

2020年04月19日

尚品宅配 (300616.SZ)

动态分析

业绩增长符合预期，整装业务收入贡献提升

投资要点

事件：公司披露 2019 年年报，公司 2019 年实现销售收入 72.61 亿元，同比增长 9.26%；归属母公司净利润 5.28 亿元，同比增长 10.76%。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 6 元。

◆ **业绩增速下滑，成本管控良好。**2019 年定制家居行业市场景气度下行，公司营收及归母净利润同比增速由 2018 年的 25% 下降至 10% 左右。公司 2019 年毛利率为 41.57%，同比下降 2.11 个百分点；净利率为 7.28%，同比提升 0.10 个百分点。毛利率水平下滑，主要由于行业竞争加剧，定制家具及配套家居产品毛利率下滑，以及低毛利率整装业务占比提升；净利率略有提升，主要得益于公司良好费用管控，2019 年公司期间费用率同比下降 3.36 个百分点。

◆ **定制家具增速略有下降，整装业务收入贡献提升。**2019 年定制家具产品、配套家居产品、整装业务收入占比分别为 72.54%、16.53%、5.93%，定制家具及配套家居产品仍是主要收入来源，整装业务收入贡献提升 3.01 个百分点。受行业竞争激烈影响，定制家具、配套家居产品毛利率分别下降 0.94、0.05 个百分点至 44.80%、28.45%；整装业务规模效应逐渐发挥，毛利率提升 1.05 个百分点至 20.76%。

◆ **加盟渠道持续拓展，自营城市份额提升。**2019 年启动普罗米修斯员工创业计划、第二代全屋定制加盟模式、举办招商发布会等多种形式，加盟渠道收入实现约 38.09 亿元，同比增长 6%。其中，加盟店开店数保持较高水平，2019 年净增加加盟店 227 家至 2327 家（其中购物中心店占 40%），自营城市加盟店数量达 177 家；单店收入略有下降，单店收入约 164 万元/家，同比下降 7 万元/家。直营店数减少，自营城市份额快速提升。2019 年公司直营店数净减少 7 家至 94 家，但自营城市消费者零售终端的销售收款规模同比增长约 16%，高于公司定制家具产品 5% 的增速，公司在自营城市份额得以提升。

◆ **自营整装持续发力，整装云业务大力发展。**2019 年公司整装业务收入 4.30 亿元，同比增长 121.62%，整装业务快速发展。其中自营整装方面，公司持续加强广州、佛山、成都三地的自营圣诞鸟整装业务，重点发力交付质量，2019 年以上三地圣诞鸟整装交付 1693 户，同比增长 99%；圣诞鸟自营整装渠道收入约 2.75 亿元，同比增长 109%；HOMKOO 整装云方面，进一步向全国各地县、市渗透，持续将 S2B2C 商业模式为传统家装企业赋能，2019 年底整装云会员数达 2497 家，同比增长 108%，全年收入约 3.46 亿元，同比增长 190%。

◆ **投资建议：**受疫情影响，下游需求推迟，一季度业绩或受到一定影响；从二季度来看，部分一季度订单或将于二季度确认，其次随着国内疫情得以控制，下游需求逐渐恢复，二季度整体业绩或环比改善；从全年来看，受益竣工数据改善，公司零售及整装等业务持续发展，全年或保持增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.83 元、3.20 元和 3.54 元，对应 PE 分别为 24 倍、21 倍、19 倍，维持“买入-B”建议。

轻工制造 | 其他轻工 III

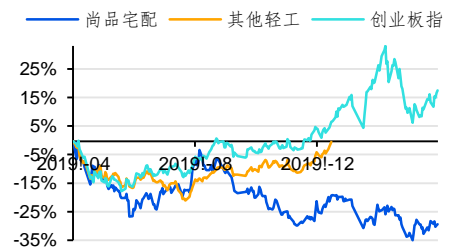
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2020-04-17) **67.00 元**

交易数据

总市值(百万元)	13,311.47
流通市值(百万元)	8,635.56
总股本(百万股)	198.68
流通股本(百万股)	128.89
12个月价格区间	60.35/96.22 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.74	-15.05	-46.21
绝对收益	6.35	-10.49	-27.66

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维
 SAC 执业证书编号: S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

尚品宅配：整装业务表现亮眼，加盟渠道持续发力 2019-08-25

尚品宅配：拥有互联网基因定制家具领先企业，全屋定制、整装双赛道领跑 2019-06-24

尚品宅配：加快全国加盟店布局，自营整装业务稳步推进 2018-08-21

尚品宅配：2017H1 业绩上修超预期，龙头企业扬帆起航 2017-07-18

尚品宅配：定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者 2017-05-01

◆ **风险提示:** 整装业务拓展不及预期风险; 零售渠道竞争加剧风险; 经销商管理风险; 短期疫情影响超预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,645	7,261	7,844	8,911	9,975
YoY(%)	24.8	9.3	8.0	13.6	11.9
净利润(百万元)	477	528	562	636	704
YoY(%)	25.5	10.8	6.3	13.2	10.7
毛利率(%)	43.7	41.6	40.1	39.3	38.3
EPS(摊薄/元)	2.40	2.66	2.83	3.20	3.54
ROE(%)	15.7	15.0	14.2	14.2	13.9
P/E(倍)	27.9	25.2	23.7	20.9	18.9
P/B(倍)	4.4	3.8	3.4	3.0	2.6
净利率(%)	7.2	7.3	7.2	7.1	7.1

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、业绩增速下滑，成本管控良好.....	4
（一）业绩增速下滑，净利率水平略有提升	4
（二）业绩增速环比改善，成本管控良好	5
二、定制家具增速略有下降，整装业务收入贡献提升	6
（一）加强加盟渠道拓展，实体店终端销售能力提升	6
（二）自营整装持续发力，整装云业务大力发展	7
三、19年拟每10股派发现金红利6元，经营性现金流略有下滑	8
四、投资建议	8
五、风险提示	9

图表目录

图 1：公司近 5 年营业收入（单位：万元）	4
图 2：公司近 5 年归母净利润（单位：万元）	4
图 3：公司近 5 年毛利率及净利率	5
图 4：公司近 5 年期间费用率	5
图 5：公司季度营业收入（单位：万元）	5
图 6：公司季度归母净利润（单位：万元）	5
图 7：公司季度毛利率及净利率	6
图 8：公司季度期间费用率	6
图 9：公司产品结构	6
图 10：公司主要产品毛利率	6
图 11：加盟店数及单店收入	7
图 12：直营店数及单店收入	7
图 13：自营整装交付户数及收入	8
图 14：HOMKOO 整装云会员数及收入	8
图 15：公司经营活动产生的现金流量净额（单位：万元）	8
图 16：现金分红总额（单位：万元）	8

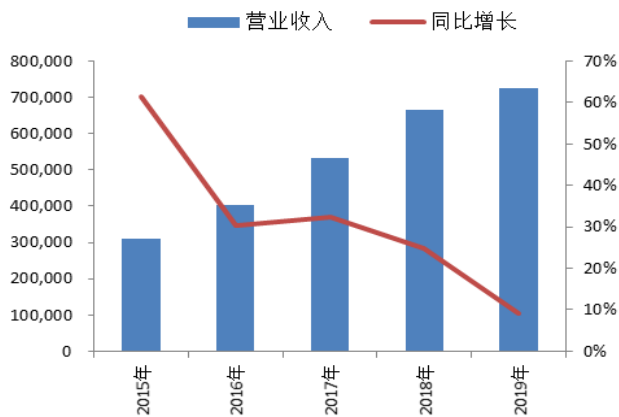
一、业绩增速下滑，成本管控良好

公司 2019 年实现销售收入 72.61 亿元，同比增长 9.26%；归属母公司净利润 5.28 亿元，同比增长 10.76%；扣非后归母净利润 4.45 亿元，同比增长 26.94%；每股收益 2.69 元，同比增长 9.35%。2019 年由于定制家居行业下游需求下降，行业竞争加剧等因素影响，定制家居行业市场景气度下行，导致公司营收及归母净利润同比增速由 2018 年的 25% 下降至 10% 左右。

（一）业绩增速下滑，净利率水平略有提升

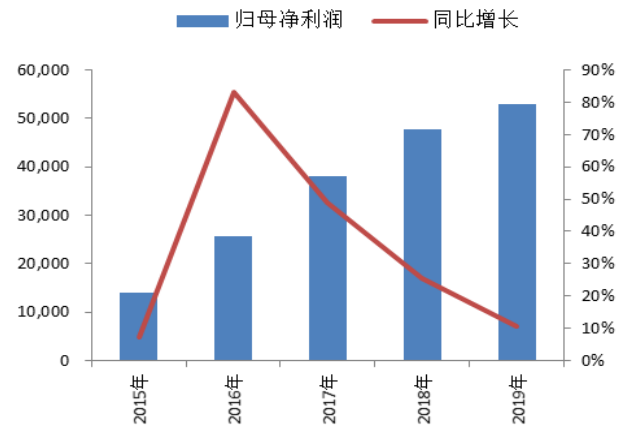
公司 2019 年实现销售收入 72.61 亿元，同比增长 9.26%；归母净利润 5.28 亿元，同比增长 10.76%。2019 年由于定制家居行业下游需求下降，行业竞争加剧等因素影响，定制家居行业市场景气度下行，导致公司营收及归母净利润同比增速由 2018 年的 25% 下降至 10% 左右。

图 1：公司近 5 年营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

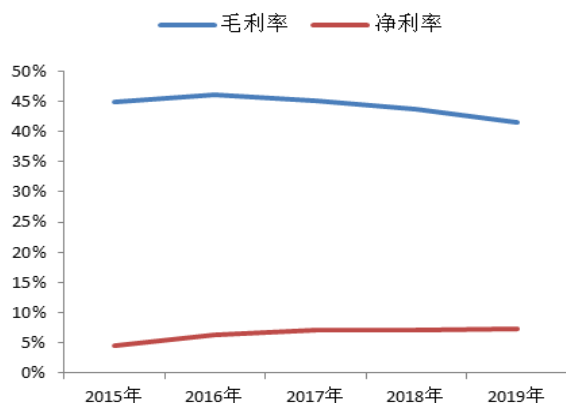
图 2：公司近 5 年归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

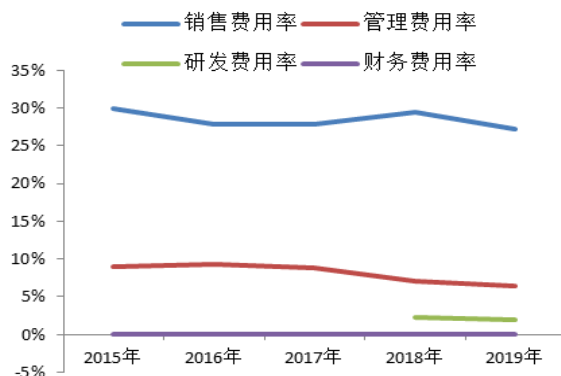
公司 2019 年毛利率为 41.57%，同比下降 2.11 个百分点；净利率为 7.28%，同比略提升 0.10 个百分点。毛利率水平下滑，主要是由于行业竞争加剧等影响，定制家具产品及配套家居产品毛利率下滑，以及低毛利率整装业务占比提升。净利率略有提升，主要得益于公司良好的费用管控。2019 年公司期间费用率同比下降 3.36 个百分点至 35.49%，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比下降 2.34、0.51、0.44、0.08 个百分点，均呈现不同程度的下降。

图 3：公司近 5 年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：公司近 5 年期间费用率

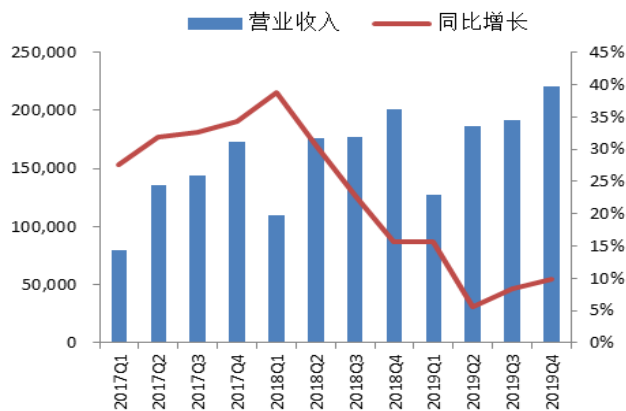


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 业绩增速环比改善，成本管控良好

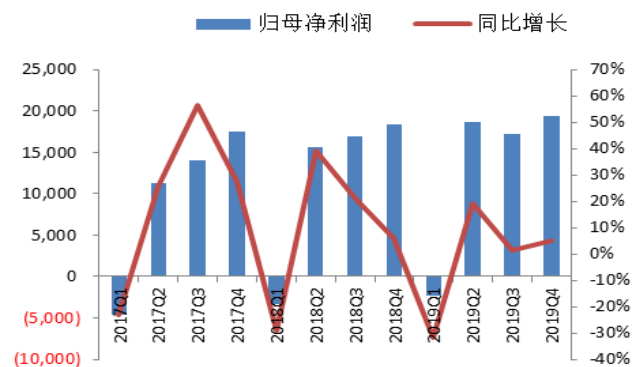
2019 年第四季度公司实现营业收入为 22.03 亿元，同比增长 9.77%；归母净利润 1.93 亿元，同比增长 4.84%。公司营收、净利润增速环比略有改善，主要为四季度下游房地产竣工数据持续好转，对定制家居产品需求提升。

图 5：公司季度营业收入（单位：万元）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

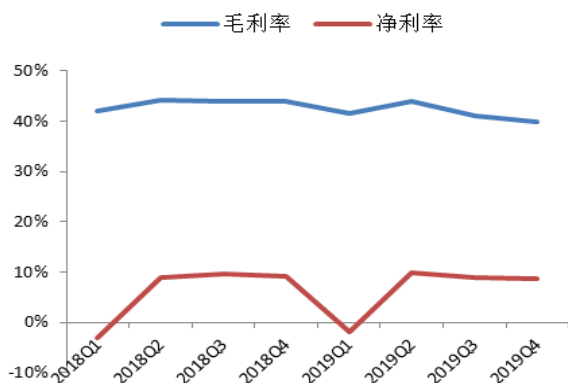
图 6：公司季度归母净利润（单位：万元）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

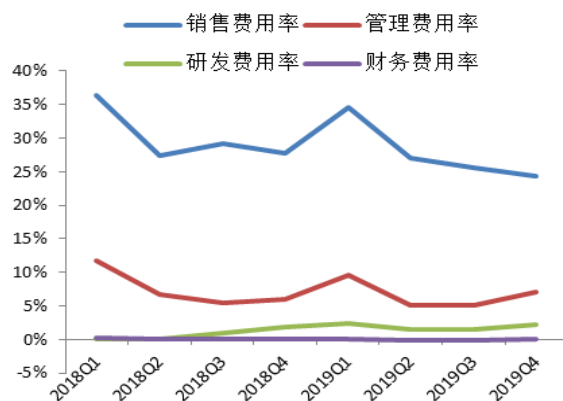
2019 年第四季度，公司毛利率水平为 39.91%，同比下降 4.04 个百分点；净利率水平为 8.78%，同比略下降 0.40 个百分点，基本与去年同期持平。毛利率下滑，净利率下滑幅度小于毛利率，主要为期间费用率下降。2019 年第四季度期间费用率 33.65%，同比下降 2.15 个百分点，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比变动-3.58 个百分点、1.10 个百分点、0.39 个百分点、-0.05 个百分点，销售费用率下滑明显。

图 7：公司季度毛利率及净利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：公司季度期间费用率

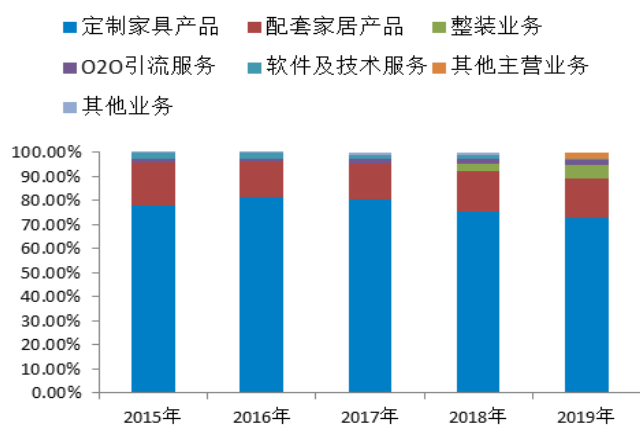


资料来源：Wind, 华金证券研究所

二、定制家具增速略有下降，整装业务收入贡献提升

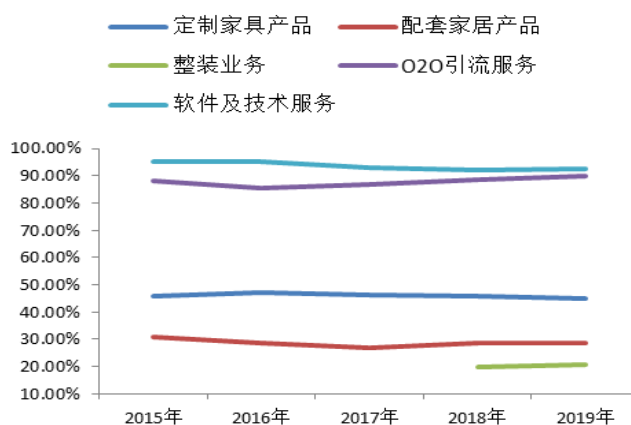
2019 年公司定制家具产品、配套家居产品以及整装业务收入分别实现了 4.96%、7.30%、121.62% 的增长，O2O 引流服务及软件及技术服务收入分别同比下降 14.89%、33.40%，产品收入结构略有变动，2019 年公司定制家具产品、配套家居产品、整装业务、O2O 引流服务以及软件及技术服务业务占比分别为 72.54%、16.53%、5.93%、1.81%、0.71%，定制家具产品及配套家居产品仍是公司主要收入来源，整装业务收入贡献提升。从毛利率来看，受行业竞争激烈影响，公司定制家具产品、配套家居产品毛利率分别略下降 0.94、0.05 个百分点至 44.80%、28.45%；整装业务随着收入规模的逐渐增加，单位效益提升，毛利率提升 1.05 个百分点至 20.76%。

图 9：公司产品结构



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 10：公司主要产品毛利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

(一) 加强加盟渠道拓展，实体店终端销售能力提升

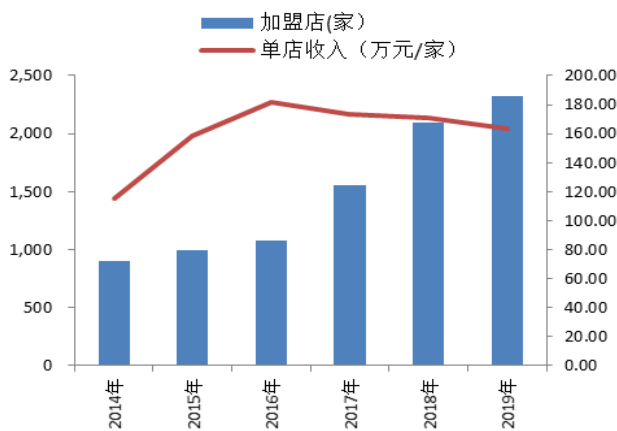
加强加盟渠道拓展。2019 年公司加强加盟渠道拓展，启动普罗米修斯员工创业计划、第二代全屋定制加盟模式、举办招商发布会等多种形式，加盟渠道收入实现约 38.09 亿元，同比增长 6%。拆分来看，加盟店数提升，加盟单店收入略有下降：1) 加盟店开店数保持较高水平，2019

年净增加盟店 227 家至 2327 家（其中购物中心店占 40%），自营城市加盟店数量达 177 家。在新开店中，新加盟商开店是主要的模式，2019 年新加盟商开店占比 81%，老加盟商开店占 19%。从城市分布来看，公司加快销售网络下沉至四五线城市，新增店铺中四五线城市开店占比约 60%，截至 2019 年底，公司一二线加盟门店数占比 24%，三四五线城市加盟门店数占比 76%。

2) 加盟店单店收入略有下降，2019 年加盟店单店收入约 164 万元/家，较去年同期下降 7 万元/家。

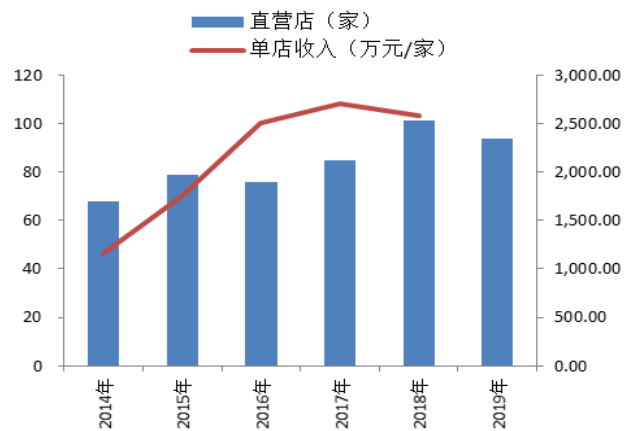
直营店数减少。2019 年公司直营店数净减少 7 家至 94 家，直营店铺数量减少，从自营城市销售额来看，随着实体店销售能力的提升以及自营城市加盟招商数的增加，公司在自营城市城市份额得以快速提升，自营城市消费者零售终端的销售收款规模同比增长约 16%，高于公司整体定制家具产品 5% 的增速。

图 11：加盟店数及单店收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：直营店数及单店收入

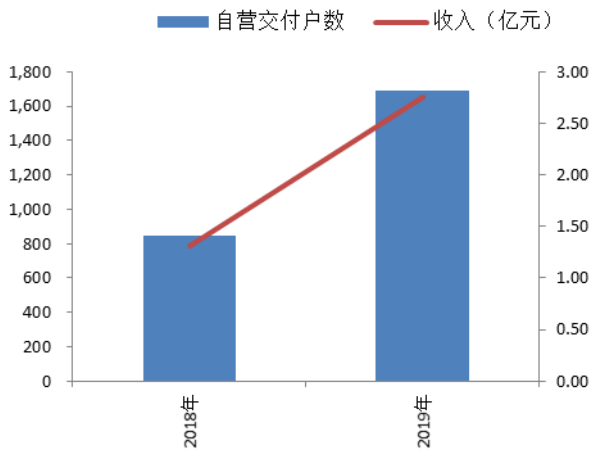


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）自营整装持续发力，整装云业务大力发展

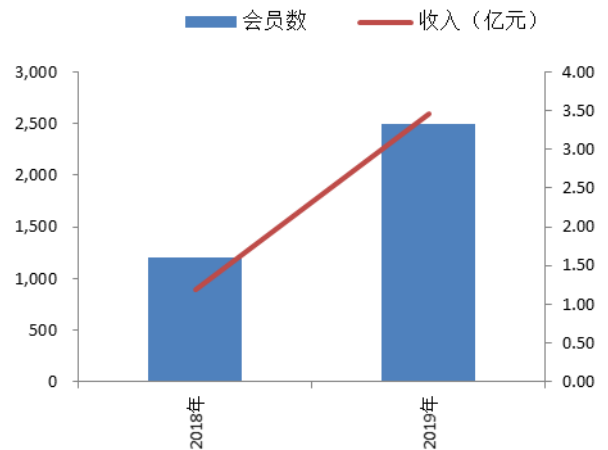
2019 年公司自营整装持续发力，整装云业务大力发展，整装业务继续快速发展，2019 年公司整装业务收入 4.30 亿元，同比增长 121.62%，对收入贡献提升 3.01 个百分点至 5.93%。其中自营整装方面，公司在持续加强广州、佛山、成都三地的自营圣诞鸟整装业务，重点发力交付质量，2019 年广州、佛山、成都三地圣诞鸟整装交付 1693 户，同比增长 99%；圣诞鸟自营整装渠道收入约 2.75 亿元，同比增长 109%；HOMKOO 整装云方面，布局进一步向全国各地县、市渗透，并持续将 S2B2C 商业模式为传统家装企业赋能，2019 年底 HOMKOO 整装云会员数达 2497 家，同比增长 108%，整装云已成为业内领先的整装赋能平台，全年收入约 3.46 亿元，同比增长 190%。

图 13: 自营整装交付户数及收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 14: HOMKOO 整装云会员数及收入



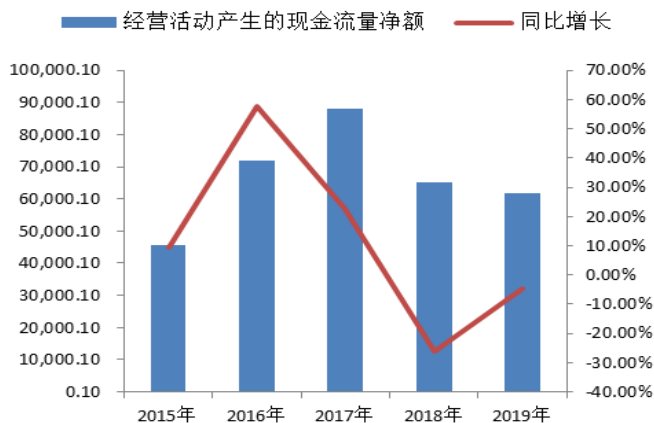
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、19 年拟每 10 股派发现金红利 6 元，经营性现金流略有下滑

公司经营活动现金流同比略有下滑,2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.19 亿元,同比略下滑 4.83%。

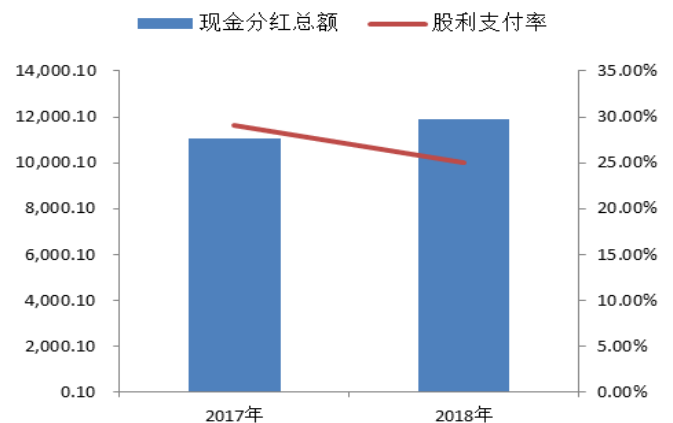
公司上市以来已实施现金分红 2 次,累计向全体股东派发现金红利 2.30 亿元。2019 年公司继续派发现金红利,拟以 1.99 亿股为基数,向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元(含税)。

图 15: 公司经营活动产生的现金流量净额(单位:万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 现金分红总额(单位:万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、投资建议

定制家具行业服务属性较强,一季度受到疫情影响,下游需求推迟,公司一季度整体业绩或受到一定影响;从二季度来看,部分一季度订单或将于二季度确认,其次随着国内疫情得以控制,

多数城市房地产销售及竣工数据或持续向好，下游需求逐渐恢复，二季度整体业绩或环比改善；从全年来看，受益于竣工数据改善，公司零售及整装等业务持续发展，全年或保持增长。

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.83 元、3.20 元和 3.54 元，对应 PE 分别为 24 倍、21 倍、19 倍，维持“买入-B”建议。

五、风险提示

(1) 整装业务拓展不及预期风险。公司整装业务持续发力，若整装云会员数增速下降及自营整装拓展不及预期，整装业务收入规模或增速不及预期，对公司整体业绩造成一定影响。

(2) 零售渠道竞争加剧风险。我国定制家居行业竞争日趋激烈，部分与定制家居行业具有关联性的家装企业、地板企业逐渐向定制家居行业渗透，市场竞争将进一步加剧，对公司业绩可能会产生一定影响

(3) 经销商管理风险。公司加盟渠道加强拓展，经销商数量持续增加，管理难度加大，若管理不善，可能对公司品牌及渠道管理带来一定不利影响。

(4) 短期疫情影响超预期。短期疫情或对公司及下游需求产生一定影响，若影响超预期，或对公司业绩造成较大影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3615	3742	4163	5150	5858	营业收入	6645	7261	7844	8911	9975
现金	1650	1522	2077	2654	3490	营业成本	3743	4243	4695	5413	6150
应收票据及应收账款	23	63	30	76	43	营业税金及附加	61	57	74	82	89
预付账款	43	52	51	66	65	营业费用	1960	1972	2057	2256	2416
存货	565	814	713	1048	952	管理费用	311	335	362	410	459
其他流动资产	1333	1289	1292	1305	1308	研发费用	154	136	82	117	163
非流动资产	1707	2376	2599	2689	2769	财务费用	3	-2	-3	-11	-16
长期投资	1	0	-1	-1	-2	资产减值损失	1	0	0	0	0
固定资产	891	892	1183	1327	1385	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	345	498	567	651	752	投资净收益	102	58	48	60	67
其他非流动资产	470	986	849	713	635	营业利润	568	624	659	748	827
资产总计	5322	6118	6761	7839	8627	营业外收入	9	3	8	6	7
流动负债	2248	2542	2743	3294	3515	营业外支出	4	6	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	573	622	661	748	828
应付票据及应付账款	549	833	697	1067	937	所得税	96	93	99	112	124
其他流动负债	1699	1709	2046	2226	2578	税后利润	477	529	562	636	704
非流动负债	26	58	58	58	58	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	477	528	562	636	704
其他非流动负债	26	58	58	58	58	EBITDA	680	744	770	874	917
负债合计	2275	2600	2801	3351	3572						
少数股东权益	1	1	1	1	1	主要财务比率					
股本	199	199	199	199	199	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1493	1505	1505	1505	1505	成长能力					
留存收益	1465	1873	2328	2812	3356	营业收入(%)	24.8	9.3	8.0	13.6	11.9
归属母公司股东权益	3047	3517	3960	4487	5054	营业利润(%)	23.3	9.8	5.6	13.4	10.6
负债和股东权益	5322	6118	6761	7839	8627	归属于母公司净利润(%)	25.5	10.8	6.3	13.2	10.7
						获利能力					
						毛利率(%)	43.7	41.6	40.1	39.3	38.3
						净利率(%)	7.2	7.3	7.2	7.1	7.1
						ROE(%)	15.7	15.0	14.2	14.2	13.9
						ROIC(%)	14.8	14.2	13.4	13.3	12.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42.7	42.5	41.4	42.8	41.4
						流动比率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7
						速动比率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	506.0	168.1	168.1	168.1	168.1
						应付账款周转率	7.1	6.1	6.1	6.1	6.1
						估值比率					
						P/E	27.9	25.2	23.7	20.9	18.9
						P/B	4.4	3.8	3.4	3.0	2.6
						EV/EBITDA	17.2	14.3	13.1	10.9	9.5

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn