



2019-08-25

公司点评报告

买入/维持

尚品宅配(300616)

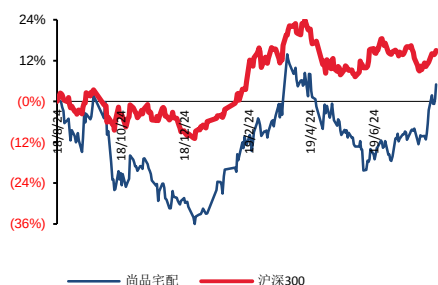
目标价: 114.25

昨收盘: 91.54

轻工制造

降费减税带来利润端弹性，经销业务增长承压

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	199/68
总市值/流通(百万元)	18,187/6,241
12 个月最高/最低(元)	100.00/56.31

相关研究报告:

尚品宅配(300616)《尚品宅配 2019 半年度业绩预告点评: 降费减税带来利润端弹性, 向服务商和渠道商转型带来收入端弹性》——2019/07/13

尚品宅配(300616)《尚品宅配: 一季度利润大幅减亏, 静待未来同店客流增速回暖》——2019/04/22

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

联系人: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布 2019 年半年度报告: 2019 年上半年公司实现营收 31.37 亿元, 同比增长 9.44%, 归母净利 1.63 亿元, 同比增长 32.38%, 扣非净利 1.32 亿元, 同比增长 96.49%。Q2 单季公司营收 18.64 亿元, 同比增长 5.56%, 归母净利润 1.86 亿元, 同比增长 18.91%, 扣非净利 1.68 亿元, 同比增长 29.18%。

点评:

2019H1 公司毛利率 43.01%, 同比下滑 0.34pct, 净利率 5.2%, 同比增加 0.89pct, 期间费用率 37.04%, 同比减少 2.45pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 30.14%、5.11%、1.82%、-0.04%, 分别同比下降 0.67、0.04、1.67、0.08pct。我们估计增值税由 16% 下降至 13%, 贡献 20%~30% 的利润端弹性。

Q2 受行业景气程度下降, 公司收入整体承压, 分产品看, 2019H1 公司定制家具产品收入 23.14 亿元, yoy+5.17%, 配套家居产品收入 5.1 亿元, yoy+4.12%, O2O 引流服务收入 0.74 亿元, yoy+15.16%。分渠道来看, 加盟业务增长 8% 至 16.95 亿元, 直营业务收入实现收入 11.27 亿元, 去去年同期基本持平。我们估计直营城市加盟 H1 贡献 1 亿左右收入, 因此加盟城市 H1 收入同比增长约 2%。Q2 加盟业务实现收入 10.5 亿元, 同比增长约 2%, 直营业务实现收入约 6.1 亿元, 同比下滑 2% 左右。

自营整装及整装云快速推进, 整装业务持续放量。2019H1 公司整装业务收入 1.55 亿元, 同比增长 230%。公司持续发力 Homkoo 整装云平台会员的招募, 通过提供软件系统、硬软装配套产品和培训实施服务赋能整装云会员, 截止 2019H1 整装云会员数 1663 家, 2019 年 6 月主辅材出货量超 4000 万。同时公司持续加强在成都、广州、佛山三地的新居整装业务, 2019 年上半年自营整装交付数 708 个。

开店方面 2019H1, 公司加盟店 2268 家 (含在装修的店面, 一二线占比 22%, 三四五线占比 78%), 相比 2018 年底净增加 168 家, 其中购物中心 71 家 (占比 42%)。上半年新开店中, 新、老加盟商分别占比 84%、16%。公司渠道下沉持续, 新增门店中四五线城市占比 72%。

我们维持我们之前的判断, 从中长期战略来说, 尚品宅配一直在行业内率先创新, 且被大家效仿。我们认为行业未来走出大公司的前提一定是家具企业由制造商向渠道商和服务商转型的同时提升自身的品牌力。站在目前的角度来看, 我们认可尚品宅配的的战略, 如果能

跟踪到公司代理商（非直营城市）的同店收入和盈利水平有持续向上的趋势，那么公司未来增长的确性将会更加显著地提升。预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 2.81、3.25 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 32.55、28.21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6645	7515	8462	9698
(+/-%)	24.84	13.09	12.60	14.61
净利润(百万元)	477	559	645	746
(+/-%)	25.53	17.11	15.40	15.68
摊薄每股收益(元)	2.46	2.81	3.25	3.75
市盈率(PE)	24.70	32.55	28.21	24.38

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	647	1650	2537	3260	4200	营业收入	5323	6645	7515	8462	9698
应收和预付款项	38	66	59	68	78	营业成本	2922	3743	4141	4667	5356
存货	401	565	521	592	678	营业税金及附加	54	61	75	85	97
其他流动资产	2287	1333	1331	1338	1346	销售费用	1480	1960	2083	2327	2667
流动资产合计	3373	3615	4449	5258	6302	管理费用	468	465	642	719	805
长期股权投资	0	1	1	1	1	财务费用	-2	3	-31	-34	-32
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	1	0	0	0
固定资产	850	891	870	834	795	投资收益	31	102	35	40	45
在建工程	2	305	305	305	305	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	120	345	407	534	654	营业利润	461	568	640	738	850
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-3	5	2	3	3
其他非流动资产	1193	1707	1741	1895	2039	利润总额	458	573	642	741	852
资产总计	4566	5322	6189	7153	8341	所得税	78	96	83	96	107
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	380	477	559	645	746
应付和预收款项	1572	1820	2060	2306	2649	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	380	477	559	645	746
其他负债	374	455	524	596	695						
负债合计	1946	2275	2583	2902	3344						
股本	110	199	199	199	199	预测指标					
资本公积	1572	1493	1405	1405	1405		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	1098	1465	2023	2668	3414	毛利率	45.11%	43.68%	44.90%	44.85%	44.77%
归母公司股东权益	2619	3047	3518	4162	4908	销售净利率	7.14%	7.18%	7.43%	7.62%	7.69%
少数股东权益	0	1	1	1	1	销售收入增长率	32.23%	24.83%	13.09%	12.60%	14.60%
股东权益合计	2619	3047	3518	4163	4909	EBIT 增长率	40.44%	26.40%	6.10%	15.71%	16.03%
负债和股东权益	4566	5322	6101	7065	8253	净利润增长率	48.74%	25.53%	17.11%	15.40%	15.68%
						ROE	14.51%	15.66%	15.88%	15.49%	15.20%
						ROA	8.32%	8.96%	9.16%	9.13%	9.04%
						ROIC	19.18%	33.99%	53.41%	67.09%	99.38%
现金流量表(百万)						EPS(X)	3.71	2.46	2.81	3.25	3.75
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE(X)	42.59	24.70	32.55	28.21	24.38
经营性现金流	879	650	978	927	1137	PB(X)	6.66	3.96	5.17	4.37	3.71
投资性现金流	-2617	451	-95	-220	-214	PS(X)	3.28	1.82	2.42	2.15	1.88
融资性现金流	1533	-95	4	16	17	EV/EBITDA(X)	29.76	14.65	22.07	18.29	14.91
现金增加额	-1	2	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。