

消费升级与娱乐研究中心

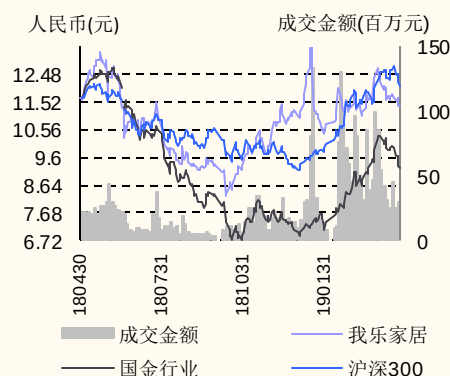
尚品宅配 (300616.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.93 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	68.18
总市值(百万元)	18,187.04
年内股价最高最低(元)	91.54/76.20
沪深 300 指数	3820.86



相关报告

- 1.《尚品宅配 2019 年一季报点评-Q1 收入增长符合预期, 整装业务...》, 2019.4.22
- 2.《尚品宅配 2018 年年报点评-配套家居销售情况良好, 整装云平台...》, 2019.4.21
- 3.《尚品宅配 2018 年三季报点评-引流效应有减弱, 加盟店经营相对...》, 2018.10.26

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
 yuanyibo@gjzq.com.cn

二代全屋定制提升产品力, 整装业务高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	3.44	2.40	3.04	3.89	4.98
每股净资产(元)	23.73	15.34	18.48	21.09	24.42
每股经营性现金流(元)	7.62	3.07	5.94	6.37	8.36
市盈率(倍)	46	25	30	24	18
净利润增长率(%)	48.74%	25.53%	26.69%	27.88%	28.04%
净资产收益率(%)	14.51%	15.66%	16.46%	18.45%	20.39%
总股本(百万股)	110.39	198.68	198.68	198.68	198.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月24日公司披露中报, 上半年分别实现营收/归母净利润 31.37 亿元/1.63 亿元, 同比分别增长 9.44%/32.38%, 全面摊薄 EPS0.82 元, 符合预期。

经营分析

- 二代全屋定制产品推出, 分产品业务稳健增长。一季度公司二代全屋定制模式推出, 突破以橱柜+衣柜为核心的全屋柜类定制, 实现家装主辅材、装配式背景墙、配套家居和家电等全品类产品输出。上半年, 公司定制家居业务收入增长 5.17%, 配套品收入增长 4.12%, O2O 引流收入增长 15.16%。我们认为, 公司第二代全屋定制模式, 打破家装、家居和家电之间的边界, 实现全产业链打通, 大幅强化一站式产品输出能力。虽然半年度公司分产品收入较去年有所放缓, 但二代产品提升了公司在一手毛坯、二手翻新房客户里的竞争力, 并能够一站式解决精装房客户着急入住的需求。也就是说, 新产品的推出, 进一步拓宽公司下游客户群体, 奠定未来收入端增长基础。
- 渠道下沉趋势延续, 自营城市份额提升。相比去年末, 公司半年度净增加盟门店 168 家, 其中购物中心店占 42%, 符合开店预期。截至目前, 公司三线以下城市加盟店占比达到 78%, 半年度新增加盟店三线以下城市占比为 72%, 渠道下沉趋势延续。上半年, 公司加盟渠道总收入 16.95 亿元, 同比增长 8%。其中, 一二线城市收入为 5.59 亿元 (同比+5.12%), 三四五线城市收入 11.36 亿元 (同比+9.95%)。公司继续对部分直营门店进行优化, 并大力推进自营城市加盟模式, 目前直营门店总数为 94 家 (环比 Q1 减少 6 家), 自营城市加盟店达到 137 家。报告期内, 自营城市零售终端的销售收款规模同比增长约 16%, 自营城市市场份额快速提升。
- 整装业务规模继续扩大, 线上成交额超过 5 亿元。上半年, 公司借助佛山和成都的自营整装试点, 持续优化整装云平台服务, 实现 708 个整装项目交付。通过一体化赋能模式, 公司整装云会员数和业务收入快速提升, 上半年会员数达到 1663 家, 业务收入 1.55 亿元, 同比增长 2.3 倍。线上营销方面, 公司通过打造亿级短视频矩阵, 以提升品牌曝光度和提升经营业绩。上半年, 公司两大品牌在天猫渠道合计实现 5.1 亿元交易额。

盈利预测与投资建议

- 公司整体客单价显著领先同业, 整装云处于纯增量增长期, 有望进一步打开市值空间。我们预测公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 分别为 3.04/3.89/4.98 元, 对应 PE 分别为 30/24/18 倍, 维持公司“增持”评级。

风险因素

- 地产宏观调控变动风险; 市场竞争加剧风险, 新业务拓展不达预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,026	5,323	6,645	8,254	10,387	13,145
增长率		32.2%	24.8%	24.2%	25.8%	26.6%
主营业务成本	-2,166	-2,922	-3,743	-4,711	-5,936	-7,555
%销售收入	53.8%	54.9%	56.3%	57.1%	57.1%	57.5%
毛利	1,860	2,401	2,903	3,543	4,451	5,590
%销售收入	46.2%	45.1%	43.7%	42.9%	42.9%	42.5%
营业税金及附加	-43	-54	-61	-74	-91	-118
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,124	-1,480	-1,960	-2,418	-3,012	-3,736
%销售收入	27.9%	27.8%	29.5%	29.3%	29.0%	28.4%
管理费用	-372	-468	-465	-553	-682	-846
%销售收入	9.2%	8.8%	7.0%	6.7%	6.6%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	320	398	417	497	666	890
%销售收入	7.9%	7.5%	6.3%	6.0%	6.4%	6.8%
财务费用	-3	2	-3	46	67	89
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-5	-7	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	68	155	5	10	15
%税前利润	0.8%	14.9%	27.1%	0.7%	1.1%	1.3%
营业利润	315	461	568	548	743	994
营业利润率	7.8%	8.7%	8.6%	6.6%	7.2%	7.6%
营业外收支	7	-3	5	170	173	177
税前利润	322	458	573	718	916	1,171
利润率	8.0%	8.6%	8.6%	8.7%	8.8%	8.9%
所得税	-66	-78	-96	-108	-137	-176
所得税率	20.5%	17.0%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	256	380	477	610	779	996
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	256	380	477	604	773	990
净利率	6.3%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	256	380	477	610	779	996
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	50	78	95	93	109	126
非经营收益	4	-31	-83	-175	-184	-192
营运资金变动	362	414	120	651	562	731
经营活动现金净流	672	841	609	1,179	1,265	1,661
资本开支	-351	-401	-635	-53	-112	-126
投资	0	0	-1	0	0	0
其他	12	-2,215	1,087	5	10	15
投资活动现金净流	-340	-2,617	451	-48	-102	-111
股权募资	0	1,541	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-32	-10	-94	21	-255	-327
筹资活动现金净流	-32	1,532	-94	21	-255	-325
现金净流量	300	-244	967	1,152	909	1,224

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	848	647	1,650	2,802	3,711	4,935
应收账款	31	42	74	83	105	133
存货	297	401	565	632	797	1,014
其他流动资产	40	2,284	1,325	1,351	1,379	1,412
流动资产	1,216	3,373	3,615	4,870	5,992	7,494
%总资产	56.6%	73.9%	67.9%	72.6%	74.8%	77.4%
长期投资	0	0	1	1	1	1
固定资产	749	852	1,195	1,387	1,576	1,761
%总资产	34.8%	18.7%	22.5%	20.7%	19.7%	18.2%
无形资产	153	193	446	384	372	363
非流动资产	934	1,193	1,707	1,837	2,014	2,191
%总资产	43.4%	26.1%	32.1%	27.4%	25.2%	22.6%
资产总计	2,150	4,566	5,322	6,707	8,006	9,685
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,235	1,840	2,084	2,808	3,534	4,477
其他流动负债	80	103	164	193	243	308
流动负债	1,315	1,943	2,248	3,002	3,777	4,786
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	3	26	27	27	27
负债	1,316	1,946	2,275	3,028	3,804	4,814
普通股股东权益	834	2,619	3,047	3,672	4,190	4,853
少数股东权益	0	0	1	7	13	19
负债股东权益合计	2,150	4,566	5,322	6,707	8,006	9,685

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	3.154	3.443	2.401	3.042	3.890	4.981
每股净资产	10.301	23.729	15.335	18.481	21.087	24.424
每股经营现金净流	8.298	7.617	3.066	5.935	6.369	8.358
每股股利	0.000	1.000	0.600	1.004	1.284	1.644
回报率						
净资产收益率	30.62%	14.51%	15.66%	16.46%	18.45%	20.39%
总资产收益率	11.88%	8.32%	8.96%	9.01%	9.65%	10.22%
投入资本收益率	30.48%	12.63%	11.34%	11.44%	13.42%	15.48%
增长率						
主营业务收入增长率	30.39%	32.23%	24.83%	24.20%	25.84%	26.56%
EBIT增长率	105.59%	24.47%	4.73%	19.20%	33.86%	33.72%
净利润增长率	83.12%	48.74%	25.53%	26.69%	27.88%	28.04%
总资产增长率	34.83%	112.36%	16.56%	26.02%	19.37%	20.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	51.3	43.6	47.1	49.0	49.0	49.0
应付账款周转天数	53.7	55.9	51.7	51.0	51.0	51.0
固定资产周转天数	66.0	58.3	48.9	44.5	39.2	33.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-101.64%	-24.70%	-54.16%	-76.19%	-88.31%	-101.29%
EBIT利息保障倍数	108.4	-202.9	140.6	-10.8	-9.9	-9.9
资产负债率	61.19%	42.63%	42.74%	45.16%	47.51%	49.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	2	12	18	56
增持	0	0	7	7	31
中性	0	0	0	1	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.37	1.35	1.45

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-29	增持	135.09	N/A
2	2017-10-25	增持	158.79	N/A
3	2018-04-09	增持	204.80	N/A
4	2018-04-23	增持	198.80	N/A
5	2018-08-19	增持	87.00	N/A
6	2018-10-26	增持	66.28	N/A
7	2019-04-22	增持	95.21	N/A

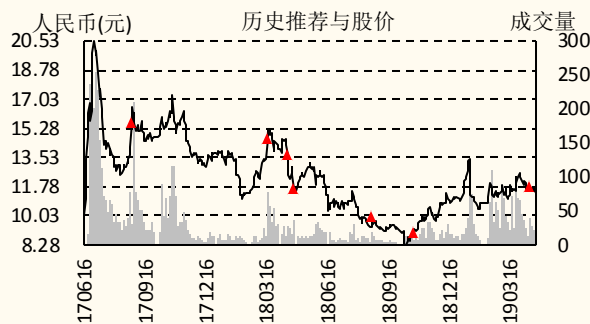
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH