

控费良好、扣非利润增长较快，看好整装+第二代全屋定制贡献增量 买入（维持）

2019 年 10 月 30 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	7,392	8,523	9,735
同比（%）	24.8%	11.2%	15.3%	14.2%
归母净利润（百万元）	477	562	648	750
同比（%）	25.5%	17.9%	15.3%	15.7%
每股收益（元/股）	2.40	2.83	3.26	3.77
P/E（倍）	30.94	26.25	22.78	19.69

投资要点

■ **公司发布 2019 年三季报：**Q1-Q3 实现营收 50.58 亿元（+9.04%），归母净利 3.35 亿元（+14.48%），扣非净利 2.85 亿元（+50.55%），非经常性损益 0.5 亿（去年同期为 1.03 亿）；其中，单 Q3 营收 19.20 亿元（+8.39%），归母净利 1.72 亿元（+1.42%），扣非净利 1.53 亿元（+25.36%），非经常性损益 1840 万（去年同期为 4700 万），主要系单 Q3 政府补助同比减少 3208 万。综合来看，公司业绩符合此前预告，且在研发费用资本化低基数效应减弱后仍然维持了较快的扣非利润增长。

■ **自营城市开加盟店成效显著，带动份额提升：**直营方面，我们预计 Q3 直营门店数及收入增长较 19H1 维稳。加盟方面，我们预计 Q3 公司净增加加盟店 150-200 家，其中约 30%以上是自营城市加盟店，该模式下加盟店的物流、安装等中后台工作由公司包办，加盟商得以聚焦前端获客，目前来看该模式拉动了公司在相应直营城市的份额提升；非直营城市的加盟店预计表现承压，一方面的确零售市场环境压力较大，另一方面公司上半年开始对 O2O 引流策略进行收紧，一定程度上影响了加盟店的订单和收入。

■ **整装云持续赋能，第二代全屋定制稳步推进：**我们预计整装业务是公司 Q3 收入端的主要增量：期内 HOMKOO 整装云平台持续发展，会员数量尤其是活跃会员快速增长，主辅材销售金额预计向好，对收入的贡献提升；自营整装工地数预计维持稳健增长。上半年公司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），有望提高公司毛坯房和二手翻新房客户的转化率，同时带动客单值的提升。

■ **毛利率小幅下滑，费用控制良好：**Q1-Q3 公司毛利率 42.29%（同比 -1.28pct），主要系公司毛利率较低的加盟收入和整装云业务占比提升所致。Q1-Q3 期间费用率合计 34.58%（-3.08pct），其中销售费用率 28.41%（-1.79pct），系公司结合市场情况压缩广告、营销费用；管理+研发费用率 6.21%（-1.20pct），系产能利用率提升后人效提高；财务费用率 -0.05%，主要系本期银行存款利息收入增加所致。综合来看，Q1-Q3 公司归母净利率 6.63%（+0.31pct）。

■ **应收及存货增长较多，现金流有所承压：**期末账上预收款 11.58 亿（较 19H1 增加 0.10 亿）；应收票据及应收账款 0.68 亿元（较 19H1 增加 13.09%），应收账款周转天数较去年同期增长 1.88 天至 2.26 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 7.43 亿元（较 19H1 增加 1.38 亿元），主要系整装业务拓展备货较多，存货周转天数较去年同期增长 13.38 天至 60.54 天。综合来看，前三季度公司经营现金流 0.46 亿元（去年同期为 1.61 亿元）。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 74.30

一年最低/最高价 54.48/99.68

市净率(倍) 4.45

流通 A 股市值(百万元) 5134.91

万元)

基础数据

每股净资产(元) 16.71

资产负债率(%) 39.72

总股本(百万股) 198.68

流通 A 股(百万股) 69.11

相关研究

1、《尚品宅配 (300616)：稳步推进第二代全屋定制，下半年增长预期提速》2019-08-25

2、《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

3、《尚品宅配 (300616)：加盟渠道持续扩张，整装业务表现亮眼》2019-04-23

■ **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73.92亿/85.23/97.35亿，同比增长11.2%、15.3%、14.2%，归母净利5.62亿/6.48亿/7.50亿，同比增长17.9%/15.3%/15.7%，当前股价对应19-21年PE分别26.25X/22.78X/19.69X，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	2019Q3
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	1,920.10
YOY	27.65%	31.96%	32.61%	34.32%	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%	15.66%	5.56%	8.39%
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	171.70
YOY	-23.04%	25.62%	56.52%	27.09%	-29.19%	39.15%	21.01%	5.75%	-31.56%	18.91%	1.42%
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)	168.45	153.30
YOY					36.15%	23.90%	1.72%	3.62%	-42.02%	29.18%	25.37%
毛利率	44.22%	46.25%	45.26%	44.50%	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%	43.98%	41.11%
期间费用率	49.89%	35.47%	34.36%	33.17%	48.29%	34.00%	34.69%	33.93%	44.20%	32.14%	30.56%
其中：销售费用	293.49	376.31	376.84	433.68	400.95	482.49	517.45	558.96	441.77	503.97	491.36
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%	25.59%
其中：管理费用	102.71	104.67	119.89	141.18	129.36	118.30	80.04	83.42	90.54	69.81	67.45
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.29	37.44	31.14	26.07	29.23
管理+研发费用率	12.94%	7.74%	8.30%	8.14%	11.74%	6.70%	5.44%	6.02%	9.55%	5.14%	5.04%
其中：财务费用	-0.18	-1.62	-0.64	0.48	1.55	-0.52	0.74	1.21	-0.42	-0.88	-1.23
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%	-0.06%
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%	8.94%
存货	261.81	268.10	339.03	400.84	429.47	397.60	513.51	565.47	594.62	605.32	743.41
较上年同期增减					64.04%	48.30%	51.46%	41.07%	38.45%	52.24%	44.77%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.94
较上年同期增减					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.94
应收账款	3.86	3.60	4.79	3.22	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19	59.81	61.70
较上年同期增减					1.33	5.67	5.01	19.83	34.00	50.54	51.90
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	695.34
较上年同期增减					70.33	111.92	60.49	38.08	24.88	34.91	209.03
预收账款	792.39	830.78	914.51	1061.09	978.54	1042.96	1113.31	1270.17	1088.65	1148.29	1158.03
较上年同期增减					186.15	212.17	198.80	209.08	110.11	105.33	44.72
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	228.69
较上年同期增减					-283.79	174.69	-194.78	75.26	-169.62	-131.49	185.42
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	-2.19
较上年同期增减					-1349.22	-130.77	-161.21	13.37	-26.25	11.43	-1.56
资本开支	33.47	97.38	82.02	188.89	170.69	67.30	111.59	285.89	139.03	140.98	173.01
较上年同期增减					137.22	-30.08	29.58	96.99	-31.66	73.68	61.42
ROE	-3.10%	5.06%	5.94%	6.91%	-1.27%	5.98%	6.20%	6.29%	-0.74%	6.08%	5.35%
YOY (±)					1.84%	0.92%	0.26%	-0.62%	0.52%	0.10%	-0.85%
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%	39.72%
YOY (±)					3.43%	4.97%	0.56%	0.11%	-1.82%	-2.62%	-1.66%

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	2483	3550	3557	营业收入	6645	7392	8523	9735
现金	1650	-131	383	665	减:营业成本	3743	4235	4980	5740
应收账款	23	6	18	9	营业税金及附加	61	67	77	88
存货	565	62	581	75	营业费用	1960	2103	2328	2587
其他流动资产	1376	2546	2569	2808	管理费用	311	459	518	581
非流动资产	1707	2876	3057	3284	财务费用	3	-4	-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	-101	30	41	42
无形资产	290	140	150	160	营业利润	568	662	765	885
其他非流动资产	221	188	193	198	加:营业外净收支	5	7	7	7
资产总计	5322	5359	6608	6841	利润总额	573	669	772	892
流动负债	2248	1707	2385	1946	减:所得税费用	96	107	123	143
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1270	783	1111	692	归属母公司净利润	477	562	648	750
其他流动负债	978	924	1274	1254	EBIT	632	595	697	827
非流动负债	26	13	15	17	EBITDA	726	355	756	897
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	13	15	17	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2275	1720	2400	1963	每股收益(元)	2.40	2.83	3.26	3.77
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	15.34	18.32	21.18	24.55
归属母公司股东权益	3047	3639	4208	4878	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
负债和股东权益	5322	5359	6608	6841	ROIC(%)	17.3%	13.7%	13.9%	14.2%
					ROE(%)	16.8%	16.8%	16.5%	16.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.7%	42.7%	41.6%	41.0%
经营活动现金流	650	143	958	761	销售净利率(%)	7.2%	7.6%	7.6%	7.7%
投资活动现金流	451	-1351	-463	-520	资产负债率(%)	42.7%	32.1%	36.3%	28.7%
筹资活动现金流	-95	-573	19	41	收入增长率(%)	24.8%	11.2%	15.3%	14.2%
现金净增加额	1008	-1781	514	282	净利润增长率(%)	25.5%	17.9%	15.3%	15.7%
折旧和摊销	94	-240	59	70	P/E	30.94	26.25	22.78	19.69
资本开支	635	1355	467	524	P/B	4.85	4.06	3.51	3.03
营运资本变动	-63	-591	390	446	EV/EBITDA	20.33	41.54	19.53	16.45

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>