

信义山证汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

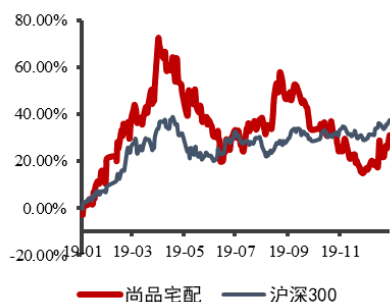
报告原因：业绩预告

Q1 亏损在合理范围内，“科技大基建”、“直播+IP”布局长远 增持

2020 年 4 月 10 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 9 日

收盘价(元):	66.49
年内最高/最低(元):	63.02/82.00
流通 A 股/总股本(亿):	1.29/1.99
流通 A 股市值(亿):	85.7
总市值(亿):	132

基础数据：2019 年 9 月 30 日

基本每股收益	1.69
摊薄每股收益:	1.43
每股净资产(元):	16.71
净资产收益率:	10.53%

分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】尚品宅配 (300616.SZ) 业绩快报点评：2019 扣非净利润增长 26.80%，Q4 净利润增速环比回升》
2020-3-5

事件描述

➤ 公司发布 2020 年一季度业绩预告：一季度预计净利润约-1.6 亿元~-1.55 亿元，亏损金额有所扩大。报告期内预计影响净利润的非经常性损益金额约为 1,200 万元，基本符合预期。

事件点评

➤ Q1 亏损金额的扩大在预期范围内，主要受到传统销售淡季和新冠肺炎疫情两方面影响。(1) 与往年类似，Q1 亏损是受分季度收入结构和成本因素影响所致：Q1 属于家具销售淡季，营业收入占全年营收比重较低；而公司直营业务比重大，销售费用中的店铺租金、销售人员薪酬等占比较大，此类费用属于刚性费用，各季度支出较为平均。(2) 受疫情影响，公司、加盟商及整装云会员复工时间延迟，用户也延后了定制家具的消费需求；而为了帮助公司加盟商伙伴度过难关，公司也给予了全国各地加盟商及门店一定补贴，包括防疫补贴、减免 O2O 平台引流服务费用，以及“新模式”+“科技大基建”的技术支持。

➤ 面对疫情影响，公司探索出“新模式”+“科技大基建”的发展策略，旨在打造线上全流程服务闭环，实现大数据精准匹配。(1) 新模式：公司在多年运作 O2O 的良好基础上，充分发挥自身线上技术和团队优势，把原来的线上线下多个环节搬到了线上，创新开展“线上门店”业务，进一步让用户足不出户，就可以享受到线上量房沟通、设计师免费设计，并且可以一对一地在线实时通过视频看 3D 方案、讨论和修改方案，疫情期间充分满足顾客“无接触购买家具”的需求。把原来线下服务的“几小步”，变成了线上服务的“一大步”，极大地缩短售前服务周期。未来将会有更多的环节整合在“线上”，形成线上全流程服务闭环，全力打造行业 O2O 的 2.0 版本。(2) 科技大基建：依靠全国上千家终端门店网络和一万多名设计师，借助 AI 云技术对现有的三大数据库（户型库、产品库、方案库）进行全新升级，将打造全国各个地区、各个楼盘的各种房型、顾客的不同生活阶段画像、不同职业标签、不同风格的设计案例等大型数据库。整合行业多种配套产品，对用户一站式需求进行大数据精准匹配，大幅提升设计效率和方案质量，让设计师解放出来，转型为顾问型服务人员，为用户提供更高效、个性化的高品质设计服务。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

➤ 利用“直播+IP”开启线上营销创新，打造新居网 MCN 机构，在线观看数、成交订单数超预期，预计 Q2 开始有序落地转化为收入。凭借公司在短视频赛道上的超前布局，公司打造了新居网 MCN 机构，自主孵化和签约了近 300 个 IP 家居类达人，打通从视频和直播圈粉、到粉丝互动评论、再到私域粉丝运营、线下变现的全链路。在 315 大牌直播团购节活动中，自主孵化合计有着约 1.2 亿粉丝级别的“设计师阿爽”“wuli 设计姐”等 20 余个家居行业的大 IP 悉数出动，通过“主会场+分会场”的形式在四大主流直播短视频平台同步直播，全国上千家终端门店线下联动配合，取得了较好的成果。2 月 22 日，公司直播团购活动 5 个小时内超过 770 万人在线观看、9223 户有设计意向、成交定金 13919 笔，预计这场活动给公司带来的最终销售额达到 4 亿元以上。在疫情防控仍然紧张的 3 月，通过创新线上营销，线上获取的量尺机会数对比去年单月最高峰值提升了 50%。

➤ 地产边际数据回暖，家具家装消费的需求转化和客户流量将有好转。随着国内疫情得到良好控制、全面有序复工复产，购买需求滞后释放，家居行业迎来消费回补机会，预计将推动公司 Q2 及下半年业绩回升反弹。地产竣工边际改善超预期，2019 年全年住宅竣工面积重现正增长，一扫持续三年之久的下行阴霾，12 月住宅竣工面积增速继续加快，回暖程度显著；住宅销售自年初触底回升、增速由负转正。据国家统计局数据显示，1-12 月商品房住宅销售面积 150144 万平方米，同比增长 1.50%；全国住宅竣工面积 68011 万平方米，同比增长 3.00%，增速比去年同期回升 11.10pct，自 17 年 9 月以来，住宅竣工面积累计增速首度扭转为正。

投资建议

➤ 公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋整合能力和经验领先于竞争对手，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 5.28、5.83、6.68 亿元，同比增长 10.6%、10.4%、14.6%，对应 EPS 为 2.66/2.93/3.36 元，PE 为 25.03/22.66/19.78 倍，维持“增持”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,323.4	6,645.4	7,264.7	7,848.8	8,790.7
同比增长	32.2%	24.8%	9.3%	8.0%	12.0%
归母净利润（百万元）	380.0	477.1	527.9	582.9	667.8
同比增长	48.7%	25.5%	10.6%	10.4%	14.6%
每股收益（元）	3.44	2.40	2.66	2.93	3.36
PE	19.31	27.69	25.03	22.66	19.78
PB	2.80	4.34	3.57	3.09	2.68

数据来源：wind

利润表	2017	2018	2019E	2020E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	5,323.4	6,645.4	7,264.7	7,848.8	成长性				
减:营业成本	2,922.1	3,742.6	4,170.0	4,513.1	营业收入增长率	32.2%	24.8%	9.3%	8.0%
营业税费	54.2	61.0	65.4	74.2	营业利润增长率	46.6%	23.3%	10.7%	10.7%
销售费用	1,480.3	1,959.8	2,059.6	2,182.0	净利润增长率	48.7%	25.5%	10.6%	10.4%
管理费用	468.4	311.1	435.9	470.9	EBITDA增长率	35.8%	55.6%	-5.7%	9.8%
财务费用	-2.0	3.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	32.9%	59.3%	-6.7%	11.3%
资产减值损失	7.3	1.0	2.0	1.0	NOPLAT增长率	51.1%	24.8%	9.8%	11.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	-1570.9%	-29.7%	20.9%	-35.8%
投资和汇兑收益	30.8	102.1	95.0	90.0	净资产增长率	214.0%	16.3%	21.3%	15.8%
营业利润	461.1	568.4	629.5	696.6	利润率				
加:营业外净收支	-3.4	4.6	4.2	3.1	毛利率	45.1%	43.7%	42.6%	42.5%
利润总额	457.6	573.0	633.7	699.7	营业利润率	8.7%	8.6%	8.7%	8.9%
减:所得税	77.6	95.9	105.8	116.9	净利率	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%
净利润	380.0	477.1	527.9	582.9	EBITDA/营业收入	9.3%	11.5%	10.0%	10.1%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.9%	10.1%	8.6%	8.9%
货币资金	646.9	1,650.5	2,073.1	3,288.0	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	14.5%	15.7%	14.3%	13.6%
应收帐款	41.5	73.9	69.6	95.7	ROA	8.3%	9.0%	8.7%	8.8%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-320.2%	27.2%	42.4%	39.1%
预付帐款	34.5	43.3	65.8	155.0	运营效率				
存货	400.8	565.5	571.2	618.2	固定资产周转天数	53	47	55	70
其他流动资产	2,249.1	1,282.0	1,178.5	2.5	流动营业资本周转天数	-6	14	-19	-46
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	189	188	186
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	4	4
长期股权投资	-	0.6	0.6	0.6	存货周转天数	59	51	28	27
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	227	268	283	292
固定资产	849.9	890.8	1,316.8	1,718.3	投资资本周转天数	55	81	67	56
在建工程	1.6	304.6	343.9	408.0	费用率				
无形资产	120.4	344.9	333.7	322.5	销售费用率	27.8%	29.5%	28.4%	27.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	8.8%	4.7%	6.0%	6.0%
资产总额	4,565.7	5,321.9	6,088.7	6,644.4	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	36.6%	34.2%	34.3%	33.8%
应付帐款	779.0	813.9	839.9	697.1	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	42.6%	42.7%	39.3%	35.6%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	74.3%	74.6%	64.7%	55.3%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	1.74	1.61	1.66	1.76
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	1.53	1.36	1.42	1.50
负债总额	1,946.2	2,274.6	2,392.5	2,365.3	利息保障倍数	-214.91	226.50	-250.78	697.64
少数股东权益	-	0.5	0.5	0.5	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E
股本	110.4	198.7	198.7	198.7	EPS(元)	3.44	2.40	2.66	2.93
留存收益	2,669.7	2,957.5	3,485.4	4,068.3	BVPS(元)	23.73	15.34	18.60	21.54
股东权益	2,619.5	3,047.3	3,696.2	4,279.1	PE(X)	19.3	27.7	25.0	22.7
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	PB(X)	2.8	4.3	3.6	3.1
净利润	380.0	477.1	527.9	582.9	P/FCF	-4.9	13.2	48.8	11.8
加:折旧和摊销	108.7	135.4	95.9	95.9	P/S	1.4	2.0	1.8	1.7
资产减值准备	7.3	1.0	-	-	EV/EBITDA	33.7	13.4	15.2	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	15.3%	11.9%	27.4%	15.3%
财务费用	0.6	-1.0	-2.5	1.0	PEG	1.3	2.3	0.9	1.5
投资收益	-30.8	-102.1	-95.0	-90.0	ROIC/WACC	-26.1	2.2	3.5	3.2
少数股东损益	-	0.0	-	-	REP	-0.4	3.8	2.1	3.2
营运资金的变动	-1,936.1	1,237.1	228.3	1,086.6					
经营活动产生现金流量	878.9	650.3	754.6	1,676.4					
投资活动产生现金流量	-2,616.6	451.5	-455.5	-460.5					
融资活动产生现金流量	1,532.5	-95.3	123.5	-1.0					

数据来源: wind

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

