

## 尚品宅配：不一样的定制家居

分析师：韩旭 执业证书编号：S1220516030002

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

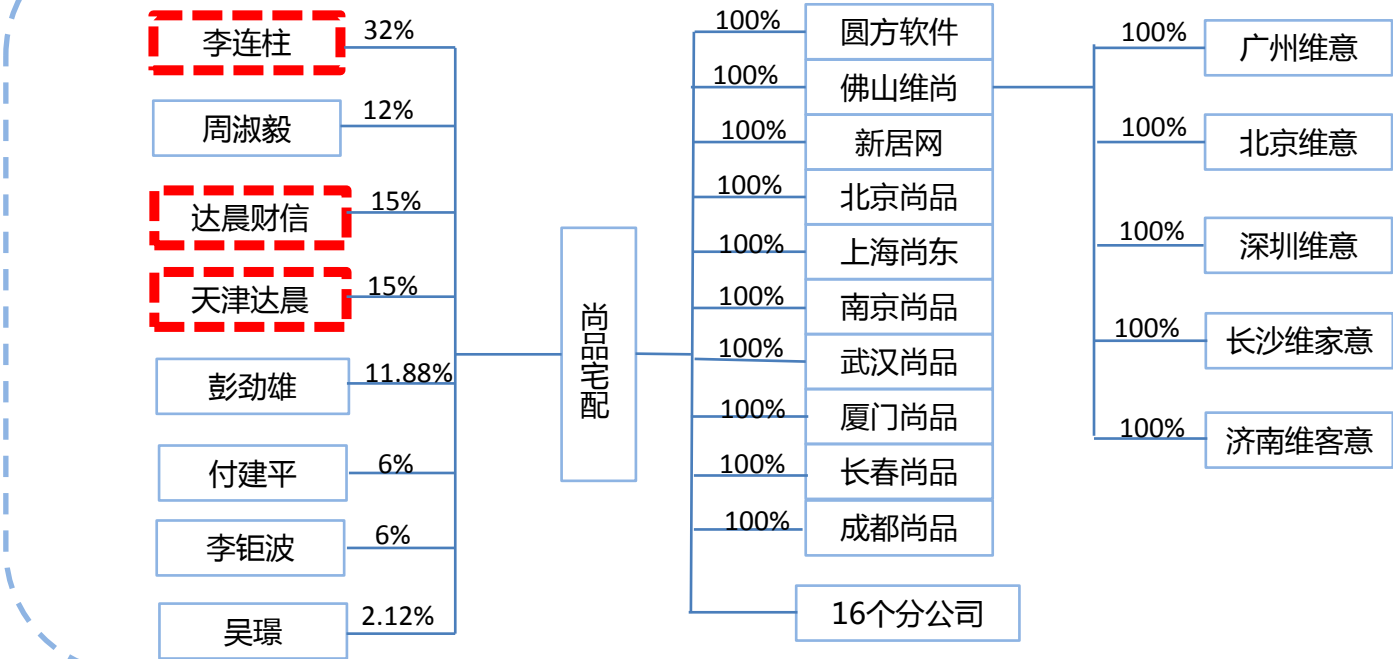
Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

主营业务

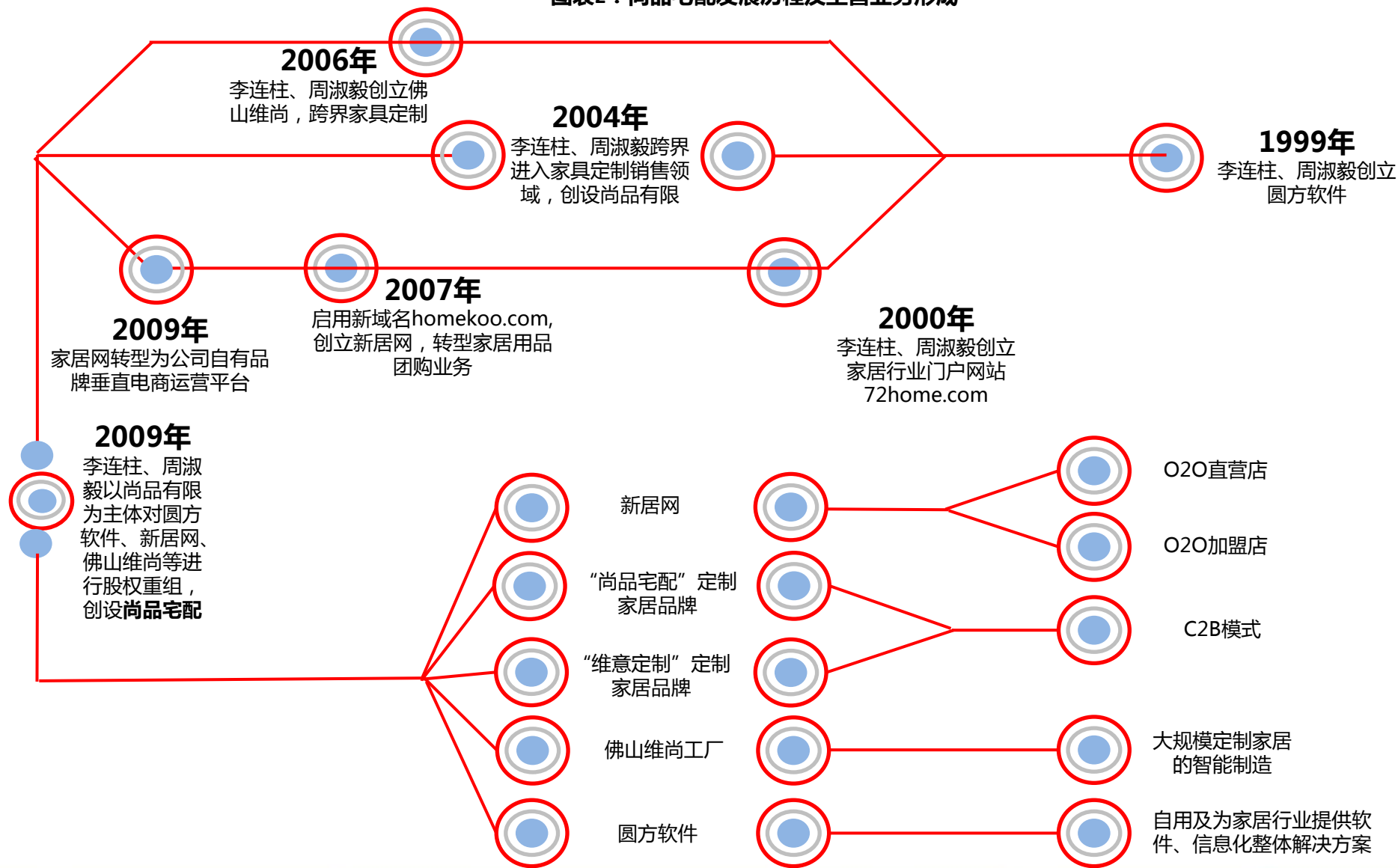
- 主要从事全屋板式家具的个性化定制生产及销售、配套家居产品销售
- 向家居同业提供软件设计及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务

股权结构

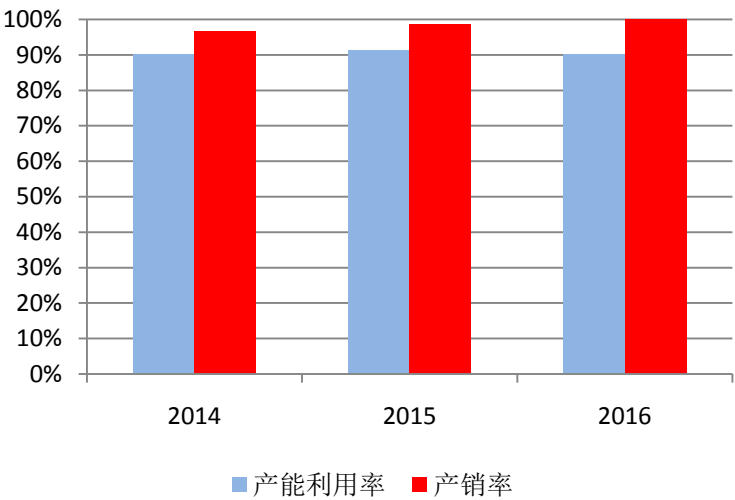
图表1：尚品宅配股权结构图



图表2：尚品宅配发展历程及主营业务形成



图表3：尚品宅配产能利用率与产销率



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

图表4：主要原材料采购单价变动情况

单位：元/张（千克、米）

原材料	计量单位	2016年度		2015年度		2014年度
		采购均价	变动幅度	采购均价	变动幅度	采购均价
板材	张	86.35	3.61%	83.34	-6.83%	89.45
铝材	千克	16.58	-4.76%	17.41	4.77%	16.62
封边条	米	0.42	-1.48%	0.43	-7.45%	0.47

数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

图表5：尚品宅配原材料采购情况

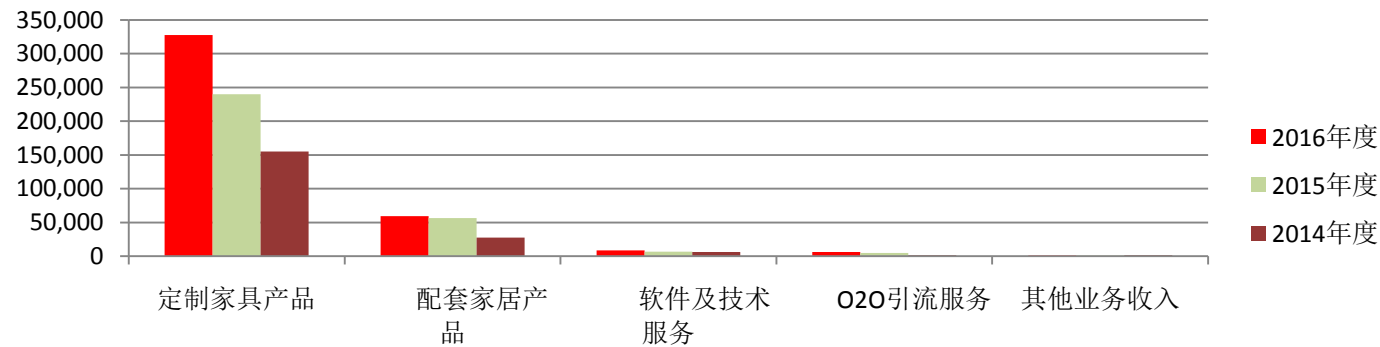
单位：万元

原材料	2016年度		2015年度		2014年度	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
板材	69,828.12	50.66%	51,924.53	50.46%	39,892.13	52.28%
五金配件	30,460.37	22.10%	19,425.72	18.88%	14,144.35	18.54%
铝条	6,205.71	4.50%	6,166.37	5.99%	4,308.49	5.65%
封边条	6,618.54	4.80%	5,119.29	4.97%	3,845.02	5.04%
包装材料	12,050.75	8.74%	9,192.99	8.93%	5,052.14	6.62%
其他	12,661.15	9.19%	11,071.75	10.76%	9,056.82	11.87%
合计	137,824.64	100.00%	102,900.65	100.00%	76,298.94	100.00%

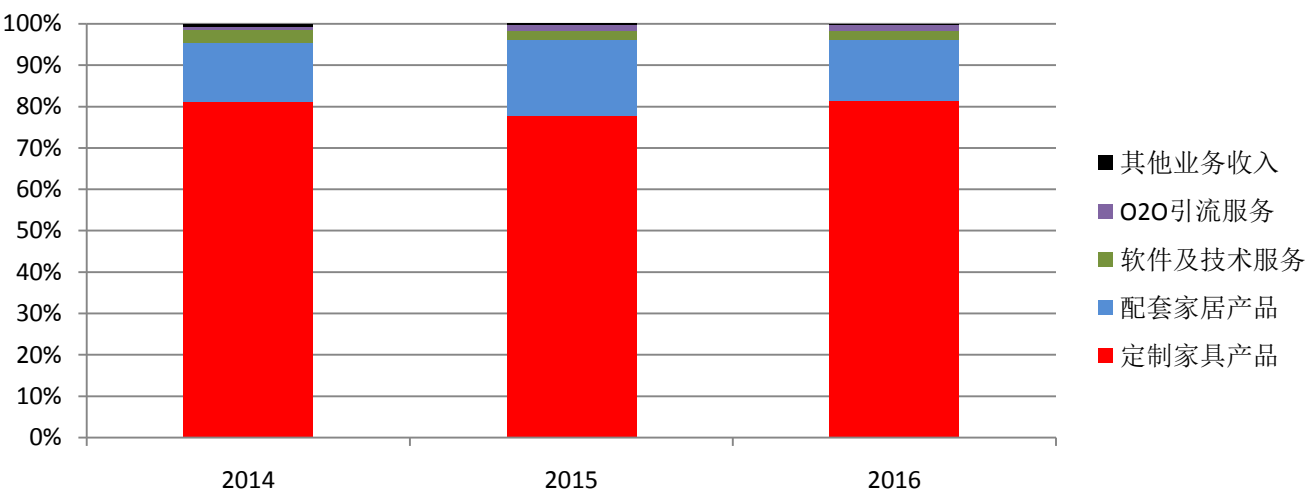
数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

图表6：尚品宅配主营业务及其他业务收入变化趋势（2014-2016年）

单位：万元



图表7：尚品宅配主营业务及其他业务收入占比（2014-2016）



图表6、图表7数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所



差别一：消费者所想即所得的C2B模式



差别二：不同于业内主流，销售渠道以直营为主



差别三：特有的引流模式



差别四：软件技术及服务不仅自用且外销

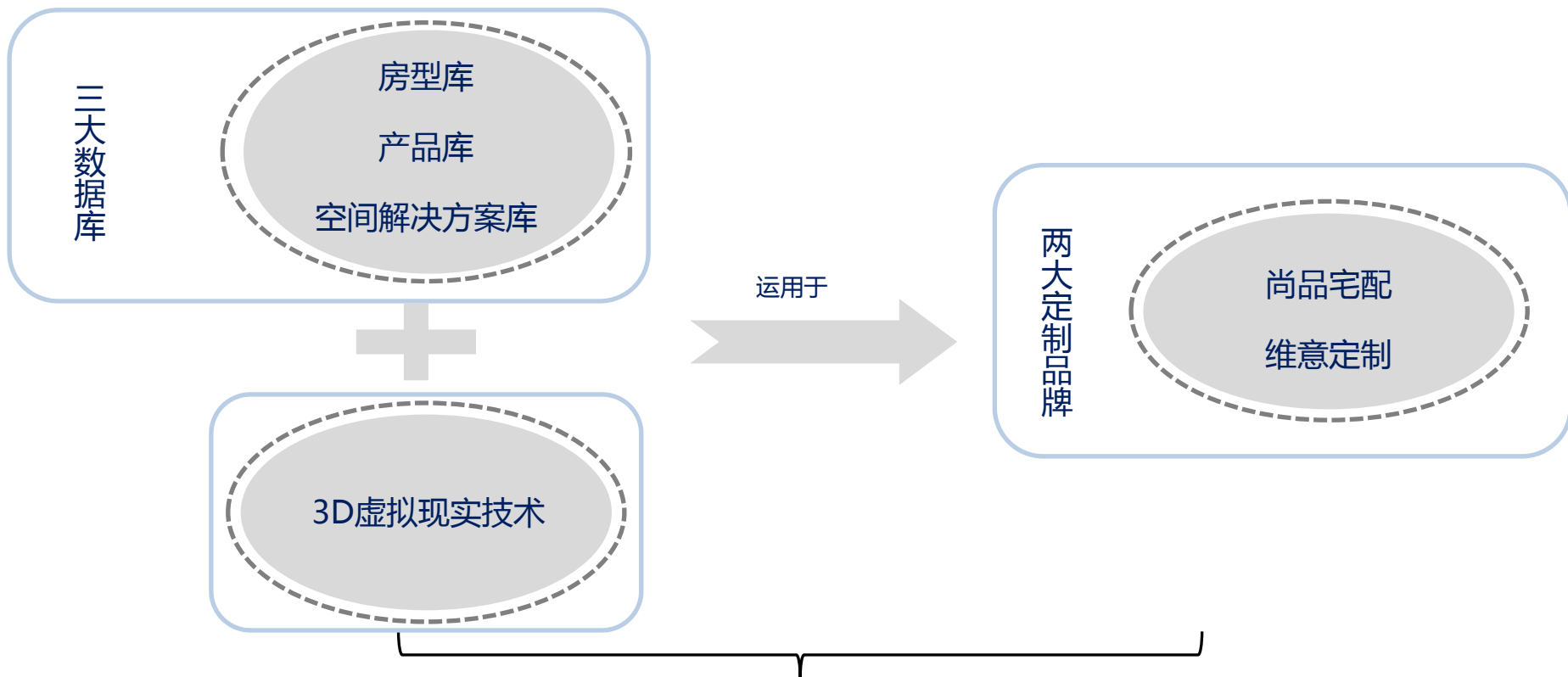


差别五：运营模式决定费用率显著高于同业



差别六：高于同行业的毛利率、收入增长率

# 消费者所想即所得的C2B模式



- 公司建立庞大数据库并结合虚拟设计系统运用于两大定制品牌，设计师能快速设计出客户要求的个性化空间解决方案，实现了消费者自主设计家具的消费体验
- 家具消费更强调以客户需求为导向、令其主动参与设计的C2B模式，实现所想即所得。



差别一：消费者所想即所得的C2B模式



差别二：不同于业内主流，销售渠道以直营为主



差别三：特有的引流模式



差别四：软件技术及服务不仅自用且外销



差别五：运营模式决定费用率显著高于同业



差别六：高于同行业的毛利率、收入增长率



# 不同于业内主流，销售渠道以直营为主

**图表8：尚品宅配与同行业上市公司销售渠道结构差别**

	尚品宅配	欧派集团	索菲亚	好莱客	曲美家居
销售模式	以直营、加盟店为实体，新居网、微信公众号为网络平台，组成O2O立体营销网络	以经销商模式为主	“经销商专卖店”为主，正在稳步推进O2O计划	以经销商模式为主	直营与经销相结合；实体销售和网络营销相结合
加盟店规模	加盟店 <b>1,081</b> 家（2016年底）	经销商3,331家，专卖店 <b>4,710</b> 家（2016年底）	经销商1000多位，全部店面超过 <b>1900</b> 家（含在装修店铺）；司米经销商店600家（2016年底）	经销商1000家，经销专卖店 <b>1300</b> 家（2016年底6月底）	经销商322家，经销商专卖店 <b>753</b> 家（2016年底）
直营店规模	直营店 <b>76</b> 家（2016年底）	直营店 <b>19</b> 家（2016年底）	直营店不以盈利为目的，仅广州有 <b>10</b> 家；橱柜没有直营（2016年底）	直营店仅在广州和上海，不到 <b>30</b> 家。（2016年底）	直营店 <b>14</b> 家（2016年底）
直营与加盟的销售结构	加盟收入占比50.85%，直营收入占比 <b>49.15%</b> 。（2016年底）	经销收入占比85.47%；直营收入占比 <b>3.38%</b> ；其他占比11.15%。（2016年底）	经销收入占比92.42%；直营收入占比 <b>4.27%</b> ；（2016年底）	经销收入占比92.36%；直营收入占比 <b>6.79%</b> ；其他占比0.85%（2014年前三季度）	经销收入占比78.80%（2015年）

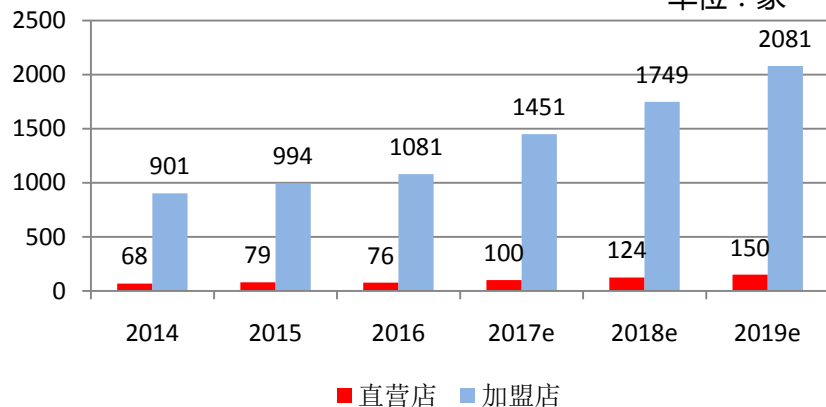
数据来源：方正证券研究所、wind

## 不同于业内主流，销售渠道以直营为主

- 自营店因费用支出高，导致企业的运营成本高，且渠道铺设时间较长，不利于市场份额的扩张。
- 经销商模式因可实现成本转嫁、有利于利用经销商的主观积极性实现业务的广域布局及市场占有率的快速提升，因而成为业内首选销售模式。

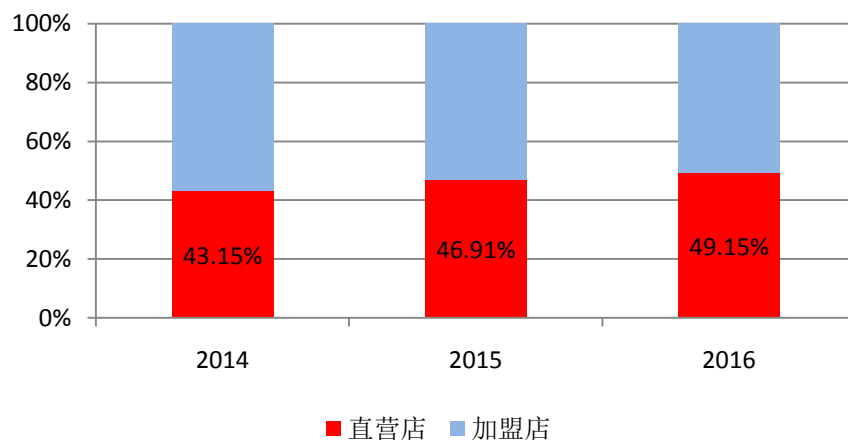
图表9：直营店、加盟店数量发展趋势

单位：家



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

图表10：直营店销售收入所占比例



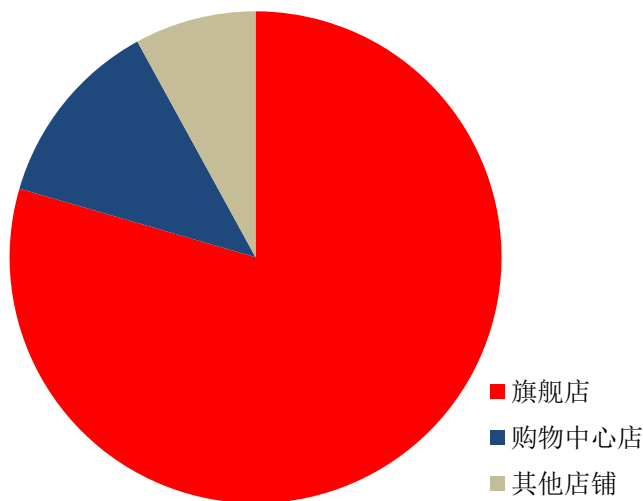
数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

- 直营店是主要的销售渠道，数量不断增加，高于同行业上市公司，单店销售额远高于加盟店，销售收入占比近半且逐年上升。
- 运营体系已成熟，可实现快速复制扩张，计划未来3年新增标准直营店70多家，达到约150家。

## 不同于业内主流，销售渠道以直营为主

直营店采取旗舰店和购物中心店策略，其中旗舰店2016年收入占比超过75%，旗舰店平均单店收入远超直营店中其他类型店铺

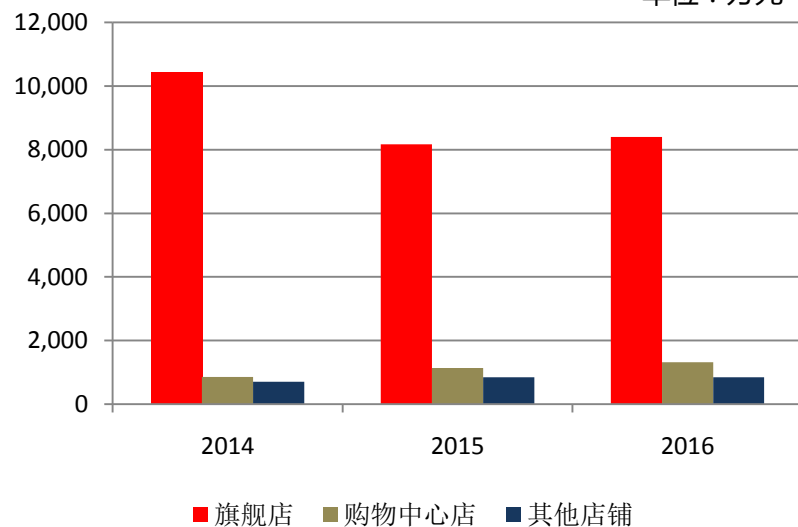
图表11：2016年直营店中各类店铺收入占比



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

图表12：直营店中各类店铺平均单店收入

单位：万元



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所



差别一：消费者所想即所得的C2B模式



差别二：不同于业内主流，销售渠道以直营为主



差别三：特有的引流模式



差别四：软件技术及服务不仅自用且外销

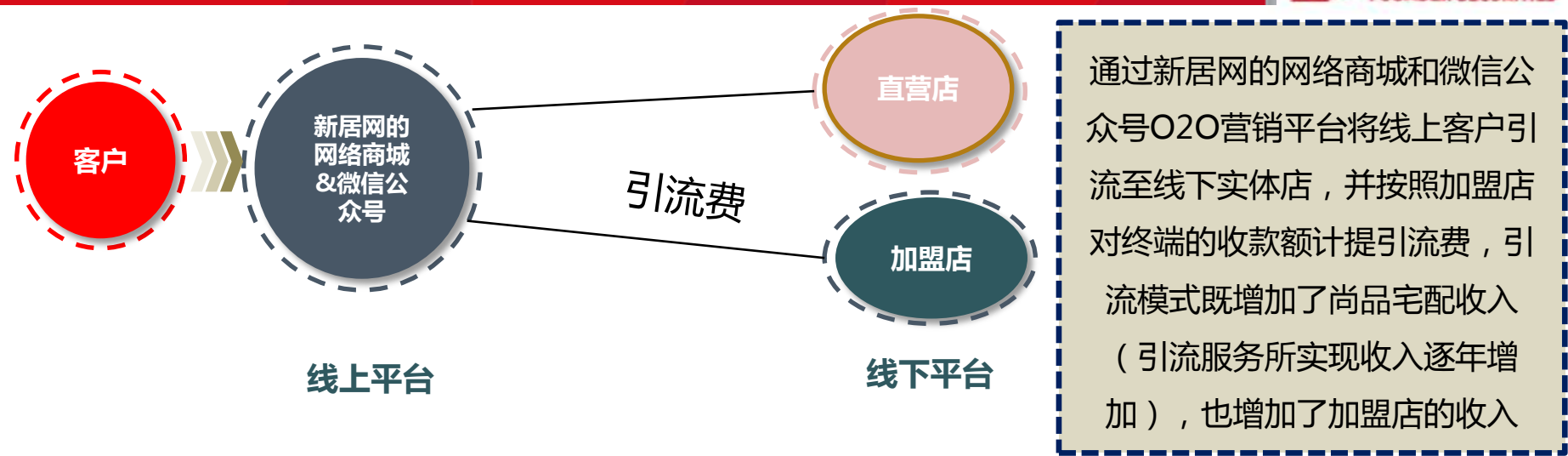


差别五：运营模式决定费用率显著高于同业



差别六：高于同行业的毛利率、收入增长率

# 特有的引流模式



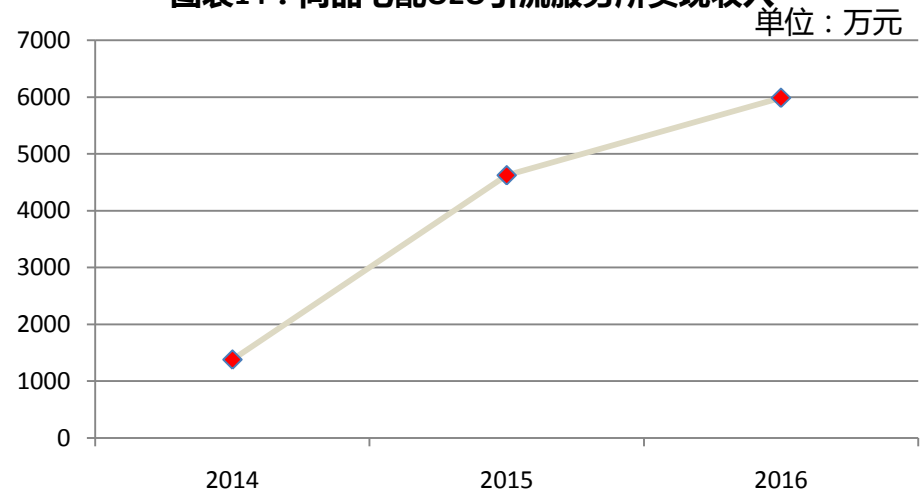
图表13：引流模式下与不存在引流模式下加盟店的收入对比

年度	加盟店剔除引流服务实现的收入（万元）	加盟店存在引流服务实现的收入（万元）
2014	94,364.21	103,740.56
2015	127,463.19	157,412.03
2016	159,072.17	196,755.48

数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

对于加盟店，若不存在O2O引流服务，则2015年其所实现的收入增长率与索菲亚相当

图表14：尚品宅配O2O引流服务所实现收入



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所



差别一：消费者所想即所得的C2B模式



差别二：不同于业内主流，销售渠道以直营为主



差别三：特有的引流模式



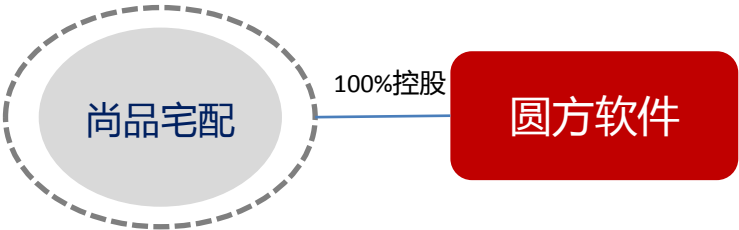
差别四：软件技术及服务不仅自用且外销



差别五：运营模式决定费用率显著高于同业



差别六：高于同行业的毛利率、收入增长率



- 为“尚品宅配”、“维意定制”两品牌的家具定制提供技术支持
- 为家居行业提供软件设计、信息化整体解决方案等技术服务

公司拥有为本公司家具定制业务提供技术支持的全资控股专业软件子公司，该子公司为家居行业提供软件设计、信息化整体解决方案等服务，使主营业务收入中有具备高毛利率特征的软件及技术收入成分

图表15：尚品宅配软件及技术服务收入

项目		2016年度			2015年度			2014年度		
		收入（万元）	成本（万元）	毛利率	收入（万元）	成本（万元）	毛利率	收入（万元）	成本（万元）	毛利率
软件产品的销售		6,590.86	221.90	96.63%	5,577.52	174.45	96.87%	4,883.15	161.30	96.70%
技术服务	一次性技术服务	1,548.13	94.85	93.87%	676.26	54.79	91.90%	440.37	53.98	87.74%
	技术外包服务	410.99	88.20	78.54%	435.84	89.35	79.50%	636.13	77.35	87.84%
合计		8,549.99	404.95	95.26%	6,689.63	318.59	95.24%	5,959.65	292.64	95.09%



差别一：消费者所想即所得的C2B模式



差别二：不同于业内主流，销售渠道以直营为主



差别三：特有的引流模式



差别四：软件技术及服务不仅自用且外销



差别五：运营模式决定费用率显著高于同业



差别六：高于同行业的毛利率、收入增长率



# 运营模式决定费用率显著高于同业

公司双品牌运营、高广告投入、多直营店、高租金、高工资的特征使得公司销售费用率明显高于同行业公司平均水平

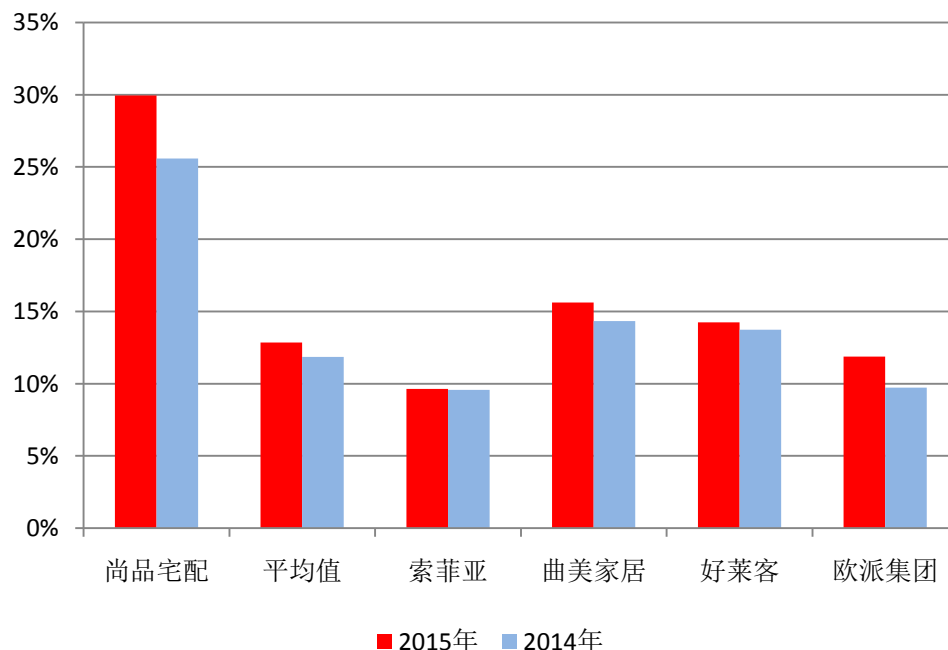
公司同时运营两大定制品牌：“尚品宅配”、“维意定制”

直营店数量由2014年初的45家增加至2016年末的76家，直营店运营成本高

销售人员、设计师等薪酬高于同行业水平，且对于相关人才提前储备，同时直营店租金费用高

网络广告、电视广告、平面广告、移动车身广告、户外媒体广告、大型卖场促销活动等的广告大力投入

图表16：尚品宅配销售费用率



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所



差别一：消费者所想即所得的C2B模式



差别二：不同于业内主流，销售渠道以直营为主



差别三：特有的引流模式



差别四：软件技术及服务不仅自用且外销

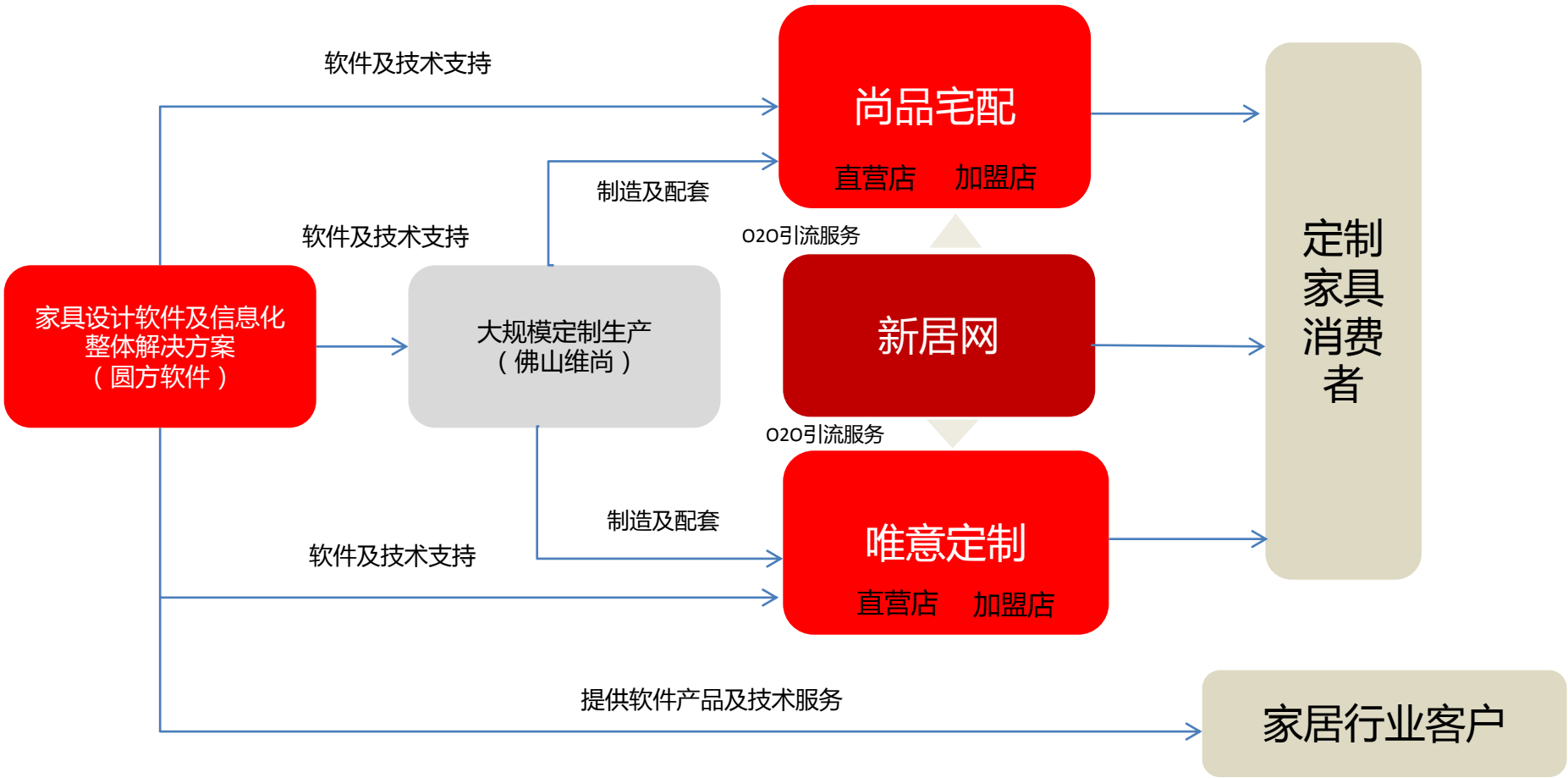


差别五：运营模式决定费用率显著高于同业



差别六：高于同行业的毛利率、收入增长率

图表17：尚品宅配商业模式



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

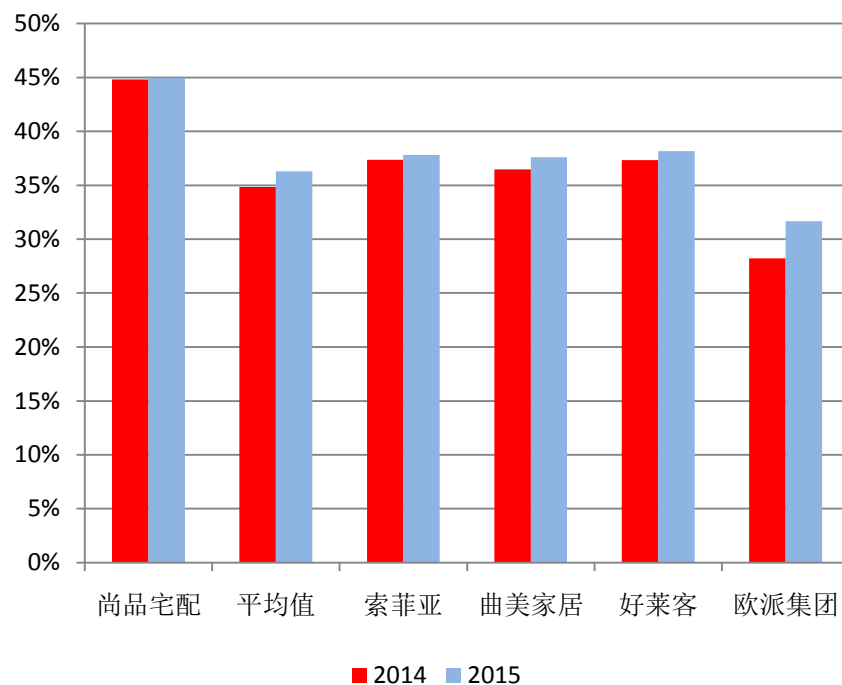
# 高于同行业的毛利率、收入增长率

多直营店、软件技术服务不仅自用且外销的特征成就了毛利率高于同行业水平

图表18：尚品宅配毛利率及销售占比

产品类别		2016年度		2015年度		2014年度	
		毛利率 (%)	销售占比 (%)	毛利率 (%)	销售占比 (%)	毛利率 (%)	销售占比 (%)
主营业务	定制家具产品	47.22	81.41	45.91	77.73	44.43	81.01
	配套家居产品	28.61	14.69	30.75	18.31	31.70	14.42
	软件及技术服务	95.26	2.12	95.24	2.17	95.09	3.12
	O2O引流服务	85.29	1.49	88.28	1.50	88.72	0.72
其他业务		87.11	0.29	84.85	0.30	90.00	0.73

图表19：尚品宅配毛利率与同行业对比

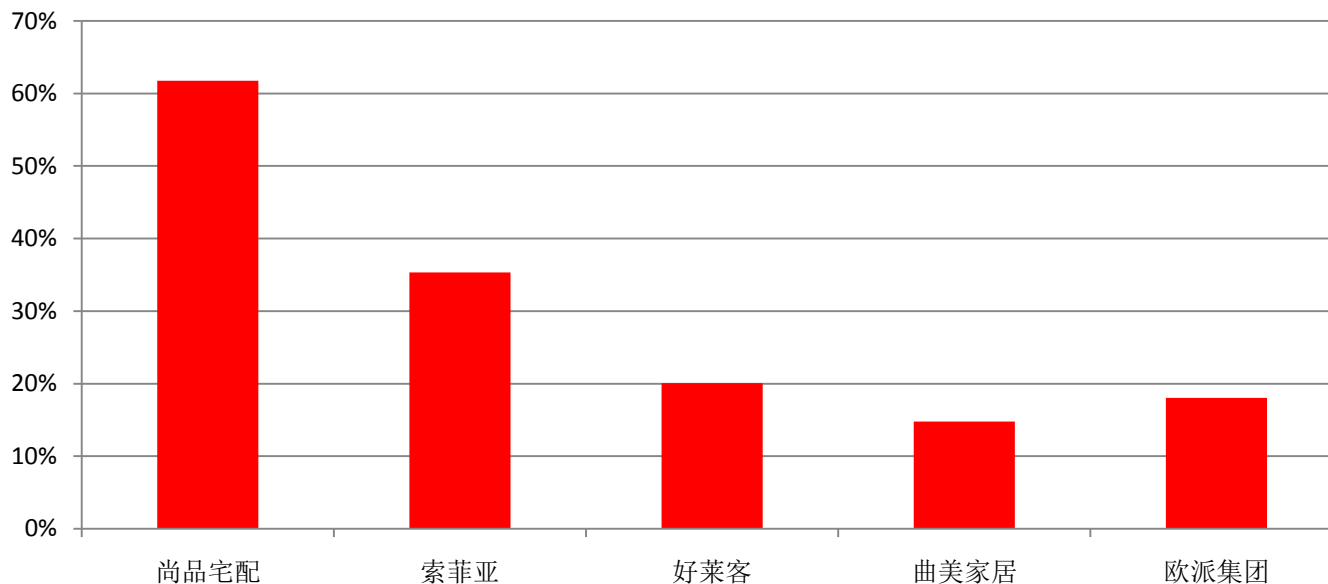


数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

## C2B+O2O商业模式成就了高于同行业的收入增长率

图表20：尚品宅配2015年收入较上年同期增长率与同行业比较



数据来源：尚品宅配招股说明书、方正证券研究所

图表21 尚品宅配分业务盈利预测（单位：百万元）

类别		2016A	2017E	2018E	2019E
定制家具产品	收入	3277.57	4300.00	5800.00	7800.00
	同比	36.57%	31.19%	34.88%	34.48%
	毛利率	47.22%	47.22%	47.22%	47.22%
配套家居产品	收入	591.50	750.00	950.00	1200.00
	同比	4.65%	26.80%	26.67%	26.32%
	毛利率	28.61%	28.00%	28.00%	28.00%
软件及技术服务	收入	85.50	100.00	125.00	150.00
	同比	27.80%	16.96%	25.00%	20.00%
	毛利率	95.26%	95.00%	95.00%	95.00%
O2O引流服务	收入	59.860	75.000	100.000	130.000
	同比	29.43%	25.29%	33.33%	30.00%
	毛利率	85.29%	85.00%	85.00%	85.00%
其它	收入	11.57	13.00	15.00	17.00
	同比	23.48%	12.36%	15.38%	13.33%
	毛利率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	4026.00	5238.00	6990.00	9297.00
	同比	30.39%	30.10%	33.45%	33.00%
	毛利率	46.07%	46.03%	46.09%	46.12%

数据来源：wind、方正证券研究所

图表22 尚品宅配主要财务数据及预测

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4026.00	5238.00	6990.00	9297.00
(+/-)(%)	30.39	30.10	33.45	33.00
净利润	255.51	330.93	461.85	618.02
(+/-)(%)	83.12	29.52	39.56	33.82
EPS(元)	2.37	3.06	4.28	5.72
P/E	0.00	49.78	35.67	26.65

数据来源：方正证券研究所

图表23 尚品宅配盈利预测

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002572.SZ	索菲亚	67.01	309.39	1.48	1.93	2.59	45.28	34.74	25.85
002677.SZ	浙江美大	14.32	92.49	0.32	0.43	0.57	44.75	33.29	25.24
600337.SH	美克家居	14.50	93.52	0.51	0.65	0.80	28.43	22.31	18.04
可比公司平均							39.49	30.12	23.04
300616.SZ	尚品宅配	182.73	197.35	2.37	3.06	4.28	77.24	59.63	42.73

数据来源：Wind、方正证券研究所

注：股价与市值截止日期为3月21日，除尚品宅配外，其他公司EPS均为Wind一致预测。

风险提示：原材料价格波动，行业竞争加剧

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。



# THANKS

方正金融 正在你身边



**方正证券股份有限公司**

韩旭，轻工新消费组组长

手机：189-1084-8055

邮件：[hanxu1@foundersc.com](mailto:hanxu1@foundersc.com)