

业绩符合预期，产品、渠道、信息化齐发力
买入（维持）

2019年04月20日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,645	8,038	9,874	11,827
同比（%）	24.8%	21.0%	22.8%	19.8%
归母净利润（百万元）	477	566	669	785
同比（%）	25.5%	18.6%	18.3%	17.2%
每股收益（元/股）	2.40	2.85	3.37	3.95
P/E（倍）	39.65	33.43	28.26	24.11

投资要点

- **尚品宅配发布18年报告：**期内公司实现营收66.45亿（+24.83%），归母净利润4.77亿（+25.53%），扣非归母净利润3.51亿（+4.79%），非经常性损益1.26亿（其中理财收入1.02亿）。18Q4单季营收20.07亿（+15.71%），归母净利润1.84亿（+5.75%），业绩表现符合预期。公司公告拟向全体股东每10股派发现金红利6.00元（含税），股利支付率25%。
- **配套品增速靓丽，橱柜套餐取得成效：**分业务来看，定制家具产品实现营收50.18亿（+17.22%）、毛利率45.74%（-0.38pct），其中衣柜、系统柜、橱柜的增速分别为19%、15%、26%，其中橱柜业务增长较快，系公司与老板、方太深度合作推出9999厨房单空间套餐大幅带动销售。公司期内通过买手模式新拓软装饰品及家居百货两条产品线、丰富配套产品款式，并进军新零售为消费者打造一站式购物体验，带动配套家居产品营收大幅增长42.47%至11.19亿。
- **加盟渠道逆势扩张，客单价稳步增长：**期内公司加盟收入约36亿元（同比增长约30%），一二线城市占比约35%，三四五线城市占比约65%；开店延续高力度，加盟店数达2100家（+543家），一二线城市占比约23%，三四五线城市占比约77%；从新开店的结构来看，新加盟商开店占80%，四五线开店占60%，渠道持续下沉。期内公司直营收入约26亿元（+13%），门店数量新开16家至101家。单店收入来看，我们测算加盟单店收入约171万元，直营单店收入约2574万元。客单价来看，18年公司客户数约42.2万（+13%），其中加盟渠道增长约17%，直营渠道增长约3%，我们测算加盟、直营客单价分别同比增长11%、10%，提升明显。
- **整装云赋能，全国布局快速推进：**凭借过硬的软件技术和供应链管理能力和，公司以整装云切入提前布局整装业务，有序推进三地自营整装业务，快速推进HOOBKOO整装云全国布局，期内整装业务实现收入1.94亿元，毛利率19.71%，其中18H1、18H2分别为4669万元和1.48亿，下半年增长提速。整装云会员招募情况良好，期末整装云平台的会员数量已超1200家（18H1为494家）；自营整装工地交付数达849个，并根据自营落地经验对整装云平台进行升级优化。
- **坚守O2O线上引流模式，提升品牌影响力：**期内公司O2O引流服务实现营收1.54亿（+41.49%）。公司开拓流量聚集的新渠道短视频，实现月获客2000+；同时深耕微信朋友圈平台，18年尚品宅配/维意定制品牌总触达用户数近3亿/1.2亿人，全面提升品牌知名度和线上获客能力，带动了电商渠道的高速增长，18年天猫渠道尚品宅配/维意定制线上成交额分别达9亿和3.5亿。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	95.21
一年最低/最高价	54.90/132.80
市净率(倍)	6.21
流通A股市值(百万元)	6491.47

基础数据

每股净资产(元)	15.34
资产负债率(%)	42.74
总股本(百万股)	198.68
流通A股(百万股)	68.18

相关研究

- 1、《尚品宅配(300616)：营收表现亮眼，利润大幅减亏》2019-04-10
- 2、《尚品宅配(300616)：费用拖累业绩，期待整装后续发力》2018-10-26
- 3、《尚品宅配(300616)：加盟渠道表现靓丽，多渠道引流添增长动力》2018-08-19

- 预收款高位增长，采购备货致现金流有所下滑：**公司 18 年综合毛利率 43.68%（同比-1.43pct），小幅下滑，预计系销售结构变化所致。期内期间费用率合计 36.53%，同比基本持平；其中销售费用率 29.49%（同比+1.68pct），主要系拓展新市场、广告营销以及运输费用增长所致；管理费用率 7.00%（同比-1.80pct），精细化管理效益渐显。综合来看，公司归母净利率 7.18%（同比+0.04pct）。期末账上预收款 12.7 亿（+2.09 亿），奠基公司收入增长；期内配套品、整装云业务发展迅速，公司提前采购、备货支付现金增加较多，经营性现金流量净额 6.50 亿（同比-26.01%），对应存货规模 5.65 亿（同比+1.65 亿）40.90%。
- 互联网基因优秀，看好前瞻布局巩固公司长期增长：**公司作为全屋定制领域领军企业，凭借优秀的软件技术及信息建设打造了突出的线上引流能力，并率先探索家居新零售模式和整装云平台抢占流量入口。传统渠道方面，公司大力开拓加盟渠道，且以符合当前消费趋势的购物中心店为主，加盟收入实现高速增长。综合来看，公司多方位的布局在行业竞争加剧的背景下展现出较强的生命力，长期看好。
- 盈利预测与投资评级：**公司基于优秀的互联网基因，线上引流、新零售、整装业务向前获客模式颇具亮点。我们预计公司 19-21 年实现营收 80.38 亿/98.74 亿/118.27 亿，同比增长 21.0%、22.8%、19.8%，归母净利 5.66 亿/6.69 亿/7.85 亿，同比增长 18.6%/18.3%/17.2%，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 33.43X/28.26X/24.11X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**房地产调控超预期，市场竞争加剧。

表 1：高品宅配季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	793.77	1,351.46	1,443.63	1,734.58	1,101.42	1,765.37	1,771.48	2,007.11
YOY	27.65%	31.96%	32.61%	34.32%	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%
归母净利润	-46.57	112.44	139.90	174.27	-32.98	156.46	169.29	184.30
YOY	-23.04%	25.62%	56.52%	27.09%	-29.19%	39.15%	21.01%	5.75%
毛利率	44.22%	46.25%	45.26%	44.50%	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%
期间费用率	49.89%	37.39%	35.18%	33.83%	48.29%	35.94%	36.67%	34.90%
其中：销售费用率	36.97%	27.84%	26.10%	25.00%	36.40%	27.33%	29.21%	27.85%
管理+研发费用率	12.94%	9.67%	9.12%	8.80%	11.74%	8.64%	7.42%	7.00%
财务费用率	-0.02%	-0.12%	-0.04%	0.03%	0.14%	-0.03%	0.04%	0.06%
归母净利率	-5.87%	8.32%	9.69%	10.05%	-2.99%	8.86%	9.56%	9.18%
存货	261.81	268.10	339.03	400.84	429.47	397.60	513.51	565.47
较上年同期增减					167.67	129.49	174.48	164.63
应收账款	3.86	3.60	4.79	3.22	5.19	9.27	9.80	23.05
较上年同期增减					1.33	5.67	5.01	19.83
应付账款及应付票据	242.80	373.67	425.83	511.33	313.12	485.59	486.32	549.41
较上年同期增减					70.33	111.92	60.49	38.08
预收账款	792.39	830.78	914.51	1061.09	978.54	1042.96	1113.31	1270.17
较上年同期增减					186.15	212.17	198.80	209.08
经营性现金流净额	-147.42	374.61	238.06	413.69	-431.22	549.31	43.28	488.94
较上年同期增减					-283.79	174.69	-194.78	75.26
筹资性现金流净额	1373.30	0.00	160.58	-1.38	24.08	-130.77	-0.63	11.99
较上年同期增减					-1349.22	-130.77	-161.21	13.37
资本开支	33.47	97.38	82.02	188.89	170.69	67.30	111.59	285.89
较上年同期增减					137.22	-30.08	29.58	96.99
ROE	-3.10%	5.06%	5.94%	6.91%	-1.27%	5.98%	6.20%	6.29%
YOY (±)					1.84%	0.92%	0.26%	-0.62%
资产负债率	35.23%	37.47%	40.81%	42.63%	38.66%	42.45%	41.38%	42.74%
YOY (±)					3.43%	4.97%	0.56%	0.11%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：尚品宅配收入拆分一览

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
营业总收入	1912.24	3087.73	4026.00	5323.45	6645.39
YOY	62.72%	61.47%	30.39%	32.23%	24.83%
毛利率	44.82%	44.96%	46.19%	45.11%	43.68%
直营店类型					
销售收入	787.41	1391.09	1901.52	2300.00	2600.00
yoy	-	76.67%	36.69%	20.96%	13.04%
占比	41.18%	45.05%	47.23%	43.21%	39.12%
门店数量	68	79	76	85	101
单店收入/万	1157.96	1760.87	2502.00	2705.88	2574.26
加盟店类型					
销售收入	1037.41	1574.12	1967.55	2700.00	3600.00
yoy	-	51.74%	24.99%	37.23%	约30%
占比	54.25%	50.98%	48.87%	50.72%	54.17%
门店数量	901	994	1081	1557	2100
单店收入/万	115.14	158.36	182.01	173.41	171.43
O2O引流服务					
销售收入	13.79	46.25	59.86	108.96	154.17
yoy	242.18%	235.39%	29.43%	82.03%	41.49%
占比	0.74%	1.49%	1.49%	2.05%	2.32%
毛利率	88.72%	88.28%	85.29%	-	88.49%
整装业务					
销售收入	-	-	-	2.28	194.22
yoy	-	-	-	-	8401.91%
占比	-	-	-	0.04%	2.92%
毛利率	-	-	-	-	19.71%

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

尚品宅配三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3615	2787	3860	4204	营业收入	6645	8038	9874	11827
现金	1650	89	625	1145	减:营业成本	3743	4581	5667	6895
应收账款	23	8	19	14	营业税金及附加	61	84	104	124
存货	565	113	618	170	营业费用	1960	2085	2560	2996
其他流动资产	1376	2576	2598	2876	管理费用	465	679	802	926
非流动资产	1707	2879	3063	3293	财务费用	3	4	4	5
长期股权投资	1	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
固定资产	891	2244	2410	2621	加:投资净收益	102	100	100	100
在建工程	305	305	305	305	其他收益	53	0	0	0
无形资产	290	140	150	160	营业利润	568	705	835	980
其他非流动资产	221	191	199	207	加:营业外净收支	5	7	7	7
资产总计	5322	5666	6924	7498	利润总额	573	712	842	987
流动负债	2248	2009	2674	2539	减:所得税费用	96	146	173	202
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1270	963	1232	959	归属母公司净利润	477	566	669	785
其他流动负债	978	1047	1442	1580	EBIT	478	693	844	1010
非流动负债	26	14	18	21	EBITDA	572	453	903	1080
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	14	18	21	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2275	2024	2691	2560	每股收益(元)	2.40	2.85	3.37	3.95
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	15.34	18.33	21.30	24.85
归属母公司股东权益	3047	3643	4233	4938	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
负债和股东权益	5322	5666	6924	7498	ROIC(%)	13.1%	15.1%	15.9%	16.3%
					ROE(%)	16.8%	16.9%	17.0%	17.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.7%	43.0%	42.6%	41.7%
经营活动现金流	650	373	987	1013	销售净利率(%)	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%
投资活动现金流	451	-1351	-463	-520	资产负债率(%)	42.7%	35.7%	38.9%	34.1%
筹资活动现金流	-95	-583	11	27	收入增长率(%)	24.8%	21.0%	22.8%	19.8%
现金净增加额	1008	-1561	535	520	净利润增长率(%)	25.5%	18.6%	18.3%	17.2%
折旧和摊销	94	-240	59	70	P/E	39.65	33.43	28.26	24.11
资本开支	635	1355	467	524	P/B	6.21	5.19	4.47	3.83
营运资本变动	-63	-589	409	479	EV/EBITDA	33.05	41.71	20.96	17.51

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

