

Q4 收入环比提速，整装云、自营城市加盟模式发展迅速

买入（维持）

2020年03月01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 | 7,265 | 8,250 | 9,345 |
| 同比（%） | 24.8% | 9.3% | 13.5% | 13.3% |
| 归母净利润（百万元） | 477 | 528 | 596 | 678 |
| 同比（%） | 25.5% | 10.6% | 13.0% | 13.6% |
| 每股收益（元/股） | 2.40 | 2.66 | 3.00 | 3.41 |
| P/E（倍） | 29.68 | 26.83 | 23.74 | 20.89 |

投资要点

■ **公司发布19年业绩快报**：19年实现营收72.65亿（+9.32%），归母净利润5.28亿（+10.59%），扣非归母净利同增4.45亿（+26.8%），非经常性损益0.83亿（去年同期为1.26亿），主要系今年理财收益减少较多。单19Q4实现营收22.07亿（+9.97%），归母净利1.92亿（同比+4.41%），扣非归母净利1.6亿（同比-1.09%），贴近业绩预告下限。

■ **19Q4收入增速环比提升，自营城市份额持续提高，整装云+第二代全屋定制全面推进**：Q2/Q3/Q4公司收入同增5.56%/8.39%/9.97%，环比向好，预计系：（1）今年公司自营城市开加盟店模式收获显著成效，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，拉动了公司在相应直营城市的份额提升。（2）整装业务是公司19年的重要增量，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。（3）19H1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，同时带动客单值的增长。

■ **疫情期线上引流成效突出，Q1订单表现预期亮眼**：疫情短期对家具线下消费（尤其是人流密集的卖场渠道）造成拖累，公司营销重心逐渐向线上直播转移。2月14日公司举办“1亿补贴”超级直播团购活动，邀请拥有3000万粉丝的家居设计师阿爽坐镇，获得770万人次观看、1.4万笔定金、9223个设计预约，在定制企业中表现最为亮眼。我们认为公司多年深耕线上引流、提早布局短视频平台新模式、坐拥抖音/小红书等平台7000万粉丝，预计Q1接单表现较好。

■ **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，并率先探索整装平台赋能行业，叠加二代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。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预计公司19-21年实现营收72.65/82.5/93.45亿，同比增长9.3%/13.5%/13.3%，归母净利5.28/5.96/6.78亿，同比增长10.6%/13.0%/13.6%，当前股价对应19-21年PE分别26.83X/23.74X/20.89X，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

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 71.27 |
| 一年最低/最高价 | 63.02/99.68 |
| 市净率(倍) | 4.27 |
| 流通A股市值(百万元) | 4925.50 |

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)：19年扣非利润增长略超预期，整装、第二代全屋定制全面推进》

2020-01-21

2、《尚品宅配(300616)：发布员工持股计划，回购拟增强激励，彰显发展信心》2020-01-01

3、《尚品宅配(300616)：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》2019-10-30

表 1：尚品宅配季度数据一览

| 单位：百万元 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,101.42 | 1,765.37 | 1,771.48 | 2,007.11 | 1,273.86 | 1,863.60 | 1,920.10 | 2,207.27 |
| YOY | 38.76% | 30.63% | 22.71% | 15.71% | 15.66% | 5.56% | 8.39% | 9.97% |
| 归母净利润 | -32.98 | 156.46 | 169.29 | 184.30 | -22.57 | 186.04 | 171.70 | 192.44 |
| YOY | -29.19% | 39.15% | 21.01% | 5.75% | -31.56% | 18.91% | 1.42% | 4.41% |
| 扣非归母净利润 | (63.36) | 130.40 | 122.28 | 161.26 | (36.73) | 168.45 | 153.30 | 159.51 |
| YOY | 36.15% | 23.90% | 1.72% | 3.62% | -42.02% | 29.18% | 25.37% | -1.09% |
| 归母净利率 | -2.99% | 8.86% | 9.56% | 9.18% | -1.77% | 9.98% | 8.94% | 8.72% |
| ROE | -1.27% | 5.98% | 6.20% | 6.29% | -0.74% | 6.08% | 5.35% | 5.48% |
| YOY (±) | 1.84% | 0.92% | 0.26% | -0.62% | 0.52% | 0.10% | -0.85% | -0.81% |
| 资产负债率 | 38.66% | 42.45% | 41.38% | 42.74% | 36.84% | 39.83% | 39.72% | 42.48% |
| YOY (±) | 3.43% | 4.97% | 0.56% | 0.11% | -1.82% | -2.62% | -1.66% | -0.26% |

数据来源：Wind，公司公告，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) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 3615 | 3523 | 4517 | 4421 | 营业收入 | 6645 | 7265 | 8250 | 9345 |
| 现金 | 1650 | 926 | 1366 | 1555 | 减:营业成本 | 3743 | 4167 | 4833 | 5534 |
| 应收账款 | 23 | 5 | 18 | 8 | 营业税金及附加 | 61 | 65 | 74 | 84 |
| 存货 | 565 | 52 | 572 | 61 | 营业费用 | 1960 | 2068 | 2253 | 2483 |
| 其他流动资产 | 1376 | 2540 | 2562 | 2797 | 管理费用 | 465 | 477 | 530 | 590 |
| 非流动资产 | 1707 | 1742 | 1943 | 2159 | 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 | 1110 | 1296 | 1498 | 加:投资净收益 | 102 | 100 | 100 | 100 |
| 在建工程 | 305 | 305 | 305 | 305 | 其他收益 | 53 | 30 | 41 | 42 |
| 无形资产 | 290 | 140 | 150 | 160 | 营业利润 | 568 | 621 | 703 | 800 |
| 其他非流动资产 | 221 | 187 | 192 | 197 | 加:营业外净收支 | 5 | 7 | 7 | 7 |
| 资产总计 | 5322 | 5265 | 6460 | 6581 | 利润总额 | 573 | 628 | 710 | 807 |
| 流动负债 | 2248 | 1648 | 2324 | 1844 | 减:所得税费用 | 96 | 101 | 114 | 129 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1270 | 748 | 1085 | 645 | 归属母公司净利润 | 477 | 528 | 596 | 678 |
| 其他流动负债 | 978 | 900 | 1238 | 1199 | EBIT | 478 | 553 | 633 | 738 |
| 非流动负债 | 26 | 13 | 15 | 17 | EBITDA | 572 | 313 | 697 | 805 |
| 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 | 1660 | 2338 | 1861 | 每股收益(元) | 2.40 | 2.66 | 3.00 | 3.41 |
| 少数股东权益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(元) | 15.34 | 18.14 | 20.74 | 23.76 |
| 归属母公司股东权益 | 3047 | 3604 | 4121 | 4720 | 发行在外股份(百万股) | 199 | 199 | 199 | 199 |
| 负债和股东权益 | 5322 | 5265 | 6460 | 6581 | ROIC(%) | 13.1% | 12.9% | 12.9% | 13.1% |
| | | | | | ROE(%) | 16.8% | 15.9% | 15.4% | 15.3% |
| 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 毛利率(%) | 43.7% | 42.6% | 41.4% | 40.8% |
| 经营活动现金流 | 650 | 66 | 909 | 656 | 销售净利率(%) | 7.2% | 7.3% | 7.2% | 7.3% |
| 投资活动现金流 | 451 | -218 | -488 | -507 | 资产负债率(%) | 42.7% | 31.5% | 36.2% | 28.3% |
| 筹资活动现金流 | -95 | -572 | 19 | 41 | 收入增长率(%) | 24.8% | 9.3% | 13.5% | 13.3% |
| 现金净增加额 | 1008 | -724 | 439 | 190 | 净利润增长率(%) | 25.5% | 10.6% | 13.0% | 13.6% |
| 折旧和摊销 | 94 | -240 | 64 | 67 | P/E | 29.68 | 26.83 | 23.74 | 20.89 |
| 资本开支 | 635 | 222 | 492 | 511 | P/B | 4.65 | 3.93 | 3.44 | 3.00 |
| 营运资本变动 | -63 | 509 | 318 | 384 | EV/EBITDA | 24.74 | 45.17 | 20.32 | 17.59 |

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>

