

稳步推进第二代全屋定制，下半年增长预期提速

买入 (维持)

2019 年 08 月 25 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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,645	7,711	9,232	11,102
同比 (%)	24.8%	16.0%	19.7%	20.3%
归母净利润 (百万元)	477	623	769	955
同比 (%)	25.5%	30.6%	23.4%	24.2%
每股收益 (元/股)	2.40	3.14	3.87	4.81
P/E (倍)	38.12	29.19	23.65	19.04

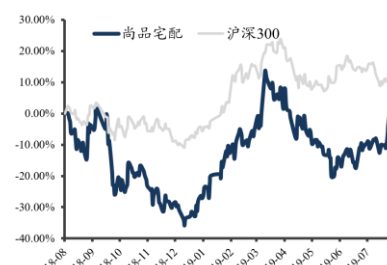
投资要点

■ **公司发布 2019 年半年报:** 期内公司实现营收 31.37 亿元 (+9.44%), 归母净利润 1.63 亿元 (+32.38%), 扣非归母净利润 1.32 亿元 (+96.49%); 其中, 单 Q2 营收 18.64 亿元 (+5.56%), 归母净利润 1.86 亿元 (+18.91%), 扣非净利润 1.69 亿元 (+29.18%)。上半年非经常性损益 3175 万元, 其中理财收益 2535 万元, 扣非净利润的增速高于净利润增速主要是由于理财收益同比减少所致。

■ **第二代全屋定制稳步推进, 整装云持续赋能:** 分产品看, 上半年公司定制家具产品实现收入 23.14 亿 (+5.17%)、配套品收入 5.1 亿 (+4.12%)、O2O 引流收入 0.74 亿元 (+15.16%)、整装业务收入 1.54 亿 (+230.9%), 对应的分项毛利率分别同比 +0.52 / +0.42 / +6.82 / -0.82pct。受到大环境影响, 上半年公司定制及配套品的收入增速略有承压, 综合 Q2 增长环比 Q1 小幅下滑, 但整装云平台、直营城市开加盟等业务表现靓丽, 预期下半年公司综合收入增长随着新业务放量、二代全屋定制门店渗透实现提速。我们认为整装业务已经成为公司的重要增量, 下半年看好公司整装业务持续高增长: (1) 近期推出第二代全屋定制模式, 全面解决客户一站式购齐需求 (橱柜柜体、家装主辅材、配套产品、背景墙等), 预期能够有效提高公司毛坯房和二手翻新房客户的转化率, 同时带动客单值的增长; (2) 期内整装云平台持续发展, HOMKOO 整装云会员数量已经达到 1663 家, 较 18 年末增加 463 家; (3) 上半年自营整装交付数合计达到 708 个, 较去年同期增长 177 个。

■ **直营城市拓展加盟店贡献增量, 渠道持续下沉:** 报告期内, 公司实现加盟收入约 16.95 亿元, 同比增长约 8.31%; 综合来看, 公司期内实现客户数 19.1 万, 客单值达 1.64 万元 (较 18A 的 1.57 万提升)。(1) **加盟渠道:** 渠道结构来看, 一二线加盟收入占比 33%、三线及以下占比 67%; 期末门店数达 2268 家 (较年初+168 家), 新增店面中一二线占比 22%、三线及以下占比 78%, 进一步下沉网络至四五线城市; (2) **直营渠道:** 期末门店数 94 家 (较期初+7 家), 期内公司持续推进直营城市开设加盟店的模式, 表现较好, 目前直营城市中的加盟店已达 137 家 (较期初+59 家, Q1/Q2 分别+18/+4 家), 由于直营城市分摊部分中后台费用支持城市内加盟渠道拓展, 该类模式拉动了公司在相应直营城市的份额提升 (预期零售口径同比+16%)。此外, 期内公司持续创新 O2O 营销模式, 打造亿级短视频矩阵, 视频粉丝突破 1 亿。19 上半年, 天猫渠道的尚品宅配品牌线上成交额达成 3.85 亿 (618 期间 1.44 亿), 维意定制品牌成交额达 1.25 亿 (618 期间 4000 万)。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	91.54
一年最低/最高价	54.48/99.68
市净率(倍)	5.87
流通 A 股市值(百万元)	6241.25

基础数据

每股净资产(元)	15.59
资产负债率(%)	39.83
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, 第二代全屋定制全面推进》2019-07-13
- 2、《尚品宅配 (300616): 加盟渠道持续扩张, 整装业务表现亮眼》2019-04-23
- 3、《尚品宅配 (300616): 业绩符合预期, 产品、渠道、信息化齐发力》2019-04-21

- **毛利率小幅下滑，费用管控能力提升：**报告期内公司毛利率 43.01%（同比-0.34pct），主要由于报告期内公司加大加盟店开店力度、加盟收入占比提升所致。公司期间费用率合计 37.04%（-2.45pct），其中销售费用率 30.14%（-0.68pct），管理费用率 6.93%（-1.71pct），财务费用率-0.04%，主要系利息支出减少。综合来看，公司销售净利率 5.2%（+0.89pct）。
- **营运能力小幅下降，现金流承压：**报告期内公司经营性现金流-1.83 亿元（去年同期为 1.18 亿元），主要由于报告期内购买商品、接受劳务支付的现金及支付职工薪酬增加所致。期末账上预收款 11.48 亿（较期初-1.22 亿）；应收账款 0.6 亿元（较期初+159%），应收账款周转天数较期初增长 1.67 天至 2.38 天，主要由于报告期内工程单业务增长及加盟商授信增加所致；存货 6.05 亿元（较期初+0.4 亿元），主要系销售业绩增长及新业务拓展，存货周转天数较期初增长 12.45 天至 58.93 天。
- **创新基因深耕，看好长期发展：**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建设打造了突出的线上引流能力、前中后台对接实现高效率生产、优异的前端设计和服务能力，并率先探索整装平台赋能行业，并进一步抢占流量入口。我们认为，公司优秀的互联网创新基因是发展的重要根基，持续护航公司的长期成长。线下渠道拓展方面，公司直营城市开拓加盟渠道吸纳增量份额，且聚焦符合当前消费趋势的购物中心店，长期看好公司发展。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 19-21 年实现营收 77.11 亿/92.32/111.02 亿，同比增长 16.0%、19.7%、20.3%，归母净利/6.23 亿/7.69 亿/9.55 亿，同比增长 30.6%/23.4%/24.2%，当前股价对应 19-21 年 PE 分别 29.19X/23.65X/19.04X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，渠道拓展不达预期

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	2019Q2
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	1,863.60
YOY	27.65%	31.96%	32.61%	34.32%	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%	15.66%	5.56%
归母净利润	-46.57	112.44	139.90	174.27	-32.98	156.46	169.29	184.30	-22.57	186.04
YOY	-23.04%	25.62%	56.52%	27.09%	-29.19%	39.15%	21.01%	5.75%	-31.56%	18.91%
毛利率	44.22%	46.25%	45.26%	44.50%	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%	43.98%
期间费用率	49.89%	37.39%	35.18%	33.83%	48.29%	35.94%	36.67%	34.90%	44.20%	33.93%
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%	27.04%
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%	6.93%
财务费用率	-0.02%	-0.12%	-0.04%	0.03%	0.14%	-0.03%	0.04%	0.06%	-0.03%	-0.05%
归母净利率	-5.87%	8.32%	9.69%	10.05%	-2.99%	8.86%	9.56%	9.18%	-1.77%	9.98%
存货	261.81	268.10	339.03	400.84	429.47	397.60	513.51	565.47	594.62	605.32
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	207.72
存货周转天数	56.78	43.48	43.81	42.97	58.63	44.25	47.16	46.48	70.16	58.93
较上年同期增减	-24.28	-14.36	-13.62	-7.63	1.85	0.77	3.35	3.50	11.53	14.68
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	3.86	3.60	4.79	3.22	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19	59.81
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	50.54
应收账款周转天数	0.36	0.26	0.27	0.19	0.34	0.39	0.38	0.71	2.20	2.38
较上年同期增减	-0.03	0.01	0.01	-0.04	-0.02	0.14	0.10	0.52	1.86	1.98
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	520.50
较上年同期增减	8.16	88.87	141.55	174.76	70.32	111.92	60.49	38.08	24.89	34.91
预收账款	792.39	830.78	914.51	1061.09	978.54	1042.96	1113.31	1270.17	1088.65	1148.29
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	105.33
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	417.81
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	-131.49
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	-119.33
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	11.43
资本开支	33.47	97.38	82.02	188.89	170.69	67.30	111.59	285.89	139.03	140.98
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	73.68
ROE	-3.10%	5.06%	5.94%	6.91%	-1.27%	5.98%	6.20%	6.29%	-0.74%	6.08%
YOY (±)	6.80%	-9.20%	-8.29%	-9.53%	1.84%	0.92%	0.26%	-0.62%	0.52%	0.10%
资产负债率	35.23%	37.47%	40.81%	42.63%	38.66%	42.45%	41.38%	42.74%	36.84%	39.83%
YOY (±)	35.23%	-24.50%	40.81%	-18.57%	3.43%	4.97%	0.56%	0.11%	-1.82%	-2.62%

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

表 2：尚品宅配主营构成

单位：百万元	2017H1	2017H2	2017A	2018H1	2018H2	2018A	2019H1
营业总收入	2145.23	3178.22	5323.45	2866.79	3778.60	6645.39	3137.46
YOY	30.33%	-	32.23%	33.64%	18.89%	24.83%	9.44%
毛利率	45.50%	44.85%	45.11%	43.35%	43.93%	43.68%	43.01%
直营店类型							
销售收入	977.65	1322.35	2300.00	1142.00	1458.00	2600.00	1128.54
YOY	-	-	20.96%	16.77%	10.26%	13.04%	-1.18%
占比	45.57%	41.61%	43.21%	39.84%	38.59%	39.12%	35.97%
门店数量	79	85	85	93	101	101	94
单店收入/万	1261.48	1612.62	2857.14	1177.32	1503.09	2901.59	1157.48
加盟店类型							
销售收入	1061.28	1638.72	2700.00	1565.00	2035.00	3600.00	1695.00
YOY	31.51%	-	37.23%	47.46%	24.18%	约30%	8.31%
占比	49.47%	51.56%	50.72%	54.59%	53.86%	54.17%	54.02%
门店数量	1281	1557	1557	1775	2100	2100	2268
单店收入/万	89.86	115.48	204.70	93.94	105.03	187.72	77.61
O2O引流服务							
销售收入	43.16	65.80	108.96	64.49	89.68	154.17	74.27
YOY	60.19%	-	82.03%	49.44%	36.28%	41.49%	15.16%
占比	2.01%	2.07%	2.05%	2.25%	2.37%	2.32%	2.37%
毛利率	85.86%	-	-	84.46%	91.39%	88.49%	93.28%
整装业务							
销售收入	-	2.28	2.28	46.69	147.53	194.22	154.51
YOY	-	-	-	-	-	8401.91%	230.90%
占比	-	0.00	0.04%	1.63%	3.90%	2.92%	4.92%
毛利率	-	-	-	19.78%	19.69%	19.71%	-

数据来源：Wind，公司年报，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	2689	3883	4332	营业收入	6645	7711	9232	11102
现金	1650	36	682	1334	减:营业成本	3743	4393	5298	6406
应收账款	23	7	19	12	营业税金及附加	61	69	92	111
存货	565	85	598	134	营业费用	1960	2031	2364	2783
其他流动资产	1376	2560	2584	2852	管理费用	465	537	612	702
非流动资产	1707	2878	3061	3290	财务费用	3	3	4	5
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	777	960	1194
其他非流动资产	221	189	196	204	加:营业外净收支	5	7	7	7
资产总计	5322	5567	6943	7622	利润总额	573	784	967	1201
流动负债	2248	1853	2538	2337	减:所得税费用	96	161	198	246
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1270	872	1180	876	归属母公司净利润	477	623	769	955
其他流动负债	978	982	1358	1461	EBIT	478	750	957	1211
非流动负债	26	14	16	20	EBITDA	572	510	1016	1281
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	14	16	20	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2275	1867	2554	2357	每股收益(元)	2.40	3.14	3.87	4.81
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	15.34	18.62	22.09	26.50
归属母公司股东权益	3047	3700	4389	5265	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
					ROIC(%)	13.1%	16.1%	17.3%	18.3%
负债和股东权益	5322	5567	6943	7622	ROE(%)	16.8%	18.5%	19.0%	19.8%
					毛利率(%)	43.7%	43.0%	42.6%	42.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.2%	8.1%	8.3%	8.6%
经营活动现金流	650	318	1098	1143	资产负债率(%)	42.7%	33.5%	36.8%	30.9%
投资活动现金流	451	-1351	-463	-520	收入增长率(%)	24.8%	16.0%	19.7%	20.3%
筹资活动现金流	-95	-581	11	28	净利润增长率(%)	25.5%	30.6%	23.4%	24.2%
现金净增加额	1008	-1614	646	651	P/E	38.12	29.19	23.65	19.04
折旧和摊销	94	-240	59	70	P/B	5.97	4.92	4.14	3.45
资本开支	635	1355	467	524	EV/EBITDA	31.77	35.65	17.90	14.19
营运资本变动	-63	-531	509	650					

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>

