

整装高速发展，创新引流&服务模式奠基成长

买入（维持）

2020年04月19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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,261	8,003	8,975	10,101
同比（%）	9.3%	10.2%	12.2%	12.5%
归母净利润（百万元）	528	556	629	708
同比（%）	10.8%	5.1%	13.3%	12.5%
每股收益（元/股）	2.66	2.80	3.17	3.56
P/E（倍）	25.19	23.96	21.15	18.81

投资要点

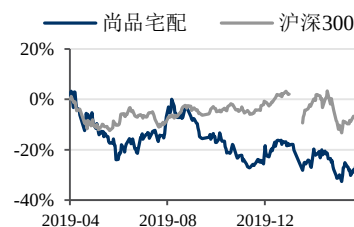
■ **公司发布 2019 年报：**期内公司实现营收 72.61 亿（+9.26%），归母净利润 5.28 亿（+10.76%），扣非归母净利 4.45 亿（+26.94%），非经常性损益 0.83 亿（其中政府补助 0.47 亿，理财收入 0.58 亿）。19Q4 单季营收 22.03 亿（+9.77%），归母净利润 1.93 亿（+4.84%），扣非归母净利 1.6 亿（-0.77%），整体业绩表现符合预期。公司公告拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税），股利支付率 22.56%。

■ **渠道快速下沉，自营城市加盟业务快速发展，直营收入保持稳健：**期内公司定制家具产品实现营收 52.67 亿（+4.96%），毛利率为 44.80%（-0.94pct）；配套家居产品实现营收 12.00 亿（+7.30%），毛利率为 28.45%（-0.05pct）。分渠道来看：（1）加盟业务实现营收 38.09 亿（同比增长约 6%），期内净开 227 家加盟店至 2327 家，其中自营城市加盟店达到 177 家（净开 99 家），带动公司自营城市零售终端收款规模同增 16%、份额快速提升，我们测算公司加盟单店收入约 172 万元（受到客流下滑影响同比-8%）。（2）直营业务预计实现营收 26.58 亿（同比增长约 2.23%），在直营门店数量减少 7 家（期末 94 家）的情况下实现了稳健增长。期内公司渠道下沉加速，四五线城市全年新开店占比约 60%，截至期末三四五线城市加盟门店数占比由 65% 上升至 76%。

■ **整装业务贡献重要增量，第二代全屋定制全面推进：**期内公司整装业务实现营收 4.30 亿（同比+121.62%），全口径含家具配套口径收入为 6.21 亿（同比+142%），其中圣诞鸟自营整装渠道收入 2.75 亿元（同比+109%），自营整装交付工地数达 1693 个（同比+99%）；HOMKOO 整装云渠道收入 3.46 亿（+190%）、会员数量大幅增长至 2497 家（同比+108%）。同时，公司于 19H1 切入第二代全屋定制智能家居，突破以橱柜+衣柜为核心的全屋柜类定制，实现家居全品类的一站式配齐，为消费者提供真正的一站式装修服务，截止期末已有 64 家公司加盟。

■ **积极把握 MCN 趋势，创新服务模式、引流优势突出，看好 Q2 业绩快速修复：**期内公司 O2O 引流服务实现营收 1.31 亿（同比-14.89%），主要系公司调整量尺收费策略，但公司积极布局 MCN 引流、创新服务模式：（1）**大直播：**将“新居网”打造为行业头部垂直 MCN 机构，自主孵化及签约近 300 个 IP 家居类达人，累计全网短视频粉丝共 1.2 亿；Q1 疫情期间举办了“2.22”“3.15”等多场直播团购活动，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、拉动业绩修复（Q1 预告亏损 1.55-1.6 亿）。（2）**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；（3）**“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.00
一年最低/最高价	60.35/95.48
市净率(倍)	3.78
流通 A 股市值(百万元)	8635.56

基础数据

每股净资产(元)	17.70
资产负债率(%)	42.50
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)：疫情拖累 Q1 业绩，引流&服务模式创新看好快速修复》2020-04-10
- 2、《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
- 3、《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

- **毛利率小幅下滑，费用管控能力提升：**公司 19 年综合毛利率 41.57%（同比-2.11pct），小幅下滑，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。期内期间费用率优化显著，合计 33.61%（同比-2.92pct），其中销售费用率为 27.16%（-2.33pct），管理费用率为 6.48%（-0.52pct），精细化管理成效凸显。综合来看，公司归母净利率为 7.28%（同比+0.10pct），盈利能力有所提升。
- **整装&工程业务致营运能力、现金流有所下降：**因整装云业务快速增长及配套品备货增加，公司账上存货增加 2.49 亿元至 8.14 亿元，存货周转天数为 58.54 天（同比+12.07 天）；应收账款增加 0.33 亿元至 0.56 亿元，应收账款周转天数为 2.14 天（同比+1.97 天），主要系工程单客户应收账款由 0.02 亿增长至 0.37 亿。期末公司账上预收款维持 13.19 亿元（同比+3.86%）的高位，保障 20 年收入。综合来看受存货增长较多影响，公司经营性现金流量净额 6.19 亿，同比-4.83%。
- **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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年实现营收 80.03/89.75/101.01 亿，同比增长 10.2%/12.2%/12.5%，归母净利 5.56/6.29/7.08 亿，同比增长 5.1%/13.3%/12.5%，当前股价对应 20-22 年 PE 分别 23.96X/21.15X/ 18.81X，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	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	2,203.23
YOY	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%	15.66%	5.56%	8.39%	9.77%
归母净利润	-32.98	156.46	169.29	184.30	-22.57	186.04	171.70	193.23
YOY	-29.19%	39.15%	21.01%	5.75%	-31.56%	18.91%	1.42%	4.84%
扣非归母净利润	(63.36)	130.40	122.28	161.26	(36.73)	168.45	153.30	160.02
YOY	36.15%	23.90%	1.72%	3.62%	-42.02%	29.18%	25.37%	-0.77%
毛利率	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%	43.98%	41.11%	39.91%
期间费用率	48.29%	34.00%	34.69%	33.93%	44.20%	32.14%	30.56%	31.40%
其中：销售费用	400.95	482.49	517.45	558.96	441.77	503.97	491.36	534.63
销售费用率	36.40%	27.33%	29.21%	27.85%	34.68%	27.04%	25.59%	24.27%
其中：管理费用	129.36	118.30	80.04	83.42	90.54	69.81	67.45	107.34
研发费用	0.00	0.00	16.29	37.44	31.14	26.07	29.23	49.61
管理+研发费用率	11.74%	6.70%	5.44%	6.02%	9.55%	5.14%	5.04%	7.12%
其中：财务费用	1.55	-0.52	0.74	1.21	-0.42	-0.88	-1.23	0.21
财务费用率	0.14%	-0.03%	0.04%	0.06%	-0.03%	-0.05%	-0.06%	0.01%
归母净利率	-2.99%	8.86%	9.56%	9.18%	-1.77%	9.98%	8.94%	8.77%
存货	429.47	397.60	513.51	565.47	594.62	605.32	743.41	814.26
较上年同期增减	64.04%	48.30%	51.46%	41.07%	38.45%	52.24%	44.77%	44.00%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.94	7.83
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.94	7.83
应收账款	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19	59.81	61.70	55.52
较上年同期增减	1.33	5.67	5.01	19.83	34.00	50.54	51.90	32.47
应付账款及应付票据	313.12	485.59	486.32	549.41	338.01	520.50	695.34	833.28
较上年同期增减	70.33	111.92	60.49	38.08	24.88	34.91	209.03	283.87
预收账款	978.54	1042.96	1113.31	1270.17	1088.65	1148.29	1158.03	1318.81
较上年同期增减	186.15	212.17	198.80	209.08	110.11	105.33	44.72	48.63
经营性现金流净额	-431.22	549.31	43.28	488.94	-600.84	417.81	228.69	573.23
较上年同期增减	-283.79	174.69	-194.78	75.26	-169.62	-131.49	185.42	84.28
筹资性现金流净额	24.08	-130.77	-0.63	11.99	-2.16	-119.33	-2.19	0.92
较上年同期增减	-1349.22	-130.77	-161.21	13.37	-26.25	11.43	-1.56	-11.07
资本开支	170.69	67.30	111.59	285.89	139.03	140.98	173.01	349.80
较上年同期增减	137.22	-30.08	29.58	96.99	-31.66	73.68	61.42	63.91
ROE	-1.27%	5.98%	6.20%	6.29%	-0.74%	6.08%	5.35%	5.65%
YOY (±)	1.84%	0.92%	0.26%	-0.62%	0.52%	0.10%	-0.85%	-0.63%
资产负债率	38.66%	42.45%	41.38%	42.74%	36.84%	39.83%	39.72%	42.50%
YOY (±)	3.43%	4.97%	0.56%	0.11%	-1.82%	-2.62%	-1.66%	-0.24%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 2：尚品宅配收入拆分一览

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2019H2	2019A
营业总收入	1912.24	3087.73	4026.00	5323.45	6645.39	3137.46	4123.33	7260.79
YOY	62.72%	61.47%	30.39%	32.23%	24.83%	9.44%	9.12%	9.26%
毛利率	44.82%	44.96%	46.19%	45.11%	43.68%	43.01%	40.47%	41.57%
直营店类型								
销售收入	787.41	1391.09	1901.52	2300.00	2600.00	1128.54	1529.56	2658.10
yoy	-	76.67%	36.69%	20.96%	13.04%	-1.18%	4.91%	2.23%
占比	41.18%	45.05%	47.23%	43.21%	39.12%	35.97%	37.10%	36.61%
门店数量	68	79	76	85	101	94	94	94
单店收入/万	1157.96	1892.64	2453.57	2857.14	2901.59	1157.48	1627.19	2726.26
加盟店类型								
销售收入	1037.41	1574.12	1967.55	2700.00	3600.00	1695.00	2114.00	3809.00
yoy	-	51.74%	24.99%	37.23%	约30%	8.31%	3.88%	约6%
占比	54.25%	50.98%	48.87%	50.72%	54.17%	54.02%	51.27%	52.46%
门店数量	901	994	1081	1557	2100	2268	2327	2327
单店收入/万	115.14	166.13	189.64	204.70	187.72	77.61	92.01	172.08
O2O引流服务								
销售收入	13.79	46.25	59.86	108.96	154.17	74.27	56.94	131.21
yoy	242.18%	235.39%	29.43%	-	41.49%	15.16%	-36.51%	-14.89%
占比	0.74%	1.49%	1.49%	2.05%	2.32%	2.37%	1.38%	1.81%
毛利率	88.72%	88.28%	85.29%	-	88.49%	93.28%	85.49%	89.90%
整装业务								
销售收入	-	-	-	2.28	194.22	154.51	275.92	430.43
yoy	-	-	-	-	8401.91%	230.90%	87.03%	121.62%
占比	-	-	-	0.04%	2.92%	4.92%	6.69%	5.93%
毛利率	-	-	-	-	19.71%	18.94%	21.78%	20.76%

注：计算单店收入时使用期初期末门店数平均值。

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3742	5019	5445	6100	营业收入	7261	8003	8975	10101
现金	1522	1108	1381	1571	减:营业成本	4243	4714	5351	6089
应收账款	63	33	66	46	营业税金及附加	57	72	81	91
存货	814	1179	1338	1522	营业费用	1972	2166	2361	2583
其他流动资产	1342	2699	2661	2961	管理费用	335	504	555	614
非流动资产	2376	2002	2167	2265	财务费用	-2	-4	-4	-5
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	3	1	3
固定资产	892	837	987	1069	加:投资净收益	58	60	60	60
在建工程	783	783	783	783	其他收益	-91	47	51	50
无形资产	418	150	160	170	营业利润	624	654	742	836
其他非流动资产	283	232	237	243	加:营业外净收支	-3	7	7	7
资产总计	6118	7021	7612	8364	利润总额	622	661	749	843
流动负债	2542	2926	2962	3079	减:所得税费用	93	106	120	135
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1319	1778	1662	1603	归属母公司净利润	528	556	629	708
其他流动负债	1223	1147	1299	1476	EBIT	711	618	708	815
非流动负债	58	43	48	54	EBITDA	817	764	865	973
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	58	43	48	54	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2600	2969	3010	3133	每股收益(元)	2.66	2.80	3.17	3.56
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	17.70	20.40	23.17	26.33
归属母公司股东权益	3517	4053	4603	5231	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
负债和股东权益	6118	7021	7612	8364	ROIC(%)	17.2%	12.8%	12.9%	13.1%
					ROE(%)	16.1%	14.7%	14.5%	14.4%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	41.6%	41.1%	40.4%	39.7%
经营活动现金流	619	766	860	660	销售净利率(%)	7.3%	6.9%	7.0%	7.0%
投资活动现金流	-629	-891	-1024	-957	资产负债率(%)	42.5%	42.3%	39.5%	37.5%
筹资活动现金流	-123	-289	436	487	收入增长率(%)	9.3%	10.2%	12.2%	12.5%
现金净增加额	-132	-414	273	190	净利润增长率(%)	10.8%	5.1%	13.3%	12.5%
折旧和摊销	106	146	157	159	P/E	25.19	23.96	21.15	18.81
资本开支	803	895	1028	961	P/B	3.78	3.28	2.89	2.54
营运资本变动	-168	894	390	537	EV/EBITDA	16.29	17.42	15.39	13.68

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>