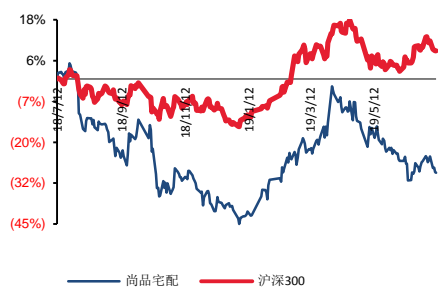


轻工制造

降费减税带来利润端弹性，向服务商和渠道商转型带来收入端弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 199/68 |
| 总市值/流通(百万元) | 14,295/4,906 |
| 12个月最高/最低(元) | 107.30/56.31 |

相关研究报告:

尚品宅配(300616)《尚品宅配:一季度利润大幅减亏,静待未来同店客流增速回暖》--2019/04/22

尚品宅配(300616)《尚品宅配:业绩符合预期,整装云发展初见成效》--2019/04/21

尚品宅配(300616)《尚品宅配:一季报略超市场预期,全年增速有望持续提速》--2019/04/09

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

联系人: 庞盈盈

电话: 1021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布2019年半年度业绩预告: 2019年上半年公司归母净利润预计1.48~1.73亿元,同比增长20%~40%,非经常性损益0.31亿元,扣非净利润预计1.17~1.42亿元,同比增长75%~112%。Q2单季公司归母净利润预计1.71~1.96亿元,同比增长9.62%~25.64%,扣非净利润1.54~1.79亿元,同比增长18.46%~37.69%。

点评:

降本提效成效显著,利润端表现靓丽。预计公司毛利率略有提升,利润端表现优于收入,主要得益于:1)费用率下降。公司信息化水平行业领先,采用智能排产、拆单系统等智能生产平台降本增效、优化供应链,工人数量下降,经营效率提升;2)增值税由16%下降至13%,助力公司利润率的提升,预计贡献20%~30%的利润端弹性。

全面导入主辅材等产品,开启全屋定制2.0时代,公司由制造商逐渐向渠道商转型。公司从去年下半年开始提出全屋定制2.0的概念,第二代全屋定制突破以橱柜+衣柜为核心的全屋柜类定制,提出覆盖背景墙、家装主材、窗帘、电器、饰品等家居全品类的全屋全品类一站式配齐。公司今年开始在直营城市率先将主辅材等产品导入全屋定制门店,预计对收入端产生较为明显拉动。

另一方面,公司开始加速推进直营城市的开放加盟,公司在直营城市逐渐从运营商向未来的服务商转型,即新的代理商主要负责获客、销售和安装,而公司直营分公司服务安装等后端服务,这种模式下对新加盟的代理商在能力方面的要求显著降低,集中直营分公司在服务端的优势力量而加盟商则专注于前端营销。今年以来我们看到定制家居行业渠道端显著发生变革,欧派在自己地位最稳固的橱柜领域开始推行城市合伙人模式,作为卖方研究员,我们对于行业发生的这些变化感到欣喜,因为从降本提效的角度来说,这是行业内企业的必由之路,也验证了我们之前对行业的判断,只有不断降低对代理商能力的要求,让代理商专注于前端销售,对代理商更大程度的赋能,才有可能让产业的价值链条更短,最终提升行业整体效率,让消费者受益。

自营整装及整装云快速推进,整装业务持续放量。公司持续发力Homkoo整装云平台会员的招募,通过提供软件系统、硬软装配套产品和培训实施服务赋能整装云会员,截止2019Q1整装云会员数已超1400家,同时公司持续加强在成都、广州、佛山三地的新居整装业务,自

营整装工地交付数快速增加。

从中长期战略来说，尚品宅配一直在行业内率先创新，且被大家效仿。我们认为行业未来走出大公司的前提一定是家具企业由制造商向渠道商和服务商转型的同时提升自身的品牌力。站在目前的角度来看，我们认可尚品宅配的**战略**，如果能跟踪到公司代理商（非直营城市）的同店收入和盈利水平有持续向上的趋势，那么公司未来增长的**确定性将会更加显著地提升**。预计公司2019-2020年EPS分别为3.02、3.59元，对应2019-2020年PE分别为24.22、20.37倍，维持“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6645 | 8591 | 10321 | 11958 |
| (+/-%) | 24.84 | 29.29 | 20.14 | 15.86 |
| 净利润(百万元) | 477 | 600 | 713 | 834 |
| (+/-%) | 25.53 | 25.75 | 18.90 | 16.87 |
| 摊薄每股收益(元) | 2.46 | 3.02 | 3.59 | 4.20 |
| 市盈率(PE) | 24.70 | 24.22 | 20.37 | 17.43 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 647 | 1650 | 2855 | 3844 | 4977 |
| 应收和预付款项 | 38 | 66 | 68 | 84 | 97 |
| 存货 | 401 | 565 | 600 | 732 | 848 |
| 其他流动资产 | 2287 | 1333 | 1338 | 1350 | 1361 |
| 流动资产合计 | 3373 | 3615 | 4862 | 6011 | 7283 |
| 长期股权投资 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 850 | 891 | 870 | 834 | 795 |
| 在建工程 | 2 | 305 | 305 | 305 | 305 |
| 无形资产开发支出 | 120 | 345 | 407 | 534 | 654 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | | | |
| 其他非流动资产 | 1193 | 1707 | 1741 | 1895 | 2039 |
| 资产总计 | 4566 | 5322 | 6603 | 7905 | 9322 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 1572 | 1820 | 2360 | 2824 | 3280 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 374 | 455 | 596 | 721 | 847 |
| 负债合计 | 1946 | 2275 | 2956 | 3545 | 4128 |
| 股本 | 110 | 199 | 199 | 199 | 199 |
| 资本公积 | 1572 | 1493 | 1405 | 1405 | 1405 |
| 留存收益 | 1098 | 1465 | 2065 | 2778 | 3611 |
| 归母公司股东权益 | 2619 | 3047 | 3559 | 4272 | 5106 |
| 少数股东权益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股东权益合计 | 2619 | 3047 | 3559 | 4273 | 5106 |
| 负债和股东权益 | 4566 | 5322 | 6515 | 7817 | 9234 |

| 现金流量表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营性现金流 | 879 | 650 | 1297 | 1192 | 1330 |
| 投资性现金流 | -2617 | 451 | -95 | -220 | -214 |
| 融资性现金流 | 1533 | -95 | 4 | 16 | 17 |
| 现金增加额 | -1 | 2 | 0 | 0 | 0 |

| 利润表(百万) | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 5323 | 6645 | 8591 | 10321 | 11958 |
| 营业成本 | 2922 | 3743 | 4771 | 5770 | 6701 |
| 营业税金及附加 | 54 | 61 | 86 | 103 | 120 |
| 销售费用 | 1480 | 1960 | 2381 | 2838 | 3288 |
| 管理费用 | 468 | 465 | 734 | 877 | 992 |
| 财务费用 | -2 | 3 | -34 | -45 | -49 |
| 资产减值损失 | 7 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 31 | 102 | 35 | 40 | 45 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 461 | 568 | 688 | 817 | 950 |
| 其他非经营损益 | -3 | 5 | 2 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 458 | 573 | 690 | 820 | 953 |
| 所得税 | 78 | 96 | 90 | 107 | 119 |
| 净利润 | 380 | 477 | 600 | 713 | 834 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母股东净利润 | 380 | 477 | 600 | 713 | 834 |

| 预测指标 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 毛利率 | 45.11% | 43.68% | 44.46% | 44.09% | 43.96% |
| 销售净利率 | 7.14% | 7.18% | 6.98% | 6.91% | 6.97% |
| 销售收入增长率 | 32.23% | 24.83% | 29.27% | 20.15% | 15.85% |
| EBIT 增长率 | 40.44% | 26.40% | 13.77% | 18.28% | 16.58% |
| 净利润增长率 | 48.74% | 25.53% | 25.75% | 18.90% | 16.87% |
| ROE | 14.51% | 15.66% | 16.86% | 16.70% | 16.33% |
| ROA | 8.32% | 8.96% | 9.21% | 9.12% | 9.03% |
| ROIC | 19.18% | 33.99% | 79.40% | 152.39% | 551.91% |
| EPS (X) | 3.71 | 2.46 | 3.02 | 3.59 | 4.20 |
| PE (X) | 42.59 | 24.70 | 24.22 | 20.37 | 17.43 |
| PB (X) | 6.66 | 3.96 | 4.08 | 3.40 | 2.85 |
| PS (X) | 3.28 | 1.82 | 1.69 | 1.41 | 1.22 |
| EV/EBITDA (X) | 29.76 | 14.65 | 15.49 | 12.08 | 9.36 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。