

尚品宅配(300616)

报告日期: 2019 年 4 月 21 日

整装+全屋定制升级+模式输出, 助力穿越周期

——2018 年报点评

✎ : 姜浩 执业证书编号: S1230518070004
☎ :
✉ : jianghao01@stocke.com.cn

□ 2018 年营收同比增 24.8%, 净利润同比增 25.5%

公司发布 2018 年报, 2018 年实现营收 66.4 亿, 同比增长 24.8%; 分产品看, 定制家具产品实现营收 50.2 亿, 同比增长 17.2%; 配套家具产品实现营收 11.2 亿, 同比增长 42.5%; 整装业务同比提升 84 倍至 1.94 亿; O2O 引流业务同比增长 41.5% 至 1.54 亿, 我们认为 O2O 引流业务保持高速增长, 主要是因为公司在 2018 年大力发展经销门店, 经销业务快速增长所致。

从细分品类看, 2018 年定制衣柜同比增长约 19%, 其他全屋柜类同比增长 15%, 定制橱柜同比增长 26% (不含厨电), 2018 年橱柜受精装修交房比例的上升, 在零售端是最受地产调控影响的定制单品, 但 2018 年尚品的定制橱柜业务增速最快, 这背后的原因是尚品在全屋定制方面的优势为定制橱柜进行了赋能, 也即一站式购物时代开启, 尚品的优势得到更大的体现。2018 年配套品在原有大体量的基础上, 显示出加速增长的势头, 除尚品丰富了配套品的种类, 比如新增了窗帘、灯饰、挂画及家居百货 (家用电器、居家用品、婴童特护) 之外, 另一个原因与橱柜一样, 也是受益于一站式购物的赋能效应。

分渠道看, 2018 年加盟端实现营收约 36 亿元, 同比增长约 30%, 其中一二线城市占比约 35%, 三四五线城市占比约 65%。截至 2018 年底, 公司加盟店总数为 2100 家 (含在装修的店面), 较 2017 年净增加 543 家, 其中购物中心店占 46%。在新开店中, 新加盟商开店占 80%, 老加盟商开店占 20%; 四线五线城市开店占比约 60%。截至 2018 年底, 一二线城市加盟门店数占比 23%, 三四五线城市加盟门店数占比 77%。

2018 年直营端实现营收约 26 亿元, 较上年同期增长约 13%。截至 2018 年底, 公司直营店总数为 101 家, 相比 2017 年净增加 16 家。2018 年客户数约 42.2 万, 同比增长约 13%, 其中加盟端增长约 17%, 直营端增长约 3%。

2018 年公司实现归母净利润 4.77 亿, 同比增长 25.5%, 折合 EPS 为 2.4 元。2018 年公司分配预案为每 10 股送 6 元 (含税)。

□ 2018 年毛利率同比降低 1.4 个百分点, 期间费用率同比降低 0.1 个百分点

2018 年公司的毛利率为 43.7%, 同比降低 1.4 个百分点; 分产品看, 定制家具产品毛利率同比降低 0.4 个百分点至 45.7%; 配套家居产品毛利率同比增加 1.5 个百分点至 28.5%。定制家具产品毛利率略微下降主要原因是经销端营收占比提升, 结构性变化导致, 整体盈利能力降低主要原因是配套品的毛利率较定制家具低, 配套品的营收增速大幅高于定制家具, 使其营收占比上升, 导致毛利率出现结构性下降。

评级

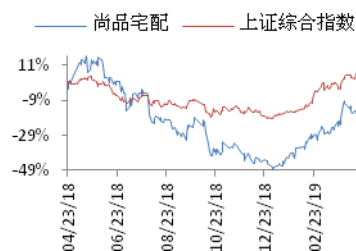
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥95.21

单季度业绩

元/股

4Q/2018	0.93
3Q/2018	0.85
2Q/2018	0.79
1Q/2018	-0.30



公司简介

相关报告

- 1 《尚品宅配: 四季度收入增速有望企稳, 费用控制将得到改善》2018.10.25
- 2 《收入保持高增长, 进军家居新零售, 买入评级》2018.08.18
- 3 《服务为王, 尚品当道!》2018.08.01

报告撰写人: 姜浩

数据支持人: 姜浩

2018 年期间费用率为 36.5%，同比略降 0.1 个百分点；分项目看，销售费用率为 29.5%，同比提升 1.7 个百分点，主要原因是广告投入增加以及交通运输费用上升所致。我们认为公司加大广告投入主要是三个原因：其一、与目前的行业形势竞争加剧有关；其二、网上流量价格上涨；其三、与公司发展整装业务有关。考虑一旦公司整装业务的规模起量，尚品的流量自发能力将增强，公司在引流方面对广告投入（线上、线下）的依赖度将降低，因此广告投入从趋势来看，未来广告费用率有望降低；而交通运输费用方面，随着公司无锡、成都产能的投放，区域布局更为完善之后，公司在交通运输费方面完全能够得到有效控制，甚至交通运输费用可能会出现阶段性的减少。因此我们判断公司的营销费用率上升趋势能够得到有效控制。

管理费用率（含研发费用）同比降低 1.8 个百分点至 7%；管理费用率因规模效应以及研发人工薪酬减少而下降。

□ 加快整装业务发展+升级全屋定制+模式输出，助力尚品穿越地址周期

2018 年公司自营整装工地交付数 849 个，通过成都、佛山和广州三地直营整装积累的经验，为整装云平台的会员企业赋能；2018 年公司 Homkoo 整装云会员数量已超过 1200 家。2019 年公司加快整装业务的发展，目前公司已经具备 10 万+SKU 的供应链管理能力和当前管理的 SKU 超过 3 万个，具备很强的品类扩张空间。整装能力的强化将为尚品在竞争中构建起维度上的优势。

2019 年公司第二个发力点是升级全屋定制，从功能型定制升级到美学生活方式定制；从简单信息化，升级到消费互联网和工业互联网的无缝对接；从基于数据库的设计升级到 AI 智能云设计。即第二代全屋定制是在产品的美观度以及设计、制造领域更加智能化，提升制造效率以及流量变现的效率。

2018 年尚品利用其强大的信息技术能力，开启了产业模式输出，即将尚品宅配全屋家具定制产业模式，包括 VI/SI、设计与销售、产品研发、生产线改造、送货安装全流程的商业模式，整体对海外输出，并向海外合作客户收取占销售额一定比例的技术授权费用。该模式优点有两个方面，其一、不需要尚品进行重资产的投入，只需要输出软件技术就能产生收入，是轻资产的运营模式；其二、使得尚品的营收已经打破了中国房地产的区域束缚，如果未来这种模式对营收的贡献度达到一定比例，将使得尚品具备很强的穿越中国房地产调控周期的能力。目前该技术已成功输出到泰国、波兰、印度等国家。截至目前，泰国合作方一共开出 8 家展厅，2018 年实现销售业绩 5800 万人民币。

□ 营收增速可能于 2019 年 Q1 见底，维持买入评级

我们判断 2019 年尚品的营收增速可能在一季度已经见底，核心逻辑是从营收增速来看，2018 年 Q1-Q4 公司的营收增速逐季降低，另一方面公司的整装业务经过 2018 年的探索、积累，已经具备较为丰富的经验和一定的营收规模，从欧派 2018 年的业绩表现可以看出，整装对拉动定制家居企业营收增长的效力。我们预计公司 2019-2020 年净利润同比增长 22.5%、27%，对应 EPS 为 2.94 元和 3.74 元，当前股价对应 PE 分别为 32 倍和 25 倍，维持买入评级。

投资风险：整装业务推进速度低于预期，地产销售进一步疲软。

财务摘要

（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	6645.39	8191.20	10150.28	12656.77
(+/-)	24.83%	23.26%	23.92%	24.69%
净利润	477.08	584.37	742.68	932.19
(+/-)	25.53%	22.49%	27.09%	25.52%
每股收益（元）	2.40	2.94	3.74	4.69
P/E	39.65	32.37	25.47	20.29

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3615.15	4611.02	5804.46	7225.05
现金	1650.48	2654.75	3267.45	4654.24
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	23.05	5.53	4.50	7.30
其它应收款	50.83	59.77	74.90	94.18
预付账款	43.29	61.02	69.71	88.16
存货	565.47	651.43	818.02	1037.69
其他	1282.03	1178.53	1569.88	1343.48
非流动资产	1706.79	1913.69	2165.61	2441.69
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.58	0.19	0.26	0.34
固定资产	890.77	1097.57	1218.04	1340.97
无形资产	290.04	355.46	444.00	549.34
在建工程	304.63	276.72	308.12	367.22
其他	220.76	183.75	195.19	183.81
资产总计	5321.94	6524.72	7970.07	9666.74
流动负债	2248.27	2772.75	3471.24	4231.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	549.41	763.97	928.37	1131.74
预收账款	1270.17	1587.99	1977.02	2446.03
其他	428.69	420.79	565.85	653.58
非流动负债	26.34	9.87	13.05	16.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.34	9.87	13.05	16.42
负债合计	2274.62	2782.62	3484.29	4247.77
少数股东权益	0.51	1.51	2.51	3.51
归属母公司股东权	3046.81	3740.59	4483.27	5415.46
负债和股东权益	5321.94	6524.72	7970.07	9666.74
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	650.31	1095.98	846.21	1663.02
净利润	477.08	585.37	743.68	933.19
折旧摊销	135.43	109.81	122.93	136.64
财务费用	2.97	4.00	4.00	4.00
投资损失	-102.08	-120.00	-140.00	-160.00
营运资金变动	1239.76	604.76	278.62	939.90
其它	-1102.86	-87.95	-163.02	-190.71
投资活动现金流	451.48	-197.12	-229.51	-272.23
资本支出	-343.84	-243.03	-229.83	-272.23
长期投资	-0.58	0.39	-0.06	-0.09
其他	795.90	45.52	0.38	0.09
筹资活动现金流	-95.32	105.41	-4.00	-4.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-95.32	105.41	-4.00	-4.00
现金净增加额	1006.46	1004.27	612.70	1386.79

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6645.39	8191.20	10150.28	12656.77
营业成本	3742.57	4595.61	5706.91	7137.08
营业税金及附加	60.96	69.63	86.28	107.58
营业费用	1959.85	2408.21	2943.58	3632.49
管理费用	311.07	376.80	456.76	556.90
研发费用	153.78	188.40	233.46	291.11
财务费用	2.97	4.00	4.00	4.00
资产减值损失	0.98	7.29	7.29	7.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	102.08	120.00	140.00	160.00
其他经营收益	53.11	40.00	40.00	40.00
营业利润	568.39	701.27	892.00	1120.32
营业外收支	4.61	4.00	4.00	4.00
利润总额	573.00	705.27	896.00	1124.32
所得税	95.92	119.90	152.32	191.13
净利润	477.08	585.37	743.68	933.19
少数股东损益	0.01	1.00	1.00	1.00
归属母公司净利润	477.08	584.37	742.68	932.19
EBITDA	683.67	782.78	974.51	1201.55
EPS (最新摊薄)	2.40	2.94	3.74	4.69
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	24.83%	23.26%	23.92%	24.69%
营业利润	23.28%	23.38%	27.20%	25.60%
归属母公司净利润	25.53%	22.49%	27.09%	25.52%
获利能力				
毛利率	43.68%	43.90%	43.78%	43.61%
净利率	7.18%	7.15%	7.33%	7.37%
ROE	16.84%	17.21%	18.05%	18.82%
ROIC	14.98%	14.93%	15.77%	16.32%
偿债能力				
资产负债率	42.74%	42.65%	43.72%	43.94%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.61	1.66	1.67	1.71
速动比率	1.36	1.43	1.44	1.46
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.38	1.40	1.44
应收帐款周转率	505.97	456.72	636.46	524.72
应付帐款周转率	7.06	7.00	6.74	6.93
每股指标(元)				
每股收益	2.40	2.94	3.74	4.69
每股经营现金	3.27	5.52	4.26	8.37
每股净资产	15.34	18.83	22.57	27.26
估值比率				
P/E	39.65	32.37	25.47	20.29
P/B	6.21	5.06	4.22	3.49
EV/EBITDA	15.25	20.78	16.06	11.87

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn