

# 一季度营收增速或已见底, 维持买入评级

## ——2019年一季报点评

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

### □ 2019年一季度营收同比增15.7%, 净利润同比亏损幅度减少31.6%

公司发布2019年一季报, 一季度实现营收12.7亿, 同比增长15.7%, 分产品看, 一季度定制家具产品收入同比增长7.8%, 配套品收入同比增长19%, O2O引流收入同比增长14%; 分渠道看, 一季度加盟端同比增长19%至6.5亿, 加盟门店数量达到2178家, 较2018年底净增加78家; 直营端实现营收5.2亿, 同比增长4%, 2019年一季度公司优化了部分直营门店, 直营门店数为100家, 较2018年底净减少1家。2019年一季度服务客户数为7.7万, 同比增长3%。

2019年一季度公司的营收增速与2018年四季度的同比增速持平, 考虑到2018年四个季度营收增速呈现逐季放缓的走势, 以及公司整装业务在2018年已经进行了比较好的铺垫和积累, 2019年有望加快发展势头, 我们判断公司2019年季度的营收增速大概率在一季度见底。

2019年一季度公司实现净利润-2257万, 较2018年同期亏损幅度减少31.6%。公司每年一季度净利润都呈现亏损的状态, 主要是直营体系庞大的费用开支所致, 如果假定2019年公司加盟店净增500家, 则每家加盟店为公司贡献5万净利润, 则公司2020年一季度的归母净利润就能实现盈亏平衡; 假设加盟业务的销售净利率为10%, 则相当于公司平均对每家加盟店的出货额为50万, 换算成终端门店销售额大致100万, 平均单月加盟门店销售额为8-9万。考虑到现有2100家加盟店仍处于增长状态, 亦能为公司2020年一季度的净利润提供增量贡献, 我们判断尚品大概率将在2020年的一季度实现历史上首次一季度净利润扭亏为盈。

### □ 2019年Q1毛利率同比降低0.5个百分点, 期间费用率同比减少4.1个百分点

2019年一季度公司的毛利率为41.6%, 同比降低0.5个百分点, 我们认为盈利能力下滑与加盟端收入占比提升以及毛利率较低的配套品和整装营收占比提升有关; 2019年一季度公司的期间费用率为44.2%, 同比降低4.1个百分点; 其中销售费用率同比减少1.7个百分点至34.7%, 管理费用率为9.5%, 同比降低2.2个百分点。我们认为期间费用率的降低一方面与毛利率的变化相同, 结构性原因所致; 另一方面, 与公司一季度加强了费用管控有关。

### □ 整装业务快速发展, 直营城市加快招商, 为2019年保驾护航

2019年一季度公司的整装业务实现营收6200万, 同比增长25倍, 一季度整装工地交付数达316个, 整装会员数量为1400家。整装业务的快速发展对于尚品提前截取流量意义重大, 在行业受地产调控的形势下, 有助于尚品更好地抢夺市场份额。在加盟端, 直营门店的新增将给公司阶段性的带来大量的费用, 为了更好地抢夺市场, 公司在2018年开始了直营城市加盟放开, 目前直营城市的加盟门店已经达到96家, 直营城市放开加盟有效地帮助了尚品在国内核心一二线城市扩大品牌覆盖面, 扩大消费者的触达面, 对提升公司在国内一二线城市的市占率已经发挥出了积极的作用。

## 评级

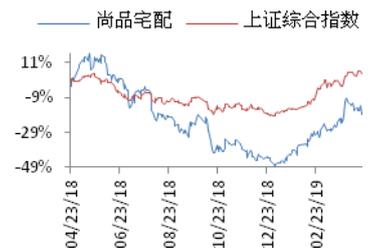
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥89.18

## 单季度业绩

## 元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2019	-0.12
4Q/2018	0.93
3Q/2018	0.85
2Q/2018	0.79



## 公司简介

## 相关报告

- 1 《整装+全屋定制升级+模式输出, 助力穿越周期》2019.04.21
- 2 《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
- 3 《收入保持高增长, 进军家居新零售, 买入评级》2018.08.18
- 4 《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

**□ 维持盈利预测，买入评级**

我们维持公司 2019-2020 年 EPS 2.94 元和 3.74 元的预测不变，当前股价对应 PE 分别为 30 倍和 24 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	37.14	30.32	23.86	19.01

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	5321.94	6524.72	7970.07	9666.74
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	5321.94	6524.72	7970.07	9666.74
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	1006.46	1004.27	612.70	1386.79

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	6645.39	8191.20	10150.28	12656.77
<b>营业成本</b>	3742.57	4595.61	5706.91	7137.08
<b>营业税金及附加</b>	60.96	69.63	86.28	107.58
<b>营业费用</b>	1959.85	2408.21	2943.58	3632.49
<b>管理费用</b>	311.07	376.80	456.76	556.90
<b>研发费用</b>	153.78	188.40	233.46	291.11
<b>财务费用</b>	2.97	4.00	4.00	4.00
<b>资产减值损失</b>	0.98	7.29	7.29	7.29
<b>公允价值变动损益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资净收益</b>	102.08	120.00	140.00	160.00
<b>其他经营收益</b>	53.11	40.00	40.00	40.00
<b>营业利润</b>	568.39	701.27	892.00	1120.32
<b>营业外收支</b>	4.61	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	573.00	705.27	896.00	1124.32
<b>所得税</b>	95.92	119.90	152.32	191.13
<b>净利润</b>	477.08	585.37	743.68	933.19
<b>少数股东损益</b>	0.01	1.00	1.00	1.00
<b>归属母公司净利润</b>	477.08	584.37	742.68	932.19
<b>EBITDA</b>	683.67	782.78	974.51	1201.55
<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.40	2.94	3.74	4.69
<b>主要财务比率</b>				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	37.14	30.32	23.86	19.01
P/B	5.82	4.74	3.95	3.27
EV/EBITDA	15.25	19.25	14.83	10.88

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>