

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：业绩报告

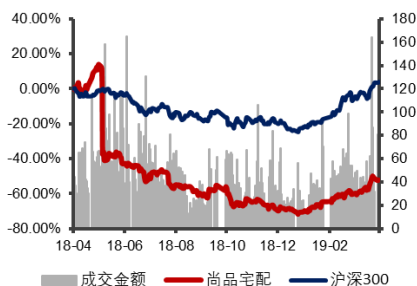
扣非净利润大幅减亏 42%，整装业务初具规模

增持

2019 年 4 月 23 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 22 日

收盘价(元):	88.18
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):	61
总市值(亿):	176

基础数据：2018 年 12 月 31 日

基本每股收益	2.46
摊薄每股收益:	2.43
每股净资产(元):	15.34
净资产收益率:	16.84%

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

相关报告：

《尚品宅配 (300616.SZ) 一季报预告点评：Q1 营收同比增长约 15%，大幅减亏略超市场预期》2019-4-10

事件描述

➢ 公司发布 2019 一季度报告：2019Q1，公司实现营业收入 12.74 亿元，同比增长 15.66%；归母净利润为-2257.20 万元，同比减亏 31.56%；扣非净利润为-3673.49 万元，同比减亏 42.02%，报告期内影响净利润的非经常性损益金额约为 1416 万元，业绩符合预期。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

➢ 公司推出第二代全屋定制，包含全屋配齐、生活美学、极“智”服务、AI 云设计等一体，带动客户数、客单价、营业收入实现提升。2019Q1 客户数约 7.7 万，比去年同期增长约 3%；出厂客单价达到 1.52 万元，较去年同期增长 8.57%；定制家具产品、配套品收入、O2O 引流业务分别增长约 7.8%、19%、14%。

➢ 加盟渠道收入同比增长 19%，自营城市加盟店模式表现突出，四五线城市下沉继续加快。(1) 加盟店持续扩张：报告期内，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%。截至报告期末，公司加盟店总数已达 2178 家（含在装修的店面，其中自营城市加盟店 96 家），相比 2018 年底净增加了 78 家，其中购物中心店占 44%。(2) 渠道下沉继续加快：在新增的加盟店铺中，四五线城市开店占比约 64%。截至报告期末，一二线、三四五线城市加盟门店数占比分别约 22%、78%，加盟渠道主营业务收入占比分别约 36%、64%。(3) 直营店增长稳健：报告期内，公司直营店实现主营业务收入约 5.2 亿元，较上年同期增长约 4%。公司对部分直营店进行了优化，截至报告期末，公司直营店总数为 100 家。

➢ 自营整装+整装云有序推进、初具规模，Q1 整装业务收入同比增加 25 倍。(1) 自营整装：报告期内，自营整装工地交付数达 316 个。公司持续加强在成都、广州、佛山三地的新居整装业务，持续深化整装交付技术，提升客户体验，确保了自营整装客户交付。(2) 整装云：截至报告期末，公司 Homkoo 整装云会员数量已超过 1400 家。(3) 整装业务收入初具规模：随着自营整装业务的平稳开展以及公司对整装云平台会员的持续赋能，带来了公司整装业务收入的快速提升。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%。

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

投资建议

➤ 家具零售、地产数据边际改善超预期，行业自春节后回暖迹象明显，19年公司营收有望企稳回升。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2019-2021年实现归母公司净利润为5.83、7.12、8.83亿元，同比增长22.3%、22.0%、23.9%，对应EPS为2.94/3.58/4.44元，PE为30/25/20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；整装业务发展不及预期等。

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2020E
营业收入（百万元）	5,323.4	6,645.4	8,273.5	10,242.6	12,547.2
同比增长	32.2%	24.8%	24.5%	23.8%	22.5%
归母净利润（百万元）	380.0	477.1	583.7	712.1	882.5
同比增长	48.7%	25.5%	22.3%	22.0%	23.9%
每股收益（元）	3.44	2.40	2.94	3.58	4.44
PE	25.90	37.14	30.36	24.88	20.08
PB	3.76	5.82	3.36	2.96	2.59

	2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E
利润表					财务指标				
营业收入	5,323.4	6,645.4	8,273.5	10,242.6	成长性				
减:营业成本	2,922.1	3,742.6	4,674.5	5,807.6	营业收入增长率	32.2%	24.8%	24.5%	23.8%
营业税费	54.2	61.0	81.1	102.2	营业利润增长率	46.6%	23.3%	23.0%	23.5%
销售费用	1,480.3	1,959.8	2,349.7	2,878.2	净利润增长率	48.7%	25.5%	22.3%	22.0%
管理费用	468.4	311.1	562.6	676.0	EBITDA增长率	35.8%	55.6%	3.4%	21.2%
财务费用	-2.0	3.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	32.9%	59.3%	3.6%	24.1%
资产减值损失	7.3	1.0	4.1	4.4	NOPLAT增长率	51.1%	24.8%	21.5%	22.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	-1570.9%	-29.7%	5.2%	-59.1%
投资和汇兑收益	30.8	102.1	95.0	90.0	净资产增长率	214.0%	16.3%	73.0%	13.5%
营业利润	461.1	568.4	699.0	863.3	利润率				
加:营业外净收支	-3.4	4.6	4.2	3.1	毛利率	45.1%	43.7%	43.5%	43.3%
利润总额	457.6	573.0	703.2	866.4	营业利润率	8.7%	8.6%	8.4%	8.4%
减:所得税	77.6	95.9	119.6	154.3	净利润率	7.1%	7.2%	7.1%	7.0%
净利润	380.0	477.1	583.7	712.1	EBITDA/营业收入	9.3%	11.5%	9.6%	9.4%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.9%	10.1%	8.4%	8.4%
货币资金	646.9	1,650.5	3,840.5	5,418.6	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	14.5%	15.7%	11.1%	11.9%
应收帐款	41.5	73.9	79.3	124.8	ROA	8.3%	9.0%	7.3%	7.9%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-320.2%	27.2%	47.0%	54.9%
预付帐款	34.5	43.3	73.8	199.4	运营效率				
存货	400.8	565.5	640.4	795.6	固定资产周转天数	53	47	48	53
其他流动资产	2,249.1	1,282.0	1,178.5	2.5	流动营业资本周转天数	-6	14	-21	-46
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	189	205	217
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	3	4
长期股权投资	-	0.6	0.6	0.6	存货周转天数	59	51	26	25
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	227	268	289	298
固定资产	849.9	890.8	1,316.8	1,718.3	投资资本周转天数	55	81	55	32
在建工程	1.6	304.6	343.9	408.0	费用率				
无形资产	120.4	344.9	333.7	322.5	销售费用率	27.8%	29.5%	28.4%	28.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	8.8%	4.7%	6.8%	6.6%
资产总额	4,565.7	5,321.9	7,942.9	9,025.9	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	36.6%	34.2%	35.2%	34.7%
应付帐款	779.0	813.9	921.6	884.7	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	42.6%	42.7%	33.6%	33.7%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	74.3%	74.6%	50.7%	50.9%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	1.74	1.61	2.18	2.15
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	1.53	1.36	1.94	1.89
负债总额	1,946.2	2,274.6	2,672.4	3,043.3	利息保障倍数	-214.91	226.50	-278.60	864.29
少数股东权益	-	0.5	0.5	0.5	业绩和估值指标				
股本	110.4	198.7	198.7	198.7	EPS(元)	3.44	2.40	2.94	3.58
留存收益	2,669.7	2,957.5	5,059.7	5,771.9	BVPS(元)	23.73	15.34	26.53	30.11
股东权益	2,619.5	3,047.3	5,270.5	5,982.6	PE(X)	25.9	37.1	30.4	24.9
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	PB(X)	3.8	5.8	3.4	3.0
净利润	380.0	477.1	583.7	712.1	P/FCF	-6.6	17.8	34.1	12.0
加:折旧和摊销	108.7	135.4	95.9	95.9	P/S	1.8	2.7	2.1	1.7
资产减值准备	7.3	1.0	-	-	EV/EBITDA	33.7	13.4	17.3	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	23.3%	22.8%	31.7%	23.3%
财务费用	0.6	-1.0	-2.5	1.0	PEG	1.1	1.6	1.0	1.1
投资收益	-30.8	-102.1	-95.0	-90.0	ROIC/WACC	-25.6	2.2	3.8	4.4
少数股东损益	-	0.0	-	-	REP	-0.4	3.8	2.8	5.3
营运资金的变动	-1,936.1	1,237.1	421.4	1,320.5					
经营活动产生现金流量	878.9	650.3	1,003.5	2,039.6					
投资活动产生现金流量	-2,616.6	451.5	-455.5	-460.5					
融资活动产生现金流量	1,532.5	-95.3	1,642.1	-1.0					

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。