

尚品宅配 (300616)

证券研究报告

2023年06月11日

数字化赋能+随心选发力，或激活二次成长

深耕定制家居，数字化加速赋能

公司主要从事全屋板式家具的定制生产及销售、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。

尚品宅配坚持“整体家居定制化”经营理念，是国内率先提出“全屋定制”概念的家居品牌，为消费者提供一站式家居定制服务。公司依托强大的软件技术、创新能力、先进的柔性化生产工艺、云计算和大数据实践，成为中国工业 4.0 样本。

在 2C 消费者业务领域，公司推出 BIM 整装，即实现软硬一体设计、销售，实现软硬一体数字化、信息化。把每一个客户家庭空间数字化，通过从前端所见即所得的设计，实现家装、家装主辅材、全屋定制家具及配套家居产品、装配式背景墙、软装配饰、电器等家居全品类的一站式配齐。

在 2B 产业互联网领域，HOMKOO 整装云赋能家装行业。公司整合全屋整装全产业链资源，通过数据智能、服务集成、共同的品质保证、资源的集中采购以及 SaaS 化工具等，帮助中小家装企业拓展全屋整装业务能力。

在 2B 海外输出领域，公司将全屋家具定制产业模式整体对海外合作客户输出，将供应链体系延伸到海外。

公司 2022 年营收 53.1 亿，同减 27.3%；23Q1 营收 8.1 亿，同减 25.5%，环比有所改善。公司主营业务包括家具行业、软件行业、O2O 引流服务、整装行业及其他。2022 年归母净利润 0.5 亿元，同减 48.4%；23Q1 归母净利润-1.0 亿元，亏损收窄 4.9%。

以消费者需求为核心，全方位信息化、数字化

C2B 满足个性化需求，AI 深度赋能激活随心选优势

公司今年推出“随心选”全屋定制，是依托人工智能优势提供专业设计、个性定制及成品搭配，让消费者能随心选品、明白消费的一站式购齐全屋家居的消费新模式。与“随心选”全屋定制新模式共生的，还有“智慧供应链”的能力，基于自身搭建多年的智慧供应链平台，借助机场塔台式中央计划调度系统、SKU 多样化管理、智慧云端仓储管理，公司与诸多细分头部品牌达成紧密合作，超 100 家大牌、超 5000 款产品，为“随心选”全屋定制新模式和消费者需求保驾护航。

公司多年经营累积的海量“房型库”“产品库”“空间解决方案库”三大数据库，可以基于图形图像的房型搜索和云匹配技术，通过与客户的互动沟通，快速从空间解决方案库搜索到匹配的设计方案，经过再设计得出客户满意的个性化空间解决方案。同时，应用虚拟现实技术，通过自主开发的 I-Scan 家居体验系统将传统单调的产品展示方式，转变为以消费者体验为中心的全新 3D 数码展示方式。

最近尚品宅配上线 AI 设计助手；其根据实际户型、生活方式何风格，一键智能生成多个设计方案。设计师在与客户初次见面阶段，不能明确需求，使用 AI 设计助手可以先输出多个不同方案，基于这些方案与客户沟通，较大提升设计师谈单成功率。

线上线下渠道结合，奠定营销网络基础

线上营销和线下销售的有机结合，增强公司竞争力。公司已建立起“直营店+加盟店”的线下实体店与以“安居网”为互联网营销平台的线上渠道。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	21.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	198.68
流通 A 股股本(百万股)	130.13
A 股总市值(百万元)	4,358.93
流通 A 股市值(百万元)	2,854.95
每股净资产(元)	17.55
资产负债率(%)	56.07
一年内最高/最低(元)	29.90/16.71

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《尚品宅配-年报点评报告:发布股权激励计划彰显信心，BIM 设计赋能整装业务》2021-04-28
- 2 《尚品宅配-季报点评:Q3 收入利润实现正增长，盈利能力持续修复》2020-10-29
- 3 《尚品宅配-半年报点评:Q2 业绩逐步复苏，整装业务显著增长》2020-08-30

在重点城市繁华区域设立直营店，直营店能够高效制定并执行销售政策，增强实体店销售渠道掌控能力，提升公司的整体盈利能力。一线城市以外的其他地区通过加盟方式进行市场开拓，有效抢占终端零售市场并提升品牌知名度。

随着电商消费习惯形成，消费者花费更多时间在互联网浏览挑选产品，通过互联网展示平台吸引客户为线下实体店吸引客流，而实体店为消费者提供真实产品体验展示，提供良性互动与优质服务最终促成交易。

公司通过新居网引流，促成“尚品宅配”“维意定制”两大品牌定制家具，以及其他家居配套产品的交易，为公司定制家具及配套家居产品的线下销售提供了线上营销平台支持。

首次覆盖，给予“增持”评级。

尚品宅配能从橱柜、衣柜发展至率先提出做全屋定制，靠的是工业 4.0 智造工厂带来的大规模个性化生产方式和数字化应用带来的商业模式创新。而今天，尚品宅配再度凭借 AI 设计工厂所带动的智慧设计平台充分赋能销售端设计师，以智慧及体验型供应链来服务新的流程和新的商业模式，促使全屋定制向定制 5.0 时代跃进，推动行业进入随心选新模式新阶段。

公司依靠子公司圆方软件在家具设计软件及信息系统领域的创新与积累，创新实现了家具产品设计数码化、生产制造流程数字化和全屋家具的大规模定制，能够满足不同客户的个性化定制需求。公司自主开发的智能化自动拆单系统、自动排产系统等系统，对终端销售店面汇集过来的订单进行自动审核和拆分，将订单中的具体家具产品结构拆解为若干个零部件，并将一定数量同类板材的订单合并为一个批次，按批次而不是按照订单组织生产，最终实现了非标准零部件的个性化柔性化生产，解决了行业内定制产品无法规模化、低成本制造的难题。

我们预计公司 23-25 年收入分别为 61、69、78 亿元，归母净利分别为 2.4、3.1、3.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.2、1.6、1.9 元/股，PE 分别为 18、14、12x。

风险提示：住宅房地产政策及市场变化；市场竞争加剧；加盟模式；主要原材料价格波动；产品和服务质量等风险；测算具有主观性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,309.61	5,314.34	6,120.70	6,926.36	7,765.45
增长率(%)	12.22	(27.30)	15.17	13.16	12.11
EBITDA(百万元)	460.40	494.86	534.33	556.44	599.06
归属母公司净利润(百万元)	89.70	46.30	242.84	314.03	374.69
增长率(%)	(11.54)	(48.39)	424.52	29.32	19.32
EPS(元/股)	0.45	0.23	1.22	1.58	1.89
市盈率(P/E)	48.59	94.15	17.95	13.88	11.63
市净率(P/B)	1.22	1.22	1.14	1.08	1.02
市销率(P/S)	0.60	0.82	0.71	0.63	0.56
EV/EBITDA	13.32	5.20	4.06	3.18	1.73

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕定制家居，数字化加速赋能.....	5
1.1. 专注定制家居领域，股权结构稳定.....	5
1.2. 22 年规模承压，23 年有望逐季迎复苏.....	7
1.3. 毛利率逐渐回升，降本增效显成效.....	8
2. 整装时代定制先发属性凸显.....	10
2.1. 定制家具 C2B 模式持续赋能.....	10
2.2. 家具涉足定制，综合竞争趋势显著.....	10
3. 以消费者需求为核心，全方位信息化、数字化.....	12
3.1. C2B 满足个性化需求，AI 深度赋能激活随心选优势.....	12
3.1.1. 率先打造 AI 垂类大模型，构建家居产业协同创新生态.....	14
3.1.2. 从“智能”到“智慧”，重新定义设计服务流程.....	15
3.1.3. AIGC 应用场景加速布局，开启家居行业生产力大变革.....	17
3.2. 线上线下渠道结合，奠定营销网络基础.....	18
3.3. 柔性生产，大规模低成本实现规模定制.....	19
4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司部分股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）.....	6
图 3: 公司营收自 2018 年 66.5 亿元波动减少至 2022 年 53.1 亿元.....	7
图 4: 2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及 YOY.....	7
图 5: 2018-2022 分产品收入（亿元）.....	7
图 6: 2021-2022 分销售模式收入（亿元）.....	7
图 7: 公司毛利率、归母净利率变化.....	8
图 8: 2018-2022 分产品毛利率.....	8
图 9: 2021-2022 分销售模式毛利率.....	9
图 10: 公司整体费控良好，管理能力稳定.....	9
图 11: 2014-2022 年中国规模以上家具企业销售总规模.....	10
图 12: 2023 年 2 月，尚品宅配重磅发布“随心选全屋定制新模式战略”.....	12
图 13: 围绕“全屋定制就要随心选”的 1 个核心，提出 4 大卖点、5 大品类、6 大赋能.....	12
图 14: 随心选模式能快速实现从销售线索到收获量尺机会.....	13
图 15: 随心选通过专业设计+个性定制+整体配套，让客户在清晰价格范围内，随心选品.....	13
图 16: 尚品宅配率先打造 AI 垂类大模型，重新定义设计服务流程.....	14
图 17: 尚品宅配利用海量数据，在平面布局、三维搭建、效果呈现三个不同方向展开多模态大模型研究.....	15

图 18: AI 设计助手根据实际户型、生活方式和风格, 一键智能生成多个设计方案.....	16
图 19: 于 AI 设计助手输出的多个不同创意方案, 能够迅速明确客户需求.....	16
图 20: AI 设计助手协助完成角度调整、氛围调整、打光出图	17
图 21: AIGC 应用场景加速布局, 开启家居行业生产力大变革.....	17
图 22: 尚品宅配升级 “懂你” 智能方案展示	18
图 23: 公司线上网站.....	18
图 24: 公司智能化展示.....	19
表 1: 尚品宅配主要产品及服务	5
表 2: 公司核心管理层情况	6
表 3: 行业内主要企业简介	11
表 4: 在定制家具行业中取得较好发展的主要障碍	11
表 5: 2023-25 年公司收入拆分(亿元).....	21

1. 深耕定制家居，数字化加速赋能

尚品宅配坚持“整体家居定制化”的经营理念。尚品宅配创立于 2004 年，是国内率先提出“全屋定制”概念的家居品牌，为消费者提供一站式家居定制服务。公司依托强大的软件技术、创新能力、先进的柔性化生产工艺、云计算和大数据实践，成为中国工业 4.0 的样本。公司应用“C2B+O2O”创新商业模式，迅速发展成为现代家居服务企业。

公司主要从事的业务包括：全屋板式家具的定制生产及销售、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，同时为全国家装企业提供装修用主辅材及上述家居产品。

表 1：尚品宅配主要产品及服务

主要产品及服务	具体介绍
全屋板式定制家具产品	为客户打造全屋整体一体化解决方案，家装、家装主辅材、全屋定制家具（包括卧室、书房、儿童房、客厅、餐厅、厨房等家居空间所需的衣柜、橱柜、书柜、电视柜、床等全屋板式定制家具产品）。 产品系列包括：香颂系列、云梦芭蕾系列、仲夏夜之梦系列等
配套家居产品	配套家居产品、装配式背景墙、软装配饰、电器等家居全品类的一站式配齐。
整装产品	提供家居行业设计软件及信息化整体解决方案。

资料来源：募集说明书，公司官网，天风证券研究所

1.1. 专注定制家居领域，股权结构稳定

公司专注“全屋定制”概念近二十载。2004 年尚品宅配成立，开创国内数码化定制家具专卖店。2007 年，率先提出“全屋定制”，推出 3 房 2 厅全屋定制模式。2009 年，跨入 O2O 网络体验，开创家居电商消费模式。2010 年，开创“宅配”新品类，巨资投入开创家具宅配元年。2016 年，工业 4.0 实现大规模个性化定制。2017 年，公司成功在深交所上市。2019 年，开创“第二代全屋定制”，基于智能技术，实现全屋配齐。2021 年，与京东达成战略合作，推动家居产业升级重构。2022 年，发布全新店态“小橙店”，打造轻时尚潮牌家居店。

近期公司基于多年对用户需求的深刻洞察及行业判断，推出“随心选”全屋定制新模式，是依托人工智能优势提供专业设计、个性定制及成品搭配，让消费者能随心选品、明白消费的一站式购齐全屋家居的消费新模式。与“随心选”全屋定制新模式共生的，还有公司“智慧供应链”能力，基于自身搭建多年的智慧供应链平台，借助机场塔台式中央计划调度系统、SKU 多样化管理、智慧云端仓储管理，公司与诸多细分头部品牌达成紧密合作，超 100 家大品牌、超 5000 款产品，实现“多快好省”，为“随心选”全屋定制新模式和消费者需求保驾护航。

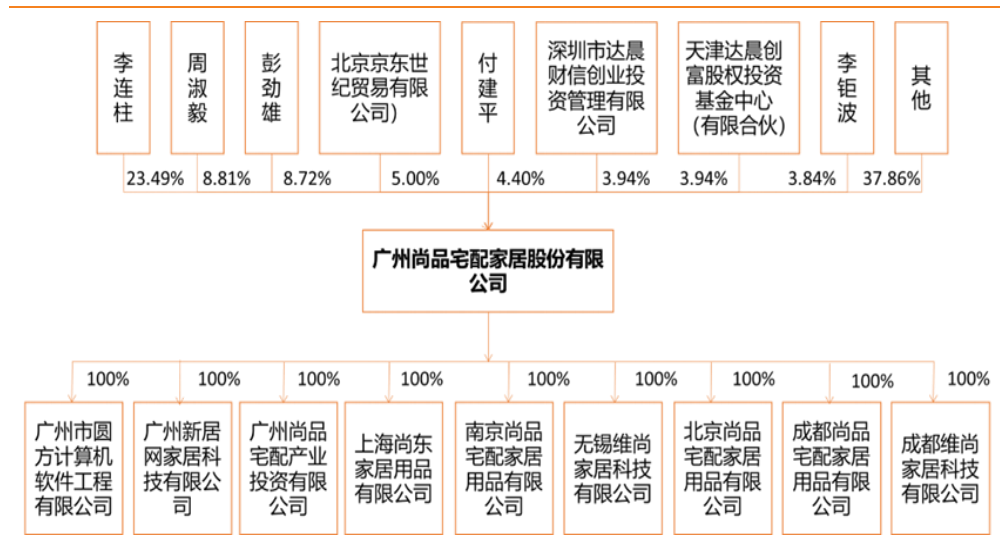
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定。截至 2023 年 3 月 31 日，公司实际控制人为李连柱，持有公司 23.49% 股份，第二大股东周淑毅持股 8.81%；李连柱和周淑毅为一致行动人。公司对 9 家企业 100% 持股。

图 2：公司部分股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：天眼查，天风证券研究所

管理层经验丰富，李连柱和周淑毅是公司的创始人，均毕业于华南理工大学机械专业，曾任华南理工大学讲师。弃教从商，两人组建了专业的管理层团队。公司高级管理人员多数从公司创立起跟随至今，或具备相关专业经验。

表 2：公司核心管理层情况

姓名	职务	简历
李连柱	董事长	曾任华南理工大学讲师；现兼任全国政协委员、佛山市政协常委、广东省工商联副主席、佛山市工商联主席、佛山市家居产业联合会会长、华南理工大学校友会副会长、华南理工工商管理学院讲席教授、全国工商联家具装饰业商会副会长、中国家具协会整装定制委员会主席。
周淑毅	董事、总经	曾任华南理工大学讲师；现任公司总经理，兼任尚品投资执行董

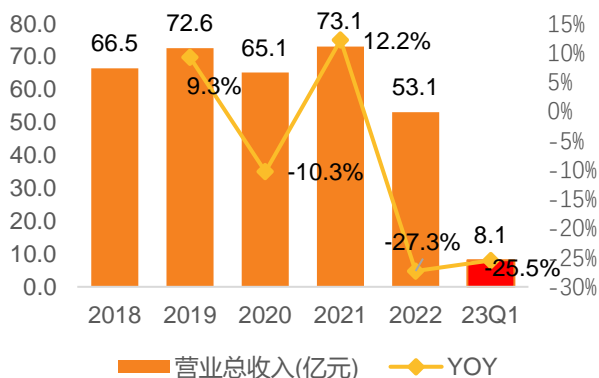
	理	事兼经理、尚品国际董事等职务。
彭劲雄	董事、副总经理	曾任圆方软件副总经理；现任公司副总经理，兼任圆方软件监事。
付建平	董事、副总经理	曾任贵州省地质矿产局区域地质调查研究院工程师、项目技术负责人，广东联邦家私集团有限公司董事；现任公司副总经理，兼任维意投资执行董事兼经理、广州维意监事、南海区工商联副主席、总商会副会长等职务。
李嘉聪	副总经理	曾任圆方软件副总经理；现兼任厦门尚品、南京尚品、上海尚东、武汉尚品、北京尚品、尚品智能等公司监事职务。
何裕炳	副总经理、董事会秘书	曾任圆方软件总经理助理；现兼任尚品投资监事、维意投资监事、维尚管理咨询监事等职务。
张启枝	财务总监	曾任湖南省江华县供销社财务主管、湖南省江华卷烟厂财务科长、湖南省江华县审计师事务所所长、广东中乾会计师事务所有限公司审计经理、广东格兰仕集团有限公司财务部部长。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 22 年规模承压，23 年有望逐季迎复苏

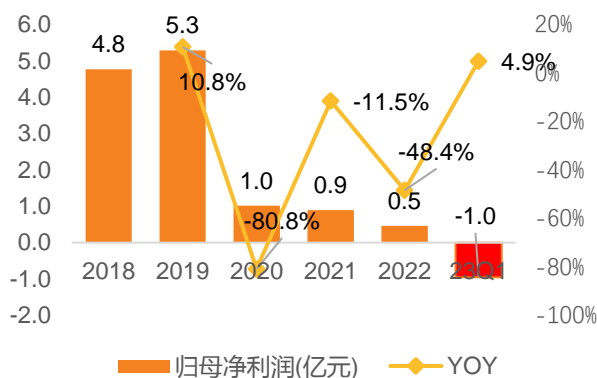
公司 2022 年营收 53.1 亿，同减 27.3%；23Q1 营收 8.1 亿，同减 25.5%，环比有所改善。公司的主营业务包括家具行业、软件行业、O2O 引流服务、整装行业及其他。2022 公司归母净利润 0.5 亿元，同减 48.4%，23Q1 归母净利润-1.0 亿元，亏损收窄 4.9%。

图 3：公司营收自 2018 年 66.5 亿元波动减少至 2022 年 53.1 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及 YOY



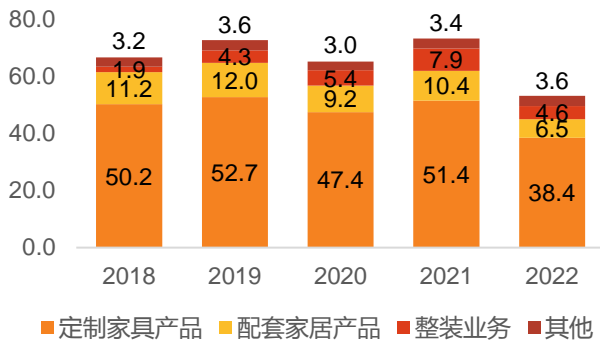
资料来源：wind，天风证券研究所

分产品看，2022 年定制家具产品收入 38.4 亿元，同比减少 25.3%，占比增长至 72.3%；配套家居产品收入 6.5 亿元，同比减少 36.8%，占比减少至 12.3%；整装业务产品收入 4.6 亿元，同比减少 42.0%，占比减少至 8.6%。

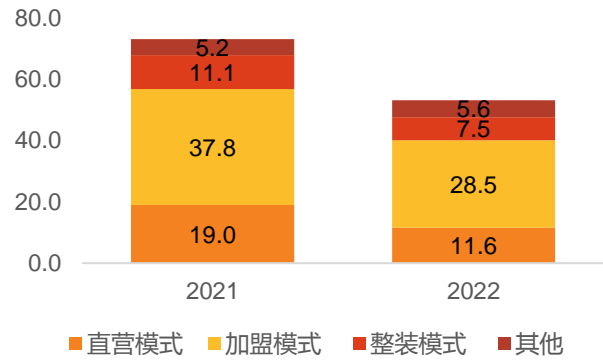
分销售模式看，2022 年加盟模式收入 28.5 亿元，同比减少 24.7%，占比增长至 53.6%；直营模式收入 11.6 亿元，同比减少 38.8%，占比减少至 21.8%；整装模式收入 7.5 亿元，同比减少 32.4%，占比减少至 14.1%。

图 5：2018-2022 分产品收入（亿元）

图 6：2021-2022 分销售模式收入（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

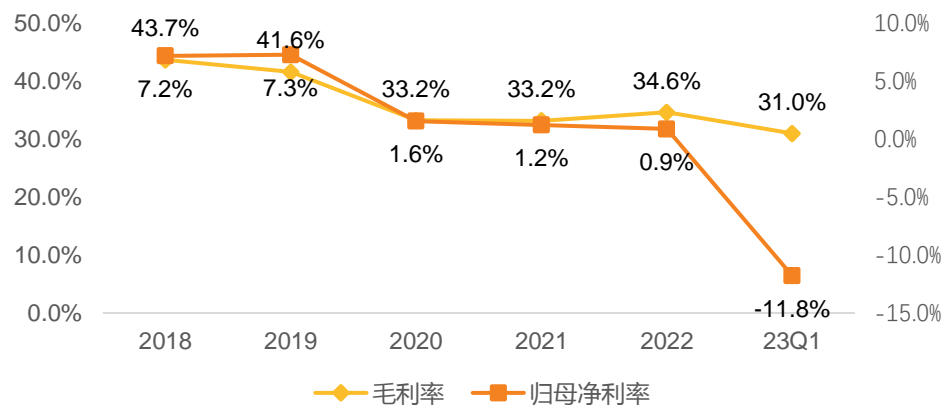


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

1.3. 毛利率逐渐回升，降本增效显成效

2022 年毛利率有所回升，归母净利率相对稳定。2022 年公司毛利率为 34.62%，同比增长 1.5pct；23Q1 毛利率 31.0%，同比减少 0.7pct。2022 年公司归母净利率为 0.87%，同比减少 0.4pct；23Q1 归母净利率-11.8%，同比减少 2.6pct。

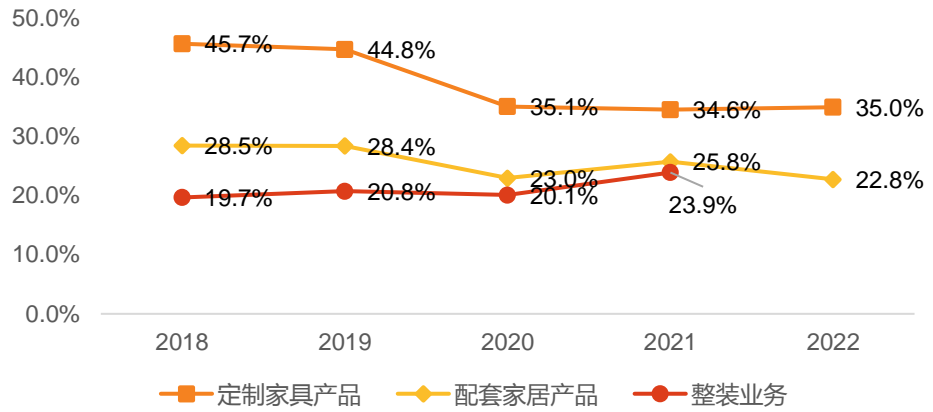
图 7: 公司毛利率、归母净利率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

分产品看，定制家居产品毛利率最高。2022 公司定制家居产品毛利率为 35.0%，同比增长 0.4pct；配套家居产品毛利率 22.8%，同比减少 3.0pct；整装业务 21 年毛利率为 23.9%，呈波动上升趋势。

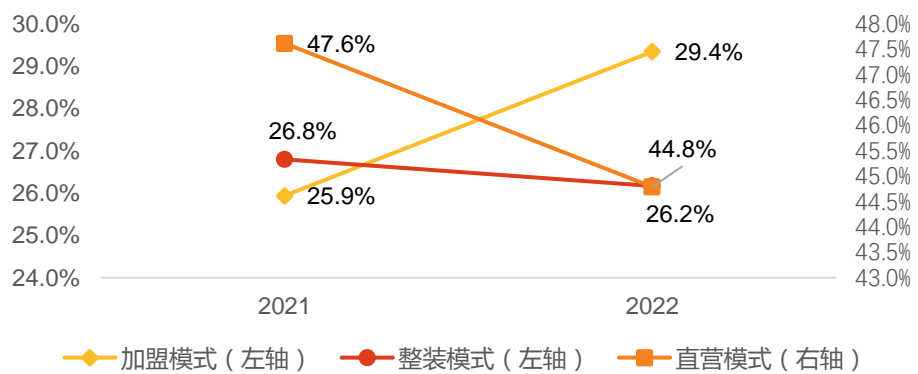
图 8: 2018-2022 分产品毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

分销售模式看，直营模式毛利率最高，加盟模式增长显著。2022 公司直营模式毛利率为 44.8%，同比减少 2.8pct；加盟模式毛利率为 29.4%，同比增长 3.4pct；整装模式毛利率为 26.2%，同比减少 0.6pct。

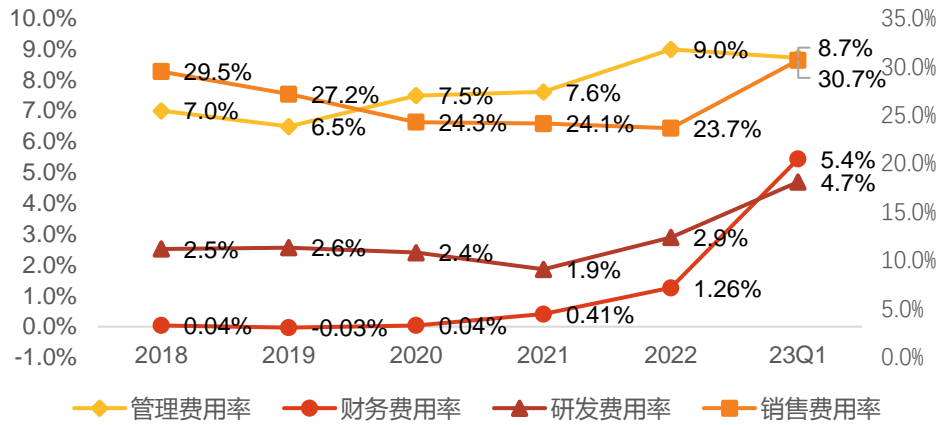
图 9：2021-2022 分销售模式毛利率



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司整体费控良好，管理能力稳定。2022 年销售费用率为 23.7%，同减 0.5pct，主要系销售人员工资下降及减少广告投放支出所致；23Q1 为 30.7%，同减 0.1pct；管理费用率为 9.0%，同增 1.4pct；23Q1 为 8.7%，同增 0.8pct。2022 年财务费用率为 1.26%，同增 0.9pct，主要系贴现手续费及借款利息费用增长所致；23Q1 为 5.4%，同增 4.1pct。2022 年，研发费用率为 2.9%，同增 1.0pct，主要系 22 年度降本增效，控制研发支出所致；23Q1 为 4.7%，同增 0.6pct。

图 10：公司整体费控良好，管理能力稳定



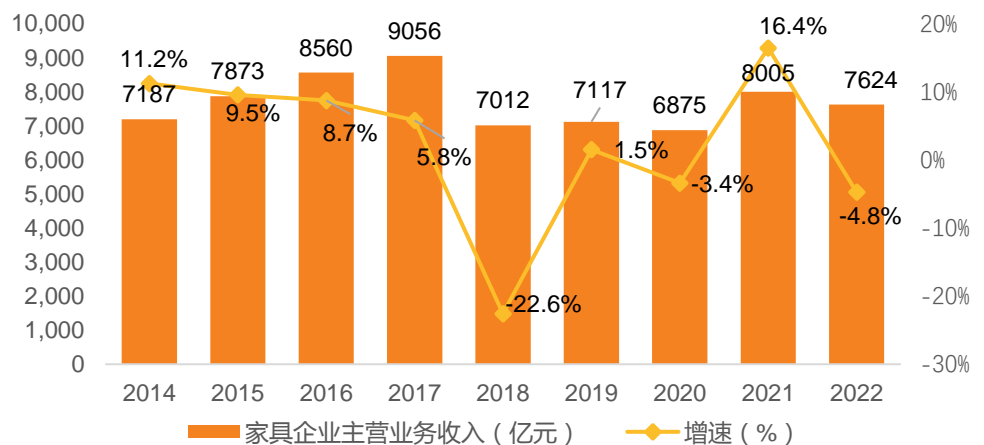
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 整装时代定制先发属性凸显

2.1. 定制家具 C2B 模式持续赋能

传统产业转型改造升级，服务水平持续提升。城市化进程加快，人民收入水平不断提高，形成了强大的购买力，促进了我国家具行业的规模发展。同时，工业化与信息化的融合，促进了传统产业转型及改造升级，促进了我国家具行业从依靠成本竞争向提升服务水平、提高产品科技含量及产品附加值转变。

图 11: 2014-2022 年中国规模以上家具企业销售总规模



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

信息技术助力家具设计，定制家具市场前景较大。定制家具作为家具行业的新兴子行业，具有可满足消费者的个性化需求、空间利用率高、服务周全等优势，吸引了越来越多的消费群体。但目前定制家具市场的份额还不足 20%，市场的份额仍然较小，可见其未来发展空间较大。此外，我国软件和信息技术服务业的快速发展，对传统制造行业的渗透带动作用也在不断增强。运用家居设计软件及信息化整体解决方案，可以满足企业扩大生产规模、提升生产效率以及定制个性化家居产品的需求，带动家居设计软件行业的发展。

越来越多的消费者希望在居家环境中融入更多的自主创意与个人风格，对家具的消费由过去的被动式接受向主动式设计转型。定制家具的出现，满足了消费者的个性化需求，开拓了家具行业的 C2B 商业模式，引领家具行业由传统生产性企业向现代服务业转变。

2.2. 家具涉足定制，综合竞争趋势显著

定制家具企业数量增加，定制家具行业的竞争进一步加剧。基于定制家具优势，快速发展的趋势导致单品类定制家具企业向全屋家具定制拓展产品。同时，部分传统成品家具厂商也在向定制家具领域转型。此外，家装企业、地板企业等其他家居企业也因看好定制家具市场，纷纷涉足定制家具行业。定制家具行业的市场竞争逐步由价格竞争转变为产品设计、生产效率与成本、定制服务、渠道建设、品牌营销等方面的综合竞争。

表 3：行业内主要企业简介

名称	股票代码	简介
欧派家居	SH.603833	欧派家居集团股份有限公司成立于 1994 年主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和 安装服务。
好莱客	SH.603898	广州好莱客创意家居股份有限公司成立于 2007 年，主要从事开发、生产、销售整体衣柜及配套家具。其营销及服务网络遍布较广，主要产品为“好莱客”品牌的定制家具。
索菲亚	SZ.002572	索菲亚家居股份有限公司成立于 2003 年，主要从事定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售，主要产品为“索菲亚”品牌的定制家具。
曲美家居	SH.603818	曲美家居设立于 1993 年，主要从事中高档民用家具的设计、生产和销售产品范围涵盖了客厅、书房、卧室以及餐厅等家居生活所使用的主要家具。
顾家家居	SH.603816	顾家家居创立于 1982 年，主要从事客厅及卧室家具产品的研究、开发、生产与销售，为全球家庭提供健康、舒适、环保的客厅及卧室家居产品。

资料来源：公司募集说明书，天风证券研究所

定制家具行业有一定的进入壁垒。定制家具行业属于家具行业中的新兴子行业，暂未形成统一的行业标准。对于初级、小规模的生产加工要求低，新进入者要形成一定的规模和品牌优势则仍面临较高的壁垒。刚进入的企业面临来自大企业低价、品牌、设计等方面的竞争，另外还有众多的小企业的游击战。新进入的企业若无独特的竞争力，很快就会被市场淘汰。

表 4：在定制家具行业中取得较好发展的主要障碍

需要的能力	概述
个性化设计服务的能力	设计能力直接决定其产品风格和文化内涵，主导品牌的溢价能力，是企业品牌建设的关键。设计研发能力的提升，不仅需要高素质的设计师，还要有相对完善的功能配置、良好的工作氛围和设计环境、较强的创新意识和创新能力。定制行业还要通过云计算技术实现海量产品展示、通过 3D 软件展现设计方案的虚拟现实效果。
定制产品规模生产能力	传统制造企业往往通过熟练技工的经验处理个性化产品，通过多条生产线分类加工材料，然而客户下单的零散性仍然给工期和生产效率带来挑战，定制产品的规模化生产是新企业进入面临的重要壁垒。
销售生产前后端衔接能力	设计师在下单的时候，对材料的全部加工要求同步生成，以二维码形式附于材料表面，通过扫描二维码机器可以对材料进行自动加工，实现了部件指挥机器加工。
复合性人才需求	我国家具行业专业设计人员较为缺乏，有专业设计背景又了解生产过程与市场发展需求的高素质管理人才更为稀缺；此外，定制家具的生产体现出了工业化和信息化的高度融合，对复合型人才的需求相比传统模式较高。
销售渠道壁垒	定制家具企业实现产品的推广，建立自有的销售网络，需占据优质的店面资源，培养自有营销人员；选择加盟商也需一定时间的考察和筛选，而作为家具加盟商，出于风险的考虑，其自身也很少愿意经销新进入企业的产品，除非它的产品有很大的差异性、在服务上更有竞争力，事实上一般刚进入的企业是很难做到的，而需企业长期经营才能积累和完善的。要建立具有一定规模的营销网络，一般需要 3-5 年的运营。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 以消费者需求为核心，全方位信息化、数字化

3.1. C2B 满足个性化需求，AI 深度赋能激活随心选优势

行业目前在定制+软装配套的融合上仍有较大发展机会。尚品宅配基于多年来对用户需求的深刻洞察力以及对行业的判断，推出“随心选”全屋定制新模式，是依托人工智能优势提供专业设计、个性定制及成品搭配，让消费者能随心选品、明白消费的一站式购齐全屋家居的消费新模式。

2023年2月，尚品宅配重磅发布“随心选全屋定制新模式战略”。“随心选”的“柜类+宅配”的概念在去年就以全屋定制套餐形式出现在行业、消费者的视野中，并以其突破常规套餐的四大优势特点——“专业设计好搭配”、“甄选千款大品牌”、“一站购齐更划算”、“个性自由随心选”，取得业绩上的成功和消费者口碑上的好评。随心选概念从小范围套餐延伸发展至一个结构完整的战略模式，通过专业设计+个性定制+整体配套，让客户在清晰价格范围内，随心选品，全屋一站式购齐的家居定制模式。

图 12：2023 年 2 月，尚品宅配重磅发布“随心选全屋定制新模式战略”



资料来源：公司官微，天风证券研究所

围绕“全屋定制就要随心选”的 1 个核心，提出 4 大卖点、5 大品类、6 大赋能，搭建起随心选全屋定制新模式的战略模型。强化针对消费端的四大优势，涵盖柜类、宅配、软装、电器、智能家居五大品类，并通过品牌赢销、空间美学、极致系统、智慧供应链、设计工厂、全域获客六个维度对加盟商进行全面赋能。

图 13：围绕“全屋定制就要随心选”的 1 个核心，提出 4 大卖点、5 大品类、6 大赋能



资料来源：公司官微，天风证券研究所

“设计工厂”助力高效获客、快速成交。创新模式得以流畅运行的背后，是强大的数智驱动，数字化技术是支撑随心选模式营销获客和实现成交的关键力量。

从营销获客方面来看，相比起传统获客模式，随心选模式能快速实现从销售线索到收获量尺机会。加盟商首先在多平台搭建获客渠道进行随心选专区精选方案、多样生活方式等内容发布，实现大范围低成本流量触达；继而对加盟商导入的潜在客户群体信息实行跨平台连接留存并分类，助力高效精准构建私域流量池。通过庞大的小程序矩阵实现多样线上互动，进一步将流量转化为量尺机会，构建会员体系提供售后服务，达成客源裂变。

图 14：随心选模式能快速实现从销售线索到收获量尺机会



资料来源：公司官微，天风证券研究所

从促成客单成交方面看，数字化技术的升级使尚品宅配不但能对智造工厂进行升级，更使其能搭建专属的“设计工厂”。设计师能够精准且合理地为客户做出最优方案，AI 技术起到尤为关键的作用，它并非用于自动生成方案，而是对客户提出的需求进行客户画像描绘，并给予设计师随心选专区符合客户画像范围的产品进行搭配，这就是设计工厂的含义，也是随心模式下的全屋设计方案有更大成交率的原因。

图 15：随心选通过专业设计+个性定制+整体配套，让客户在清晰价格范围内，随心选品



资料来源：公司官微，天风证券研究所

3.1.1. 率先打造 AI 垂类大模型，构建家居产业协同创新生态

近年来，尚品宅配率先开启了中国家居家装产业在人工智能领域的探索和尝试。尚品宅配对 AIGC 的研究方向，是以用户需求为中心，以大数据为基础，应用前沿的人工智能技术，探索最优的解决方案。着重研究基于多模态大模型的 AIGC 技术，和全流程生产力工具链无缝连接，打造新一代的 3D 设计平台。

图 16：尚品宅配率先打造 AI 垂类大模型，重新定义设计服务流程



资料来源：公司官微，天风证券研究所

目前，在 AIGC 技术应用中，对生成内容的可控性和确定性有很高要求。为了达到这个目标，尚品宅配在预训练基础大模型和特定需求的微调小模型方面做了大量研究，在预训练基础大模型之上，使用了大量的场景化、定制化、个性化的微调小模型，实现在垂直领域各个功能场景的工业化部署，兼具按需使用、高效经济、持续更新的优势。通过和现有软件各个功能的无缝连接，在旗下家居品牌实现应用落地。

同时，尚品宅配利用海量数据，在平面布局、三维搭建、效果呈现三个不同方向展开多模态大模型的研究，最后统一在“模型即服务”（Model-as-a-Service, MaaS）一个 3D 的通用 AIGC 模型上。以此为基础，将设计、营销、管理、生产、供应链工具在升级 AI 功能后，向家居行业提供 MaaS 服务。

图 17：尚品宅配利用海量数据，在平面布局、三维搭建、效果呈现三个不同方向展开多模态大模型研究



资料来源：公司官微，天风证券研究所

尚品宅配推出的面向 B 端的 AIGC 产品如“AI 设计助手”，以及“K 系统”“K 定制”“懂你”“美家”“MOM20”等深度植入 AI 技术的软件工具，贯穿设计、营销、管理、生产等各个环节，在海量应用实践中已实现运营效率与出品质量的大幅提升，并且简便易上手，持续快速迭代升级，让高效率低成本的运营模式成为可能。

尚品宅配的 AIGC 技术奖助力家居行业数字化再度实现跨越式升级，引领产业新的“工业革命”。而尚品宅配也致力于成为家居垂类 3D 设计大模型的服务商，构建全新的家居产业协同创新生态。

3.1.2. 从“智能”到“智慧”，重新定义设计服务流程

先进的架构、灵活的平台、完善的工具、丰富的行业数字化应用经验，还有海量的三维设计数据——这些是 AIGC 发展的基础，是人工智能技术领域的核心竞争力。尚品宅配长期深耕家居家装领域，已经形成深厚的技术储备并有丰富的 AIGC 场景落地经验。

旗下圆方软件在 1994 年便开发了国内第一套室内设计软件，第一套家具设计软件。多年来持续专注于设计核心、促进智能设计与生产能力提升。打造的云设计系统，应用大数据技术，建立了庞大的、基于真实客户的产品、户型、方案数据库，30 万+产品、300 万+户型、3000 万+方案，包含数千万参数数据，并不断丰富递增，为自研发 AI 设计助手奠定了坚实基础。

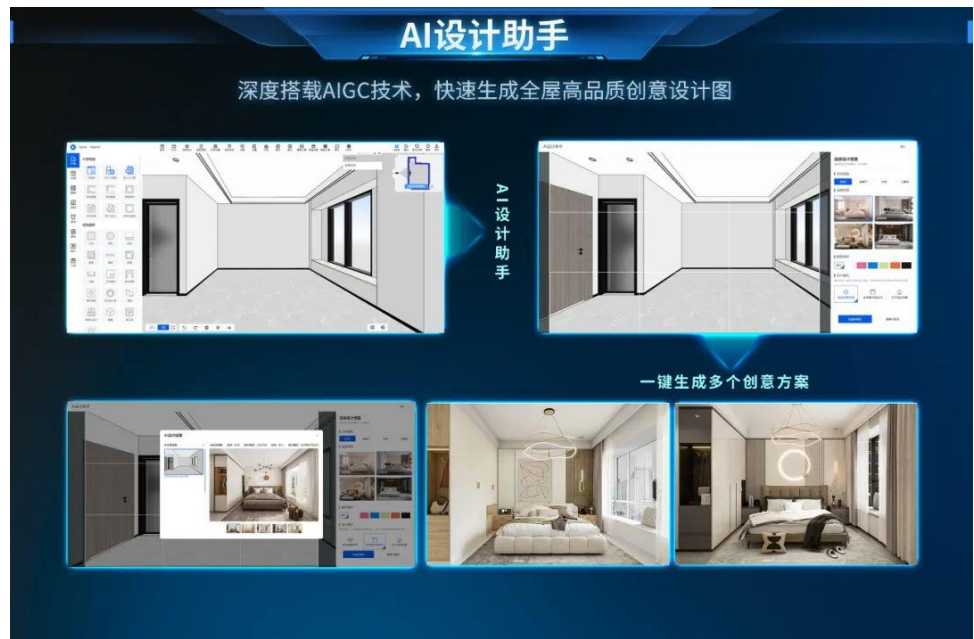
作为行业的技术领航者，尚品宅配多年前便率先开始深度布局 AI 领域，训练 AI 设计模型，让 AI 每天学习数万个设计方案，如今 AI 已具备“针对不同用户群体，调用匹配的风格、功能元素，实现高质量的设计方案”的能力。AI 所掌握的设计技能，已经超越了初级设计师，达到中高级别设计师水平。

AiDesign 将突破传统设计效率，重新定义设计服务流程，实现从“智能”设计到“智慧”设计的升级。

- **基于个性化需求一键生成多个高品质方案**

AI 设计助手根据实际户型、生活方式和风格，一键智能生成多个设计方案。并且方案并非基于数据库、方案库，而是基于个性化需求的专属个性化方案。

图 18：AI 设计助手根据实际户型、生活方式和风格，一键智能生成多个设计方案



资料来源：公司官微，天风证券研究所

- **较大提升谈单效率**

设计师在与客户初次见面阶段，基于 AI 设计助手输出的多个不同创意方案，能够迅速明确客户需求，与客户形成高效率沟通，较大提升设计师谈单成功率。

图 19：于 AI 设计助手输出的多个不同创意方案，能够迅速明确客户需求



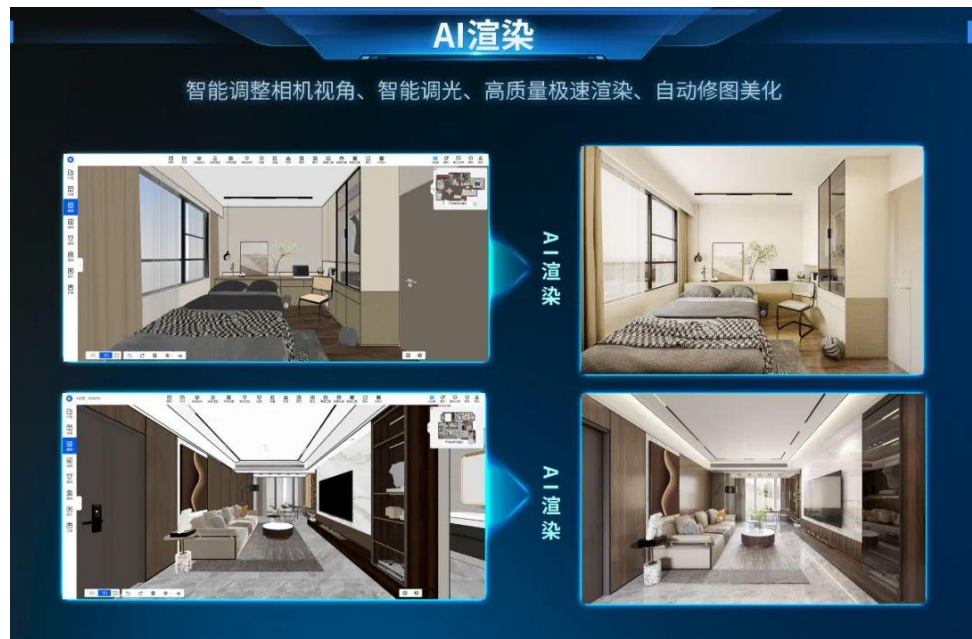
资料来源：公司官微，天风证券研究所

- **较大提升设计效率**

方案明确后，AI 设计助手协助完成角度调整、氛围调整、打光出图。配合智能布置、智能样板间等智能工具，让设计师只需关注客户个性化需求、调整产品的个性化设计，不做重

复性操作，大大提升了设计效率。

图 20: AI 设计助手协助完成角度调整、氛围调整、打光出图



资料来源：公司官微，天风证券研究所

3.1.3. AIGC 应用场景加速布局，开启家居行业生产力大变革

除此之外，尚品宅配 AIGC 还在加速布局。创新集成 AI 写作、AI 绘图、AI 问答等 AIGC 能力，深化开发 AI 设计、方案智能生成、VR 样板间智慧呈现、设计拆单排产生产智能参数化、BIM 整装智能深化等全新功能，成为国内家居家装领域率先实现多端集成 AIGC 功能的新一代智慧化家居定制新范本。

图 21: AIGC 应用场景加速布局，开启家居行业生产力大变革



资料来源：公司官微，天风证券研究所

在设计环节，尚品宅配打造以自然语言驱动的设计工具 AiDesign，让设计更简便、更高效，真正减少对设计师个人能力的依赖，一键生成多个方案简单易操作，节省人力、培训、运营等成本。

在销售环节，尚品宅配升级“懂你”智能方案展示，通过智能组织方案配图，智能为方案素材添加文字，优化方案呈现形式，让设计师节省时间精力，专注核心设计服务工作，助力高效谈单，提升成交成功率。

图 22：尚品宅配升级“懂你”智能方案展示



资料来源：公司官微，天风证券研究所

在运营环节，海量 SKU 在 VR 的自组织、自适应方案呈现于 VR 样板间，丰富客户体验，助力门店轻资产运营，减少投入风险。

在生产环节，定制设计生产一体化系统，智能参数化设计、拆单、排产、生产，更快捷灵活的生产交付过程，有效提升门店经营效率和客户满意度。

在整装环节，BIM 整装深化系统，将实现智能水电管线、智能图纸、智能调度等，提升整装交付的效率与质量。

随着 AI 技术的深入运用与不断升级，尚品宅配顺势推出了“随心选”的全屋定制新模式。AI 辅助设计师提供更专业的设计服务，定制柜类、宅配、家电，饰品均能随心搭配到最佳效果。让消费者自由随心选品，明明白白消费。

尚品宅配秉持用户需求为导向、持续为客户创造价值的发展理念，在众多客户经验的积累下，持续投入和优化，将 AIGC 技术和现有全流程软件进行无缝连接，为用户提供更加高效、高质、操作简便的生产力工具。AI 加持下，尚品宅配将重构家居行业业务流程，提升 AI 时代家居企业的核心竞争力。

3.2. 线上线下渠道结合，奠定营销网络基础

线上营销和线下销售的有机结合，大大增强了公司的竞争力。公司已建立起“直营店+加盟店”的线下实体店与以“新居网”为互联网营销平台的线上渠道。在重点城市繁华区域设立直营店，直营店能够高效制定并执行销售政策，增强实体店销售渠道掌控能力，提升公司的整体盈利能力。一线城市以外的其他地区通过加盟方式进行市场开拓，有效抢占终端零售市场并提升品牌知名度。

图 23：公司线上网站



资料来源：公司官网，天风证券研究所

随着电子商务消费习惯逐渐形成，消费者花费更多时间在互联网浏览挑选产品，通过互联网展示平台吸引客户为线下实体店吸引客流，而实体店为消费者提供真实的产品体验展示，提供良性的互动与优质服务最终促成交易。

公司通过新居网引流，促成“尚品宅配”“维意定制”两大品牌定制家具，以及其他家居配套产品的交易，为公司定制家具及配套家居产品的线下销售提供了线上营销平台支持。

公司加快步伐去占据空白市场，加大空白区域的市场行动力度。直营城市公司坚持 1+N+Z 的城市发展战略，以有限的超级大店为整个城市做展示共享，以及在物流、交付等维度帮助 N 个经销商在 Z 类多种渠道的业务拓展。

截至 2022 年末，公司直营门店数量为 72 家，自营城市加盟店数量为 303 家。对于加盟业务，公司优化服务团队布局、优化系统建设，让加盟商减少资金投入，降低运营难度。店面形态、店面选址因地制宜，公司推出由总部重点扶持投入，基于核心技术优势打造的轻时尚、轻资产、重设计、快转化的“小橙店”“小蓝店”。2022 年公司新开加盟店 373 家。截至报告期末，公司加盟店数量为 2056 家。

而随着家居需求流量入口进一步分散和成交场景多元化，公司也在相应调整，拎包、整装和传统零售渠道多元发展。公司加强和地产、物业公司的合作，在更前置的位置接触消费者。

3.3. 柔性生产，大规模低成本实现规模定制

信息化与工业化深度融合，打造工业 4.0 智能制造工厂。公司自主开发的智能化自动拆单系统、排产系统等系统，对终端销售店面汇集过来的订单进行自动审核和拆分，将订单中的具体家具产品结构分拆为若干个零部件，并将一定数量同类板材的订单合并为一个批次，按批次生产，最终实现了非标准零部件的个性化柔性化生产，解决了行业内定制产品无法规模化、低成本制造的难题。

图 24：公司智能化展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

“数智融合”，在营销、设计、生产、交付等环节全面数字化、云端化，形成数据链路闭环。各个环节的配合与交付都涉及到大量的数字积累与处理，企业的数字化能力是未来整装能走向工业化整装的必要能力。公司具备过去面向软装、定制家具，未来面向整个家居空间的数字化能力。

利用在 IT 及信息系统技术领域的强大优势，产业输出海外。公司全屋家具定制产业模式整体对海外合作客户输出，同时公司利用自身较强的供应链管理能力和供应链体系延伸到海外，向海外合作客户输出定制家具生产所需原材料、设备，并为海外客户提供泛家居各类配套供应。目前该技术已成功输出到泰国、印度、印度尼西亚、新加坡、美国等国家。

公司为**“随心选”全屋定制新模式**搭建的专属**“数字化设计工厂平台”**，包含 toC 及 toB 的营销软件、设计工具、业务及交付支持系统的全流程精细化管理与赋能。平台基于千万级的设计方案，提取房间 3D 结构数据、平面布置结构数据、语义数据、效果图等构建 3D 多模态数据集。基于此超大规模的数据集，依托人工智能算法，开发了户型匹配引擎、自动布置引擎、智能样板间引擎、3D 语义搜索引擎，提升了设计方案输出效率和精准性，降低了设计师的工作量和错误率，优化设计方案的质量和效果。

4. 盈利预测

公司依靠子公司圆方软件在家具设计软件及信息系统领域的创新与积累，创新实现了家具产品设计数码化、生产制造流程数字化和全屋家具的大规模定制，能够满足不同客户的个性化定制需求。公司自主开发的智能化自动拆单系统、自动排产系统等系统，对终端销售店面汇集过来的订单进行自动审核和拆分，将订单中的具体家具产品结构分拆为若干个零部件，并将一定数量同类板材的订单合并为一个批次，按批次而不是按照订单组织生产，最终实现了非标准零部件的个性化柔性化生产，解决了行业内定制产品无法规模化、低成本制造的难题。

尚品宅配 2023 年重点工作：1) 发力客户生活方式方案设计和“定制家居+配套”，以“全屋定制，就要随心选”全力开拓全国渠道；2) 聚焦“广佛深”，大力做、深入做并取得创新突破，通过“装两次，才省心”开展圣诞鸟整装业务；3) 树立品质文化，确定品质管理责任，保障质量口碑，提高生产效率，改善管理支援前线打胜仗；4) 推动企业文化引领经营管理、塑造员工行为、服务内外部客户，实现公司高质量可持续发展。故我们假设公司 23-25 年定制家具增速分别为 16%、14%、13%，配套家居、整装业务、O2O 引流服务、软件及技术服务和其他业务增速分别为 12%、10%、9%。

表 5：2023-25 年公司收入拆分(亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	53.14	61.21	69.26	77.65
YOY	-27.30%	15.17%	13.16%	12.11%
定制家具	38.41	44.71	51.12	57.87
配套家居	6.54	7.32	8.06	8.78
整装业务	4.58	5.13	5.64	6.15
O2O 引流服务	0.60	0.67	0.74	0.81
软件及技术服务	0.29	0.33	0.36	0.39
其他	2.72	3.04	3.35	3.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。在传统业务层面，公司将坚持“随心选”全屋定制新模式作为未来 2-3 年持续优化迭代的营销战略，抢占市场；在渠道拓展上，将加大力度招商，积极招募和扶持大商和总经销商，推广 1+N+Z 的城市发展模型。在创新业务层面，持续更精准地推进整装模式落地。我们预计公司 23-25 年收入分别为 61、69、78 亿元，归母净利润分别为 2.4、3.1、3.7 亿元，对应 EPS 为 1.2、1.6、1.9 元/股，PE 为 18、14、12x。

5. 风险提示

1) 住宅房地产政策及市场变化风险

公司从事的定制家具主要用于住宅市场，其需求一定程度上受住宅房地产市场销售量、商品房交收和二手房交易等因素影响，与住宅房地产政策相关性较高。如果国家未来对住宅房地产调控力度加大，将可能对家具行业、定制家具行业以及公司生产经营产生不利影响。

2) 市场竞争加剧风险

作为家具行业的新兴子行业，定制家具行业呈现快速发展趋势，将导致定制家具行业内定制衣柜、定制橱柜等单品类定制家具企业向全屋家具产品定制拓展，部分传统成品家具厂商向定制家具领域转型，家装、地板等其他家居企业也纷纷涉足定制家具行业。这将导致行业竞争加剧，影响企业盈利能力。

3) 产品和服务质量风险

消费者对家具产品甲醛含量等环保指标、定制家具的产品质量要求越来越高。若公司在供应商管理、质量管理措施执行、设计量尺安装服务等方面出现问题，可能出现公司产品与服务质量无法让消费者满意的风险，使得公司品牌和业绩受到不利影响。

4) 主要原材料价格波动风险

人造板材、铝材、五金配件、包装材料等原材料为公司主要原材料，因此其价格波动对公司的主营业务成本、净利润均产生较大影响。若板材、五金配件等原材料价格出现不利变化，而公司未能将上涨的成本向终端消费者转移，将对公司的盈利能力造成不利影响。

5) 加盟模式风险

加盟模式有利于公司节约资金投入，借助加盟商的优势进行全国性营销网络扩张，降低投资风险，实现公司业务规模快速扩张。现阶段加盟商在公司销售方面发挥重要作用，但如果公司的重要加盟商发生变动，将会对公司的经营业绩造成不利影响。

6) 测算具有主观性

财务预测根据公司过往数据进行分析，考虑客观因素可能不全面，具有主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,393.31	1,568.91	2,197.50	2,581.20	3,371.51	营业收入	7,309.61	5,314.34	6,120.70	6,926.36	7,765.45
应收票据及应收账款	186.57	203.75	89.24	287.76	167.16	营业成本	4,885.14	3,474.64	3,936.83	4,453.65	4,971.44
预付账款	37.10	33.06	53.83	38.67	65.79	营业税金及附加	61.13	54.90	54.64	63.77	73.68
存货	886.50	883.03	807.78	1,142.24	1,139.00	销售费用	1,763.98	1,256.85	1,439.59	1,626.31	1,817.12
其他	1,236.01	947.12	916.21	925.22	960.95	管理费用	370.25	310.47	311.54	350.47	396.04
流动资产合计	3,739.49	3,635.87	4,064.57	4,975.09	5,704.40	研发费用	185.93	167.36	156.08	179.39	214.56
长期股权投资	5.74	6.99	6.99	6.99	6.99	财务费用	29.70	67.13	63.24	52.06	44.93
固定资产	2,026.63	2,022.41	1,859.53	1,696.16	1,529.77	资产/信用减值损失	(19.56)	(29.78)	(18.66)	(22.67)	(23.70)
在建工程	321.32	263.78	263.62	260.57	260.25	公允价值变动收益	1.17	0.00	8.28	2.00	1.00
无形资产	613.76	1,538.15	1,433.60	1,329.04	1,224.49	投资净收益	14.27	28.54	26.39	23.07	26.00
其他	1,277.54	701.42	677.83	831.87	705.27	其他	(39.41)	(45.18)	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	4,244.98	4,532.74	4,241.58	4,124.62	3,726.77	营业利润	57.00	29.40	174.79	203.11	250.98
资产总计	7,989.83	8,181.27	8,306.14	9,099.71	9,431.17	营业外收入	4.14	7.23	5.48	5.62	6.11
短期借款	853.95	1,076.50	890.00	983.25	936.63	营业外支出	10.10	6.36	7.57	8.01	7.32
应付票据及应付账款	995.73	960.25	691.72	1,279.60	1,082.13	利润总额	51.04	30.27	172.70	200.71	249.78
其他	693.48	1,015.45	2,124.25	1,920.60	2,272.87	所得税	(38.40)	(15.74)	(68.82)	(111.79)	(122.85)
流动负债合计	2,543.16	3,052.20	3,705.97	4,183.45	4,291.62	净利润	89.44	46.01	241.53	312.50	372.63
长期借款	406.94	485.94	450.00	467.97	458.99	少数股东损益	(0.26)	(0.29)	(1.31)	(1.53)	(2.07)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	89.70	46.30	242.84	314.03	374.69
其他	476.19	440.14	327.87	414.73	394.25	每股收益(元)	0.45	0.23	1.22	1.58	1.89
非流动负债合计	883.13	926.08	777.87	882.70	853.23						
负债合计	4,412.29	4,600.49	4,483.84	5,066.16	5,144.86	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(0.29)	(0.58)	(1.89)	(2.92)	(4.33)	成长能力					
股本	198.68	198.68	198.68	198.68	198.68	营业收入	12.22%	-27.30%	15.17%	13.16%	12.11%
资本公积	1,513.55	1,500.46	1,500.46	1,500.46	1,500.46	营业利润	-49.66%	-48.43%	494.58%	16.20%	23.57%
留存收益	1,915.60	1,932.22	2,175.06	2,387.35	2,641.51	归属于母公司净利润	-11.54%	-48.39%	424.52%	29.32%	19.32%
其他	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	获利能力					
股东权益合计	3,577.54	3,580.77	3,822.30	4,033.56	4,286.32	毛利率	33.17%	34.62%	35.68%	35.70%	35.98%
负债和股东权益总计	7,989.83	8,181.27	8,306.14	9,099.71	9,431.17	净利率	1.23%	0.87%	3.97%	4.53%	4.83%
						ROE	2.51%	1.29%	6.35%	7.78%	8.73%
						ROIC	11.54%	12.33%	14.78%	24.29%	30.49%
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	89.44	46.01	242.84	314.03	374.69	资产负债率	55.22%	56.23%	53.98%	55.67%	54.55%
折旧摊销	250.62	283.40	275.58	275.99	276.25	净负债率	0.60%	2.94%	-20.12%	-25.09%	-43.62%
财务费用	44.32	84.76	63.24	52.06	44.93	流动比率	1.06	0.99	1.10	1.19	1.33
投资损失	(14.27)	(28.54)	(26.39)	(23.07)	(26.00)	速动比率	0.81	0.75	0.88	0.92	1.06
营运资金变动	(588.21)	(175.53)	373.24	(237.27)	334.90	营运能力					
其它	756.90	(163.28)	6.97	0.47	(1.07)	应收账款周转率	47.65	27.23	41.78	36.74	34.14
经营活动现金流	538.81	46.82	935.48	382.20	1,003.71	存货周转率	7.98	6.01	7.24	7.10	6.81
资本支出	172.50	1,143.88	120.27	(81.86)	25.49	总资产周转率	1.03	0.66	0.74	0.80	0.84
长期投资	(5.71)	1.25	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(1,221.89)	(1,040.74)	(118.43)	95.93	(6.49)	每股收益	0.45	0.23	1.22	1.58	1.89
投资活动现金流	(1,055.09)	104.39	1.83	14.07	19.00	每股经营现金流	2.71	0.24	4.71	1.92	5.05
债权融资	1,245.87	191.95	(308.72)	88.68	(112.53)	每股净资产	18.01	18.03	19.25	20.32	21.60
股权融资	(16.90)	(42.77)	0.00	(101.24)	(119.87)	估值比率					
其他	(486.79)	(256.60)	0.00	0.00	0.00	市盈率	48.59	94.15	17.95	13.88	11.63
筹资活动现金流	742.17	(107.42)	(308.72)	(12.56)	(232.40)	市净率	1.22	1.22	1.14	1.08	1.02
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	13.32	5.20	4.06	3.18	1.73
现金净增加额	225.89	43.78	628.59	383.71	790.31	EV/EBIT	24.99	10.26	8.39	6.31	3.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com