

互联网基因深厚，由定制家具向整装全面转型

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **专注零售，由定制家具向整装全面转型的家居行业创新者。**公司创始人以软件设计及互联网行业起家，于2004年成立公司，通过“C2B+O2O”商业模式打通全屋定制产业链，快速发展成为行业领先品牌，2014-2019年收入、归母净利润 CAGR 为 31%、32%；2020 年受疫情及公司自身加盟渠道变革影响，收入、利润同比负增长，此后业绩逐步修复。不同于其他同行，公司采取直营、加盟并重的方式推动以全屋定制为主的收入规模稳步增长；整装业务自推出后快速扩张，2020 年全口径收入达 8.12 亿元，打造未来新增长点。
- **赋能者身份布局万亿整装市场，整装业务高增长可期。**积极顺应地产需求结构及消费者需求变化，依托信息化优势，公司自 2017 年起布局整装业务，并于 2021 年提出全面转型整装。（1）整装云平台将 BIM 引入家装，从设计、深化、下单、调度到施工交付为家装会员企业赋能，未来会员装企份额提升有望贡献单个会员产出提升，接力会员数量增长成为下一阶段驱动力。（2）BIM 系统赋能圣诞鸟自营整装，与整装云持续协同；2020 年明确了 11 个自营城市全面转型的目标，全面铺开自营整装收入放量在即。
- **信息化优势、创新思维持续凸显，零售变革成效有望逐步释放。**互联网基因积淀丰富 O2O 营销经验，公司以新居网为平台搭建线上全渠道营销矩阵，为线下门店引流；而疫情带来 O2O 的 2.0 版本迭代加速，量尺、设计、方案沟通等服务由线下转至线上，显著缩短售前服务周期；与此同时，以大数据、AI 云技术为基础的“科技大基建”持续赋能门店设计师，助力转化率提升。渠道布局方面公司具备创新思维，随着公司加盟渠道招大商、开大店调整持续推行、并向整装逐步转型，预计 2021 年加盟渠道将迎来改善。

财务预测与投资建议

- 预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.76/6.65/7.85 亿元。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 27 倍，考虑到公司作为家居行业的持续创新者，引入京东战投为数字化、供应链等板块赋能，依托信息化技术优势由定制家具向整装全面转型、放量可期，给予公司 2021 年 30 倍市盈率估值(溢价 10%)，目标价 87.00 元，首次给予“增持”评级。

风险提示

- 地产竣工不及预期；行业竞争加剧；加盟渠道转型、整装业务拓展不达预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,261	6,513	8,353	10,047	11,380
同比增长(%)	9.3%	-10.3%	28.2%	20.3%	13.3%
营业利润(百万元)	624	113	681	786	927
同比增长(%)	9.8%	-81.9%	501.7%	15.4%	17.9%
归属母公司净利润(百万元)	528	101	576	665	785
同比增长(%)	10.8%	-80.8%	468.0%	15.5%	18.0%
每股收益(元)	2.66	0.51	2.90	3.35	3.95
毛利率(%)	41.6%	33.2%	38.6%	38.4%	38.0%
净利率(%)	7.3%	1.6%	6.9%	6.6%	6.9%
净资产收益率(%)	16.1%	2.9%	15.3%	15.5%	16.1%
市盈率	28.8	150.1	26.4	22.9	19.4
市净率	4.3	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年07月12日)	79.55 元
目标价格	87.00 元
52周最高价/最低价	98.22/57.58 元
总股本/流通A股(万股)	19,868/13,013
A股市值(百万元)	15,805
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年07月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.44	3.85	15.75	20.45
相对表现	0.55	8.45	19.2	13.69
沪深300	-1.99	-4.6	-3.45	6.76



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 尚品宅配：专注零售、持续创新，由定制家具向整装全面转型	5
1.1 互联网基因深厚的家居行业创新者	5
1.2 较高直营占比带来低净利率、高周转率，ROE 处于行业中位水平	8
1.3 股权结构相对分散，实控人合计持股比例达 32.30%	11
2 赋能者身份布局万亿整装市场，整装业务高增长可期	12
2.1 顺应地产及消费者需求结构变化，积极探索整装布局	12
2.2 整装云平台将 BIM 引入家装，赋能会员企业实现双赢	15
Homkoo 整装云平台为装企实现全流程赋能	15
助力会员装企一体化整装战略落地，未来单个会员产出有望提升	16
2.3 自营整装逐步放开，未来放量可期	17
信息化优势赋能自营整装，实战经验积累与整装云形成协同	17
自营城市全面转型整装目标明确，自营整装放量在即	18
3 加盟渠道调整逐步到位，零售变革成效有望逐步释放	18
3.1 数字化构建 O2O 营销体系，MCN 布局领先	18
3.2 新模式+科技大基建赋能门店，助力转化率提升	20
3.3 渠道布局持续创新，推动加盟逐步转型整装	21
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	23
风险提示	25

图表目录

图 1: 依托信息化技术优势与创新驱动, 尚品宅配快速崛起为定制家具行业龙头, 并逐步向整装企业全面转型.....	5
图 2: 尚品宅配及其子公司共同搭建起“C2B+O2O”商业模式.....	5
图 3: 2014-2019 年公司收入年均复合增速达 31%, 2020 年受疫情影响同比下降约 10%	6
图 4: 2014-2019 年公司归母净利润年均复合增速达 32%, 2020 年受疫情影响同比下降	6
图 5: 2020Q1 公司收入受疫情影响较为明显, 此后稳步回暖	6
图 6: 2020Q1 受疫情影响公司归母净利润亏损 1.6 亿, 此后扭亏为盈, 并于 2021Q1 实现上市以来首次一季度盈利.....	6
图 7: 全屋定制(定制家具+配套家品)仍为公司收入增长的核心驱动力, 整装业务快速发展....	7
图 8: 定制家具及配套家居产品、整装业务占据公司收入比重分别达 87%、8% (以 2020 年为例)	7
图 9: 定制家具及配套家居产品、整装业务占据公司毛利润比重分别达 87%、5% (以 2020 年为例)	7
图 10: 直营、加盟渠道共同发力, 推动公司全屋定制收入稳步增长	8
图 11: 截至 2020 年 12 月末, 公司直营、加盟门店数量分别达 91 家、2235 家.....	8
图 12: 尚品宅配 ROE 整体位居行业中位水平, 2020 年受疫情影响显著回落	9
图 13: 公司毛利率处于行业较高水平, 2020 年受疫情影响回落明显.....	9
图 14: 公司净利率处于行业较低水平, 2020 年受疫情影响回落明显.....	9
图 15: 公司期间费用率处于行业较高水平.....	10
图 16: 公司销售费用率处于行业较高水平.....	10
图 17: 公司管理费用率(含研发)低于行业平均水平.....	10
图 18: 公司直营占比整体高于行业内其他定制家具企业	10
图 19: 公司总资产周转率高于行业平均水平	11
图 20: 公司存货周转率低于行业平均水平.....	11
图 21: 公司实控人为李连柱和周淑毅, 合计持股比例达 32.30% (截至 2021 年 3 月末)	11
图 22: 2019 年中国住宅装修装饰行业总产值达 2.16 万亿, 近年行业规模稳健增长	12
图 23: 未来存量翻新比例的提升将抵消新房销售的下滑, 装修需求总量整体稳中有升.....	13
图 24: 预计 2025 年精装需求将超过新房毛坯, 与存量及二手翻新共同构成装修需求主要来源	13
图 25: 80 后、90 后当前已成为中国家装消费的主力消费群体	14
图 26: 一站式服务、风格统一、空间利用最大化、个性化需求是消费者选择全屋定制的重要原因	14
图 27: 公司整装业务收入规模快速发展, 2020 年全口径收入达 8.12 亿元.....	15
图 28: 自营整装、整装云共同推动公司整装业务规模快速发展	15

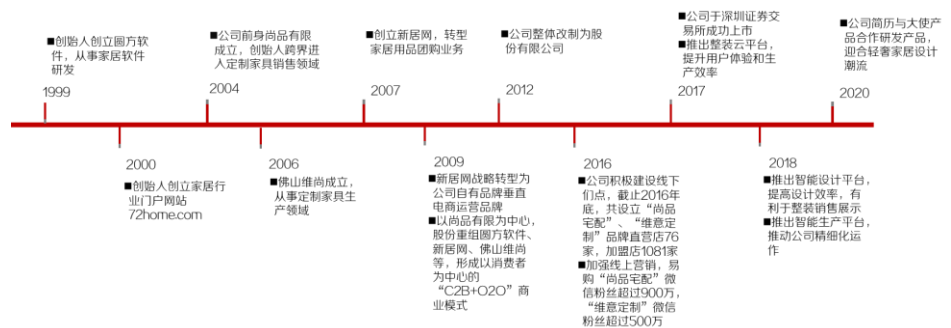
图 29: 公司采用最新的 S2B2C 商业模式, 从设计、深化、下单、调度到施工交付, 通过 Homkoo 整装云平台为家装会员企业赋能.....	15
图 30: HOMKOO 整装云自 2017 年 10 月推出以来会员数量快速增长, 截至 2020 年 6 月末已超过 3000 家.....	17
图 31: HOMKOO 整装云现已成为业内会员数量、会员区域分布双领先的整装赋能平台.....	17
图 32: 公司运用“BIM 虚拟装修系统”、“机场塔台式中央计划调度系统”赋能圣诞鸟整装施工管理.....	17
图 33: 2018 年以来公司自营整装工地交付户数快速增长, 平均客单值亦有提升.....	18
图 34: 家居消费者通过线上、线下门店同时收集信息, 其中微信、建材市场/装饰城门店接触率较高.....	19
图 35: 尚品宅配、维意定制品牌公众号粉丝数量稳步增长.....	20
图 36: 新居网现已成为国内家居行业规模领先内容孵化平台之一, 孵化和签约了近 300 个 IP 家居类达人.....	20
图 37: 依托量尺宝等小工具矩阵, 公司将传统线下上门量尺等流程转化至线上进行, 显著提升售前服务效率.....	20
图 38: 公司用游戏思维打造设计岛赋能平台, 对分布全国的设计师实现有效管理.....	21
图 39: 以海量数据为基础, 公司通过氢设计全面提升设计师设计效率.....	21
图 40: 公司当前 PE(TTM)约 60 倍 (截至 2021/07/12)	24
图 41: 从历史估值来看, 公司相对同行即享有较高溢价	24
表 1: 可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 27 倍.....	24
表 2: 加盟渠道门店扩张速度、同店收入恢复情况是影响公司业绩增速的重要变量	25

1 尚品宅配：专注零售、持续创新，由定制家具向整装全面转型

1.1 互联网基因深厚的家居行业创新者

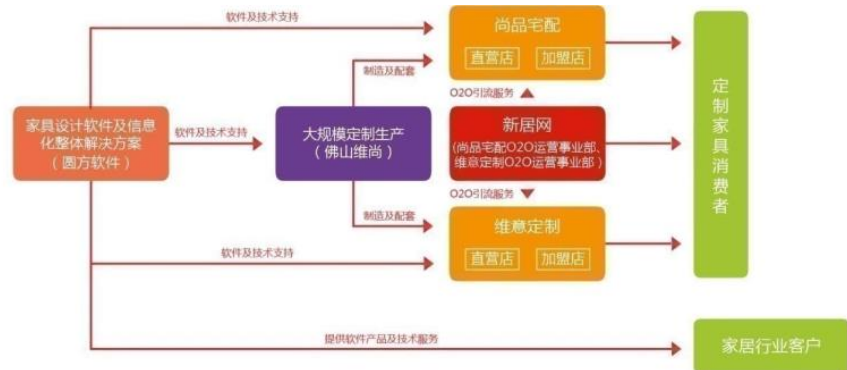
互联网基因深厚，由定制家具向整装全面转型的家居行业创新者。公司创始人以软件设计及互联网行业起家，分别于 1999 年、2000 年创立圆方软件、72home.com（新居网前身）从事家居软件研发及家居行业门户网站运营，并于 2004 年成立尚品有限（公司前身），以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托新居网的 O2O 互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，创新输出了“尚品宅配”和“维意定制”全屋定制设计及生产的“C2B+O2O”商业模式，并快速发展成为行业领先的全屋定制品牌。依托于互联网基因驱动的技术创新迭代，2017 年公司推出家装产业的产业互联网平台——HOMKOO 整装云，为传统家装企业进行创新产业模式赋能；并于 2021 年提出将发力整装领域，重点打造“看着 BIM 做装修”的一站式家装解决平台。

图 1：依托信息化技术优势与创新驱动，尚品宅配快速崛起为定制家具行业龙头，并逐步向整装企业全面转型



资料来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

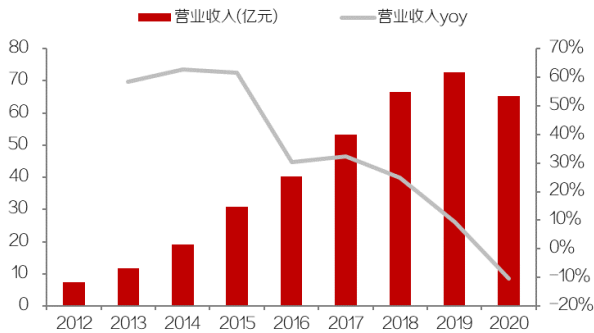
图 2：尚品宅配及其子公司共同搭建起“C2B+O2O”商业模式



资料来源：公司公告，东方证券研究所

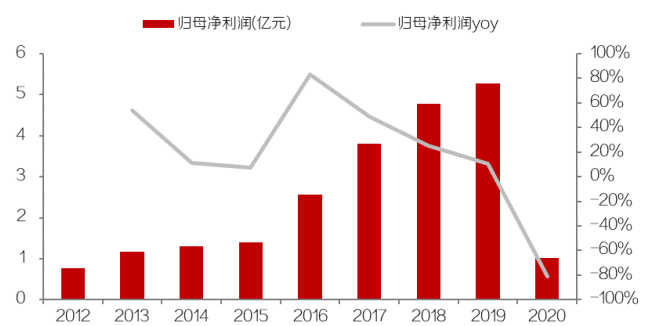
快速崛起的全屋定制龙头，2014-2019 年收入、利润 CAGR 分别达 31%、32%；2020 年受疫情及公司自身加盟渠道变革影响，公司收入、利润同比负增长，此后业绩逐步修复。从软件起家拓展至家具制造，通过“C2B+O2O”商业模式打通全屋定制产业链，2019 年公司收入、归母净利润分别达 72.61 亿元、5.28 亿元，近五年（2014-2019 年）CAGR 分别为 31%、32%。2020 年疫情影响下公司以零售为主的渠道结构受冲击较为明显，同时叠加公司自身加盟渠道变革调整原因，2020 年公司实现收入 65.13 亿元，同比下降约 10%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降约 81%。受益于疫情后需求回暖，公司业绩逐步修复，2021Q1 公司实现收入 14.07 亿元，同比增长 110.28%，相比 2019Q1 增长 10.5%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比增长 105.09%，上市以来首次实现一季度盈利。

图 3：2014-2019 年公司收入年均复合增速达 31%，2020 年受疫情影响同比下降约 10%



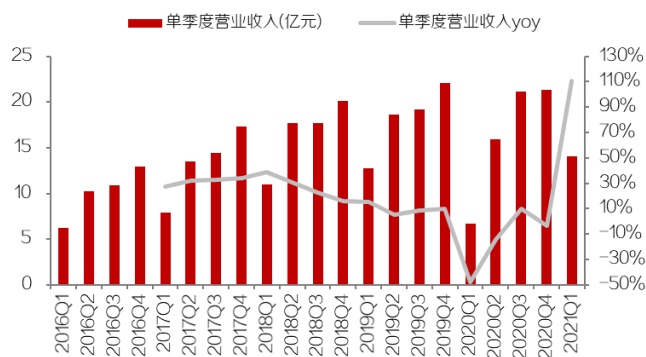
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2014-2019 年公司归母净利润年均复合增速达 32%，2020 年受疫情影响同比下降



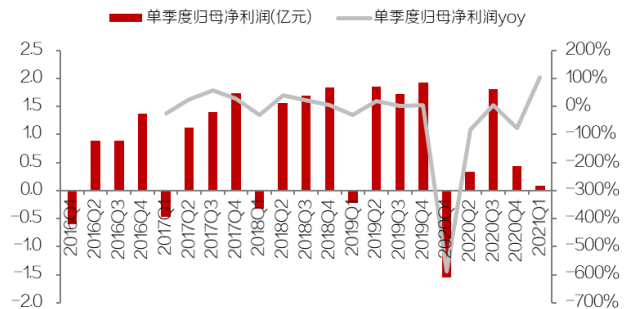
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2020Q1 公司收入受疫情影响较为明显，此后稳步回暖



资料来源：公司公告，东方证券研究所

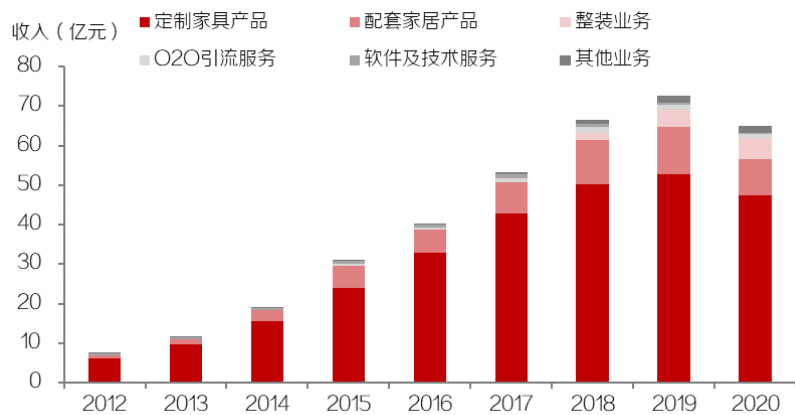
图 6：2020Q1 受疫情影响公司归母净利润亏损 1.6 亿，此后扭亏为盈，并于 2021Q1 实现上市以来首次一季度盈利



资料来源：公司公告，东方证券研究所

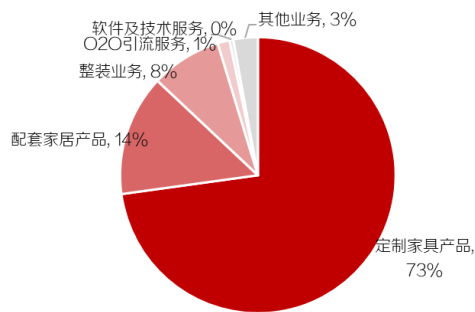
全屋定制仍为收入核心驱动力，整装业务快速增长。公司推行全屋定制+整装战略，2020年定制家具产品、配套家居产品、整装业务、O2O引流服务收入占比分别达73%、14%、8%、1%，含定制家具、配套家居在内的全屋定制仍为公司收入、利润增长的核心驱动力。自2017年公司通过自营整装、整装云平台切入整装赛道以来，公司整装业务收入规模快速增长，2020年达5.40亿（全口径为8.12亿元，其中2.72亿元为家具配套，计入定制家具产品口径），有望打造未来公司收入稳健扩张的新增长点。

图 7：全屋定制（定制家具+配套家品）仍为公司收入增长的核心驱动力，整装业务快速发展



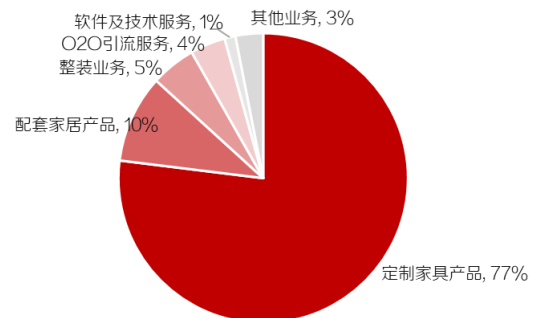
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：定制家具及配套家居产品、整装业务占据公司收入比重分别达 87%、8%（以 2020 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：定制家具及配套家居产品、整装业务占据公司毛利润比重分别达 87%、5%（以 2020 年为例）

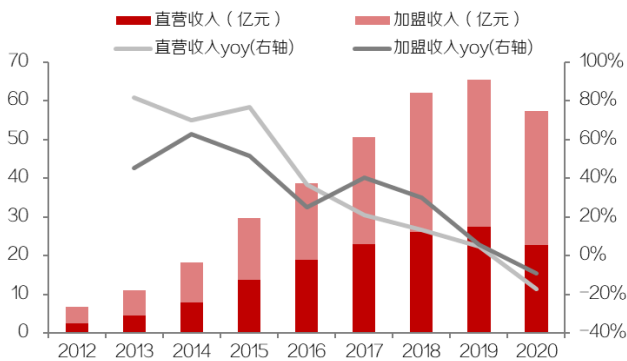


资料来源：公司公告，东方证券研究所

直营、加盟并重，推动以全屋定制为主的收入规模稳步增长。不同于欧派、索菲亚等定制家具企业以经销为主的销售模式，公司采取直营、加盟并重的方式推动线下实体店收入稳步增长，一方面通过直营店稳定销售渠道、提升公司盈利能力、提升品牌优势，另一方面通过加盟店快速扩张销售网

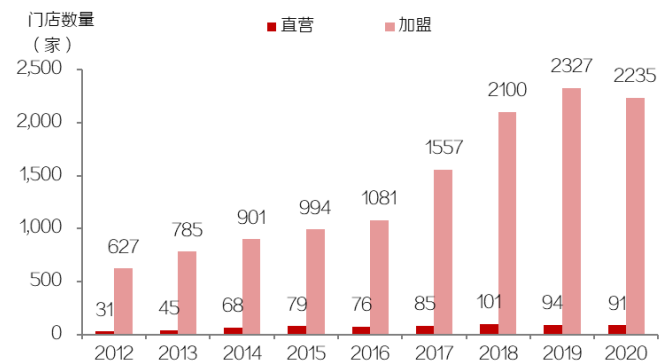
络、扩大品牌影响力，2020 年公司直营、加盟占比分别约 40%、60%，2015-2020 年收入年均复合增速分别达 10%、17%，共同驱动以全屋定制为主的收入规模稳步增长。公司直营店主要选址于广州、北京、上海、南京、武汉、佛山、成都、厦门等 11 个居民购买能力较强、定制家具消费理念较为成熟的一二线城市，截至 2020 年 12 月末公司直营门店数量达 93 家；加盟店主要位于其他二至五线城市，公司同时在自营城市稳步推进加盟店招商，截至 2020 年 12 月末拥有加盟门店数量达 2235 家（其中自营城市加盟店达 232 家），较 2019 年底净减少 92 家，主要系公司自 2020Q2 起开展加盟渠道向招大商、开大店变革所致；截至 2021 年 3 月末公司加盟门店数达 2238 家，相比 2020 年底净增加 3 家，加盟渠道调整正持续推进。

图 10：直营、加盟渠道共同发力，推动公司全屋定制收入稳步增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：截至 2020 年 12 月末，公司直营、加盟门店数量分别达 91 家、2235 家

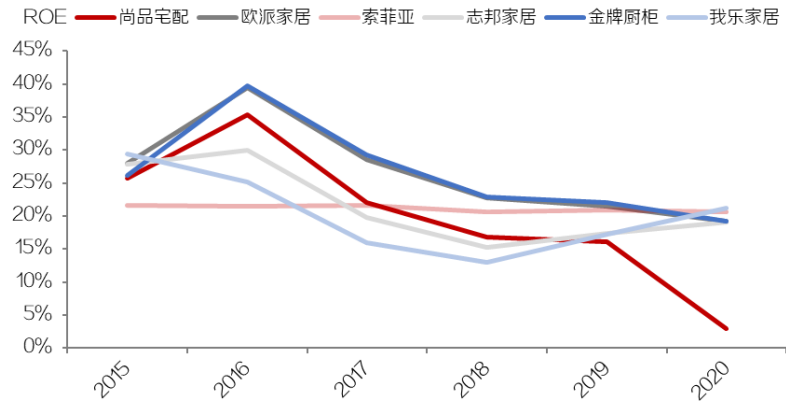


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 较高直营占比带来低净利率、高周转率，ROE 处于行业中位水平

横向对比定制家具上市企业，尚品宅配 ROE 整体处于行业中位水平，2020 年受疫情影响显著回落。对比当前于 A 股上市的定制家居企业，尚品宅配的 ROE 整体处于行业中位水平，2019 年、2020 年公司 ROE 分别达 16.10%、2.89%，2020 年显著回落主要由疫情拖累需求、公司自身加盟渠道变革影响净利率有关；拆分来看，公司直营、加盟并重的销售模式带来净利率低于行业平均水平的同时，亦促成公司周转效率处于行业领先水平，因而使得公司 ROE 整体处于行业水平。

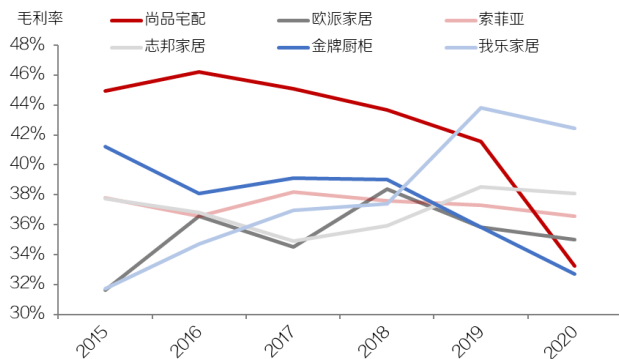
图 12: 尚品宅配 ROE 整体位居行业中位水平, 2020 年受疫情影响显著回落



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

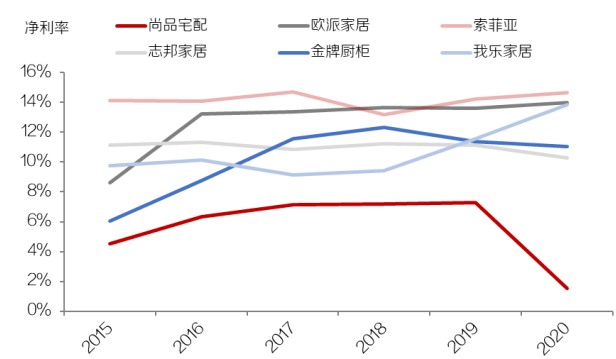
较高直营占比带来的高销售费用率是导致公司净利率低于行业平均水平的重要原因。对比毛利率、净利率指标, 可以看到尚品宅配毛利率显著高于可比公司, 但净利率明显低于行业平均水平, 其主要与公司销售模式中直营占比较高直接相关, 从而使得公司销售费用率整体较高、净利率相应低于行业平均水平。具体而言, 2020 年公司期间费用率为 31.81%, 整体高于行业平均水平; 其中销售费用率为 24.28%, 直营规模增长带来的销售人员工资增加、双品牌建设对应的广告宣传费用支出提升是导致公司销售费用率较高的重要原因。未来伴随公司加盟渠道变革成效逐步显现、加盟收入占比提升, 公司净利率有望相应提升。

图 13: 公司毛利率处于行业较高水平, 2020 年受疫情影响回落明显

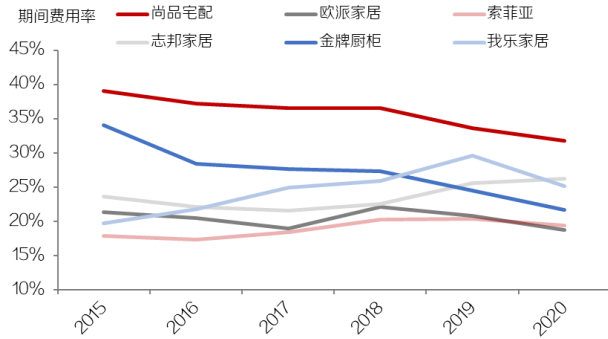


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

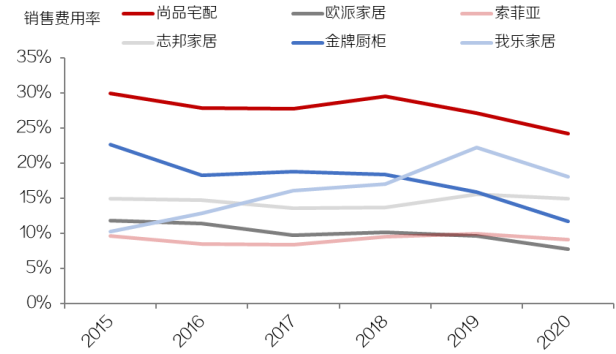
图 14: 公司净利率处于行业较低水平, 2020 年受疫情影响回落明显



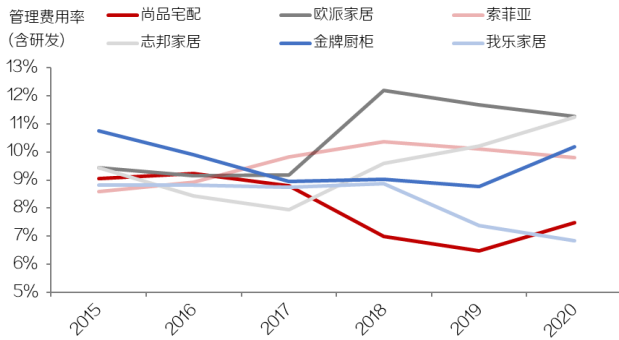
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 15：公司期间费用率处于行业较高水平


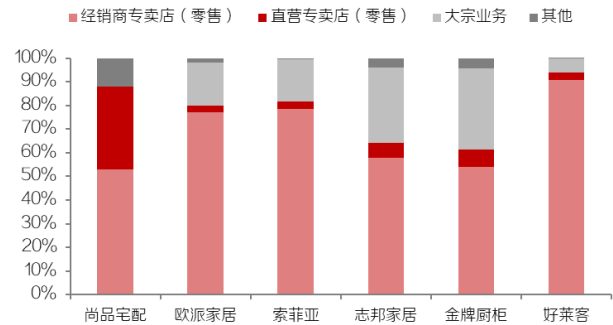
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 16：公司销售费用率处于行业较高水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：公司管理费用率（含研发）低于行业平均水平


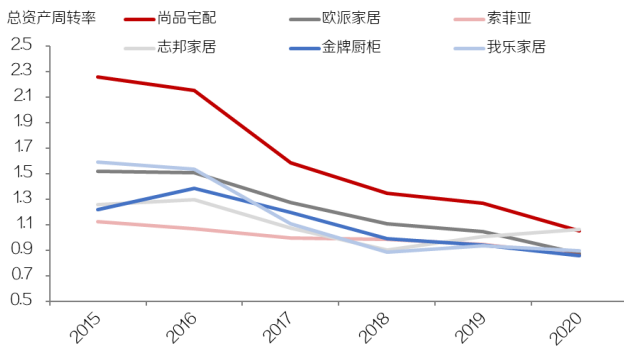
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：公司直营占比整体高于行业内其他定制家具企业


资料来源：公司公告，东方证券研究所

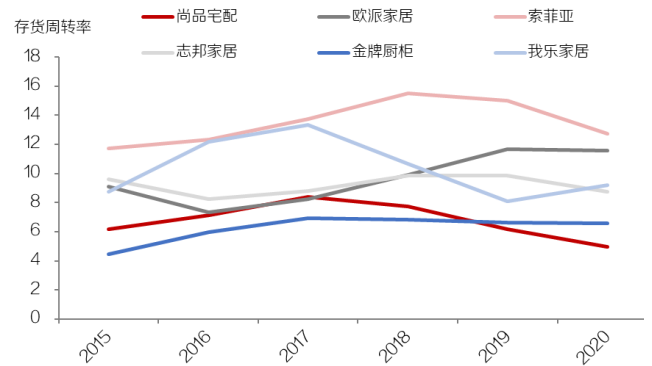
公司周转效率处于行业领先水平。2020 年公司总资产周转率达 1.05，较高的应收账款周转率是公司周转效率处于行业领先水平的重要原因，其主要系公司直营模式占比较高、对客户采取预收款的方式销售所致。受整装云业务快速发展、配套品备货显著增加等因素影响，公司存货周转率有所降低，带动总资产周转率近年相应下滑。

图 19: 公司总资产周转率高于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 20: 公司存货周转率低于行业平均水平

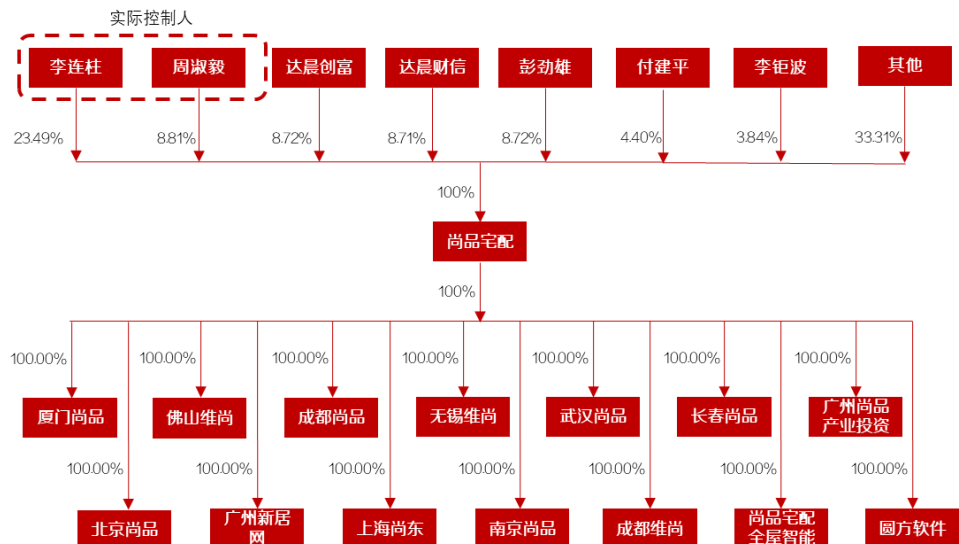


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

1.3 股权结构相对分散，实控人合计持股比例达 32.30%

公司股权结构相对分散，实控人合计持股比例达 32.30%；拟引入北京京东作为战略投资者。公司实际控制人为公司创始人李连柱和周淑毅，二人为同学关系，于华南理工大学毕业后均留校担任讲师，连同彭劲雄于 1999 年创立圆方软件，并于 2004 年创立公司前身尚品有限；截至 2021 年 3 月末李连柱、周淑毅合计持股比例达 32.30%。此外，天津达晨、达晨财信分别持有公司股权比例 8.72%、8.71%，其实际控制人均为湖南广播电视台。根据公司 2021 年 6 月 25 日晚公告，公司将引入北京京东作为战略投资者，北京京东拟受让天津达晨、达晨财信持有的合计 993.38 万股股票（占当前总股本比例为 5.00%），同时认购公司非公开发行的 827.81 万股股票（占总股本比例为 4.17%），预计本次战略投资后北京京东持有公司的股权比例将达 8.80%，仅次于李连柱。

图 21: 公司实控人为李连柱和周淑毅，合计持股比例达 32.30%（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

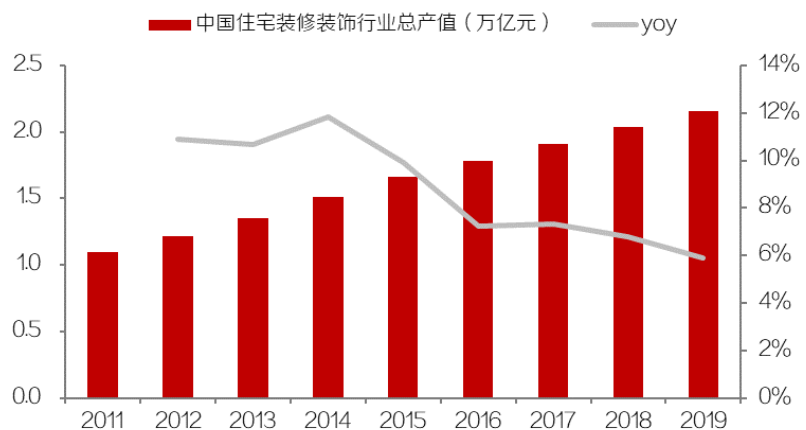
股权激励彰显发展信心，绑定核心人员与公司利益。公司于 2021 年 4 月底公告 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟授予中高管、核心骨干等 649 人限制性股票 315.60 万股（约占公告日公司股本总额比重 1.59%），考核指标与未来两年收入挂钩，以 2020 年为基数（65.13 亿元），2021 年、2022 年收入增长率分别不低于 20%、35%，即各年收入分别不低于 78.16 亿元、87.93 亿元，彰显公司发展信心，通过绑定核心人员与公司利益，有利于充分焕发企业经营活力。

2 赋能者身份布局万亿整装市场，整装业务高增长可期

2.1 顺应地产及消费者需求结构变化，积极探索整装布局

中国家装市场规模约 2 万亿，且行业集中度较为分散。根据中国建筑装饰协会的统计，2019 年中国建筑装饰行业完成工程总产值 4.48 万亿元，其中住宅装修装饰行业总产值达 2.16 万亿，近 5 年行业规模年均复合增速约 7%，整体保持稳健增长态势。由于家装涉环节较多、产业链冗长，以及需求端消费者个性化要求程度较高等原因，家装市场整体呈现“大行业、小企业”的竞争格局，据统计 2018 年全国装企数量约 12.5 万家，平均产值约 1728 万元，行业集中度整体较为分散。

图 22：2019 年中国住宅装修装饰行业总产值达 2.16 万亿，近年行业规模稳健增长

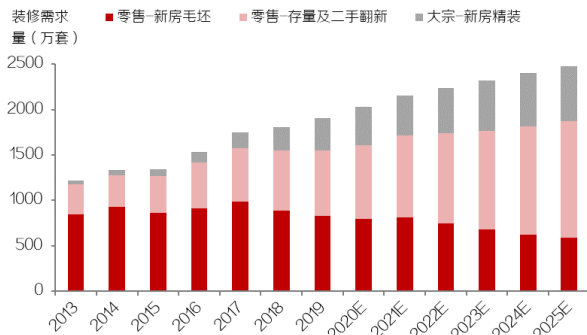


资料来源：中国建筑装饰协会，东方证券研究所

地产需求结构方面，未来精装、存量及二手翻新比例的提升将抵消新房销售的下滑，有望推动家装行业规模稳中有升。考虑到装修配套品需求与新房销售之间存在一定滞后期（假设滞后新房毛坯销售 1.5 年，滞后精装房开盘 1 年、配套率按 100% 计算），并假设 2021 年起全国商品房销售面积每年下滑 2%，通过拆分各类住房交易类型对应的装修需求，我们预计未来存量翻新比例的提升将

抵消新房销售的下滑，地产后周期需求总量整体稳中有升，但存在结构性变化，即毛坯新房占比下降，精装房和存量翻新对应的需求占比提升。假设 2025 年精装修渗透率将由 2020 年的 32% 提升至 50%，测算 2025 年精装需求将超过新房毛坯，精装房、毛坯房、存量及二手翻新房对应的装修需求占比将达 24%、25%、52%；中长期维度，存量及二手房翻新将构成未来家装需求的主流来源。

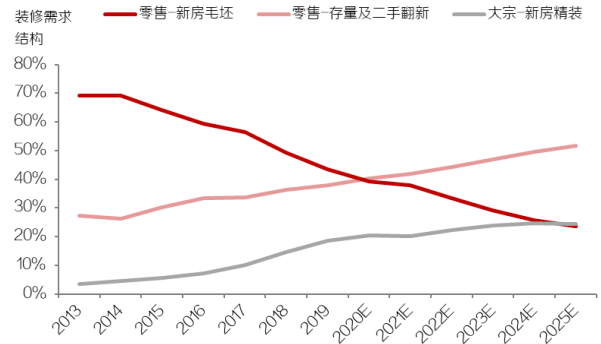
图 23：未来存量翻新比例的提升将抵消新房销售的下滑，装修需求总量整体稳中有升



注：此处假设 2025 年精装修渗透率将由 2020 年的 32% 提升至 50%

资料来源：国家统计局，奥维云网，东方证券研究所

图 24：预计 2025 年精装需求将超过新房毛坯，与存量及二手翻新共同构成装修需求主要来源

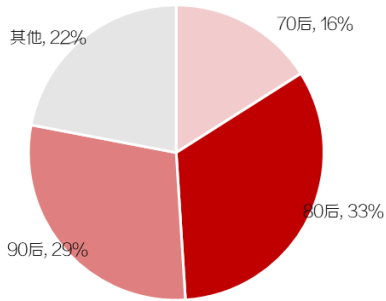


注：此处假设 2025 年精装修渗透率将由 2020 年的 32% 提升至 50%

资料来源：国家统计局，奥维云网，东方证券研究所

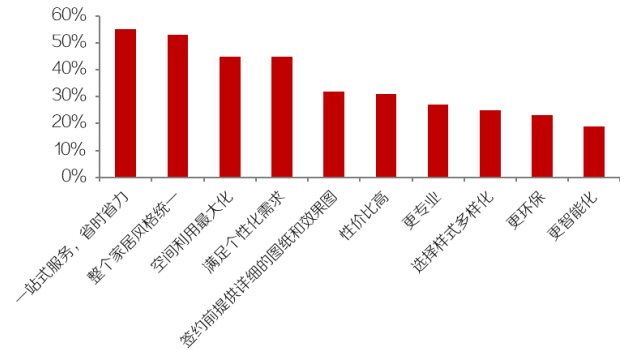
消费者需求方面，80 后、90 后作为当前中国家装消费的主力消费群体，对于一站式整装服务的需求正显著提升。根据《2019 年腾讯家居行业洞察白皮书》调查数据显示，80 后、90 后已成为当前中国家装消费的主力消费群体，占比超过 60%；而一站式服务省时省力、风格统一、空间利用最大化、个性化需求是其倾向于选择全屋定制的重要原因，主力消费人群对于整装服务的需求正显著提升。

图 25：80 后、90 后当前已成为中国家装消费的主力消费群体



资料来源：2019 腾讯家居行业洞察白皮书，东方证券研究所

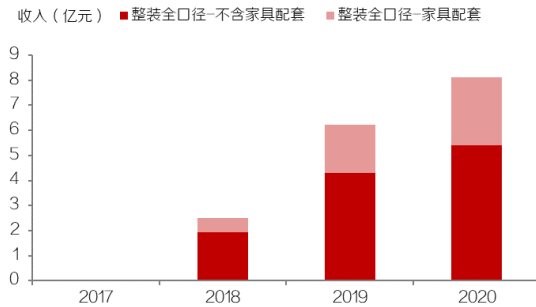
图 26：一站式服务、风格统一、空间利用最大化、个性化需求是消费者选择全屋定制的重要原因



资料来源：2019 腾讯家居行业洞察白皮书，东方证券研究所

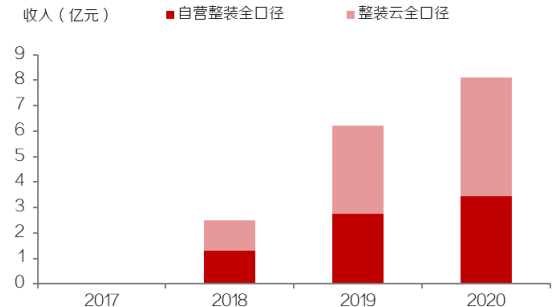
积极顺应地产需求结构及消费者需求变化，公司自 2017 年起布局整装业务，并于 2021 年提出全面转型整装。伴随地产需求结构中存量房、二手房翻新占比快速提升，以及新一代家装消费者对于一站式满足家装需求的诉求愈发凸显，整装渠道作为重要的流量前置入口，通过整装方式拓展客户数、提升客单值的重要性愈发突出；此同时，软硬一体的销售模式将有效改善当前传统装企难以合规盈利并规模扩张的现状。在此背景下，公司于 2017 年 10 月推出 HOMKOO 整装云平台，以 S2B2C 模式面向 B 端家装企业，以销售硬装主辅材、定制家具、软装装饰等为盈利模式，通过数字化方式帮助其优化销售、供应链及交付流程；同时在广州、佛山、成都三个城市开展自营整装，通过自营装修团队实际体验整装云会员企业的痛点、难点，以赋能者的身份切入整装领域，并于 2021 年宣布全面转型整装。2020 公司实现整装全口径收入 8.12 亿元（含家具配套收入 2.72 亿元，其余硬装涉及的材料及费用均计入报表“整装业务”口径），其中自营整装、整装云全口径收入分别达 3.45 亿元、4.67 亿元，共同推动公司整装业务规模快速发展。

图 27：公司整装业务收入规模快速发展，2020 年全口径收入达 8.12 亿元



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：自营整装、整装云共同推动公司整装业务规模快速发展



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 整装云平台将 BIM 引入家装，赋能会员企业实现双赢

Homkoo 整装云平台为装企实现全流程赋能

依托信息化优势公司将 BIM 系统引入家装，通过整装云平台以 S2B2C 商业模式赋能传统家装企业，提升其为消费者提供一站式装修服务的能力。公司凭借自身深厚的互联网基因以及信息化技术优势，采用最新的 S2B2C 商业模式，通过 Homkoo 整装云平台为会员企业提供包括硬装主辅材、定制家具、软装装饰等产品，从设计、深化、下单、调度到施工交付等全流程为家装会员企业赋能：

①整装销售设计系统，将包含孖酷 MRKOQ 定制家具（2020 年品牌成立，专供整装云会员）在内的供应链体系与整装设计系统打通，在设计环节采用真实产品实现硬装软装一体化，同时通过内置的海量高品质设计方案供设计师灵活调用，从而解决整装设计方案能够 100%还原交付、以及传统装企整装业务开展受设计门槛制约的行业痛点；②BIM 虚拟装修系统，应用三维可视化方式对工地进行全流程模拟正向设计、实现前后端流程打通，设计端实现快速优化及修改方案，施工端得以精确统计施工用量、优化算量清单；③机场塔台式中央计划调度系统，自动接收来自 BIM 系统自动转化的作业指令与材料清单，实现各工地的施工工程调度管理；④中央厨房式供应链管理系统，通过集采获取 F2C 价格、持续丰富供应链品类，从而降低供应链总成本。公司整装云平台通过 BIM、孖酷、供应链多管齐下，为家装会员企业实现全流程赋能。

图 29：公司采用最新的 S2B2C 商业模式，从设计、深化、下单、调度到施工交付，通过

Homkoo 整装云平台为家装会员企业赋能



硬装软装一体化，一站式选材，一体化设计，定制家具同步设计



自动创建指令，自动计算材料用量，执行各项工程命令



通过中央计划调度系统，实现公司的数据化、信息化和在线化



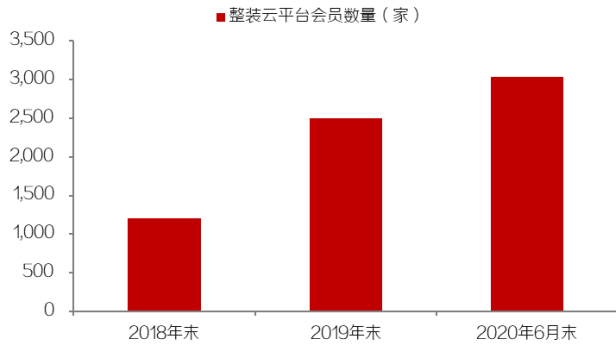
通过核心采集综合能力，一单畅享F2C价格

资料来源：公司公告，东方证券研究所

助力会员装企一体化整装战略落地，未来单个会员产出有望提升

整装云平台自成立以来会员数量快速增长，未来有望通过赋能会员装企实现双赢，单个会员产出提升可期。自 2017 年 10 月推出以来，HOMKOO 整装云会员数量快速增长，截至 2020 年 6 月末已超过 3000 家，现已成为业内会员数量、会员区域分布双领先的整装赋能平台，平台规模效应逐步提升；根据“年度整装云全口径收入/期初期末会员平均数量”，测算 2019 年平均单个会员产出约 18.72 万元/家，未来伴随整装云平台针对会员装企将从设计、出施工图、算量清单到后端施工交付的全数字化流程打通，助力其周转效率、盈利能力稳步提升，会员装企整装市场份额、整装云单个会员产出亦有望相应提升，或将接力会员数量增长成为下一阶段推动整装云收入规模快速增长的重要驱动力。

图 30: HOMKOO 整装云自 2017 年 10 月推出以来会员数量快速增长，截至 2020 年 6 月末已超过 3000 家



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 31: HOMKOO 整装云现已成为业内会员数量、会员区域分布双领先的整装赋能平台



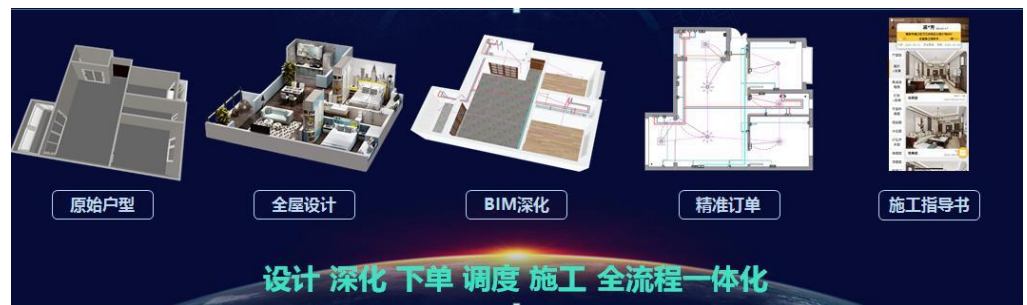
资料来源：公司官网，东方证券研究所

2.3 自营整装逐步放开，未来放量可期

信息化优势赋能自营整装，实战经验积累与整装云形成协同

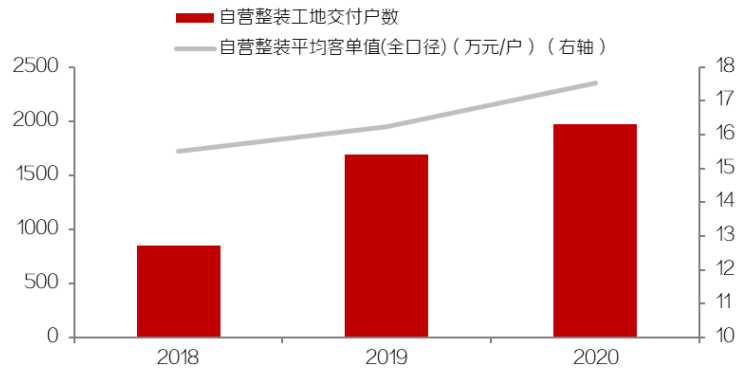
BIM 系统赋能圣诞鸟自营整装，工地交付数量、质量持续提升，与整装云业务形成协同。为亲身体会 HOMKOO 整装云会员企业的痛点、持续优化流程，公司于 2018 年初在广州、佛山、成都三个自营城市开展圣诞鸟自营整装业务，基于整装云平台 BIM 虚拟装修系统等优于同行的信息化技术优势，实现设计、产品、施工、售后等全流程一体化，为自营整装未来实现全国交付奠定基础。依托一站式装修服务能力的持续提升，2018 年以来公司自营整装工地交付户数快速增长，2020 年公司三个自营城市圣诞鸟整装交付数达 1968 户，同比增长 16%；平均客单值（全口径）约 17.53 万元/户，同比增长约 8%，广州区域打造出多位年度业绩超 1000 万的标杆设计师。与此同时，公司通过引进全行业高水平设计总监、提升整体专业设计能力，以及持续升级施工工艺等方式优化交付质量，并不断总结自营整装优质实战经验导入至整装云会员，进一步帮助其提升服务能力、扩大市场份额。

图 32: 公司运用“BIM 虚拟装修系统”、“机场塔台式中央计划调度系统”赋能圣诞鸟整装施工管理



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：2018 年以来公司自营整装工地交付户数快速增长，平均客单值亦有提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

自营城市全面转型整装目标明确，自营整装放量在即

2020 年是公司自营城市全面推进自营整装的元年，未来有望全面铺开、放量可期。公司于 2020 年下半年新开通自营整装城市南京，进一步明确了 11 个自营城市全面转型的目标，并计划于 2021 年年内实现全面覆盖，提出“免费 BIM 设计”、“看着 BIM 做装修”主张，打造家装行业新服务标准。公司自营整装业务逐步理顺，2019 年、2020 年实现自营整装全口径收入 2.75 亿、3.45 亿，即平均每家城市自营整装收入约 0.92 亿元、0.86 亿元；未来伴随自营整装在 11 个城市全面铺开，公司自营整装收入规模有望快速增长。

3 加盟渠道调整逐步到位，零售变革成效有望逐步释放

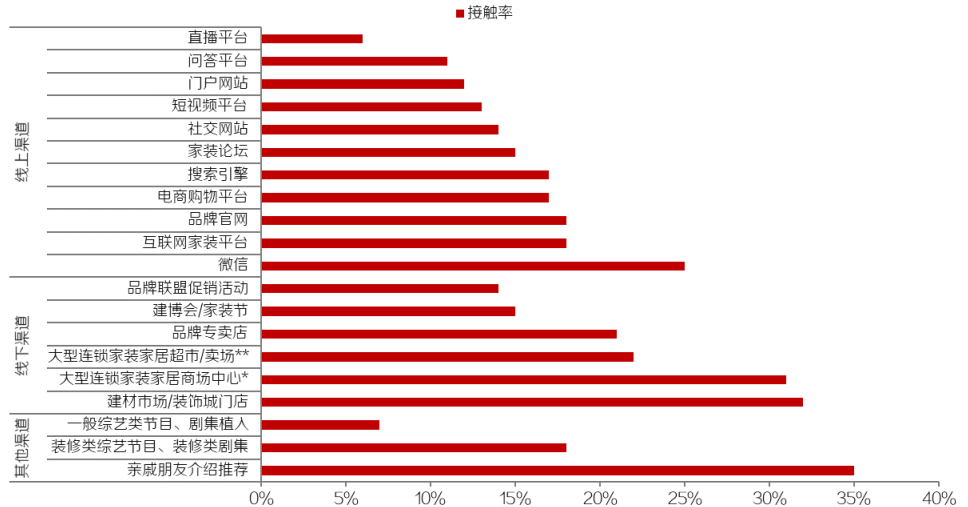
零售渠道方面，公司以直营、加盟店为线下实体，以新居网为网络营销平台，组成 O2O 立体营销网。公司现已建立起“直营店+加盟店”的线下实体店与新居网运营的 O2O 互联网营销平台，共同构成线上线下相结合的 O2O 立体营销网络，有效将线上流量引流至实体店，并实现转化与销售。

3.1 数字化构建 O2O 营销体系，MCN 布局领先

家居消费流量分布愈发多元，线上、线下均为触达消费者的重要渠道。根据腾讯家居家装行业洞察白皮书的统计，家居行业消费者会通过线上、线下门店同时收集家装资讯和信息（接触率分别达

76%、74%)，其中微信、建材市场/装饰城门店接触率较高，其他渠道分布则较为分散。流量碎片化、多元化的趋势下，家居企业全渠道布局实现流量运营的重要性愈发凸显。

图 34：家居消费者通过线上、线下门店同时收集信息，其中微信、建材市场/装饰城门店接触率较高

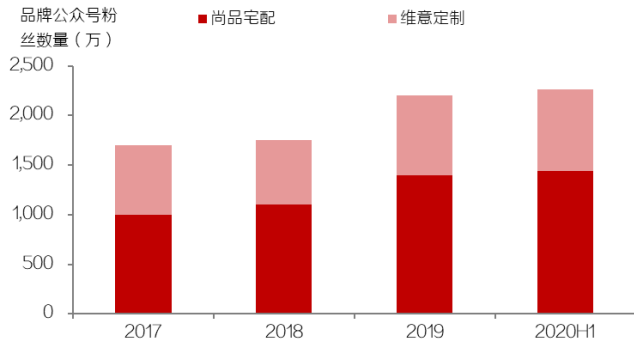


*注：此处大型连锁家装家居商场中心指居然之家、红星美凯龙等，大型连锁家装家居超市/卖场指百安居、宜家等

资料来源：腾讯家居家装行业洞察白皮书，东方证券研究所

互联网基因积淀丰富线上营销经验，自建全渠道营销矩阵为线下门店导流。公司以新居网为网络营销平台，在成立之初，即为开拓市场实行线上新居网与线下实体店联动的 O2O 模式，通过“0 元免费设计”等方式将客户由各渠道引流至社交媒体，并通过持续粉丝运营构建个性化用户标签，从而实现量尺并导流至线下。凭借在腾讯、阿里、抖音、快手等平台上的超前布局及持续创新，新居网现已成为国内家居行业规模领先内容孵化平台之一，微信方面已构建起公众号、朋友圈、小程序、视频号相结合的内容生态矩阵，截至 2020 年底，尚品宅配、维意定制品牌公众号粉丝已逾 2500 万，与此同时“设计师阿爽”“wuli 设计姐”等一批家居达人 IP 公众号持续进行营销引流；短视频赛道上，公司自 2017 年末即着力布局 MCN 模式，截至 2020 年底新居网 MCN 机构孵化和签约了近 300 个 IP 家居类达人，全网累计粉丝 1.8 亿，拥有“设计师阿爽”（全网粉丝超过 4500 万）、“设计帮帮忙”（超 1500 万）、“wuli 设计姐”（超 1200 万）等优秀头部家装达人，打通从视频和直播圈粉到粉丝互动评论，再到私域粉丝运营、线下变现的流量闭环。

图 35：尚品宅配、维意定制品牌公众号粉丝数量稳步增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：新居网现已成为国内家居行业规模领先内容孵化平台之一，孵化和签约了近 300 个 IP 家居类达人



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 新模式+科技大基建赋能门店，助力转化率提升

疫情加速 O2O 的 2.0 版本迭代，新模式将量尺、设计、方案沟通等服务由线下转至线上，显著缩短售前服务周期。2020 年疫情影响下，消费者对于无接触购买家具的需求相应提升，公司借势利用自身信息化技术优势，通过自行开发的量尺宝、沟通宝、方案宝、美家、绘家等小工具矩阵，将线上获客之后的量尺、设计、方案沟通等服务由此前的线下执行整合至线上完成，形成线上全流程服务闭环，全力加速行业 O2O 的 2.0 版本迭代更新，显著缩短售前服务周期。

图 37：依托量尺宝等小工具矩阵，公司将传统线下上门量尺等流程转化至线上进行，显著提升售前服务效率

快速手绘户型图
无纸化作业提高效率

现场了解客户空间布局，通过手机APP快速手绘户型图，结构参数任意修改，门窗家具智能布置

拍照即量尺
全方位量房细节记录

手机拍摄房间，直接快捷标注横梁、立柱、插座、空调口等特殊位置尺寸，为之后设计师做方案提供更加详细的参考

手绘户型云端同步PC端
助力设计高效便捷

在APP上生成的所有量房文件都可以云端同步到PC端，并支持一键导入户型，让设计更加便捷高效

快速建立客户档案
量房动态信息实时把控

支持随时随地建立客户档案，新建、待量尺、已量尺，各个阶段的客户一目了然，提高客户管理效率

分级权限管理
杜绝订单漏洞

同时支持导购、设计师、店长等三层管理权限，店长可全面掌控设计师及客户的信息

资料来源：公司公告，东方证券研究所

丰富多元的线上工具源于以大数据、AI 云技术为基础的“科技大基建”，持续赋能门店设计师，助力转化率提升。对于定制家具行业而言，设计师的能力高低是决定转化率的关键因素。伴随公司快速发展，设计师队伍规模亦相应扩大，公司用游戏思维打造“设计岛”赋能平台，涵盖积分形成、兑换、部落、竞赛、公益、交易、互动等模块，对分布全国的设计师实现有效管理和培养。与此同时，为提升设计师效率，公司通过依托于全国 2400 余家终端门店网络及万余名设计师，逐步搭建起基于 AI 智能设计的装修方案大型数据库，截至 2020 年底已覆盖全国 400 多个城市，拥有方案的户型数据已超过 120 万户。以此为基础，公司持续升级氢设计赋能设计师，设计师仅需提供平面户型及需求标签，即可在 1 分钟内获得多个高质量设计方案，较大程度解决了设计质量与效率问题，助力线下转化率提升。

图 38：公司用游戏思维打造设计岛赋能平台，对分布全国的设计师实现有效管理



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：以海量数据为基础，公司通过氢设计全面提升设计师设计效率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 渠道布局持续创新，推动加盟逐步转型整装

从全面挺进购物中心店到自营城市发展加盟店，再到加盟渠道逐步转型整装，公司渠道布局持续创新。如前文所述，公司采取直营、加盟并重的方式推动线下实体店收入稳步增长，2020 年公司直营、加盟占比分别约 40%、60%。公司作为行业内以软件起家的公司，其发展思路与传统家居企业有所差别，在渠道布局方面持续创新：①自 2014 年以来公司新开店基本均选址于购物中心，积极抢占与建材市场相比更高的客流量；截至 2017 年末，公司直营店、加盟店中分别约 74%、53%为购物中心店，占比整体较高，根据公司 2017 年内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，显著高于非购物中心店（约 380 万）；②2018 年公司于自营城市开通加盟店，带动自营城市市场份额快速提升，北京、上海、广州等地均实现较好增长；③2020 年二季度公司明确了加盟渠道招大商开大店的变革方向，一方面招商环节侧重于吸引装修类背景企业成为加盟商，另一方面在存量加盟商中优选大商，通过三年自营整装积累的实战经验、以

及整装云构建起的供应链及信息化系统助力其向整装逐步转变，强化长期可持续的竞争优势；随着公司加盟新变革的持续推行，预计 2021 年加盟渠道将迎来改善。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于定制家具、配套家居及整装业务。
 - ① 定制家具及配套家居是贡献公司当前收入的重要来源，这里按直营/加盟渠道分别假设：直营方面，预计 2021-2022 年直营门店数量分别新增 5 家，与此同时零售需求稳步回暖，假设 2021-2023 年直营店单店提货额将同比增长 25%、5%、5%；加盟方面，伴随公司招大商、开大店调整逐步推进，预计 2021-2023 年加盟店数量将分别净增加 300 家、400 家、200 家，零售需求回暖叠加加盟商转型整装，假设 2021-2023 年加盟店单店提货额将同比增长 15%、5%、5%。基于以上拆分，我们预计 2021-2023 年定制家具收入同比增速将分别达 26.71%、18.23%、13.30%；配套家居收入同比增速将分别达 24.07%、18.23%、13.30%。
 - ② 整装业务成为公司收入增长的又一重要驱动力，伴随公司自营整装由三地拓展至 11 个自营城市，以及整装云持续赋能下单个会员产出持续提升，预计 2021-2023 年公司整装业务收入同比增速将分别达 57.96%、40.50%、12.85%。
- 2) 疫情影响导致 2020 年定制家具及配套家居毛利率承压，此后需求逐步修复，伴随加盟渠道收入占比提升带来产品结构变化，以及新会计准则下运费重分类至成本端（影响约 3 个百分点），预计 2021-2023 年公司定制家具及配套家居业务毛利率将相比 2019 年有所下降，将分别为 39.81%、40.00%、39.52%；整装业务方面，未来伴随下游需求恢复，以及公司整装业务盈利模式逐步理顺，规模效应有望凸显，预计公司整装业务毛利率将小幅提升，假设 2021-2023 年分别为 21.50%、22.00%、22.50%。
- 3) 伴随加盟收入占比提升以及控费持续推进，预计公司销售费用率将相应下降，假设 2021-2023 年销售费用率为 23.42%、23.10%、22.59%；考虑股权激励摊销成本，预计管理费用率将分别达 4.92%、4.86%、4.56%，研发费用率维持 1.87%。
- 4) 公司 2021-2023 年的所得税率维持 14.95%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
定制家具产品					
销售收入（百万元）	5,266.7	4,743.4	6,010.4	7,105.9	8,051.2
增长率	5.0%	-9.9%	26.7%	18.2%	13.3%
毛利率	44.8%	35.1%	42.5%	42.8%	42.2%

配套家居产品

销售收入（百万元）	1,200.4	922.7	1,144.8	1,353.5	1,533.6
增长率	7.3%	-23.1%	24.1%	18.2%	13.3%
毛利率	28.4%	23.0%	25.5%	25.5%	25.5%

整装业务

销售收入（百万元）	430.4	539.8	852.7	1,198.1	1,352.0
增长率	121.6%	25.4%	58.0%	40.5%	12.8%
毛利率	20.8%	20.1%	21.5%	22.0%	22.5%

O2O 引流服务

销售收入（百万元）	131.2	91.6	91.6	91.6	91.6
增长率	-14.9%	-30.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	89.9%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%

软件及技术服务

销售收入（百万元）	51.5	29.5	29.5	29.5	29.5
增长率	-33.4%	-42.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	92.6%	89.4%	89.4%	89.4%	89.4%

其他业务

销售收入（百万元）	180.5	186.3	223.6	268.3	321.9
增长率	117.2%	3.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	34.5%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%

合计	7,260.8	6,513.4	8,352.7	10,047.0	11,379.8
增长率	9.3%	-10.3%	28.2%	20.3%	13.3%
综合毛利率	41.6%	33.2%	38.6%	38.4%	38.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

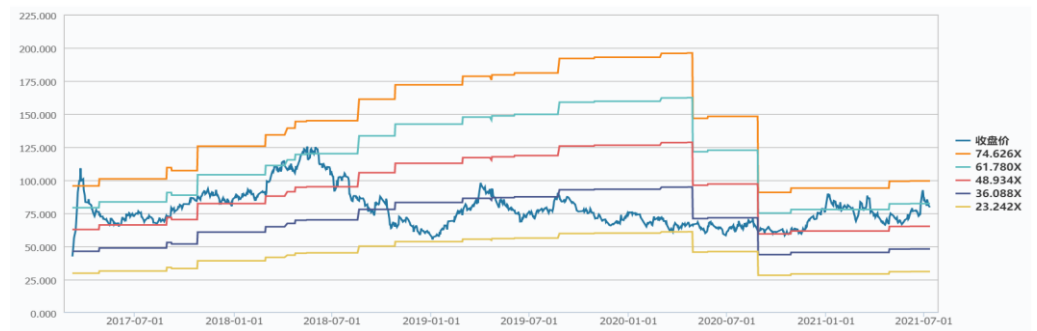
我们采用相对估值法对公司进行估值。本篇报告分别选取了欧派家居、尚品宅配、顾家家居、敏华控股、喜临门等家具上市企业作为可比公司，可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 27 倍。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.76/6.65/7.85 亿元，对应的 EPS 分别 2.90/3.35/3.95 元。考虑到公司作为家居行业的持续创新者，引入京东战投为数字化、供应链等板块赋能，依托信息化技术优势由定制家具向整装业务全面转型、放量可期，同时伴随加盟渠道调整到位、零售变革成效有望逐步凸显，未来盈利能力有望改善，我们给予公司 2021 年 30 倍市盈率估值，较可比公司估值溢价 10%（从历史估值来看，公司即相较同行享有较高估值溢价），对应目标价 87.00 元，首次给予“增持”评级。

表 1：可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 27 倍

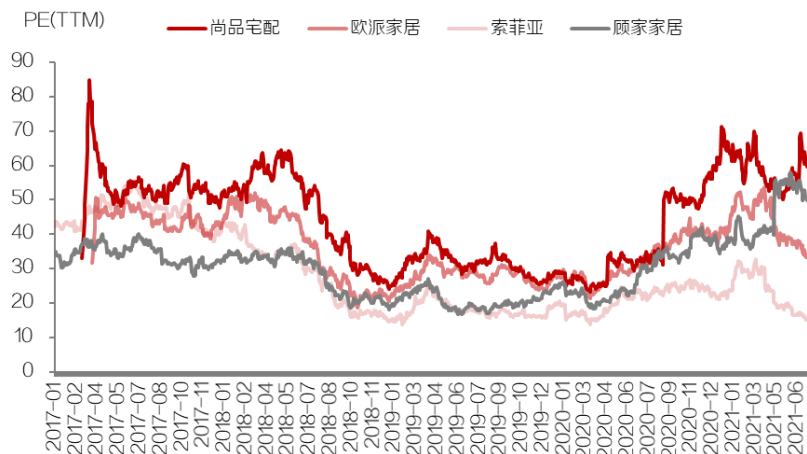
公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)						市盈率						一致预期净利润增速	
		2021年7月13日	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
欧派家居	603833.SH	135.45	3.74	4.38	4.38	4.19	4.99	5.85	36.22	30.94	30.94	32.33	27.16	23.16	19.0%	17.3%
索菲亚	002572.SZ	22.10	1.04	1.18	1.18	1.55	1.82	2.14	21.28	18.71	18.71	14.30	12.16	10.35	17.6%	17.5%
顾家家居	603816.SH	72.74	2.30	1.93	1.93	2.57	3.12	3.77	31.63	37.70	37.70	28.29	23.32	19.27	21.3%	21.0%
敏华控股*	1999.HK	17.24	0.36	0.43	0.50	0.61	0.77	0.93	48.40	40.20	34.30	28.19	22.34	18.51	26.2%	20.7%
喜临门	603008.SH	29.42	-1.11	0.97	0.97	1.24	1.56	1.96	-26.51	30.25	30.25	23.65	18.87	15.02	25.4%	25.6%
最大值									48.40	40.20	37.70	32.33	27.16	23.16	26%	26%
最小值									(26.51)	18.71	18.71	14.30	12.16	10.35	18%	17%
平均数									22.20	31.56	30.38	25.35	20.77	17.26	22%	20%
调整后平均									29.71	32.96	31.83	26.71	21.51	17.60	22%	20%

*注：敏华控股财报披露币种为港币

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 40：公司当前 PE(TTM)约 60 倍（截至 2021/07/12）


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 41：从历史估值来看，公司相对同行即享有较高溢价


资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **地产竣工不及预期的风险：**由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，公司盈利存在大幅波动的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**家具行业竞争格局整体较为分散，如若行业竞争加剧导致价格战出现，公司盈利或将存在不达预期的风险。
- **公司加盟渠道转型不达预期的风险：**加盟渠道当前仍为公司定制家具及配套家居产品收入的重要来源，若公司加盟渠道“招大商、开大店”推进受阻，门店扩张速度或同店收入增长情况较为缓慢，公司收入、盈利或将存在不及预期的风险。
- **公司整装业务拓展进度不达预期的风险：**整装作为公司快速增长的新兴业务，若未来自营整装拓展进度受限，公司收入、利润或将存在不及预期的风险。

表 2：加盟渠道门店扩张速度、同店收入恢复情况是影响公司业绩增速的重要变量

2021年归母净利润预测值 (亿元)	2021年加盟门店同比增加数量(家)					
	100	200	300	400	500	
2021年加盟 渠道平均单店 提货额同比增 速	-5%	4.89	4.96	5.04	5.11	5.18
	5%	5.24	5.32	5.40	5.48	5.56
	15%	5.59	5.67	5.76	5.85	5.93
	25%	5.93	6.02	6.11	6.20	6.29
	35%	6.26	6.36	6.46	6.55	6.65

资料来源：Wind，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有尚品宅配(300616，未评级) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,522	1,039	1,333	1,603	1,816	营业收入	7,261	6,513	8,353	10,047	11,380
应收票据、账款及款项融资	63	120	154	185	210	营业成本	4,243	4,349	5,129	6,192	7,061
预付账款	52	61	78	94	106	营业税金及附加	57	53	68	81	92
存货	814	944	1,114	1,345	1,533	营业费用	1,972	1,581	1,956	2,321	2,571
其他	1,289	1,312	1,326	1,341	1,353	管理费用及研发费用	471	488	567	677	732
流动资产合计	3,742	3,477	4,005	4,568	5,018	财务费用	(2)	3	30	70	77
长期股权投资	0	11	0	0	0	资产、信用减值损失	3	7	2	2	2
固定资产	892	1,750	2,176	2,463	2,788	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	783	271	342	508	592	投资净收益	58	36	36	36	36
无形资产	418	481	470	459	449	其他	49	44	45	45	45
其他	283	250	97	88	88	营业利润	624	113	681	786	927
非流动资产合计	2,376	2,763	3,085	3,519	3,917	营业外收入	3	2	2	2	2
资产总计	6,118	6,239	7,090	8,087	8,935	营业外支出	6	6	6	6	6
短期借款	0	28	1,156	981	587	利润总额	622	109	677	782	922
应付票据及应付账款	833	691	815	984	1,122	所得税	93	8	101	117	138
其他	1,709	1,836	528	528	528	净利润	529	101	576	665	785
流动负债合计	2,542	2,556	2,500	2,493	2,237	少数股东损益	0	(1)	0	0	0
长期借款	0	111	579	1,046	1,513	归属于母公司净利润	528	101	576	665	785
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.66	0.51	2.90	3.35	3.95
其他	58	67	0	0	0						
非流动负债合计	58	179	579	1,046	1,513						
负债合计	2,600	2,734	3,078	3,539	3,751						
少数股东权益	1	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	199	199	199	199	199						
资本公积	1,445	1,451	1,501	1,501	1,501						
留存收益	1,873	1,856	2,312	2,849	3,485						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	3,518	3,505	4,012	4,548	5,185						
负债和股东权益总计	6,118	6,239	7,090	8,087	8,935						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	529	101	576	665	785
折旧摊销	139	188	230	236	273
财务费用	(2)	3	30	70	77
投资损失	(58)	(36)	(36)	(36)	(36)
营运资金变动	1,188	(261)	(1,422)	(126)	(101)
其它	(1,177)	138	40	2	2
经营活动现金流	619	132	(582)	810	998
资本支出	(683)	(471)	(668)	(669)	(671)
长期投资	1	(11)	11	0	0
其他	53	(110)	36	36	36
投资活动现金流	(629)	(592)	(620)	(633)	(634)
债权融资	0	111	467	467	467
股权融资	61	6	50	0	0
其他	(184)	(154)	979	(374)	(618)
筹资活动现金流	(123)	(37)	1,496	93	(151)
汇率变动影响	0	(5)	-0	-0	-0
现金净增加额	(132)	(502)	294	270	213

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.3%	-10.3%	28.2%	20.3%	13.3%
营业利润	9.8%	-81.9%	501.7%	15.4%	17.9%
归属于母公司净利润	10.8%	-80.8%	468.0%	15.5%	18.0%
获利能力					
毛利率	41.6%	33.2%	38.6%	38.4%	38.0%
净利率	7.3%	1.6%	6.9%	6.6%	6.9%
ROE	16.1%	2.9%	15.3%	15.5%	16.1%
ROIC	16.1%	3.0%	12.9%	11.8%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	42.5%	43.8%	43.4%	43.8%	42.0%
净负债率	0.0%	0.0%	10.0%	9.3%	5.5%
流动比率	1.47	1.36	1.60	1.83	2.24
速动比率	1.15	0.99	1.16	1.29	1.56
营运能力					
应收账款周转率	178.1	79.0	68.3	66.4	64.6
存货周转率	6.2	4.9	5.0	5.0	4.9
总资产周转率	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益	2.66	0.51	2.90	3.35	3.95
每股经营现金流	3.12	0.66	-2.93	4.08	5.02
每股净资产	17.70	17.64	20.19	22.89	26.10
估值比率					
市盈率	28.8	150.1	26.4	22.9	19.4
市净率	4.3	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	18.5	46.4	15.0	12.9	11.1
EV/EBIT	22.7	121.6	19.8	16.5	14.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn