

2019年08月25日

公司研究●证券研究报告

尚品宅配 (300616.SZ)

公司快报

整装业务表现亮眼，加盟渠道持续发力

投资要点

事件：公司公布 2019 年半年报，2019 年上半年公司实现营业收入 31.37 亿元，同比增长 9.44%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 32.38%。其中，2019Q2 单季度实现营业收入 18.64 亿元，同比增长 5.56%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 18.91%。

◆ **整体收入增速放缓，整装业务表现亮眼。**公司 Q2 单季度收入、归母净利润增速同比分别为 5.56%、18.91%，增速较 Q1 放缓，主要为定制家具、配套家居产品以及 O2O 引流服务收入增速放缓，上半年公司定制家具、配套家居产品、O2O 引流服务销售收入分别为 23.14、5.10、0.74 亿元，收入增速分别为 5.17%、4.12%、15.16%。而整装业务表现亮眼，上半年整装业务实现收入 1.55 亿元，同比增长 230.90%，收入增速提升明显。

◆ **毛利率保持平稳，净利率得益于良好的费用管控有所提升。**上半年公司整体毛利率分别为 43.01%，同比略下滑了 0.34pct，整体毛利率保持平稳。分业务来看，定制家具、配套家具、整装业务毛利率分别为 45.57%、28.47%、18.97%，同比分别变动了 0.52、0.42、-0.82pct，毛利率水平平稳；O2O 引流服务、软件及技术服务毛利率有所提升，毛利率分别为 93.28%、94.69%，分别提升了 6.82、5.01pct。公司期间费用控制良好，上半年期间费用率为 37.04%，同比下降了 2.45pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 30.14%、5.11%、1.82%、-0.04%。得益于良好的费用管控，上半年公司净利率为 5.20%，同比上升了 0.89pct。

◆ **整装业务快速迭代，加盟渠道持续发力。**整装业务收入上半年实现高增长，其中自营整装上半年交付数达 708 个，整装云会员数量截至 6 月底已达 1663 家，整装渠道或成为未来公司主要业绩增长点之一。其次，公司持续发力加盟渠道，截至 6 月底，加盟店总数达 2268 家，较相比 2018 年底净增加了 168 家，其中购物中心店占 42%，为全年业绩的增长奠定了坚实基础。公司也在自营城市大力推进加盟店招商，截至 6 月底，自营城市加盟店已达 137 家（含在装修的店面），通过以上措施，上半年公司自营城市消费者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。

◆ **国内优势区域继续巩固，海外市场产业模式输出得到认可。**公司继续巩固在华南、华东区域的优势，上半年华南、华东区域销售收入保持在 8 亿元以上；华北、华中、西南以及西北等区域的拓展仍保持快速，上半年以上区域分别实现 25.38%、21.33%、22.77%、13.92% 的增长。其次，公司将全屋家具定制产业模式整体对海外合作客户输出，目前已成功输出到泰国、波兰、印度、印度尼西亚、新加坡等国家，并得到合作伙伴的认可，上半年公司海外业务收入同比增长 38.92%。

◆ **投资建议：**整装业务表现亮眼，加盟渠道持续发力，公司净利率或持续改善，预计公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 2.91、3.45 和 4.05 元，净资产收益率分别为 16.1%、16.7% 和 17.1%，维持买入-B 建议。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

买入-B(维持)

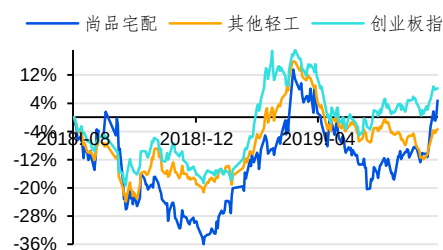
股价(2019-08-23)

91.54 元

交易数据

总市值（百万元）	18,187.04
流通市值（百万元）	6,241.25
总股本（百万股）	198.68
流通股本（百万股）	68.18
12 个月价格区间	54.90/100.45 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.16	2.9	-8.78
绝对收益	15.14	14.8	4.52

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsc.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维

SAC 执业证书编号：S0910519080004
 yangweiwei@huajinsc.cn
 0755-83231652

相关报告

尚品宅配：拥有互联网基因定制家具领先企业，全屋定制、整装双赛道领跑 2019-06-24
 尚品宅配：加快全国加盟店布局，自营整装业务稳步推进 2018-08-21
 尚品宅配：2017H1 业绩上修超预期，龙头企业扬帆起航 2017-07-18
 尚品宅配：定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者 2017-05-01

◆ **风险提示：**整装业务拓展不及预期风险；零售渠道竞争加剧风险；经销商管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5,323.4	6,645.4	7,980.1	9,322.1	10,723.0
同比增长(%)	32.2%	24.8%	20.1%	16.8%	15.0%
营业利润(百万元)	461.1	568.4	687.8	818.7	961.7
同比增长(%)	46.6%	23.3%	21.0%	19.0%	17.5%
净利润(百万元)	380.0	477.1	577.6	685.0	805.0
同比增长(%)	48.7%	25.5%	21.1%	18.6%	17.5%
每股收益(元)	1.91	2.40	2.91	3.45	4.05
PE	39.2	31.2	25.8	21.7	18.5
PB	5.7	4.9	4.2	3.6	3.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,323.4	6,645.4	7,980.1	9,322.1	10,723.0	年增长率					

减:营业成本	2,922.1	3,742.6	4,558.9	5,395.0	6,282.0
营业税费	54.2	61.0	73.4	88.8	99.7
销售费用	1,480.3	1,959.8	2,357.8	2,687.6	2,977.9
管理费用	468.4	311.1	399.0	428.8	498.6
财务费用	-2.0	3.0	2.2	2.3	2.0
资产减值损失	7.3	1.0	1.0	1.0	1.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	30.8	102.1	100.0	100.0	100.0
营业利润	461.1	568.4	687.8	818.7	961.7
加:营业外净收支	-3.4	4.6	4.0	4.0	4.2
利润总额	457.6	573.0	691.8	822.7	965.9
减:所得税	77.6	95.9	114.1	137.6	160.9
净利润	380.0	477.1	577.6	685.0	805.0

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	646.9	1,650.5	3,060.0	3,631.4	4,920.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	41.5	23.0	65.6	53.5	95.4
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	34.5	43.3	45.4	53.6	58.1
存货	400.8	565.5	624.9	738.3	878.2
其他流动资产	2,249.1	1,332.9	1,100.0	1,000.0	900.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	0.6	0.6	0.6	0.6
投资性房地产	-	-	-1.3	-2.5	-3.8
固定资产	849.9	890.8	969.8	1,077.3	1,123.4
在建工程	1.6	304.6	242.8	129.1	37.8
无形资产	120.4	290.0	317.9	325.0	321.7
其他非流动资产	220.9	220.8	163.2	131.3	118.6
资产总额	4,565.7	5,321.9	6,588.9	7,137.5	8,450.9
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	779.0	549.4	1,071.5	893.9	1,356.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,164.3	1,698.9	1,902.4	2,115.9	2,361.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	2.9	26.3	25.0	24.0	25.1
负债总额	1,946.2	2,274.6	2,998.9	3,033.8	3,743.3
少数股东权益	-	0.5	0.5	0.5	0.5
股本	110.4	198.7	198.7	198.7	198.7
留存收益	2,669.7	2,957.5	3,390.8	3,904.5	4,508.3
股东权益	2,619.5	3,047.3	3,590.0	4,103.7	4,707.5

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	380.0	477.1	577.6	685.0	805.0
加:折旧和摊销	108.7	135.4	115.0	139.0	158.5
资产减值准备	7.3	1.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.6	-1.0	2.2	2.3	2.0
投资损失	-30.8	-102.1	-100.0	-100.0	-100.0
少数股东损益	-	0.0	-	0.0	0.0
营运资金的变动	-1,936.1	1,395.9	910.7	57.2	635.9
经营活动产生现金流量	878.9	650.3	1,505.5	783.6	1,501.4
投资活动产生现金流量	-2,616.6	451.5	-58.7	-38.7	-8.7
融资活动产生现金流量	1,532.5	-95.3	-37.2	-173.5	-203.3

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

营业收入增长率	32.2%	24.8%	20.1%	16.8%	15.0%
营业利润增长率	46.6%	23.3%	21.0%	19.0%	17.5%
净利润增长率	48.7%	25.5%	21.1%	18.6%	17.5%
EBITDA 增长率	35.8%	55.6%	5.0%	19.3%	16.9%
EBIT 增长率	32.9%	59.3%	2.7%	19.0%	17.4%
NOPLAT 增长率	51.1%	24.8%	21.1%	18.7%	17.5%
投资资本增长率	-1570.9	-32.9%	-68.7%	-6.6%	-195.5
净资产增长率	214.0%	16.3%	17.8%	14.3%	14.7%

盈利能力

毛利率	45.1%	43.7%	42.9%	42.1%	41.4%
营业利润率	8.7%	8.6%	8.6%	8.8%	9.0%
净利润率	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	7.5%
EBITDA/营业收入	9.3%	11.5%	10.1%	10.3%	10.5%
EBIT/营业收入	7.9%	10.1%	8.6%	8.8%	9.0%

偿债能力

资产负债率	42.6%	42.7%	45.5%	42.5%	44.3%
负债权益比	74.3%	74.6%	83.5%	73.9%	79.5%
流动比率	1.74	1.61	1.65	1.82	1.84
速动比率	1.53	1.36	1.44	1.57	1.61
利息保障倍数	-214.91	226.50	319.73	358.49	473.88

营运能力

固定资产周转天数	53	47	42	40	37
流动营业资本周转天数	-6	14	-32	-44	-50
流动资产周转天数	155	189	192	200	207
应收账款周转天数	2	2	2	2	3
存货周转天数	24	26	27	26	27
总资产周转天数	227	268	269	265	262
投资资本周转天数	55	79	35	14	0

费用率

销售费用率	27.8%	29.5%	29.5%	28.8%	27.8%
管理费用率	8.8%	4.7%	5.0%	4.6%	4.7%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	36.6%	34.2%	34.6%	33.5%	32.4%

投资回报率

ROE	14.5%	15.7%	16.1%	16.7%	17.1%
ROA	8.3%	9.0%	8.8%	9.6%	9.5%
ROIC	-320.2	27.2%	49.0%	185.8%	233.8%

分红指标

DPS(元)	0.56	0.60	0.73	0.86	1.01
分红比率	29.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息收益率	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.91	2.40	2.91	3.45	4.05
BVPS(元)	13.18	15.34	18.07	20.65	23.69
PE(X)	39.2	31.2	25.8	21.7	18.5
PB(X)	5.7	4.9	4.2	3.6	3.2
P/FCF	-10.0	14.2	10.8	21.0	10.1
P/S	2.8	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.0	17.0	14.5	11.6	8.8
CAGR(%)	21.7%	19.1%	31.2%	21.7%	19.1%
PEG	1.8	1.6	0.8	1.0	1.0
ROIC/WACC	-30.5	2.6	4.7	17.7	22.3

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn