

轻工/家用轻工

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

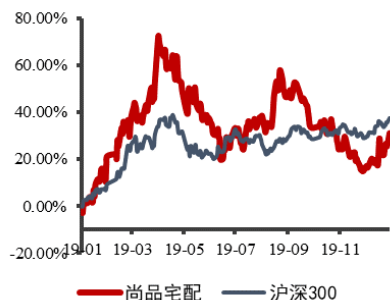
报告原因：业绩点评

整装业务兼具规模与盈利，新居网 MCN 发力私域流量 增持

2020 年 4 月 18 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 17 日

收盘价(元):	67.00
年内最高/最低(元):	63.02/82.00
流通 A 股/总股本(亿):	0.65/1.99
流通 A 股市值(亿):	86
总市值(亿):	133

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	2.69
摊薄每股收益:	2.69
每股净资产(元):	17.70
净资产收益率:	16.10%

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》
2020-2-29

事件描述

➤ 公司发布 2019 年年度报告：报告期内，公司实现营业收入 72.61 亿元，同比增长 9.26%；归母净利润 5.28 亿元，同比增长 10.76%；扣非后归母净利润 4.45 亿元，同比增长 26.94%，与此前披露的业绩快报一致，符合预期。

事件点评

➤ 2019Q4 业绩边际改善，营收/归母净利润增速环比回升。公司 2019Q4 实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 9.77%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 4.84%；实现扣非后归母净利润 1.60 亿元，同比下滑 0.77%。公司 2019Q1/Q2/Q3 营业收入增速分别为 15.66%/5.56%/8.39%；归母净利润增速分别为 31.56%/18.91%/1.42%；扣非后归母净利润增速分别为 42.02%/29.18%/25.37%。公司 Q4 营收、归母净利润增速环比分别回升 1.38、3.42pct。

➤ 受益于集团层面控费增效，期间费用率持续优化、净利率小幅提升，整装业务毛利率提升，规模效益初步显现。公司 2019 年毛利率同比下滑 2.11pct 至 41.57%，净利率同比提升 0.10pct 至 7.28%，期间费用率同比下降 2.92pct 至 33.61%。其中，销售费用率同比下降 2.33pct 至 27.16%，管理费用率同比下降 0.51pct 至 6.49%，财务费用率同比下降 0.07pct 至 -0.03%。分业务来看，定制家具、配套家居产品的毛利率及同比变动分别为 44.80% (-0.94pct)、28.45% (-0.05pct)，整装业务、O2O 引流服务的毛利率分别为 20.76% (+1.05pct)、88.49% (+1.41pct)。

➤ 全屋定制多品类协同增长，整装业务贡献大幅提升。全年定制家具实现收入 52.67 亿元 (+4.96%)，配套家居实现收入 12.00 亿元 (+7.30%)，整装业务实现收入 4.30 亿元 (+121.62%)，O2O 引流服务实现收入 1.31 亿元 (-14.89%)，其中，整装业务的收入占比达到 5.93%，同比去年增加 3.01pct。

➤ 自营城市销售收款同比增长约 16%，加盟渠道持续下沉四五线城市。截至 2019 年末，公司加盟店总数已达 2327 家（含在装修的店面，购物中心店占 40%），其中自营城市加盟店数量已有 177 家，加盟店总数同比净增加 227 家。同时公司加快下沉销售网络至四线五线城市，完善加盟网点布局。在新增店铺中，四线五线城市开店占比约 60%。截至 2019 年末，公司一二线城市加盟门店数占比 24%，三四五线城市加盟门店数占比 76%。通



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

过加盟渠道的拓展和实体店销售能力的提升，2019 年公司加盟店实现主营业务收入约 38.09 亿元，较上年同期增长约 6%；而 2019 年公司直营店在店铺数量减少的情况下（同比净减少 7 家），自营城市消费者零售终端的销售收款规模仍同比增长约 16%，自营城市市场份额快速提升。

➤ **全方位大力推进自营整装、HOMKOO 整装云业务，2019 年多项指标实现翻倍增长。**（1）三地自营整装业务：2019 年，广州、佛山、成都三地圣诞鸟整装交付 1693 户，同比增长了 99%，广州区域打造出多名年度业绩超千万的标杆设计师。圣诞鸟自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 2.75 亿元，同比增长约 109%。在不断优化标准工艺的同时，公司陆续认证了 683 名产业工人、117 名项目经理、29 名安装经理，前端工艺培训约 200 人次。（2）HOMKOO 整装云：2019 年 HOMKOO 整装云市场布局进一步向全国各地县、市渗透，会员基数已达到一定规模。截止年末，公司 HOMKOO 整装云会员数量有 2497 家，同比增长了 108%，HOMKOO 整装云已成为业内会员数量、会员区域分布领先的整装赋能平台。HOMKOO 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 3.46 亿元，同比增长 190%。

➤ **强化创新 O2O 营销引流模式，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。**通过与抖音、快手、火山、西瓜等短视频平台的合作，公司全网增粉 4000 多万，累计短视频粉丝共 1.2 亿。其中 2800 万以上粉丝账号 1 个，1000 万粉丝账号 2 个，100 万粉丝账号 17 个。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。通过与阿里等零售平台的合作，公司开始打造家居行业新零售标杆。2019 年在天猫渠道，尚品宅配品牌年度线上成交达成 10.5 亿，维意定制品牌年度线上成交 4 亿。

投资建议

➤ 公司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 2020-2022 年实现归母公司净利润为 5.97、7.12、7.26 亿元，同比增长 10.8%、13.1%、19.2%，对应 EPS 为 3.01/3.58/3.65 元，PE 为 22.3/18.7/18.4 倍，维持“增持”评级。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,645.4	7,260.8	7,946.9	8,940.3	9,834.3
同比增长	24.8%	9.3%	9.5%	12.5%	10.0%
归母净利润（百万元）	477.1	528.4	597.4	711.8	725.5
同比增长	25.5%	10.8%	13.1%	19.2%	1.9%
每股收益（元）	2.40	2.66	3.01	3.58	3.65
PE	27.90	25.19	22.28	18.70	18.35
PB	4.37	3.78	3.18	2.72	2.37

数据来源：wind



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。

利润表					财务指标				
	2018	2019	2020E	2021E		2018	2019	2020E	2021E
营业收入	6,645.4	7,260.8	7,946.9	8,940.3	成长性				
减:营业成本	3,742.6	4,242.7	4,641.0	5,230.1	营业收入增长率	24.8%	9.3%	9.5%	12.5%
营业税费	61.0	56.6	67.4	72.8	营业利润增长率	23.3%	9.8%	12.2%	19.4%
销售费用	1,959.8	1,971.7	2,129.8	2,427.3	净利润增长率	25.5%	10.8%	13.1%	19.2%
管理费用	311.1	335.1	357.6	536.4	EBITDA增长率	55.6%	6.7%	-1.4%	17.3%
财务费用	3.0	-2.3	-2.5	1.0	EBIT增长率	59.3%	6.0%	-2.0%	20.0%
资产减值损失	1.0	-	-2.0	1.0	NOPLAT增长率	24.8%	11.2%	12.3%	20.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-150.0	75.0	投资资本增长率	-29.7%	-47.8%	194.4%	-27.5%
投资和汇兑收益	102.1	57.7	95.0	90.0	净资产增长率	16.3%	15.4%	19.0%	17.0%
营业利润	568.4	624.2	700.6	836.7	利润率				
加:营业外净收支	4.6	-2.6	1.4	-0.0	毛利率	43.7%	41.6%	41.6%	41.5%
利润总额	573.0	621.5	702.0	836.7	营业利润率	8.6%	8.6%	8.8%	9.4%
减:所得税	95.9	92.9	104.6	124.9	净利润率	7.2%	7.3%	7.5%	8.0%
净利润	477.1	528.4	597.4	711.8	EBITDA/营业收入	11.5%	11.3%	10.1%	10.6%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	EBIT/营业收入	10.1%	9.8%	8.8%	9.4%
货币资金	1,650.5	1,522.4	1,134.5	2,410.8	投资回报率				
交易性金融资产	-	1,150.0	1,000.0	1,075.0	ROE	15.7%	15.0%	14.3%	14.5%
应收帐款	73.9	112.6	83.6	109.0	ROA	9.0%	8.6%	8.7%	9.4%
应收票据	-	7.8	-	-	ROIC	27.2%	43.0%	92.4%	37.7%
预付帐款	43.3	52.2	60.5	179.6	运营效率				
存货	565.5	814.3	635.8	716.5	固定资产周转天数	47	44	52	66
其他流动资产	1,282.0	82.4	1,204.5	2.5	流动营业资本周转天数	14	-44	-49	-48
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	189	182	178	173
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	-	-	-	存货周转天数	59	51	33	27
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	268	284	295	292
固定资产	890.8	892.2	1,383.2	1,879.6	投资资本周转天数	81	46	57	66
在建工程	304.6	783.4	750.9	713.2	费用率				
无形资产	344.9	498.1	481.5	464.9	销售费用率	29.5%	27.2%	26.8%	27.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	4.7%	4.6%	4.5%	6.0%
资产总额	5,321.9	6,117.7	6,894.0	7,591.1	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	34.2%	31.7%	31.3%	33.2%
应付帐款	813.9	1,037.9	1,011.2	801.0	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	42.7%	42.5%	39.3%	35.5%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	74.6%	73.9%	64.7%	55.0%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	1.61	1.47	1.54	1.67
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	1.36	1.15	1.30	1.40
负债总额	2,274.6	2,599.9	2,707.5	2,692.8	利息保障倍数	226.50	#####	-279.24	837.74
少数股东权益	0.5	0.7	0.7	0.7	业绩和估值指标				
股本	198.7	198.7	198.7	198.7	EPS(元)	2.40	2.66	3.01	3.58
留存收益	2,957.5	3,378.0	3,975.4	4,687.3	BVPS(元)	15.34	17.70	21.07	24.65
股东权益	3,047.3	3,517.8	4,186.4	4,898.3	PE(X)	27.9	25.2	22.3	18.7
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	PB(X)	4.4	3.8	3.2	2.7
净利润	477.1	528.6	597.4	711.8	P/FCF	13.3	11.9	-20.4	10.8
加:折旧和摊销	135.4	149.5	108.2	108.2	P/S	2.0	1.8	1.7	1.5
资产减值准备	1.0	3.3	-	-	EV/EBITDA	13.4	14.6	13.7	10.3
公允价值变动损失	-	-	-150.0	75.0	CAGR(%)	14.3%	11.1%	16.3%	14.3%
财务费用	-1.0	-0.7	-2.5	1.0	PEG	2.0	2.3	1.4	1.3
投资收益	-102.1	-57.7	-95.0	-90.0	ROIC/WACC	2.2	3.5	7.5	3.0
少数股东损益	0.0	0.2	-	-	REP	3.8	5.3	0.8	2.3
营运资金的变动	1,237.1	1,194.8	-764.2	1,081.9					
经营活动产生现金流量	650.3	618.9	-306.2	1,887.9					
投资活动产生现金流量	451.5	-628.7	-155.5	-610.5					
融资活动产生现金流量	-95.3	-122.8	73.8	-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

