

轻工/家用轻工

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

报告原因：业绩报告

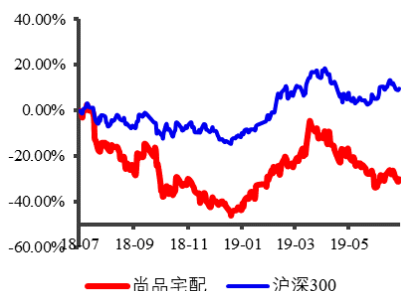
三季度营收增长承压，费用端和经营层面持续优化

增持

2019年10月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年10月29日

收盘价(元):	74.30
年内最高/最低(元):	54.48/99.68
流通A股/总股本(亿):	0.68/1.99
流通A股市值(亿):	48.13
总市值(亿):	147.62

基础数据：2019年9月30日

基本每股收益	1.69
摊薄每股收益:	1.43
每股净资产(元):	16.71
净资产收益率:	10.53%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】尚品宅配 (300616.SZ): 盈利能力显著提升，自营城市加盟收入

事件描述

➢ 公司发布2019年三季报：报告期内，公司实现营业收入50.58亿元，同比增长9.04%；归属于上市公司股东的净利润3.35亿元，同比增长14.48%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.85亿元，同比增长50.55%。报告期内预计影响净利润的非经常性损益金额约为5000万元，主要为理财收益和政府补助。业绩符合此前预期。

事件点评

➢ Q3单季度营收企稳回升，净利润增速放缓。Q3单季度公司实现营业收入19.20亿元(+8.39%)，归母净利润1.72亿元(+1.42%)，扣非净利润1.53亿元(+25.37%)。公司Q1/Q2/Q3营收增速分别为15.66%/5.56%/8.39%；归母净利润增速分别为31.56%/18.91%/1.42%；扣非后净利润增速分别为42.02%/29.18%/25.37%。报告期末，公司预收款项为11.58亿元，同比增加4.02%。

➢ 受益于成本费用集约、加盟渠道扩张、信息化水平提升等，公司三项费用率显著下降，净利率实现提升。报告期内，公司毛利率、净利率分别为42.29%(-1.27pct)、6.63%(+0.32pct)；期间费用率为34.58%，同比下降3.08pct。其中，销售费用率28.41%(-1.79pct)，管理费用率6.21%(-1.21pct)，财务费用率-0.05%(-0.09pct)。

➢ 公司回款放慢、应收账款大幅增加，经营现金流和资产周转率下降。报告期内，公司销售商品提供劳务收到的现金为3.87亿元，相对去年同期仅增长3.87%，经营活动现金流量净额为0.46亿元，同比下降71.70%，经营活动现金流量净额/营业收入比重同比下降2.58至0.90。公司存货周转率下降1.27至4.46，应收账款周转率下降593.35至119.35，主要系应收账款大幅增加所致，报告期末公司应收账款为0.62亿元，同比增长529.73%。

➢ 公司持续发力产品、渠道和整装业务，虽然业绩增速承压，但是经营层面仍有亮点，创新布局值得期待。报告期内，公司加大投入新技术和新产品研发、推出第二代全屋定制新模式，自营城市市场份额迅速提升、加盟渠道业务快速扩张、整装业务高速推进。上半年自营城市消费者零售终端的销售收款规模同比增长16%，自营整装及整装云业务快速迭代及扩张，整装业务初具规模，Homkoo整装云快速推进，上半年公司整装业务收入



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

增长亮眼》2019-8-24

《【山证轻工】尚品宅配(300616.SZ)2018  
年报点评：多品类、全渠道协同发力，  
整装业务初具规模》2019-4-20

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国  
际中心 7 层

山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

约 15,451 万元，同比增长约 230%，自营整装交付数达到 708 个。

➤ **近期地产竣工数据回暖，利好公司四季度业绩释放。**1-9 月住宅销售面积回归正增长，住宅竣工面积增速显著提升。据国家统计局数据显示，1-9 月商品房住宅销售面积 104650 万平方米，同比增长 1.10%，环比 1-8 月提升 0.50pct，重新回到正增长区间。1-9 月，全国住宅竣工面积 33084 万平方米，同比下降 8.50%，增速比去年同期回升 3.80pct，环比 1-8 月提升 1.10pct。

### 投资建议

➤ 公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋整合能力和经验领先于竞争对手，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 5.43、6.31、7.31 亿元，同比增长 14.0%、16.0%、15.9%，对应 EPS 为 2.74/3.18/3.68 元，PE 为 27.14/23.04/20.19 倍，维持“增持”评级。

### 存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）		5,323.4	6,645.4	7,376.4	8,482.8	9,500.8
	同比增长	32.2%	24.8%	11.0%	15.0%	12.0%
归母净利润（百万元）		380.0	477.1	543.9	630.9	731.3
	同比增长	48.7%	25.5%	14.0%	16.0%	15.9%
每股收益（元）		3.44	2.40	2.74	3.18	3.68
PE		21.58	30.94	27.14	23.40	20.19
PB		3.13	4.85	2.82	2.52	2.24

数据来源：wind



<b>利润表</b>					<b>财务指标</b>				
	2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5,323.4</b>	<b>6,645.4</b>	<b>7,376.4</b>	<b>8,482.8</b>	<b>成长性</b>				
减:营业成本	2,922.1	3,742.6	4,234.0	4,869.1	营业收入增长率	32.2%	24.8%	11.0%	15.0%
营业税费	54.2	61.0	66.4	80.2	营业利润增长率	46.6%	23.3%	14.1%	16.3%
销售费用	1,480.3	1,959.8	2,080.1	2,358.2	净利润增长率	48.7%	25.5%	14.0%	16.0%
管理费用	468.4	311.1	442.6	509.0	EBITDA增长率	35.8%	55.6%	-3.2%	14.7%
财务费用	-2.0	3.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	32.9%	59.3%	-3.8%	16.9%
资产减值损失	7.3	1.0	2.0	1.0	NOPLAT增长率	51.1%	24.8%	13.2%	16.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	#####	-29.7%	19.2%	-42.5%
投资和汇兑收益	30.8	102.1	95.0	90.0	净资产增长率	214.0%	16.3%	71.7%	12.1%
<b>营业利润</b>	<b>461.1</b>	<b>568.4</b>	<b>648.7</b>	<b>754.3</b>	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	-3.4	4.6	4.2	3.1	毛利率	45.1%	43.7%	42.6%	42.6%
<b>利润总额</b>	<b>457.6</b>	<b>573.0</b>	<b>653.0</b>	<b>757.4</b>	营业利润率	8.7%	8.6%	8.8%	8.9%
减:所得税	77.6	95.9	109.0	126.5	净利润率	7.1%	7.2%	7.4%	7.4%
<b>净利润</b>	<b>380.0</b>	<b>477.1</b>	<b>543.9</b>	<b>630.9</b>	EBITDA/营业收入	9.3%	11.5%	10.1%	10.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	7.9%	10.1%	8.8%	8.9%
货币资金	646.9	1,650.5	3,629.1	4,983.4	<b>投资回报率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	14.5%	15.7%	10.4%	10.8%
应收帐款	41.5	73.9	70.7	103.4	ROA	8.3%	9.0%	7.1%	7.5%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-320.2%	27.2%	43.7%	42.9%
预付帐款	34.5	43.3	66.8	167.2	<b>运营效率</b>				
存货	400.8	565.5	580.0	667.0	固定资产周转天数	53	47	54	64
其他流动资产	2,249.1	1,282.0	1,178.5	2.5	流动营业资本周转天数	-6	14	-20	-45
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	189	223	243
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	4	4
长期股权投资	-	0.6	0.6	0.6	存货周转天数	59	51	28	26
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	227	268	317	341
固定资产	849.9	890.8	1,316.8	1,718.3	投资资本周转天数	55	81	66	49
在建工程	1.6	304.6	343.9	408.0	<b>费用率</b>				
无形资产	120.4	344.9	333.7	322.5	销售费用率	27.8%	29.5%	28.2%	27.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	8.8%	4.7%	6.0%	6.0%
<b>资产总额</b>	<b>4,565.7</b>	<b>5,321.9</b>	<b>7,655.6</b>	<b>8,408.5</b>	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	36.6%	34.2%	34.2%	33.8%
应付帐款	779.0	813.9	850.3	748.7	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	42.6%	42.7%	31.7%	30.3%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	74.3%	74.6%	46.4%	43.4%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	1.74	1.61	2.29	2.33
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	1.53	1.36	2.05	2.06
<b>负债总额</b>	<b>1,946.2</b>	<b>2,274.6</b>	<b>2,424.8</b>	<b>2,546.8</b>	利息保障倍数	-214.91	226.50	#####	755.29
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>业绩和估值指标</b>				
股本	110.4	198.7	198.7	198.7	EPS(元)	3.44	2.40	2.74	3.18
留存收益	2,669.7	2,957.5	5,020.0	5,650.9	BVPS(元)	23.73	15.34	26.33	29.50
<b>股东权益</b>	<b>2,619.5</b>	<b>3,047.3</b>	<b>5,230.8</b>	<b>5,861.7</b>	PE(X)	21.6	30.9	27.1	23.4
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	PB(X)	3.1	4.8	2.8	2.5
净利润	380.0	477.1	543.9	630.9	P/FCF	-5.5	14.8	47.9	11.8
加:折旧和摊销	108.7	135.4	95.9	95.9	P/S	1.5	2.2	2.0	1.7
资产减值准备	7.3	1.0	-	-	EV/EBITDA	33.7	13.4	14.8	11.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	18.4%	15.3%	28.6%	18.4%
财务费用	0.6	-1.0	-2.5	1.0	PEG	1.2	2.0	0.9	1.3
投资收益	-30.8	-102.1	-95.0	-90.0	ROIC/WACC	-26.3	2.2	3.6	3.5
少数股东损益	-	0.0	-	-	REP	-0.4	3.7	2.1	3.3
营运资金的变动	-1,936.1	1,237.1	249.7	1,177.9					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>878.9</b>	<b>650.3</b>	<b>792.1</b>	<b>1,815.7</b>					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,616.6</b>	<b>451.5</b>	<b>-455.5</b>	<b>-460.5</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,532.5</b>	<b>-95.3</b>	<b>1,642.1</b>	<b>-1.0</b>					

数据来源: wind

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

