商务咨询公司合作提高材料利用率；实现多功能、多工艺、多工序，小范围内加工完成的加工岛的生产概念。	以 4.0 版生活馆呈现八大产品系列，为客户提供餐厅、客厅、卧室、书房、衣帽间、阳台空间的综合解决方案
好莱客	率先与专业软件企业合作开发软件设计系统，引入 3D 云设计平台，全面升级智能制造软硬件以及内外对接、全覆盖的信息系统。	在广州、惠州、从化三个生产基地布局信息化柔性生产线、建立智能化仓储物流系统。	成立定家子公司专营电子商务业务，线下与线上互助达到推广与营销的优化。
索菲亚	拥有索菲亚店面设计系统“设计云”，即产品图库。消费者可以从库里选择定制套餐(3d 效果图)，设计师则可以直接读取该图的图纸，简单修改尺寸以后直接发到工厂生产。	自 2012 年底开始逐步在全国生产基地投入柔性化生产线。能够进行标准件批量化生产，非标件柔性化生产。	官方自建电商商城，并和天猫、京东、齐家网、舒适易佰、土巴兔等电商网站及互联网家装公司的合作。线上聚集客流，再由经销商执行订单，打造“线上引流+线下服务”的消费闭环。
欧派集团	采用“模组化生产方式”，通过几百个产品模块，可以组合出成千上万种柜子。	自主研发的订单排产系统能够以一个批次的生产容量为单位，为同批次板材制定科学的裁板方案，板材利用率达到 90%以上。	线上打造 BizOrder 电子商务平台。线下以经销商模式为主。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

和国外定制家具企业发展路径类似，我国定制家具企业也多以衣柜、橱柜等细分单品为起点。随着企业自身生产工艺和服务管理能力的日趋成熟，近年来龙头家具企业纷纷延伸品类，逐渐进军全屋定制。例如上市公司中的索菲亚以定制衣柜为起点，2014 年成立司米橱柜，扩展业务范围至定制橱柜系列；同样以衣柜为起点的好莱客于 2016 年确立全屋定制的发展战略；橱柜龙头欧派目前的业务范围已经延伸至定制橱柜、衣柜、卫浴、木门等多个空间；曲美和尚品宅配则基本已经实现“全屋定制”，定制家具产品品类齐全。

二、全屋定制翘楚，管理团队优异

尚品宅配于 2004 年 4 月 19 日成立，是一家强调依托高科技创新性迅速发展的家具企业，在国内创新性地提出数码化定制的概念。公司主要从事全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品的销售，并向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务。

尚品宅配上市前经营状况良好，公司业绩呈现快速增长的态势：2014-2016 年，公司的营业收入由 19.12 亿元增至 40.26 亿元，CAGR 高达 45.10%；归母净利润由 1.3 亿元增至 2.56 亿元，CAGR 高达 40.33%。

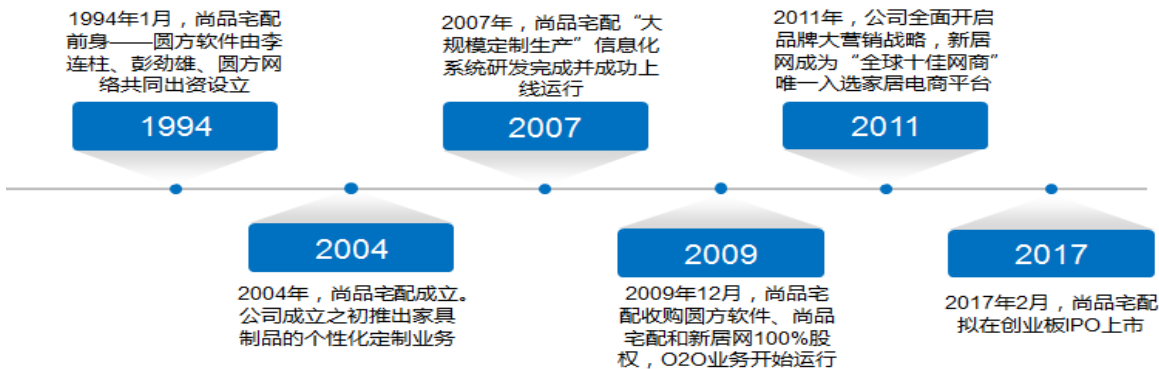
（一）公司发展历程

公司发展历程可分为四个阶段：第一，公司前身圆方软件成立；第二，尚品宅配成立；第

三，进入快速增长期；第四，步入品牌大营销时代。

- 第一阶段，公司前身圆方软件成立：1994 年，尚品宅配前身——圆方软件由李连柱、彭劲雄、圆方网络共同出资设立。圆方软件主要从事装修和家具设计软件的研发。经过 10 年发展，圆方软件在国内装修软件市场占有率高达 90%。
- 第二阶段，尚品有限成立：2004 年，李连柱、周淑毅、彭劲雄、欧阳浩、吴璟共同出资 150 万元设立尚品有限责任公司并创立“尚品宅配”家具品牌，从事定制家具的连锁销售。2006 年初，尚品宅配建成首个数码化家具生产基地，实现了定制产品的大规模生产。2007 年，尚品宅配“大规模定制生产”信息化系统研发完成并成功上线运行。
- 第三阶段，业务延伸和整合：2008 年，尚品宅配开发了能满足全屋家具需求的第一套“元产品”系统，实现了从单一产品定制化向综合解决方案定制的转变。为继续发挥定制家具业务的协同性，尚品有限于 2009 年 11 月先后收购圆方软件、新居网和佛山维尚 100% 股权，企业变更为从事全屋板式家具的定制生产及销售，并向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务的综合性家居企业。
- 第四阶段，步入品牌大营销时代：2011 年，公司签约一线影星周迅为形象代言人，全面开启品牌大营销战略。2012 年 10 月，尚品有限依法整体变更为股份有限公司，并先后设立广州维意、北京维意、武汉尚品等全资子公司，在全国范围内拓展销售业务。

图 8：尚品宅配历史发展阶段

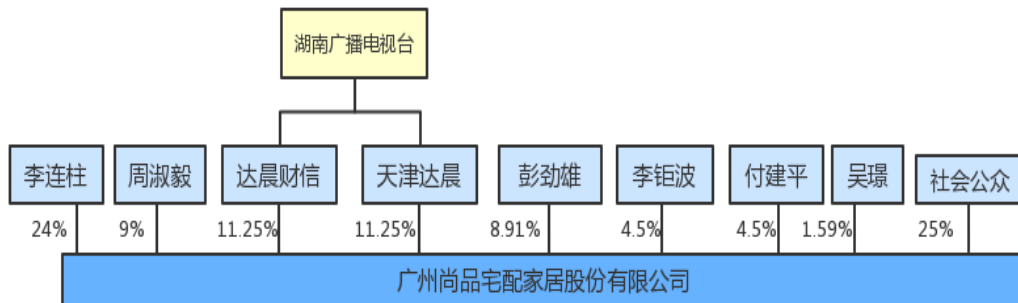


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（二）公司股权结构和管理团队

尚品宅配上市前的总股本为 8100 万股，2017 年 2 月 23 日首次公开发行 2700 万股新股。公司的控股股东和实际控制人为李连柱和周淑毅，考虑上市后股本稀释，两人继续分别直接持有公司 24.00% 和 9.00% 的股权，合计共同持有公司 33.00% 的股权。

图 9：尚品宅配 IPO 后的股权结构图



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

公司管理团队优秀，第二届董事会成员 9 名，其中 3 名为独立董事。公司的董事会成员学历水平普遍较高，其中 5 人取得重点大学硕士学历，2 人为重点大学教授。公司创始人之一，董事长李连柱先生曾任中国家具协会副会长、中国室内装饰协会副会长，家具、装饰设计经验丰富。公司其余董事从业经历涉及家居、网络科技、创业投资等领域。

表 2：公司管理团队履历

姓名	职务	任期	个人简历
李连柱	董事长	2018/7/23	华南理工大学机械制造专业硕士，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。曾获“2012 年广东十大经济风云人物奖”。
周淑毅	董事、总经理	2018/7/23	华南理工大学机械学硕士，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，曾获 2010 年“全国劳动模范”称号、2010 年亚运会火炬手、“2012 年全国轻工业企业信息化科技人才奖”、2013 年度广东省科学技术奖一等奖获奖成员，现兼任佛山维尚总经理。
彭劲雄	董事、副总经理	2018/7/23	华南理工大学硕士，曾任圆方软件副总经理，现兼任圆方软件监事。
付建平	董事、副总经理	2018/7/23	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。2006 年开始任职于佛山维尚，现任佛山维尚执行董事、佛山市南海区政协第十二届委员会委员；兼任广州维意监事、北京维意监事。

肖冰	董事	2018/7/23	暨南大学硕士，曾任职于湖南省计委工业处、香港中旅经济开发有限公司、湖南电广传媒股份有限公司。 现任深圳市达晨创业投资有限公司董事等职务。
傅忠红	董事	2018/7/23	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、广东省技术改造投资有限公司投资部经理、广东光存储科技有限公司副总经理、广州科技创业投资有限公司 IT 投资总监。 现任深圳市达晨创业投资有限公司监事等职务。
孔小文	独立董事	2018/7/23	暨南大学管理学院教授，兼任中国工业经济协会理事、 广东省国际税收研究室理事、 广州市房地产协会常务理事。
崔毅	独立董事	2018/7/23	华南理工大学工商管理学院教授，兼任多家公司独立董事。
赵俊峰	独立董事	2018/7/23	律师；现任广东广信君达律师事务所合伙人、律师、广东省金融发展研究会监事。


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

三、 定制产品多元化，募资助力渠道再扩张

（一）产品：首创 C2B 全屋定制，品牌多元化

公司首创 C2B 全屋定制，主要产品包括卧室、书房、儿童房、客厅、餐厅、厨房等家居空间所需的板式定制家具以及沙发、床垫、饰品等配套家具，兼营向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的技术服务。公司旗下现在主要拥有“尚品宅配”和“维意定制”两个品牌。其中，尚品宅配全屋定制、设计风格种类较多，而维意家具则从衣柜定制开始、设计风格偏国外元素。

表 3: 公司部分产品展示

应用空间	定制家具分类	图片展示
客厅	整体衣柜、衣帽间、定制床、飘窗利用、装饰柜组合、电视柜组合	

书房

书柜组合、直角书桌组合、
转角书桌组合、多功能室、
榻榻米



客餐厅

电视柜组合、餐柜组合、沙
发茶几组合、鞋柜组合、隔
断柜组合、吧台组合



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

公司在全屋定制的基础上融入配套家居产品,同时推出家居行业设计软件及信息化整体解决方案,形成多元化的业务结构。2016 年,公司定制家具实现收入 32.78 亿元, 占比总收入的 81.41%, 是公司最主要的收入来源; 公司第二大收入来源为配套家居产品, 2016 年实现收入 5.92 亿元, 占比总收入的 14.69%; 软件及技术服务和 O2O 引流服务收入占比较小但毛利率最高, 2016 年收入达到 8550 万元和 5986 万元, 分别占比总收入的 2.12%和 1.49%。公司软件及技术服务、O2O 引流的毛利率近 100%, 软件及服务的销售有利于公司毛利率水平的提升。

表 4: 公司产品收入结构 (单位: 百万元)

	2013	2014	2015	2016
定制家具产品				
销量 (万件)	-	61	94	128
平均售价 (元)	-	2552	2550	2561
营业收入	969	1549	2400	3278
YOY	59.57%	59.80%	54.93%	36.57%
总占比	82.49%	81.01%	77.73%	81.41%
毛利率	46.10%	44.43%	45.91%	47.22%
配套家居产品				
营业收入	130.2	275.8	565.2	591.5
YOY	52.95%	111.88%	104.96%	4.65%
总占比	11.08%	14.42%	18.31%	14.69%
毛利率	27.20%	31.70%	30.75%	28.61%
软件及技术服务				
营业收入	58.05	59.60	66.90	85.50
YOY	42.59%	2.67%	12.25%	27.80%

总占比	4.94%	3.12%	2.17%	2.12%
毛利率	95.01%	95.09%	95.24%	95.26%
020 引流服务				
营业收入	4.03	13.79	46.25	59.86
YOY	-	250.00%	228.57%	30.43%
总占比	0.34%	0.72%	1.50%	1.49%
毛利率	87.69%	88.72%	88.28%	85.29%
主营收入	1175	1912	3088	4026

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 5：公司主要配套家具情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016
沙发			
营业收入	84.18	127.23	119.46
YOY	-	6.50%	-33.84%
占比（配套家具）	30.52%	22.51%	20.20%
床垫			
营业收入	63.88	123.57	164.33
YOY	-	93.44%	32.99%
占比（配套家具）	23.16%	21.86%	27.78%
餐桌椅			
营业收入	15.78	54.48	62.2
YOY	-	245.25%	14.17%
占比（配套家具）	5.72%	9.64%	10.52%
软床			
营业收入	13.63	42.8	26.01
YOY	-	214.01%	-39.23%
占比（配套家具）	-	0.34%	0.72%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

目前公司的产能基地在佛山，由全资子公司佛山维尚负责公司产品的生产制造。相对于其他定制家具企业，公司在生产流程中采用大规模定制的柔性化生产工艺，由订单处理中心对订单进行审核、拆单、排产，将一定数量同类板材的订单合并成一个加工批次并形成加工、分拣、分包、入库等指令，按照批次而不是按照订单组织生产，有效解决了定制家具个性化与规模化生产矛盾的难题，是工业 4.0 的典范。

2016 年公司的产能约为家具 142 万件。随着销售规模的扩张，现有生产设施已基本处于满负荷状态，近 3 年产能利用率及产销率均在 90%以上。为保证业绩持续高速增长，公司拟募投资金 8.23 亿元用于智能制造生产线建设项目，对定制家具进行产能扩充。预计该项目 2018 至 2020 年达产率分别为 30%、80%和 100%，基本能够保证公司未来 3-5 年的增长需求。

表 6: 定制家具产能、产销量 (单位: 万件)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产量 (万件)	62.79	95.49	128.06
产能 (万件)	69.67	104.81	142.07
产能利用率	90.13%	91.11%	90.13%
销量 (万件)	60.7	94.12	127.98
产销率	96.67%	98.56%	99.94%

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

(二) 渠道: 自营比例较重, O2O 联动发展

公司的产品销售分为线上线下两个部分, O2O 充分互动: 线上消费者通过新居网平台浏览、咨询公司的定制家具产品及服务内容, 与在线导购客服人员沟通、互动; 线下再由实体店设计师跟进后续设计、方案制作、下单等服务, 通过线上引流线下服务的方式来实现产品的销售。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一定比例收取引流服务费。公司线下的销售和服务则主要通过直营、加盟的实体店来实现。

和其他定制家具公司不同的是, 公司的直营和加盟模式收入占比各半, 直营比例相对较重。截至 2016 年 12 月, 公司共拥有直营店 76 家、加盟店 1081 家, 且未来 3 年计划继续增加标准直营店 70 多家 (其中 30 家直营店通过本次募集资金实现)、增加加盟店 1000 家以上。2016 年, 公司直营店实现收入 19.02 亿元, 占比公司收入的 49.15%; 加盟店实现收入 19.68 亿元, 占比公司收入的 50.85%。

表 7: 尚品宅配直营、加盟收入情况 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016
营业收入 (百万元)	1912	3088	4026
YOY (%)	62.72%	61.47%	30.39%
直营收入 (百万元)	787	1391	1902
YOY (%)		76.67%	36.69%
收入占比 (%)	43.15%	46.91%	49.15%
门店数量 (家)	68	79	76
单店收入 (万元)	1158	1761	2502
YOY (%)		52.07%	42.09%
加盟收入 (百万元)	1037	1574	1968
YOY (%)		51.74%	24.99%
收入占比 (%)	56.85%	53.09%	50.85%
门店数量 (家)	901	994	1081
单店收入 (万元)	115	158	182
YOY (%)		37.54%	14.93%

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

(1) 直营：旗舰店和购物中心店为主

相较于加盟模式，直营模式在加强终端销售管控能力、获得消费者需求特征第一手信息等方面具有比较优势。公司重视直营店的发展，目前直营店的选址主要覆盖广州、北京、上海等一线及省会城市。截至 2016 年 12 月，公司直营店面已达到 76 家，其中“尚品宅配”品牌直营店 50 家，“维意定制”品牌直营店 26 家。

公司的直营店主要分为旗舰店、购物中心店、其他店铺三种。2016 年，公司直营模式的旗舰店、购物中心店的收入分别为 10.92 亿、7.34 亿，同比分别增长 57.3%、27.7%；单店收入分别为 8397 万元、1323 万元，同比分别增长 2.8%、16.2%。2014-2016 年，公司直营业务收入的复合增速达到 55.40%。对比直营店的单店收入变化，我们认为新开店是收入增长的主要驱动力。

表 8：历年直营店收入的具体情况（单位：百万元）

直营店类型	2014		2015		2016		YOY	单店
	收入	单店	收入	YOY	单店	收入		
旗舰店	365	104.28	694	90%	81.66	1092	57%	83.97
购物中心店	271	8.60	575	112%	11.38	734	28%	13.23
其他店铺	152	7.05	122	-19%	8.42	76	-38%	8.43

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(2) 加盟：总收入和同店收入稳定增长

加盟模式的优势主要体现在节约公司资金投入、降低店面投资风险，有利于企业进行全国性营销网络的快速扩张。公司的加盟店发展较快，目前主要覆盖深圳、武汉、杭州等一二线城市。截至 2016 年末，公司加盟店数量已达到 1081 家，实现销售收入 19.68 亿元，近 3 年营收复合增速约为 37.72%。

2014 年起，公司要求加盟商综合考虑所处城市的经济状况、选址的地理位置及客流情况开设购物中心店，并将购物中心店的开设数量纳入加盟商的考核体系。截至 2016 年底，公司加盟模式的购物中心店约有 498 家，单店收入约为 213 万元，同比分别增长 47.3%、1.9%，可见加盟模式的增长也主要依赖于开店。

表 9：历年加盟店收入的主要情况（单位：百万元）

加盟店类型	2014		2015		2016		YOY	单店
	收入	单店	收入	YOY	单店	收入		
购物中心店	174	1.24	696	299%	2.09	1062	52%	2.13
其他店铺	863	1.23	878	2%	1.43	972	11%	1.81

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

经销和直营是消费型企业开拓渠道的两种主要模式。其中，经销模式轻资产，方便企业渠道的快速扩张；而直营模式方便企业更有效的进行渠道管控，也有利于企业获取终端信息。大部分定制家具企业，如索菲亚、好莱客、欧派集团、曲美家居等均以经销模式为主，直营店在十几家左右，而索菲亚、好莱客的经销渠道收入占比更占其总收入的 90% 以上。尚品宅配是定

制家具上市公司中唯一直营、经销共同发展的企业。

表 10: 定制家具企业销售模式对比

销售模式		索菲亚	好莱客	曲美家居	欧派集团	尚品宅配
		经销商专卖店为主、直营店为辅	以经销商为主、直营店为辅	直营、经销相结合，经销模式为主	经销商模式为、直营模式为辅	直营、经销收入占比各半
收入占比		2016 年 1-6 月	2014 年 1-9 月	2015 年	2015 年	2016 年
	经销	93%	92.36%	78.80%	84.70%	50.85%
	直营	4.65%	6.79%	21.20%	3.46%	49.15%
	其他	2.35%	0.85%	-	11.84%	-
店面数量		2016 年 6 月	2016 年 6 月	2016 年 6 月	2015 年 12 月	2016 年 12 月
	经销	衣柜专卖店 1700 家; 橱柜专卖店 391 家	专卖店 1200 多家	专卖店 698 家	专卖店 4139 家	加盟店 1081 家
	直营	-	15 家	14 家	16 家	76 家

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 中国银河证券研究部

两种渠道模式导致企业的毛利率、净利率等指标出现分化。直营产品直接销售至终端, 产品售价相对较高, 但店铺成本和人力成本也会对应增加。因此, 直营收入占比较重的企业毛利率水平较高, 但净利率水平较低。体现在 5 家上市企业中, 2016 年尚品宅配的毛利率为 46.11%, 其他 4 家企业最新公布的毛利率平均水平约为 36.83%; 尚品宅配的净利率为 6.35%, 其他 4 家企业最新公布的净利率平均水平约为 12.57%。

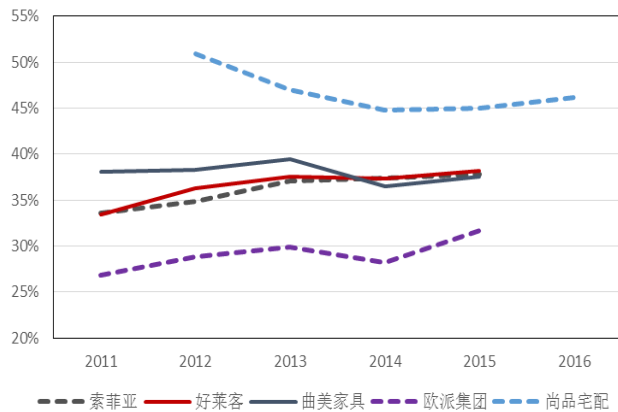
表 11: 定制家居企业主要财务指标对比

	项目	2012	2013	2014	2015	2016Q3/2016
索菲亚	营业收入(亿元)	12.22	17.83	23.61	31.96	29.71
	YOY	21.73%	45.98%	32.39%	35.35%	43.47%
	毛利率	34.90%	37.05%	37.36%	37.80%	36.38%
	净利润(亿元)	1.73	2.45	3.27	4.59	4.08
	YOY	28.55%	41.37%	33.51%	40.42%	48.04%
	净利率	14.18%	13.73%	13.85%	14.36%	13.73%
好莱客	营业收入(亿元)	4.55	6.5	9.01	10.82	9.55
	YOY	18.28%	42.71%	38.69%	20.08%	29.23%
	毛利率	36.27%	37.60%	37.34%	38.17%	39.68%
	净利润(亿元)	0.6	1.01	1.41	1.62	1.54
	YOY	30.16%	66.88%	40.55%	14.94%	45.83%
	净利率	13.24%	15.48%	15.69%	15.01%	16.12%
尚品宅配	营业收入(亿元)	7.42	11.75	19.12	30.88	40.26
	YOY	-	58.39%	62.72%	61.51%	30.38%

	毛利率	50.96%	47.01%	44.82%	46.19%	46.11%
	净利润(亿元)	0.76	1.17	1.3	1.4	2.56
	YOY	-	53.63%	11.39%	7.69%	82.86%
	净利率	10.25%	9.94%	6.81%	4.52%	6.35%
欧派集团	营业收入(亿元)	28.79	39.95	47.51	56.07	-
	YOY	29.68%	38.78%	18.92%	18.02%	-
	毛利率	28.84%	29.86%	28.23%	31.65%	-
	净利润(亿元)	1.94	2.39	3.85	4.88	-
	YOY	138.49%	23.56%	60.89%	26.78%	-
	净利率	6.73%	5.99%	8.11%	8.61%	-
曲美家居	营业收入(亿元)	9.23	10.17	10.94	12.55	11.26
	YOY	1.65%	10.18%	7.57%	14.72%	26.80%
	毛利率	38.30%	39.42%	36.48%	37.59%	39.61%
	净利润(亿元)	0.91	1.13	1.00	1.17	1.33
	YOY	16.67%	24.18%	-11.50%	17.00%	60.24%
	净利率	9.81%	11.12%	9.19%	9.31%	11.83%

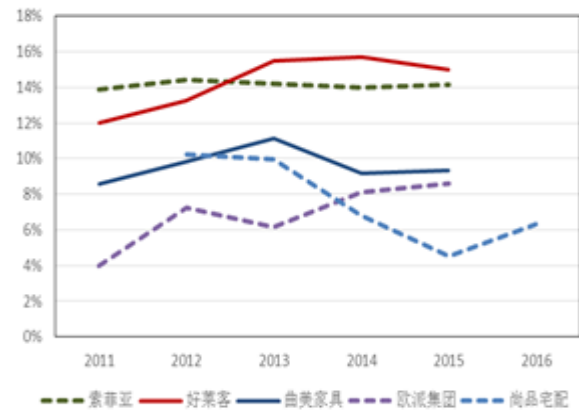
资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 10: 定制家具企业毛利率对比 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 11: 定制家具企业净利率对比 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

(三) 借助资本市场实现生产、渠道再扩张

公司此次 IPO 募集资金总额 13.73 亿元, 募投项目分别为: 1) 智能制造生产线建设项目 (8.23 亿元); 2) 营销网络建设项目 (2.31 亿元); 3) 互联网营销 O2O 推广平台项目 (2.08 亿元); 4) 家居电商华南配套中心建设项目 (1.11 亿元)。

公司目前的产能利用率接近饱和, 本次拟在佛山建设的投资项目“智能制造生产线建设项

目”和“家居电商华南配套中心建设项目”将有效解决公司在定制家具生产端产能不足的问题，扩大配套家居产品仓储规模、建立配套家居产品专门的物流中心，保证公司未来 2-3 年的销售扩张。此外，公司拟通过募投项目在繁华商圈新设直营店 30 家，有利于渠道进一步扩张。

表 12：公司 IPO 募投项目

项目名称	拟投入募集资金（亿元）
智能制造生产线建设项目	8.23
营销网络建设项目	2.31
互联网营销 O2O 推广平台项目	2.08
家居电商华南配套中心建设项目	1.11
合计	13.73

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（四）公司看点：商业模式独树一帜，工业 4.0 典范

公司在全国首创“C2B+O2O”商业模式：以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托于新居网互联网营销服务平台及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，实现“尚品宅配”和“维意定制”两个品牌全屋定制的个性化设计和规模化生产。

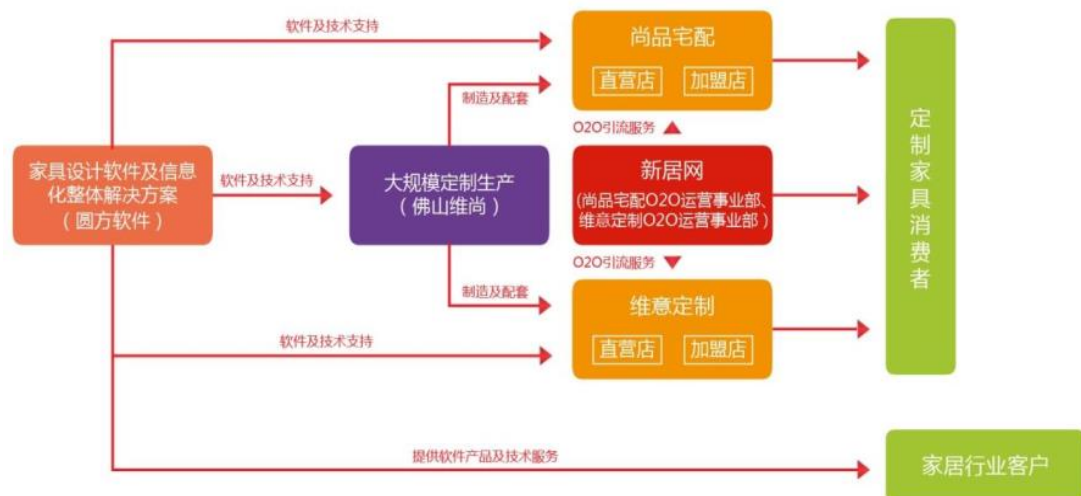
1、前端：公司在线上主要依托于新居网互联网营销服务平台来进行客户吸引，并将客户引流至实体店面，若引流至经销商则按比例分成；线下，公司依托于圆方软件多年积累的“房型库”、“产品库”、“空间解决方案库”三大数据库，利用 3D 虚拟现实技术为消费者展示整体家居效果图，完成 C2B 个性化家具定制方案的设计。

2、中端：在佛山维尚大规模定制柔性化生产工艺的基础上，通过虚拟制造技术对订单进行审核、拆单、排产，拆排审单人员合计仅 200 人，效率优于行业平均。此外，公司的材料利用率比传统成品家具高出 3%-5%，是传统产业转型升级工业 4.0 的典范。

3、后端：公司的产能布局主要在佛山，但交货周期控制良好，包括新疆等地在内的全国平均交付周期均能够保证在一个月以内。此外，公司后期家具安装的一次性成功率较高，售后服务具有较好的口碑。

我们认为，基于公司自身的互联网基因，公司在前端方案设计能力和后端家具服务能力都具有先发优势，且在 ERP 管理系统和柔性供应链生产方面优势均较为突出。目前尚品宅配已经实现了全屋定制家具的个性化设计和规模化生产，引领家具行业由传统生产型企业向现代服务业转变。

图 12：尚品宅配商业模式



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

四、 主要财务指标分析

(一) 收入大幅增长，盈利具有改善空间

营收快速增长，成本趋势向好。公司营收近年实现快速增长，店面扩张是收入增长的主要驱动力。2012-2016年，公司收入由7.41亿元增至40.26亿元，年复合增速高达40.3%。2016年由于同年新开店数目较少（自营-3，加盟+87），2016年公司收入同比增速略有下滑至30.39%。成本方面，随着公司柔性化生产系统的完善，其成本增长较规模扩张更慢，趋势向好。随着募投项目投入后公司营销网络的进一步建设，预计公司年收入将保持40%以上的增长。

毛利率水平较高。2012-2016年，公司的毛利率水平平均保持在45%以上的水平，高点达到50%以上，高于行业平均。这主要是公司自营业务占比较重，产品大部分直接销售至终端客户所致。公司未来的扩张渠道仍以自营和加盟方式并重，预计公司的毛利率水平未来3年将继续维持在45%以上的水平。

表 13：公司历年收入、成本、毛利率（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	742	1175	1912	3088	4026
YOY		58.39%	62.72%	61.47%	30.39%
营业成本	364	623	1055	1700	2166
YOY		71.16%	69.44%	61.09%	27.46%
营业利润	91	136	149	153	315
YOY		49.84%	9.65%	2.41%	105.53%
毛利率	50.96%	47.01%	44.82%	44.96%	46.19%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

净利率水平相对较低。2012-2016 年公司三费率约为 37%，净利率约为 6%的水平。由于公司自营门店数量扩张，其销售费用率有所上升，2016 年在 27%左右；但随着公司管理的不断优化，公司管理费用率由 2012 年的 12%下降至 2016 年的 9%。总的来说，虽然公司毛利率水平较高，但期间费用率也相对偏高，导致公司净利率水平偏低约为 6%。

表 14: 公司历年三费率、净利率及 ROE (单位: %)

	2012	2013	2014	2015	2016
销售费用率	25.26	23.19	25.59	29.96	27.93
管理费用率	12.14	11.11	10.48	9.05	9.24
财务费用率	0.09	0.09	0.07	0.08	0.07
三费率	37.49	34.39	36.15	39.09	37.24
净利率	10.25	9.94	6.81	4.52	6.35
ROE	33.89	41.31	32.03	25.79	35.36

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

净利润增长较快。2012-2016 年，公司净利润由 7600 万元增长至 2.56 亿元，年复合增速 27.5%。其中，2015 年由于公司新开自营店面较多（自营+11），同年费用率水平达到历史高位，净利润同比增长仅 7.23%。2016 年由于新开店面较少，公司净利润率恢复 6%以上水平，净利润同比增速达到 83.12%。

表 15: 公司历年收入、净利润 (单位: 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	742	1175	1912	3088	4026
YOY		58.39%	62.72%	61.47%	30.39%
净利润	76	117	130	140	256
YOY		53.63%	11.39%	7.23%	83.12%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

(二) 存货周转率向好，经营现金流稳定

公司定位定制，其存货周转天数在 1 个半月左右，周转效率逐年提升。相对比，公司的存货周转快于成品家具公司（美克）但慢于定制家具同行（索菲亚、曲美等），导致这个结果的原因有三个：1、公司原材料采购为贴面素板而同行公司直接采购已贴面板，公司自原料采购至完成订单的生产周期较长；2、公司直营店面收入相对比例大，期末库存高于同行；3、公司生产按照批次而不是订单组织生产（利用自主研发系统将订单中的产品拆为若干零部件，并将一定数量同类板材的订单合并为一个批次）。应收账款方面，由于公司采用先收款后发货的销售结算政策，应收账款周转率处于行业较高水平。

表 16: 公司历年存货、应收账款周转天数 (单位: 天)

	2012	2013	2014	2015	2016
存货周转天数	110.42	87.32	73.59	58.57	50.60
应收账款周转天数	10.64	4.00	0.76	0.39	0.23

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

表 17: 家具企业存货周转、应收账款周转天数对比 (单位: 天)

	存货周转天数		应收账款周转天数	
	2014	2015	2014	2015
尚品宅配	73.59	58.57	0.76	0.39
索菲亚	34	30.74	8.44	7.48
曲美家居	58.04	59.36	8.17	7.09
好莱客	19.18	18.7	2.75	1.85
欧派集团	37.71	39.55	6.52	4.67
顾家家居	84.34	80.57	15.75	19.43
喜临门	77.25	93.73	77.44	89.72
美克家居	409.56	517.76	20.08	15.82

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

公司的经营现金流趋势向好, 在 2016 年达到 7.18 亿元, 同比增长 57.8%。

表 18: 公司历年经营现金净流量 (单位: 亿元)

	2012	2013	2014	2015	2016
经营性现金流	1.05	2.22	4.16	4.55	7.18
yoy		11.43%	87.39%	9.38%	57.80%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

五、 盈利预测

我们认为, 公司作为国内首创全屋定制的龙头企业, 依托于圆方软件系统和大数据技术基因, 在品牌和渠道上均具备了一定先发优势。此次募集资金进行智能制造生产线和营销项目的建设, 将有助于公司在生产、渠道、运营等方面的全面提升。预计公司 17 / 18 年的收入增速分别为 30% / 35%, 对应收入分别为 52.34 / 70.66 亿元; 利润增速分别为 34.60% / 35.14%, 对应的归母净利润分别为 3.44 / 4.65 亿元。鉴于公司在产品设计、柔性化生产线等方面具有隐形优势, 首次覆盖给予谨慎推荐。

表 19：2017-2019 年公司财务预测（单位：百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	利润表	2016A	2017E	2018E
货币资金	787.09	633.98	1466.12	营业收入	4026.00	5233.80	7065.63
应收和预付款项	66.55	157.58	144.99	营业成本	2166.40	2816.33	3802.04
存货	296.77	634.10	622.58	营业税金及附加	43.31	56.31	76.01
其他流动资产	4.47	4.47	4.47	营业费用	1124.43	1461.76	1973.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	管理费用	371.84	483.39	652.57
固定资产和在建工程	748.94	1019.70	1340.46	财务费用	2.95	-9.76	-15.22
无形资产和开发支出	79.80	71.25	62.71	资产减值损失	5.02	2.98	2.98
其他非流动资产	85.80	49.13	12.45	投资净收益	2.51	0.00	0.00
资产总计	2069.43	2570.21	3653.79	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	营业利润	314.56	422.81	573.87
应付账款	1234.98	1434.92	2111.93	其他非经营损益	6.95	7.09	7.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	利润总额	321.51	429.90	580.96
其他负债	0.11	0.11	0.11	所得税	66.00	85.98	116.19
负债合计	1235.08	1435.02	2112.03	净利润	255.51	343.92	464.77
归属母公司股东权益	834.34	1135.19	1541.75	少数股东损益	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	255.51	343.92	464.77
股东权益合计	834.34	1135.19	1541.75	每股收益（EPS）	2.37	3.18	4.30
负债和股东权益合计	2069.43	2570.21	3653.79				
现金流量表	2016A	2017E	2018E	财务指标	2016A	2017E	2018E
净利润	255.51	343.92	464.77	毛利率	46.19%	46.19%	46.19%
折旧与摊销	90.80	171.48	221.48	销售净利率	6.35%	6.57%	6.58%
经营性现金净流量	722.66	268.30	1361.05	ROE	30.62%	30.30%	30.15%
投资性现金净流量	-339.69	-394.33	-494.33	ROA	15.45%	16.10%	15.25%
筹资性现金净流量	-32.00	-27.08	-34.58	ROIC	153.23%	371.91%	79.52%
现金流量净额	350.96	-153.11	832.14	销售收入增长率	30.39%	30.00%	35.00%
EBITDA	410.46	585.39	778.82	营业利润增长率	98.56%	29.48%	34.65%
				净利润增长率	83.12%	34.60%	35.14%

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 我国家具产业主营业务收入 (亿元)	3
图 2: 家具内外销规模及增速 (亿元)	3
图 3: 商品房销售面积 vs 家具制造产值同比 (%)	4
图 4: 新增居民中长期贷款同比增速 (%)	4
图 5: 一、二、三线城市商品房成交面积同比增速 (%)	4
图 6: 商品房销售面积 vs. 定制家具企业收入增速 (%)	5
图 7: 定制家具企业服务流程	5
图 8: 尚品宅配历史发展阶段	7
图 9: 尚品宅配 IPO 后的股权结构图	8
图 10: 定制家具企业毛利率对比 (%)	15
图 11: 定制家具企业净利率对比 (%)	15
图 12: 尚品宅配商业模式	16

表格目录

表 1: 主要定制家具企业设计、生产、营销对比	5
表 2: 公司管理团队履历	7
表 3: 公司部分产品展示	8
表 4: 公司产品收入结构 (单位: 百万元)	10
表 5: 公司主要配套家具情况 (单位: 百万元)	11
表 6: 定制家具产能、产销量 (单位: 万件)	12
表 7: 尚品宅配直营、加盟收入情况 (单位: 百万元)	12
表 8: 历年直营店收入的具体情况 (单位: 百万元)	13
表 9: 历年加盟店收入的主要情况 (单位: 百万元)	13
表 10: 定制家具企业销售模式对比	14
表 11: 定制家居企业主要财务指标对比	14
表 12: 公司 IPO 募投项目	15
表 13: 公司历年收入、成本、毛利率 (单位: 百万元)	17
表 14: 公司历年三费率、净利率及 ROE (单位: %)	18
表 15: 公司历年收入、净利润 (单位: 百万元)	18
表 16: 公司历年存货、应收账款周转天数 (单位: 天)	18
表 17: 家具企业存货周转、应收账款周转天数对比 (单位: 天)	19
表 18: 公司历年经营现金净流量 (单位: 亿元)	19
表 19: 2017-2018 年公司财务预测 (单位: 百万元)	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉 轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn