

市场价格 (人民币): 67.39 元

整装持续高增, 全面转型号角吹响

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.99
已上市流通 A 股(亿股)	1.30
总市值(亿元)	133.89
年内股价最高最低(元)	90.00/58.44
沪深 300 指数	5091
创业板指	2986



相关报告

1. 《经营向好的趋势不变, 整装将全面发力-尚品宅配 2020 年业绩预...》, 2021.2.1
2. 《3Q 营收重回双位数增长, 整装进入扩张期-尚品宅配 三季报点评》, 2020.10.28
3. 《至暗时刻已过, 整装强势增长-尚品宅配中报点评》, 2020.8.28
4. 《风物长宜放眼量, 战略买点已现-风物长宜放眼量, 战略买点已现》, 2020.6.28
5. 《科技大基建助力线上发力, 维持“买入”评级-科技大基建助力线上...》, 2020.4.28

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张仰光 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,261	6,513	8,414	9,945	11,728
营业收入增长率	9.26%	-10.29%	29.18%	18.20%	17.92%
归母净利润(百万元)	528	101	594	730	882
归母净利润增长率	10.76%	-80.81%	485.90%	22.82%	20.87%
摊薄每股收益(元)	2.660	0.510	2.990	3.673	4.440
每股经营性现金流净额	3.10	0.63	4.78	5.59	6.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.02%	2.89%	14.96%	15.93%	16.51%
P/E	28.02	156.08	22.54	18.35	15.18
P/B	4.21	4.52	3.37	2.92	2.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 4月27日公司发布2020年报及2021一季报, 2020年实现营收65.1亿, 同比-10.3%, 归母净利润同比下降80.8%至1.0亿元。其中, 4Q收入同比下降3.2%至21.3亿, 归母净利润同比下降77.4%至4369.8万元。2020年分红方案为每10股派现1.5元(含税)。此外, 公司2021Q1营收和归母净利润分别同比+110.3%/+105.1%至14.1亿/791.3万元, 营收与19年同期相比+10.5%, 净利润上市以来首次一季度扭亏为盈。

经营分析

- **2020年压力已过, 2021年全面转型整装:** 2020年公司由于直营体系较大, 整体受疫情影响更为明显, 预计经销/直营分别同比-9%/-16%, 而整装业务方面, 两项业务均实现逆势增长, 自营整装(含家具配套)同比+25%至3.5亿元, 整装云(含家具配套)依托子酷发力, 同比增长35%至4.7亿元。分产品来看, 定制家具产品2020年实现营收47.4亿, 同比-9.9%, 配套品实现营收9.2亿元, 同比-23.1%。此外, 2021年虽然整体增长并不亮眼, 但仍能看到两方面的积极变化, 一方面公司已提出全面转型整装, 整装业务21年Q1实现收入1.5亿, 同比19年+100%, 自营整装单一客户也已经开始实现盈利, 随着整装业务全面铺开且运营越发成熟, 有望为公司未来整体增长作出更大贡献; 另一方面加盟渠道开始展现良好信号, 门店数在提升招商标准的情况下也已重回增长态势, 较20年底净增3家至2238家, 实现营收6.8亿元, 较20年/19年同期分别+102%/+4.6%, 预计加盟渠道增长也有望逐渐重回正轨。
- **毛利率开始企稳, 费用率管控较为优异:** 公司2020年整体毛利率同比-8.3pct至33.2%, 若剔除会计政策变更影响(物流安装费用调整至成本项), 约下滑3pct, 而2021Q1毛利率较19年同期下滑6.1pct至35.5%, 若剔除会计政策变化影响, 预计Q1毛利率与19年同期基本持平。费用率方面, 2020年整体期间费用率同比-1.8pct至31.8%, 其中销售费用率同比-2.9pct至24.3%, 除会计政策调整因素外, 公司随着免费流量占比提升, 线上流量量尺成本同比下降约36%。2021Q1费用率管控优异, 整体期间费用率较19年同期下降9.1pct至35.1%, 主要由于持续打造私域流量助推获客成本降低, 使得销售费用率较19年同期下降9.6pct至25.1%。
- **股权激励助力坚定转型, 整装业务亟待放量:** 公司正式推出2021年股权激励方案, 此次方案拟向不超过649人授予315.6万股(约占总股本1.6%), 并提出以20年为基数, 21/22年营收增长分别不低于20%/35%, 方案涉及的广度与基础目标的提出均为向整装全面转型提供极大助力。在全流程数字化和供应链整合的协同下, 未来随着干法施工工艺和装配式产品的逐步成熟, 公司整装业务运转有望越发成熟, 从而驱动公司再次开启快速发展。

盈利预测和投资建议

■ 我们预计公司2021-2023年EPS分别为3.00元、3.67元、4.44元, 当前股价对应2021-2023年PE分别为23、18和15倍, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 国内疫情反复; 招商不达预期; 整装业务拓展不畅。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	6,645	7,261	6,513	8,414	9,945	11,728
增长率	9.3%	-10.3%	29.2%	18.2%	17.9%	
主营业务成本	-3,743	-4,243	-4,349	-5,355	-6,302	-7,476
%销售收入	56.3%	58.4%	66.8%	63.6%	63.4%	63.7%
毛利	2,903	3,018	2,165	3,059	3,644	4,252
%销售收入	43.7%	41.6%	33.2%	36.4%	36.6%	36.3%
营业税金及附加	-61	-57	-53	-66	-78	-91
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,960	-1,972	-1,581	-1,851	-2,188	-2,551
%销售收入	29.5%	27.2%	24.3%	22.0%	22.0%	21.8%
管理费用	-311	-335	-332	-370	-443	-504
%销售收入	4.7%	4.6%	5.1%	4.4%	4.5%	4.3%
研发费用	-154	-136	-156	-168	-179	-188
%销售收入	2.3%	1.9%	2.4%	2.0%	1.8%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	417	519	43	604	756	918
%销售收入	6.3%	7.1%	0.7%	7.2%	7.6%	7.8%
财务费用	-3	2	-3	-17	0	34
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	102	58	36	54	41	23
%税前利润	17.8%	9.3%	33.4%	7.8%	4.8%	2.2%
营业利润	568	624	113	691	847	1,025
%营业收入	8.6%	8.6%	1.7%	8.2%	8.5%	8.7%
营业外收支	5	-3	-4	0	2	2
税前利润	573	622	109	691	849	1,027
%营业收入	8.6%	8.6%	1.7%	8.2%	8.5%	8.8%
所得税	-96	-93	-8	-97	-119	-144
%税前利润	16.7%	14.9%	7.7%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	477	529	101	595	730	883
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
归属于母公司的净利润	477	528	101	594	730	882
%营业收入	7.2%	7.3%	1.6%	7.1%	7.3%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	477	529	101	595	730	883
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
非现金支出	136	150	199	216	207	237
非经营收益	-83	-58	-53	-17	-16	-8
营运资金变动	120	-5	-122	156	190	171
经营活动现金净流	650	616	125	950	1,111	1,284
资本开支	-635	-801	-591	-814	-683	-683
投资	-1	0	-12	0	0	0
其他	1,087	173	11	54	41	23
投资活动现金净流	451	-629	-592	-760	-642	-660
股权募资	1	0	0	-10	0	0
债权募资	0	0	139	258	-78	-206
其他	-94	-122	-181	-139	-146	-137
筹资活动现金净流	-94	-122	-42	109	-224	-342
现金净流量	1,008	-135	-509	299	245	281

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,650	1,522	1,039	1,339	1,584	1,865
应收款项	74	120	177	133	157	185
存货	565	814	944	1,027	1,209	1,434
其他流动资产	1,325	1,285	1,315	1,305	1,278	1,291
流动资产	3,615	3,742	3,477	3,804	4,228	4,775
%总资产	67.9%	61.2%	55.7%	53.3%	52.6%	52.8%
长期投资	1	0	13	13	13	13
固定资产	1,195	1,676	2,021	2,431	2,755	3,055
%总资产	22.5%	27.4%	32.4%	34.0%	34.2%	33.8%
无形资产	446	592	626	786	940	1,088
非流动资产	1,707	2,376	2,763	3,338	3,815	4,264
%总资产	32.1%	38.8%	44.3%	46.7%	47.4%	47.2%
资产总计	5,322	6,118	6,239	7,141	8,043	9,039
短期借款	0	0	28	328	249	44
应付款项	2,084	2,357	886	1,225	1,321	1,441
其他流动负债	164	186	1,641	1,487	1,760	2,077
流动负债	2,248	2,542	2,556	3,040	3,330	3,562
长期贷款	0	0	111	111	111	111
其他长期负债	26	58	67	20	20	20
负债	2,275	2,600	2,734	3,170	3,461	3,693
普通股股东权益	3,047	3,517	3,505	3,970	4,581	5,344
其中：股本	199	199	199	199	199	199
未分配利润	1,400	1,797	1,771	2,246	2,856	3,619
少数股东权益	1	1	0	1	1	2
负债股东权益合计	5,322	6,118	6,239	7,141	8,043	9,039

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	2.401	2.660	0.510	2.990	3.673	4.440
每股净资产	15.335	17.702	17.642	19.984	23.057	26.896
每股经营现金净流	3.273	3.099	0.630	4.780	5.594	6.460
每股股利	1.000	0.600	0.150	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	15.66%	15.02%	2.89%	14.96%	15.93%	16.51%
总资产收益率	8.96%	8.64%	1.63%	8.32%	9.07%	9.76%
投入资本收益率	11.34%	12.47%	1.07%	11.73%	13.11%	14.30%
增长率						
主营业务收入增长率	24.83%	9.26%	-10.29%	29.18%	18.20%	17.92%
EBIT增长率	4.73%	24.32%	-91.78%	1316.13%	25.25%	21.34%
净利润增长率	25.53%	10.76%	-80.81%	485.90%	22.82%	20.87%
总资产增长率	16.56%	14.95%	1.99%	14.45%	12.63%	12.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	2.0	4.3	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	47.1	59.3	73.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	51.7	59.5	64.0	65.0	58.0	52.0
固定资产周转天数	48.9	44.8	98.1	80.7	72.8	64.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.16%	-75.97%	-57.83%	-51.04%	-51.29%	-53.07%
EBIT利息保障倍数	140.6	-223.2	15.1	36.6	12559.9	-27.1
资产负债率	42.74%	42.50%	43.82%	44.40%	43.03%	40.86%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	12	39
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-25	增持	91.54	N/A
2	2019-10-30	增持	74.30	N/A
3	2020-04-20	买入	67.00	82.80~82.80
4	2020-04-28	买入	67.08	82.80~82.80
5	2020-06-28	买入	59.69	77.60~77.60
6	2020-08-28	买入	62.12	N/A
7	2020-10-28	买入	59.40	N/A
8	2021-02-01	买入	77.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402