

业绩符合预期，第二代全屋定制全面推进 买入（维持）

2019年07月13日

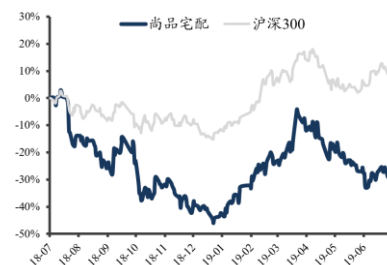
盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,645	8,509	10,591	13,183
同比（%）	24.8%	28.0%	24.5%	24.5%
归母净利润（百万元）	477	600	729	888
同比（%）	25.5%	25.7%	21.6%	21.8%
每股收益（元/股）	2.40	3.02	3.67	4.47
P/E（倍）	30.45	24.22	19.92	16.35

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

投资要点

- **事件：**尚品宅配公告 2019 年半年度业绩预告，预计期内实现归母净利润 1.48-1.73 亿元（同比增长 20%-40%），非经常性损益 3100 万元，预计主要为理财收益及政府补贴，扣非归母净利润预计 1.17-1.42 亿元（同比增长 75%-112%）。其中单 Q2 预计归母净利 1.71-1.95 亿元（同比增长 9%-25%），扣非利润区间 1.54-1.79 亿元（同比增长 18%-37%）。扣非口径业绩增速较快，整体表现符合预期。
- **第二代全屋定制推进，整装云快速发展：**期内公司推出第二代全屋定制模式，更为全面地解决客户一站式购齐需求，包括天花板吊顶、地板、淋浴间等，合作国内建材、家装头部企业，如东鹏、蒙娜丽莎、TATA 木门等，有利于提高毛坯房和二手翻新房客户的转化率，同时带动客单值的提升。上半年公司持续通过整装云平台赋能家装行业，预计目前整装云平台的会员数量已经超过 1500 家（年初约 1200 家），接单情况同比高速增长；三地自营整装推进顺利，根据自营落地经验对整装云平台进行升级优化。
- **渠道高质量扩张，O2O 引流模式持续赋能：**期内公司强化渠道建设：（1）公司在直营城市开设加盟店，使经销商精力集中于获客和销售等前端工作，中后端工作则由直营城市的分公司打包负责，该模式目前运作顺利、经销商盈利状况良好，拉动了公司在直营城市份额的提升；（2）坚守购物中心店扩张模式，我们预计公司上半年新开 200-300 家加盟店，其中购物中心店约占一半，全年预计新开 700-800 家门店；（3）O2O 引流模式持续推进，公司开拓流量聚集的新渠道短视频，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。
- **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化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：**我们预计公司 19-21 年实现营收 85.09 亿/105.91 亿/131.83 亿，同比增长 28.0%、24.5%、24.5%，归母净利 6.00 亿/7.29 亿/8.88 亿，同比增长 25.7%/21.6%/21.8%，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 24.22X/19.92X/16.35X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	73.13
一年最低/最高价	54.48/108.37
市净率(倍)	4.80
流通 A 股市值(百万元)	4986.05

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)：加盟渠道持续扩张，整装业务表现亮眼》2019-04-23
- 2、《尚品宅配 (300616)：业绩符合预期，产品、渠道、信息化齐发力》2019-04-21
- 3、《尚品宅配 (300616)：营收表现亮眼，利润大幅减亏》2019-04-10

表 1：尚品宅配季度数据一览

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%
扣非归母净利润	-46.54	105.24	120.22	155.64	-63.36	130.40	122.28	161.26	-36.73
YOY					-36.15%	23.90%	1.72%	3.62%	42.02%
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%
扣非归母净利率	-5.86%	7.79%	8.33%	8.97%	-5.75%	7.39%	6.90%	8.03%	-2.88%
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	261.81	10.23	339.03	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	3.86	1.87	4.79	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	242.80	137.82	425.83	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	792.39	160.40	914.51	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 (±)	6.80%	-9.20%	-8.29%	-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 (±)	35.23%	-24.50%	40.81%	-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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3615	3042	4065	4850	营业收入	6645	8509	10591	13183
现金	1650	281	801	1663	减:营业成本	3743	4842	6089	7655
应收账款	23	10	19	17	营业税金及附加	61	89	111	138
存货	565	152	634	241	营业费用	1960	2207	2715	3339
其他流动资产	1376	2599	2611	2928	管理费用	465	718	860	1032
非流动资产	1707	2881	3067	3299	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	747	910	1110
其他非流动资产	221	193	202	213	加:营业外净收支	5	7	7	7
资产总计	5322	5924	7131	8149	利润总额	573	754	917	1118
流动负债	2248	2232	2786	2990	减:所得税费用	96	155	188	229
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1270	1093	1260	1181	归属母公司净利润	477	600	729	888
其他流动负债	978	1139	1526	1809	EBIT	478	741	927	1156
非流动负债	26	15	19	23	EBITDA	572	501	986	1226
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	15	19	23	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2275	2247	2805	3013	每股收益(元)	2.40	3.02	3.67	4.47
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	15.34	18.50	21.78	25.85
归属母公司股东权益	3047	3677	4326	5135	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
负债和股东权益	5322	5924	7131	8149	ROIC(%)	13.1%	16.0%	17.0%	17.9%
					ROE(%)	16.8%	17.8%	18.2%	18.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.7%	43.1%	42.5%	41.9%
经营活动现金流	650	567	970	1359	销售净利率(%)	7.2%	7.0%	6.9%	6.7%
投资活动现金流	451	-1351	-463	-520	资产负债率(%)	42.7%	37.9%	39.3%	37.0%
筹资活动现金流	-95	-585	13	23	收入增长率(%)	24.8%	28.0%	24.5%	24.5%
现金净增加额	1008	-1369	520	862	净利润增长率(%)	25.5%	25.7%	21.6%	21.8%
折旧和摊销	94	-240	59	70	P/E	30.45	24.22	19.92	16.35
资本开支	635	1355	467	524	P/B	4.77	3.95	3.36	2.83
营运资本变动	-63	-557	468	581	EV/EBITDA	25.38	28.98	14.74	11.85

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>

