

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

报告原因：业绩预告

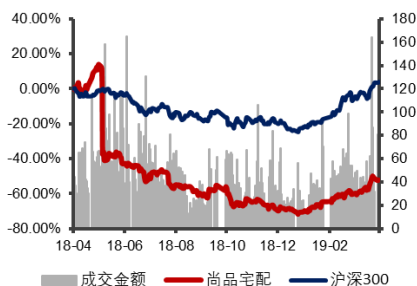
一季度营收同比增长约 15%，大幅减亏略超市场预期

增持

2019 年 4 月 10 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 4 月 9 日

收盘价(元):	95.62
年内最高/最低(元):	54.90/100.45
流通 A 股/总股本(亿):	0.68/1.99
流通 A 股市值(亿):	65.65
总市值(亿):	191

基础数据：2018 年 9 月 30 日

基本每股收益	3.15
摊薄每股收益:	3.15
每股净资产(元):	10.30
净资产收益率:	10.77%

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

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

事件描述

➢ 公司发布 2019 年一季度业绩预告，略超市场预期：预计营业收入比上年同期增长 15% 达到 12.66 亿元，归母净利润亏损 2,143.64 万元~2,473.43 万元，同比上年减亏约 25%~35%，扣非后净利润同比减亏约 38.08%-43.29%，报告期内影响净利润的非经常性损益金额约为 1450 万元。与往年相同，2019 年第一季度亏损主要还是受分季度收入结构和成本因素影响所致。

事件点评

➢ 19Q1 营收同比增长约 15%，在去年一季度高基数、行业竞争加剧的压力下表现不凡。公司 Q1 营业收入实现较大幅度的增长，主要受益于定制家具新产品和大家居配套产品不断推出、直营业绩快速提升、加盟渠道实现快速扩张、三地自营整装业务加速开展、Homkoo 整装云全国布局快速推进等。截至 18 年 9 月底，公司整装云会员数量已超过 700 个。

➢ 扣非后净利润实现较大幅度减亏，主要受益于经营效率提升，以及规模效应对直营成本费用的摊薄。公司互联网基因深厚，信息化水平较强，近年来单位成本逐年下降，由于经营效率、成本管控能力的逐年持续提升，公司一季度亏损金额持续降低，尤其扣除非经常性损益影响后的净利润实现较大幅度减亏。费用端看，由于公司直营业务比重较大（18H1 直营收入占比约 42%），店铺租金、销售人员薪酬等刚性费用在各季度支出较为平均，随着收入规模的逐年扩大，对成本费用的摊薄效应开始显现。

投资建议

➢ 伴随地产竣工和一二线城市新房销售的改善，预期全年营收继续维持较快增长。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 2018-2020 年实现归母公司净利润为 4.84、6.08、7.55 亿元，同比增长 27.5%、25.7%、24.0%，对应 EPS 为 2.44/3.06/3.80 元，PE 为 39/31/25 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；经销商管理风险等。



会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,026.0	5,323.4	6,645.3	8,273.3	10,159.7
同比增长	30.4%	32.2%	24.8%	24.5%	22.8%
归母净利润（百万元）	255.5	380.0	484.4	608.7	755.0
同比增长	83.1%	48.7%	27.5%	25.7%	24.0%
每股收益（元）	3.15	3.44	2.44	3.06	3.80
PE	30.31	27.77	39.22	31.21	25.17
PB	9.28	4.03	5.96	5.00	4.26



	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>财务指标</b>				
营业收入	4,026.0	5,323.4	6,645.3	8,273.3	<b>成长性</b>				
减:营业成本	2,166.4	2,922.1	3,728.0	4,624.8	营业收入增长率	30.4%	32.2%	24.8%	24.5%
营业税费	43.3	54.2	65.1	78.7	营业利润增长率	105.5%	46.6%	14.1%	32.1%
销售费用	1,124.4	1,480.3	1,893.9	2,300.0	净利润增长率	83.1%	48.7%	27.5%	25.7%
管理费用	371.8	468.4	498.4	617.2	EBITDA增长率	90.4%	35.8%	19.7%	29.2%
财务费用	3.0	-2.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	104.0%	32.9%	24.2%	32.9%
资产减值损失	5.0	7.3	6.2	6.7	NOPLAT增长率	88.1%	51.1%	14.6%	33.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	150.6%	-1570.9%	-2.2%	-25.7%
投资和汇兑收益	2.5	30.8	70.0	50.0	净资产增长率	36.6%	214.0%	21.7%	19.1%
<b>营业利润</b>	<b>314.6</b>	<b>461.1</b>	<b>526.2</b>	<b>694.9</b>	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	7.0	-3.4	54.6	34.1	毛利率	46.2%	45.1%	43.9%	44.1%
<b>利润总额</b>	<b>321.5</b>	<b>457.6</b>	<b>580.8</b>	<b>729.0</b>	营业利润率	7.8%	8.7%	7.9%	8.4%
减:所得税	66.0	77.6	96.4	120.3	净利润率	6.3%	7.1%	7.3%	7.4%
<b>净利润</b>	<b>255.5</b>	<b>380.0</b>	<b>484.4</b>	<b>608.7</b>	EBITDA/营业收入	9.0%	9.3%	8.9%	9.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	7.9%	7.9%	7.9%	8.4%
货币资金	848.0	646.9	1,365.2	2,493.2	<b>投资回报率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	30.6%	14.5%	15.2%	16.0%
应收帐款	30.9	41.5	51.8	64.5	ROA	11.9%	8.3%	9.1%	9.6%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-531.0%	-320.2%	24.9%	33.9%
预付帐款	35.7	34.5	52.7	60.0	<b>运营效率</b>				
存货	296.8	400.8	511.0	633.5	固定资产周转天数	45	53	57	62
其他流动资产	4.5	2,249.1	1,800.0	1,200.0	流动营业资本周转天数	-69	-6	28	-7
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	95	155	194	179
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	3	3
长期股权投资	-	-	-	-	存货周转天数	59	51	25	25
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	167	227	268	254
固定资产	728.4	849.9	1,252.4	1,586.3	投资资本周转天数	-7	55	94	65
在建工程	20.6	1.6	86.4	139.8	<b>费用率</b>				
无形资产	79.8	120.4	117.5	114.5	销售费用率	27.9%	27.8%	28.5%	27.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	9.2%	8.8%	7.5%	7.5%
<b>资产总额</b>	<b>2,150.0</b>	<b>4,565.7</b>	<b>5,346.7</b>	<b>6,322.2</b>	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	37.2%	36.6%	36.0%	35.3%
应付帐款	465.5	779.0	721.0	813.3	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	61.2%	42.6%	40.4%	39.9%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	157.7%	74.3%	67.7%	66.5%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.92	1.74	1.75	1.76
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	0.70	1.53	1.52	1.51
<b>负债总额</b>	<b>1,315.6</b>	<b>1,946.2</b>	<b>2,158.9</b>	<b>2,525.7</b>	利息保障倍数	107.59	-214.91	-209.48	695.95
少数股东权益	-	-	-	-	<b>业绩和估值指标</b>				
股本	81.0	110.4	198.7	198.7	EPS(元)	3.15	3.44	2.44	3.06
留存收益	753.3	2,669.7	2,977.5	3,586.2	BVPS(元)	10.30	23.73	16.04	19.11
<b>股东权益</b>	<b>834.3</b>	<b>2,619.5</b>	<b>3,187.8</b>	<b>3,796.5</b>	PE(X)	30.3	27.8	39.2	31.2
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	PB(X)	9.3	4.0	6.0	5.0
净利润	255.5	380.0	484.4	608.7	P/FCF	23.7	-7.1	36.3	18.1
加:折旧和摊销	90.8	108.7	65.9	65.9	P/S	1.9	2.0	2.9	2.3
资产减值准备	5.0	7.3	-	-	EV/EBITDA	-	33.7	29.7	21.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	33.6%	25.7%	51.4%	33.6%
财务费用	-	0.6	-2.5	1.0	PEG	0.9	1.1	0.8	0.9
投资收益	-2.5	-30.8	-70.0	-50.0	ROIC/WACC	-42.9	-25.9	2.0	2.7
少数股东损益	-	-	-	-	REP	-	-0.4	5.1	4.7
营运资金的变动	393.7	-1,936.1	634.6	903.9					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>717.9</b>	<b>878.9</b>	<b>1,112.4</b>	<b>1,529.5</b>					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-339.7</b>	<b>-2,616.6</b>	<b>-480.5</b>	<b>-400.5</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-32.0</b>	<b>1,532.5</b>	<b>86.4</b>	<b>-1.0</b>					

### 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。