

疫情拖累 Q1 业绩, 引流&服务模式创新看好快速修复

买入 (维持)

2020年04月10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

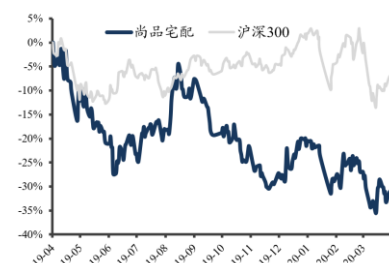
fujch@dwzq.com.cn

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)	27.69	25.03	22.15	19.49

投资要点

- **公司发布 20 年 Q1 业绩预告:** 期内受疫情拖累预计亏损 1.55-1.6 亿元(去年同期为亏损 2257.2 万元), 预计非经常性损益金额约 1200 万元。
- **疫情拖累 Q1 业绩, 经销商补贴计划共渡难关:** (1) Q1 属于家具销售淡季, 但因公司直营比例较高 (18 年直营收入占比 39%)、销售费用中的租金/销售人员薪酬等刚性支出较高, 而疫情期间加盟商及整装云会员复工时间延迟, 消费者也延后了定制家具消费需求, 因此 Q1 亏损幅度扩大。(2) 为帮助加盟商度过难关, 公司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 平台引流服务费用等, 以及“新模式”、“科技大基建”的技术支持, 费用投入加大。
- **服务模式创新、线上直播引流优势突出, 看好 Q2 业绩快速修复:** 面对疫情影响, 公司积极创新服务模式。(1) “新模式”: 将原来多个线下环节如量房、上门沟通等环节搬到线上, 通过云量尺、设计师免费设计充分满足顾客“无接触购买家具”需求, 极大缩短售前服务周期;(2) “科技大基建”: 打造全国各地区、各楼盘的各种房型、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, 对用户一站式需求进行大数据精准匹配, 提升设计效率和方案质量, 解放设计师产能;(3) “大直播”: 公司打造了新居网 MCN 机构, 自主孵化近 300 个家居 KOL, 举办了“214”“315”等多场直播团购活动, 成效显著, 3 月线上获取的量尺机会数对比去年单月最高峰值提升了 50%, 预计 Q2 有望稳步转化收入。
- **整装云、第二代全屋定制持续推进:** (1) 整装业务 19 年预计增长亮眼 (我们估计收入 4-6 亿, 翻倍增长), HOMKOO 整装云平台活跃会员快速增长, 20 年将推进、强化对家装产业链的整合。(2) 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, 同时带动客单值的提升。
- **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 25.03X/22.15X/19.49X, 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)	66.49
一年最低/最高价	60.35/99.68
市净率(倍)	3.98
流通 A 股市值(百万元)	8569.83

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)	128.89

相关研究

- 1、《尚品宅配 (300616): Q4 收入环比提速, 整装云、自营城市加盟模式发展迅速》2020-03-01
- 2、《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
- 3、《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

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	27.69	25.03	22.15	19.49
资本开支	635	222	492	511	P/B	4.34	3.66	3.21	2.80
营运资本变动	-63	509	318	384	EV/EBITDA	23.08	42.14	18.95	16.41

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>

