

## 核心业务稳定增长, 整装布局快速推进

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年年报。全年实现营收66.5亿元, 同比增长24.8%, 其中Q1/Q2/Q3/Q4营收同比增速为38.8%/30.6%/22.7%/15.7%, 受地产下行及行业竞争加剧影响, 季度营收增速有所放缓; 全年实现归母净利润4.8亿元, 同比增长25.5%, 单季度归母净利润增速分别为29.2%/39.2%/21%/5.8%; 扣非后净利润3.5亿元, 同比增长4.8%。非经常性损益变动主要为政府补助比去年同期增加2036万, 以及预收款增长带动委托理财损益同比增加7132万元。
- **核心业务增速稳定, 配套家居/整装业务快速增长。**从产品分类看, 受益于公司大量推出新品, 给予消费者更多选择, 核心业务定制家具实现营收50.2亿元, 同比增长17.2%; 配套家居产品则通过买手模式新拓软装饰品及家居百货两条产品线, 进军新零售, 更大程度实现全屋搭配销售, 实现营收11.2亿, 同比增长42.5%; 在加强成都、广州、佛山三地新居整装业务的同时, 快速推进Homkoo整装云全国布局, 整装实现营收近2亿元, 营收占比从0.04%升至2.92%, 成为增长新亮点。受加盟渠道占比上升、整装和配套等低毛利业务占比提升影响, 公司毛利率回落1.43pp至43.7%, 其中定制家具毛利率降低0.4pp至45.74%, 配套产品毛利率28.5% (+1.5pp), 整装业务实现毛利率19.7%。行业竞争加剧促销售费用率上升1.7pp至29.5%, 管理费用率-1.8pp至7%。公司总体净利率微幅上升0.04pp至7.2%。预收账款实现12.7亿元, 同比增长19.7%, 为未来稳定增长打下基础。
- **深度辐射中小城市, 加盟渠道快速扩张。**2018年加盟渠道实现营收约36亿元, 较上年同期增长约30%, 直营业务实现收入26亿元, 同比增长13%。其中加盟渠道一二线城市收入占比35%, 三四五线城市占比升至65%。公司加盟店总数达2100家, 门店数一二线城市占比23%, 三四五线城市占比77%。年净增加543家(含在装修的店面), 其中购物中心店占46%, 四、五线城市开店约占60%, 新加盟商开店占80%。2018年客户数约42.2万, 同比增长约13%, 其中加盟渠道增长约17%, 直营渠道增长约3%。从地区看来, 公司布局相对薄弱区域如华中、西南、西北、东北地区高速增长, 营收增速分别达到44.5%、44.3%、34.9%和37.3%, 占总营收的比例也分别提升至14.4%、8.1%、3.8%和1.8%。公司加快下沉销售网络至四线五线城市, 完善加盟网点布局; 销售占比较低区域增速喜人, 加速渠道得到快速扩张, 渠道红利持续体现。
- **软件信息化及整装云业务持续推进, 领衔互联网家装。**2018年公司继续加强软件技术研发, 辅助公司实现前端智能设计, 后端智能拆单, 同时助力创新O2O营销, 实现精细化、智能化运营, 促进消费者的一站式采购, 实现高客单价(终端客单价平均在3万元以上)。Homkoo整装云业务上, 一方面继续推进新居整装业务: 全年自营整装工地交付数849个, 基于实际经验, 持续深化整装交付技术。另一方面持续发力平台会员的招募, 并对平台进行升级优化: 截至2018年末, 公司Homkoo整装云会员数量已超过1200家, 市场初具规模。随着公司整装云业务的推广, 整装业务收入有望持续加速增长, 并带动公司整体营收快速提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年EPS分别为2.92元、3.58元、4.25元, 对应PE分别为33倍、27倍和22倍, 考虑到公司切入整装领域打开新的成长空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售增长不及预期的风险; 整装云业务拓展不及预期的风险。

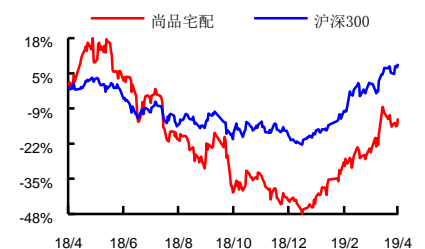
| 指标/年度         | 2018A   | 2019E   | 2020E    | 2021E    |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 6645.39 | 8151.76 | 10188.26 | 12744.78 |
| 增长率           | 24.83%  | 22.67%  | 24.98%   | 25.09%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 477.08  | 579.40  | 710.58   | 844.41   |
| 增长率           | 25.53%  | 21.45%  | 22.64%   | 18.83%   |
| 每股收益EPS(元)    | 2.40    | 2.92    | 3.58     | 4.25     |
| 净资产收益率ROE     | 15.66%  | 16.52%  | 17.45%   | 17.81%   |
| PE            | 40      | 33      | 27       | 22       |
| PB            | 6.21    | 5.39    | 4.64     | 3.99     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股)     | 1.99         |
| 流通A股(亿股)    | 0.68         |
| 52周内股价区间(元) | 56.31-227.98 |
| 总市值(亿元)     | 189.16       |
| 总资产(亿元)     | 53.22        |
| 每股净资产(元)    | 15.34        |

### 相关研究

1. 尚品宅配(300616): 收入稳定增长, 整装继续发力 (2018-10-28)
2. 尚品宅配(300616): 发力抢占流量入口, 业绩维持快速增长 (2018-08-20)
3. 尚品宅配(300616): 亏损收窄, 营收保持快速增长 (2018-04-24)

**关键假设：**

假设 1：随着公司渠道下沉、网点不断开拓，预计未来三年每年新增门店约 500 家。

假设 2：随着加盟及整装占比提升，公司毛利率小幅下行，预计 2019-2021 年毛利率分别为 42.64%、42.48%和 41.86%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入成本预测**

| 百万元             | 2016A   | 2017A   | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>合计</b>       |         |         |          |          |          |          |
| 营业收入            | 4,026.0 | 5,323.5 | 6,645.4  | 8,151.8  | 10,188.3 | 12,744.8 |
| yoy             | 30.39%  | 32.23%  | 24.83%   | 22.67%   | 24.98%   | 25.09%   |
| 营业成本            | 2,166.4 | 2,922.1 | 3,742.57 | 4,676.0  | 5,860.3  | 7,409.3  |
| 毛利率             | 46.19%  | 45.11%  | 43.68%   | 42.64%   | 42.48%   | 41.86%   |
| <b>定制家具产品</b>   |         |         |          |          |          |          |
| 收入              | 3277.57 | 4280.59 | 5017.83  | 5770.505 | 6,809.20 | 8,171.03 |
| yoy             | 36.57%  | 30.60%  | 17.22%   | 15.00%   | 18.00%   | 20.00%   |
| 成本              | 1729.77 | 2306.31 | 2722.82  | 3173.777 | 3,779.10 | 4,575.78 |
| 毛利率             | 47.22%  | 46.12%  | 45.74%   | 45.00%   | 44.50%   | 44.00%   |
| <b>配套家具产品</b>   |         |         |          |          |          |          |
| 收入              | 591.5   | 785.23  | 1118.71  | 1510.259 | 1,963.34 | 2,552.34 |
| yoy             | 4.65%   | 32.75%  | 42.47%   | 35.00%   | 30.00%   | 30.00%   |
| 成本              | 422.29  | 573.55  | 799.91   | 1087.39  | 1,374.34 | 1,786.64 |
| 毛利率             | 28.61%  | 26.96%  | 28.50%   | 28.00%   | 30.00%   | 30.00%   |
| <b>软件及技术服务</b>  |         |         |          |          |          |          |
| 收入              | 85.50   | 93.40   | 77.35    | 85.085   | 93.59    | 102.95   |
| yoy             | 27.80%  | 9.24%   | -17.18%  | 10.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
| 成本              | 4.05    |         | 6.14     | 8.51     | 9.36     | 10.30    |
| 毛利率             | 95.26%  | 100.00% | 92.06%   | 90.00%   | 90.00%   | 90.00%   |
| <b>O2O 引流服务</b> |         |         |          |          |          |          |
| 收入              | 59.86   | 108.96  | 154.17   | 231.26   | 323.76   | 420.88   |
| yoy             | 29.43%  | 82.02%  | 41.49%   | 50.00%   | 40.00%   | 30.00%   |
| 成本              | 8.80    |         | 17.74    | 34.69    | 48.56    | 63.13    |
| 毛利率             | 85.30%  | 100.00% | 88.49%   | 85.00%   | 85.00%   | 85.00%   |
| <b>其他业务</b>     |         |         |          |          |          |          |
| 收入              | 11.57   | 55.27   | 277.33   | 554.66   | 998.39   | 1497.58  |
| yoy             | 23.48%  | 377.70% | 401.77%  | 100.00%  | 80.00%   | 50.00%   |
| 成本              | 1.49    | 42.25   | 195.96   | 371.62   | 648.95   | 973.43   |
| 毛利率             | 87.12%  | 23.56%  | 29.34%   | 33.00%   | 35.00%   | 35.00%   |

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                   | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 营业收入          | 6645.39        | 8151.76        | 10188.26       | 12744.78       | 净利润               | 477.08         | 579.42         | 710.59         | 844.43         |
| 营业成本          | 3742.57        | 4675.98        | 5860.31        | 7409.27        | 折旧与摊销             | 135.43         | 91.53          | 101.27         | 109.99         |
| 营业税金及附加       | 60.96          | 74.78          | 93.46          | 116.91         | 财务费用              | 2.97           | -11.27         | -14.70         | -18.80         |
| 销售费用          | 1959.85        | 2282.49        | 2801.77        | 3441.09        | 资产减值损失            | 0.98           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 311.07         | 529.86         | 692.80         | 879.39         | 经营营运资本变动          | 924.62         | -97.49         | -43.26         | -88.49         |
| 财务费用          | 2.97           | -11.27         | -14.70         | -18.80         | 其他                | -890.77        | -93.00         | -90.00         | -90.00         |
| 资产减值损失        | 0.98           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>650.31</b>  | <b>469.19</b>  | <b>663.90</b>  | <b>757.13</b>  |
| 投资收益          | 102.08         | 100.00         | 100.00         | 100.00         | 资本支出              | -441.84        | -14.00         | -19.50         | -25.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 893.31         | 100.00         | 100.00         | 100.00         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>451.48</b>  | <b>86.00</b>   | <b>80.50</b>   | <b>75.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>568.39</b>  | <b>699.91</b>  | <b>854.62</b>  | <b>1016.92</b> | 短期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 4.61           | 1.92           | 2.82           | 2.52           | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>573.00</b>  | <b>701.83</b>  | <b>857.44</b>  | <b>1019.44</b> | 股权融资              | 9.46           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 95.92          | 122.41         | 146.85         | 175.01         | 支付股利              | 0.00           | -119.27        | -144.85        | -177.64        |
| 净利润           | 477.08         | 579.42         | 710.59         | 844.43         | 其他                | -104.78        | 11.27          | 14.70          | 18.80          |
| 少数股东损益        | 0.01           | 0.01           | 0.01           | 0.02           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-95.32</b>  | <b>-108.00</b> | <b>-130.15</b> | <b>-158.85</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 477.08         | 579.40         | 710.58         | 844.41         | <b>现金流量净额</b>     | <b>1008.01</b> | <b>447.18</b>  | <b>614.26</b>  | <b>673.28</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |                   | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
| 货币资金          | 1650.48        | 2097.66        | 2711.92        | 3385.20        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 117.17         | 135.24         | 172.81         | 216.02         | 销售收入增长率           | 24.83%         | 22.67%         | 24.98%         | 25.09%         |
| 存货            | 565.47         | 955.48         | 1217.87        | 1638.22        | 营业利润增长率           | 23.28%         | 23.14%         | 22.11%         | 18.99%         |
| 其他流动资产        | 1282.03        | 1572.63        | 1965.52        | 2458.72        | 净利润增长率            | 25.53%         | 21.45%         | 22.64%         | 18.83%         |
| 长期股权投资        | 0.58           | 0.58           | 0.58           | 0.58           | EBITDA 增长率        | 24.47%         | 10.38%         | 20.64%         | 17.74%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1195.40        | 1133.07        | 1069.04        | 1004.88        | 毛利率               | 43.68%         | 42.64%         | 42.48%         | 41.86%         |
| 无形资产和开发支出     | 344.95         | 339.86         | 335.22         | 331.01         | 三费率               | 34.22%         | 34.36%         | 34.16%         | 33.75%         |
| 其他非流动资产       | 165.86         | 185.75         | 207.65         | 231.04         | 净利率               | 7.18%          | 7.11%          | 6.97%          | 6.63%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>5321.94</b> | <b>6420.28</b> | <b>7680.61</b> | <b>9265.66</b> | ROE               | 15.66%         | 16.52%         | 17.45%         | 17.81%         |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 8.96%          | 9.02%          | 9.25%          | 9.11%          |
| 应付和预收款项       | 1983.67        | 2523.25        | 3139.48        | 3935.28        | ROIC              | 30.15%         | 42.33%         | 52.07%         | 62.44%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 10.64%         | 9.57%          | 9.24%          | 8.69%          |
| 其他负债          | 290.95         | 389.56         | 467.93         | 590.39         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2274.62</b> | <b>2912.81</b> | <b>3607.40</b> | <b>4525.67</b> | 总资产周转率            | 1.34           | 1.39           | 1.45           | 1.50           |
| 股本            | 198.68         | 198.68         | 198.68         | 198.68         | 固定资产周转率           | 7.64           | 9.04           | 11.21          | 14.32          |
| 资本公积          | 1492.90        | 1492.90        | 1492.90        | 1492.90        | 应收账款周转率           | 505.97         | 374.43         | 412.93         | 400.80         |
| 留存收益          | 1464.64        | 1924.78        | 2490.51        | 3157.27        | 存货周转率             | 6.94           | 5.33           | 4.84           | 4.74           |
| 归属母公司股东权益     | 3046.81        | 3506.95        | 4072.67        | 4739.44        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 118.46%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.51           | 0.52           | 0.53           | 0.55           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3047.32</b> | <b>3507.47</b> | <b>4073.21</b> | <b>4739.99</b> | 资产负债率             | 42.74%         | 45.37%         | 46.97%         | 48.84%         |
| 负债和股东权益合计     | 5321.94        | 6420.28        | 7680.61        | 9265.66        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.61           | 1.65           | 1.69           | 1.71           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.36           | 1.32           | 1.35           | 1.35           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 20.58%         | 20.38%         | 21.04%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 2.40           | 2.92           | 3.58           | 4.25           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 15.34          | 17.65          | 20.50          | 23.85          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 3.27           | 2.36           | 3.34           | 3.81           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.60           | 0.73           | 0.89           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 706.79         | 780.17         | 941.19         | 1108.11        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 39.65          | 32.65          | 26.62          | 22.40          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 6.21           | 5.39           | 4.64           | 3.99           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.85           | 2.32           | 1.86           | 1.48           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 24.34          | 21.47          | 17.15          | 13.96          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.63%          | 0.77%          | 0.94%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟     | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳     | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn       |
|    | 涂诗佳     | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn       |
|    | 杨博睿     | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn       |
|    | 丁可莎     | 销售经理    | 021-68416017  | 13122661803 | dks@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 路剑      | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn    |
|    | 张岚      | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn  |
|    | 刘致莹     | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰     | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 余燕伶     | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn       |
|    | 花洁      | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn      |
|    | 孙瑶瑶     | 销售经理    | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
|    | 陈霄 (广州) | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn  |