

加盟渠道持续扩张，整装业务表现亮眼 买入（维持）

2019 年 04 月 23 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	8,308	10,411	13,040
同比（%）	24.8%	25.0%	25.3%	25.3%
归母净利润（百万元）	477	584	715	877
同比（%）	25.5%	22.4%	22.4%	22.7%
每股收益（元/股）	2.40	2.94	3.60	4.42
P/E（倍）	37.14	30.33	24.77	20.20

投资要点

■ **尚品宅配发布 2019 年一季度业绩报告：**报告期内，公司营收 12.74 亿元，较去年同期增长 15.66%，归母净利润-0.23 亿元，同比减损 31.56%，扣除非经常性损益后净利润-0.37 亿元，同比减损 42.02%。

■ **配套品持续高增长，整装业务表现亮眼。**报告期内公司推出“智善 智美”第二代全屋定制，解决“所见非所得”的用户痛点，带动一季度客户数较去年同期增长约 3%至 7.7 万人。从品类拆分来看，公司定制家具产品收入增长约 7.8%，配套品收入增长约 19%，O2O 引流收入增长约 14%。整装业务方面，公司持续推进该板块业务运行，截至目前，公司自营整装业务有序推进，工地交付数达 316 个，叠加超过 1400 家公司 Homkoo 整装云会员持续为整装业务赋能，报告期内公司整装业务收入约 6200 万，比去年同期增长了约 2514%，表现尤为亮眼。

■ **渠道下沉，加盟店数量持续增加。**截至报告期末，公司加盟店总数已达 2178 家，较 2018 年底增加 78 家，一季度开店数量达到预期。分加盟商看，新开店中新加盟商开店占比 92%，老加盟商开店占比 8%，品牌溢价凸显，体现出很强的市场开拓能力；分城市看，四五线城市新开店数量占总数约 64%，渠道销售网络进一步下沉渗透。得益于公司渠道建设的不断加强，报告期末公司加盟渠道实现主营业务收入约 6.5 亿元，较上年同期增长约 19%，其中一二线城市加盟店数占比约 22%，营收占比约 36%；三四五线城市加盟店数占比约 78%，营收占比约 64%。报告期末公司直营店数目为 100 家，得益于一季度市场转暖，公司对直营店的优化，公司直营店营收约 5.2 亿元，较去年同期增长约 4%。

■ **加盟店占比提升影响毛利率，费用管控能力提升。**公司 2019Q1 毛利率为 41.59%，较去年同期下降 0.55pct，主要原因在于报告期内公司加盟店数量增速较直营店更快，而加盟店毛利率水平略低于直营店所致。费用率方面，公司期间费用率合计 44.20%，较去年同比下降 4.09pct，其中销售费用率为 34.68%（-1.72pct），管理+研发费用率 9.55%（-2.19pct），财务费用率-0.03%（-0.17pct），费用管控能力良好。报告期内公司经营性现金流-6.01 亿（去年同期为-4.31 亿），主要受结算上年末供应商货款和支付上年末应交税费等因素影响所致；公司预收账款 10.89 亿，继续保持较高水平。

■ **互联网基因优势明显，看好公司长期发展。**公司基于过硬的软件技术与互联网基因优势，一方面持续创新 O2O 营销模式，提升品牌知名度，加快流量变现速度；另一方面，公司通过整装云对家装企业的销售、施工、供应链管理、服务等方面进行全面赋能，强化会员业务能力的同时，快速布局整装业务，有望成为公司新的利润增长点。此外在传统渠道方面，公司加大对市场开拓力度，加盟业务保持高速增长，在行业竞争加剧的情况下保持较强生命活力，看好公司长期发展。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	89.18
一年最低/最高价	54.90/132.80
市净率(倍)	5.85
流通 A 股市值(百万元)	6080.34

基础数据

每股净资产(元)	15.23
资产负债率(%)	36.84
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)：业绩符合预期，产品、渠道、信息化齐发力》2019-04-21
- 2、《尚品宅配 (300616)：营收表现亮眼，利润大幅减亏》2019-04-10
- 3、《尚品宅配 (300616)：费用拖累业绩，期待整装后续发力》2018-10-26

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 19-21 年实现营收 83.08 亿/104.11 亿/130.40 亿，同比增长 25.0%、25.3%、25.3%，归母净利 5.84 亿/7.15 亿/8.77 亿，同比增长 22.4%/22.4%/22.7%，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 30.33X/24.77X/20.20X，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：尚品宅配季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
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	1,273.86
YOY	27.65%	31.96%	32.61%	34.32%	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%	15.66%
归母净利润	-46.57	112.44	139.90	174.27	-32.98	156.46	169.29	184.30	-22.57
YOY	-23.04%	25.62%	56.52%	27.09%	-29.19%	39.15%	21.01%	5.75%	-31.56%
毛利率	44.22%	46.25%	45.26%	44.50%	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%
期间费用率	49.89%	37.39%	35.18%	33.83%	48.29%	35.94%	36.67%	34.90%	44.20%
其中：销售费用率	36.97%	27.84%	26.10%	25.00%	36.40%	27.33%	29.21%	27.85%	34.68%
管理+研发费用率	12.94%	9.67%	9.12%	8.80%	11.74%	8.64%	7.42%	7.00%	9.55%
财务费用率	-0.02%	-0.12%	-0.04%	0.03%	0.14%	-0.03%	0.04%	0.06%	-0.03%
归母净利率	-5.87%	8.32%	9.69%	10.05%	-2.99%	8.86%	9.56%	9.18%	-1.77%
存货	261.81	268.10	339.03	400.84	429.47	397.60	513.51	565.47	594.62
较上年同期增减	-	-	-	104.07	167.67	129.49	174.48	164.63	165.14
应收账款	3.86	3.60	4.79	3.22	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19
较上年同期增减	-	-	-	0.71	1.33	5.67	5.01	19.83	34.00
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	338.01
较上年同期增减	-	-	-	128.02	70.33	111.92	60.49	38.08	24.89
预收账款	792.39	830.78	914.51	1061.09	978.54	1042.96	1113.31	1270.17	1088.65
较上年同期增减	-	-	-	291.59	186.15	212.17	198.80	209.08	110.11
经营性现金流净额	-147.42	374.61	238.06	413.69	-431.22	549.31	43.28	488.94	-600.84
较上年同期增减	14.39	25.74	114.18	6.76	-283.79	174.69	-194.78	75.26	-169.62
筹资性现金流净额	1373.30	0.00	160.58	-1.38	24.08	-130.77	-0.63	11.99	-2.16
较上年同期增减	1381.70	3.60	160.58	18.62	-1349.22	-130.77	-161.21	13.37	-26.25
资本开支	33.47	97.38	82.02	188.89	170.69	67.30	111.59	285.89	139.03
较上年同期增减	-67.24	-4.04	-14.59	136.09	137.22	-30.08	29.58	96.99	-31.66
ROE	-3.10%	5.06%	5.94%	6.91%	-1.27%	5.98%	6.20%	6.29%	-0.74%
YOY (±)	-	-	-	-9.53%	1.84%	0.92%	0.26%	-0.62%	0.52%
资产负债率	35.23%	37.47%	40.81%	42.63%	38.66%	42.45%	41.38%	42.74%	36.84%
YOY (±)	-	-	-	-18.57%	3.43%	4.97%	0.56%	0.11%	-1.82%

数据来源：Wind，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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3615	2933	4042	4736	营业收入	6645	8308	10411	13040
现金	1650	198	773	1571	减:营业成本	3743	4732	5989	7576
应收账款	23	9	20	17	营业税金及附加	61	87	109	137
存货	565	136	637	229	营业费用	1960	2155	2669	3303
其他流动资产	1376	2589	2612	2920	管理费用	465	702	846	1021
非流动资产	1707	2880	3066	3298	财务费用	3	4	5	6
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	728	893	1096
其他非流动资产	221	192	201	213	加:营业外净收支	5	7	7	7
资产总计	5322	5813	7108	8035	利润总额	573	735	900	1103
流动负债	2248	2138	2793	2917	减:所得税费用	96	151	184	226
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1270	1038	1276	1139	归属母公司净利润	477	584	715	877
其他流动负债	978	1100	1517	1778	EBIT	478	719	907	1140
非流动负债	26	15	18	23	EBITDA	572	479	966	1210
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	15	18	23	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2275	2152	2811	2940	每股收益(元)	2.40	2.94	3.60	4.42
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	15.34	18.43	21.63	25.64
					发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
归属母公司股东权益	3047	3661	4297	5094	ROIC(%)	13.1%	15.6%	16.8%	17.8%
负债和股东权益	5322	5813	7108	8035	ROE(%)	16.8%	17.4%	18.0%	18.7%
					毛利率(%)	43.7%	43.0%	42.5%	41.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.2%	7.0%	6.9%	6.7%
经营活动现金流	650	483	1026	1293	资产负债率(%)	42.7%	37.0%	39.6%	36.6%
投资活动现金流	451	-1351	-463	-520	收入增长率(%)	24.8%	25.0%	25.3%	25.3%
筹资活动现金流	-95	-584	12	24	净利润增长率(%)	25.5%	22.4%	22.4%	22.7%
现金净增加额	1008	-1452	575	798	P/E	37.14	30.33	24.77	20.20
折旧和摊销	94	-240	59	70	P/B	5.82	4.84	4.12	3.48
资本开支	635	1355	467	524	EV/EBITDA	30.95	36.95	18.34	14.64
营运资本变动	-63	-572	454	570					

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>