

聚焦整装业务, 业绩逐渐修复

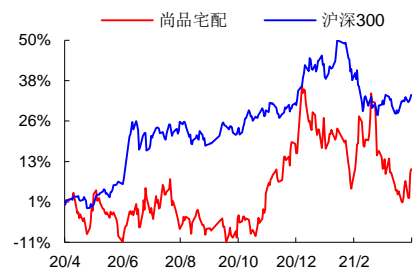
投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2020年年报及2021年一季度, 2020年实现收入65.1亿元, 同比下降10.3%; 实现归母净利润1亿元, 同比下降80.8%; 实现扣非归母净利润3998万元, 同比下降91%。其中, 单Q4公司实现营业收入21.3亿元, 同比下降3.2%; 实现归母净利润4369.8万元, 同比下降77.4%; 实现扣非净利润为1462.1万元, 同比下降90.9%。2020年全年营收与业绩受疫情影响较大。2021年Q1公司实现营收14亿元, 同比增长110.3%, 同比2019年Q1增长10%; 实现归母净利润791.3万元, 同比增长105.1%; 实现扣非归母净利润-741.2万元, 同比增长95.6%, 业绩逐渐修复。
- 受疫情影响盈利能力下滑。** 2020年公司整体毛利率为32.2%, 同比下降8.3pp, 部分原因是会计准则变化运输费用计入成本。剔除新会计准则的影响, 2020年公司毛利率下降3pp。21年Q1毛利率为35.5%, Q1毛利率基本恢复至疫情前水平。分产品来看, 20年公司定制家具产品毛利率为35.1%, 同比下降9.7pp, 配套家居产品毛利率为23%, 同比下降5.5pp, 主要产品疫情后为提升用户数量进行降价促销, 毛利率水平有所下降。费用率方面, 2020年公司整体费率为31.8%, 同比下降1.8pp。其中, 公司销售费用率为24.3%, 同比下降2.9pp。管理费用率为5.1%, 同比上涨0.5pp。研发费用率为2.4%, 同比增长0.5pp, 主要原因是公司不断加大研发投入; 财务费用率为0.04%, 同比增长0.08pp。综合来看, 受疫情冲击, 公司净利率为1.6%, 同比下降5.7pp。此外, 20年底公司合同负债约为13.1亿元, 同比基本持平, 在手订单规模仍较为充裕。
- 整装业务保持较快增长, MRKOQ 柜类定制表现亮眼。** 圣诞鸟的自营整装业务和HOMKOO整装云业务推动了公司整装业务的快速增长。20年公司整装业务合计营收为8.1亿元, 同比增长31%。其中自营整装渠道收入(全口径, 含家具配套)约为3.4亿元, 同比增长25%, 广州、佛山、成都三地圣诞鸟整装交付1968户; 2020年整装云渠道收入(全口径, 含家具配套)约为4.7亿元, 同比增长35%。2021年Q1整装渠道合计营收约为2.1亿, 同比增长了25%; 其中整装云营收同比增长197%; 圣诞鸟自营整装营收达9671万元, 同比增长264%。整装业务增长一方面是一线城市逐步迈入存量房时代, 存量房再装修的需求带动了圣诞鸟自营整装营收的快速释放。另一方面, 公司持续深耕HOMKOO整装云全国市场。公司推出孖酷MRKOQ定制品牌, 专供HOMKOO整装云会员, 基于会员的经营现状为不同会员的整装运营模式进行创新和探索, 以产品带动整装云规模扩张。2020年整装云约50%的增长来源于MRKOQ柜类定制, MRKOQ柜类定制表现亮眼。
- 深耕自营城市, 门店扩张与经营状况恢复。** 2020年度, 公司加大力度深耕自营城市, 以五大业务板块打造自营城市发展模式。2020年受疫情冲击, 公司主要自营城市的营收同比下降, 其中只有广州和上海保持了正增长。2021年Q1公司自营城市发展模式潜力持续释放, 主要自营城市同比19Q1增长15%+, 其中广州、上海营收同比增长30%+。同时公司执行招大商开大店的招商策略, 2020年公司加盟店数量为2235家, 自营城市加盟店数量为232家; 21Q1实现加盟营业收入6.8亿元, 同比增长约102%, 公司门店经营状况逐渐恢复。

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.99
流通A股(亿股)	1.30
52周内股价区间(元)	58.44-90.0
总市值(亿元)	145.41
总资产(亿元)	58.76
每股净资产(元)	17.68

相关研究

- 尚品宅配(300616): Q3业绩向好, 整装业务优势扩大 (2020-10-28)
- 尚品宅配(300616): 短期业绩承压, 整装+新零售有望打开成长空间 (2020-08-30)



- **创新 O2O 营销引流模式，引流成本降低。**公司开创了直播电商等 O2O 营销新模式，实现 O2O 营销闭环及 O2O 量尺业绩增长。2020 年公司线上营销平台建设效果显著，2020 年公司新居网 MCN 全网粉丝超 1.8 亿，其中短视频粉丝约 1.3 亿，微信粉丝约 2100 万，拥有全网粉丝超 4500 万的“设计师阿爽”等优秀头部家装达人。电商直播、短视频等创新营销模式引流效果亮眼，2020 年公司来源于线上的量尺数同比增长 43%，来源于线上的量尺成本同比下降 36%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.37 元、2.96 元、3.47 元，对应 PE 分别为 32 倍、25 倍、22 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6513.43	7624.77	8784.36	10039.02
增长率	-10.29%	17.06%	15.21%	14.28%
归属母公司净利润（百万元）	101.40	470.54	587.92	689.75
增长率	-80.81%	364.04%	24.95%	17.32%
每股收益 EPS（元）	0.51	2.37	2.96	3.47
净资产收益率 ROE	2.87%	11.84%	13.23%	13.83%
PE	147	32	25	22
PB	4.26	3.78	3.38	3.01

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6513.43	7624.77	8784.36	10039.02	净利润	100.70	467.28	583.84	684.96
营业成本	4348.78	4869.77	5541.95	6288.49	折旧与摊销	199.50	159.31	168.38	176.62
营业税金及附加	52.66	61.64	71.02	81.16	财务费用	2.83	4.03	2.01	-1.60
销售费用	1581.24	1829.94	2125.81	2459.56	资产减值损失	-0.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	331.67	365.99	412.86	461.79	经营营运资本变动	-330.91	-426.06	-17.86	-104.13
财务费用	2.83	4.03	2.01	-1.60	其他	160.23	-53.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	-0.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	132.04	151.56	686.37	705.85
投资收益	36.38	60.00	60.00	60.00	资本支出	-494.61	-14.00	-19.50	-25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-97.31	60.00	60.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-591.92	46.00	40.50	35.00
营业利润	113.25	553.40	690.70	809.61	短期借款	28.01	-28.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.17	-3.66	-3.83	-3.77	长期借款	111.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.08	549.74	686.87	805.84	股权融资	-3.88	0.00	0.00	0.00
所得税	8.38	82.46	103.03	120.88	支付股利	0.00	-25.35	-117.64	-146.98
净利润	100.70	467.28	583.84	684.96	其他	-172.22	-4.03	-2.01	1.60
少数股东损益	-0.70	-3.27	-4.08	-4.79	筹资活动现金流净额	-36.72	-57.39	-119.64	-145.38
归属母公司股东净利润	101.40	470.54	587.92	689.75	现金流量净额	-501.63	140.17	607.22	595.47
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1039.47	1179.64	1786.87	2382.34	成长能力				
应收和预付款项	238.23	250.07	296.43	335.30	销售收入增长率	-10.29%	17.06%	15.21%	14.28%
存货	944.39	1000.05	1144.65	1369.24	营业利润增长率	-81.86%	388.67%	24.81%	17.22%
其他流动资产	1254.58	1274.27	1296.67	1320.91	净利润增长率	-80.95%	364.04%	24.95%	17.32%
长期股权投资	11.45	11.45	11.45	11.45	EBITDA 增长率	-59.09%	127.12%	20.14%	14.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2020.52	1890.58	1759.64	1629.03	毛利率	33.23%	36.13%	36.91%	37.36%
无形资产和开发支出	569.01	559.30	550.04	541.20	三费率	29.41%	28.85%	28.92%	29.08%
其他非流动资产	161.78	186.11	212.44	240.27	净利率	1.55%	6.13%	6.65%	6.82%
资产总计	6239.43	6351.48	7058.18	7829.73	ROE	2.87%	11.84%	13.23%	13.83%
短期借款	28.01	0.00	0.00	0.00	ROA	1.61%	7.36%	8.27%	8.75%
应付和预收款项	860.78	1879.88	2051.57	2237.23	ROIC	10.21%	31.56%	37.39%	46.22%
长期借款	111.37	111.37	111.37	111.37	EBITDA/销售收入	4.84%	9.40%	9.80%	9.81%
其他负债	1734.22	413.24	482.05	529.96	营运能力				
负债合计	2734.37	2404.49	2644.99	2878.56	总资产周转率	1.05	1.21	1.31	1.35
股本	198.68	198.68	198.68	198.68	固定资产周转率	4.93	4.43	5.31	6.43
资本公积	1500.77	1500.77	1500.77	1500.77	应收账款周转率	84.28	77.89	81.50	79.73
留存收益	1855.58	2300.77	2771.06	3313.83	存货周转率	4.65	4.47	4.63	4.52
归属母公司股东权益	3505.03	3950.22	4420.51	4963.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.41%	—	—	—
少数股东权益	0.03	-3.24	-7.32	-12.11	资本结构				
股东权益合计	3505.06	3946.99	4413.19	4951.17	资产负债率	43.82%	37.86%	37.47%	36.76%
负债和股东权益合计	6239.43	6351.48	7058.18	7829.73	带息债务/总负债	5.10%	4.63%	4.21%	3.87%
					流动比率	1.36	1.66	1.83	2.00
					速动比率	0.99	1.21	1.37	1.50
					股利支付率	0.00%	5.39%	20.01%	21.31%
					每股指标				
					每股收益	0.51	2.37	2.96	3.47
					每股净资产	17.64	19.88	22.25	24.98
					每股经营现金	0.66	0.76	3.45	3.55
					每股股利	0.00	0.13	0.59	0.74
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	315.58	716.74	861.09	984.63					
PE	147.30	31.74	25.41	21.65					
PB	4.26	3.78	3.38	3.01					
PS	2.29	1.96	1.70	1.49					
EV/EBITDA	40.57	17.63	13.97	11.61					
股息率	0.00%	0.17%	0.79%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn