

整装业务快速扩张, 流量先发优势明显

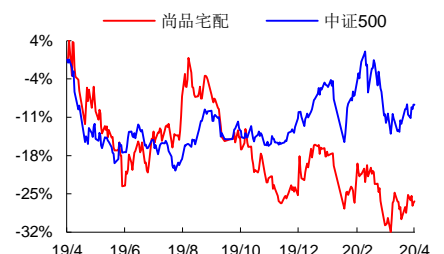
投资要点

- **业绩总结:** 2019年公司实现营业收入72.6亿元, 同比增长9.3%; 实现归母净利润5.3亿元, 同比增长10.8%, 扣非后净利润4.5亿元, 同比增长26.9%, 其中Q4实现营收22亿元, 同比增长9.8%; 实现归母净利润1.9亿元, 同比增长4.8%, 扣非后净利润1.6亿元, 同比小幅下降0.8%。受房地产后周期及客户端竞争加剧的影响, 业绩有所放缓。
- **毛利率小幅波动, 盈利能力稳定。** 2019年公司整体毛利率下降2.1pp至41.6%, 主要系整装业务占比提升、加盟渠道扩张所致。定制家具和配套家具产品毛利率分别为44.8%/28.5%, 较去年同期分别下降0.9pp/0.05pp, 整装业务毛利率小幅提升1.1pp至20.8%。费用率方面, 公司整体费用率为33.6%, 同比下降2.9pp。受部分研发项目投入资本化影响, 研发费用金额有所下降, 研发费率下降0.4pp至1.9%; 销售费率为27.2%, 同比下降2.3pp, 公司在行业下行期对销售费用的投放效果要求更高, 对费用投入有所控制。2019年公司净利率为7.3%(+0.1pp); ROE为15%, 同比下降0.6pp, 主要因为资产负债率和总资产周转率(整装业务)下降。整体来看, 公司盈利能力稳定, 经营效率较高。
- **核心品类增长稳健, 整装业务持续发力。** 分品类看, 定制家具产品实现收入52.7亿元, 同比增长5%, 配套家具产品实现收入12亿元, 同比增长7.3%, 在行业下行的情况下, 公司作为一线企业, 其核心品类仍实现了稳定增长。2019年, 公司继续以满足消费者需求为导向, 强化定制家具及配套产品的研发, 于年初推出“只为美好生活”的第二代全屋定制, 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; 联合故宫宫廷文化共同打造“锦绣东方”新中式系列产品, 上市四套厨房新品, 产品品类日益丰富。整装业务持续发力, 全年实现收入4.3亿元, 同比增长121.6%。报告期内, 公司不断加强与广州、佛山、成都三地的自营圣诞鸟整装业务, 通过引进人才、开发交付技术、优化人员培训系统等着力提升整装交付质量; 大力推进HOMKOO整装云业务, 进一步完善全屋一体化整装服务。O2O引流服务和软件技术服务分别实现收入1.3亿元/5151.6万元, 同比下降14.9%/33.4%。
- **加盟渠道快速扩张, 销售网络深度下沉。** 2019年, 公司继续强化渠道拓展。一方面, 公司通过举办招商发布会、发动员工创业开店、启动第二代全屋定制加盟模式等一系列工作加速渠道建设。截至2019年12月底, 公司加盟店总数已达2327家(购物中心店占40%), 其中自营城市加盟店177家, 加盟店净增227家。在新开店中, 新加盟商开店占81%, 老加盟商开店占19%。另一方面, 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12月底, 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%。
- **以科技升级赋能企业运营的各个环节, 整装云市场份额进一步提高。** 2019年公司加大对软硬件系统的研发投入, 赋能加盟商; 在生产、供应链及施工交付上, 全面升级系统, 以核心科技的发展推动各个环节运营效率的提高。此外, 公司继续大力推进HOMKOO整装云业务, 进一步完善全屋一体化整装服务, 2019

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.99
流通A股(亿股)	1.29
52周内股价区间(元)	61.72-94.99
总市值(亿元)	136.69
总资产(亿元)	61.18
每股净资产(元)	17.70

相关研究

1. 尚品宅配(300616): 降费增效, 模式变革奠定成长基础 (2019-10-30)
2. 尚品宅配(300616): 增长稳健, 整装业务发展迅速 (2019-08-25)
3. 尚品宅配(300616): 盈利能力持续提升, 业务模式继续创新 (2019-07-15)
4. 尚品宅配(300616): 营收保持较快增长, 控费效果显现 (2019-04-23)
5. 尚品宅配(300616): 核心业务稳定增长, 整装布局快速推进 (2019-04-22)

年 HOMKOO 整装云市场的渗透率进一步提高。截至年末，公司 HOMKOO 整装云会员数量有 2497 家，同比增长了 108%，HOMKOO 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 3.5 亿元，同比增长 190%。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.89 元、3.16 元、3.48 元，对应 PE 24 倍、22 倍、20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；新业务推进不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7260.79	7974.41	8865.54	9994.86
增长率	9.26%	9.83%	11.17%	12.74%
归属母公司净利润（百万元）	528.40	574.91	627.09	691.64
增长率	10.76%	8.80%	9.08%	10.29%
每股收益 EPS（元）	2.66	2.89	3.16	3.48
净资产收益率 ROE	15.03%	14.52%	14.12%	13.90%
PE	26	24	22	20
PB	3.89	3.45	3.08	2.75

数据来源：Wind, 西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

假设 1：未来三年加盟店每年保持 200 家左右净增长；

假设 2：在整装业务占比逐渐上升，公司营收结构调整的情况下，毛利率呈小幅下滑趋势，预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 41.1%、40.7%和 40.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项收入成本预测

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营业收入	6645.4	7260.8	7,974.4	8,865.5	9,994.9
yoy	24.8%	9.3%	9.83%	11.17%	12.74%
营业成本	3742.6	4242.7	4,700.4	5,254.6	5,946.4
毛利率	43.7%	41.6%	41.06%	40.73%	40.51%
定制家具产品					
收入	5017.8	5266.7	5530.04	5,917.14	6,508.85
yoy	17.2%	5.0%	5.00%	7.00%	10.00%
成本	2722.8	2907.4	3041.52	3,254.43	3,579.87
毛利率	45.7%	44.8%	45.00%	45.00%	45.00%
配套家具产品					
收入	1118.7	1200.4	1320.44	1,452.48	1,597.73
yoy	42.5%	7.3%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	799.9	858.9	937.51	1,016.74	1,118.41
毛利率	28.5%	28.4%	29.00%	30.00%	30.00%
软件及技术服务					
收入	77.4	51.5	46.368	46.37	46.37
yoy	-17.2%	-33.4%	-10.00%	0.00%	0.00%
成本	6.1	3.8	3.25	3.25	3.25
毛利率	92.1%	92.6%	93.00%	93.00%	93.00%
O2O 引流服务					
收入	154.2	131.2	118.09	106.28	95.65
yoy	41.5%	-14.9%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
成本	17.7	13.2	11.81	10.63	9.57
毛利率	88.5%	89.9%	90.00%	90.00%	90.00%
整装业务					
收入	194.2	430.4	688.69	964.16	1253.41
yoy	8418.4%	121.6%	60.00%	40.00%	30.00%
成本	155.9	341.1	530.29	723.12	914.99
毛利率	19.7%	20.8%	23.00%	25.00%	27.00%
其他业务					

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	83.1	180.5	270.80	379.11	492.85
yoy	56.9%	117.2%	50.00%	40.00%	30.00%
成本	40.1	118.3	176.02	246.42	320.35
毛利率	51.7%	34.5%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7260.79	7974.41	8865.54	9994.86	净利润	528.62	575.16	627.36	691.93
营业成本	4242.68	4700.39	5254.58	5946.43	折旧与摊销	149.51	99.74	119.16	134.64
营业税金及附加	56.60	62.16	69.11	77.91	财务费用	-2.32	-10.62	-16.27	-22.61
销售费用	1971.73	2137.14	2349.37	2628.65	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	335.13	478.46	549.66	629.68	经营营运资本变动	1083.20	53.85	115.76	116.47
财务费用	-2.32	-10.62	-16.27	-22.61	其他	-1140.12	-63.00	-70.00	-70.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	618.89	655.12	776.00	850.44
投资收益	57.71	70.00	80.00	80.00	资本支出	-682.81	-14.00	-19.50	-25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	54.07	70.00	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-628.75	56.00	60.50	55.00
营业利润	624.16	676.88	739.10	814.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.64	-0.22	-1.03	-0.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	621.52	676.65	738.07	814.04	股权融资	11.75	0.00	0.00	0.00
所得税	92.90	101.50	110.71	122.11	支付股利	0.00	-132.10	-143.73	-156.77
净利润	528.62	575.16	627.36	691.93	其他	-134.52	10.62	16.27	22.61
少数股东损益	0.22	0.24	0.27	0.29	筹资活动现金流净额	-122.76	-121.48	-127.45	-134.17
归属母公司股东净利润	528.40	574.91	627.09	691.64	现金流量净额	-132.15	589.65	709.05	771.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1522.38	2112.03	2821.08	3592.35	成长能力				
应收和预付款项	172.58	176.35	201.44	225.69	销售收入增长率	9.26%	9.83%	11.17%	12.74%
存货	814.26	961.09	1078.55	1287.14	营业利润增长率	9.81%	8.45%	9.19%	10.24%
其他流动资产	1232.40	1240.50	1250.61	1263.43	净利润增长率	10.80%	8.80%	9.08%	10.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.13%	-0.69%	9.92%	10.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1675.62	1607.49	1528.00	1441.60	毛利率	41.57%	41.06%	40.73%	40.51%
无形资产和开发支出	498.08	489.90	482.16	474.85	三费率	31.74%	32.67%	32.52%	32.37%
其他非流动资产	202.35	222.92	245.49	269.56	净利率	7.28%	7.21%	7.08%	6.92%
资产总计	6117.66	6810.27	7607.32	8554.61	ROE	15.03%	14.52%	14.12%	13.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.64%	8.45%	8.25%	8.09%
应付和预收款项	2337.54	2529.83	2825.48	3195.83	ROIC	51.13%	84.68%	124.46%	243.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.62%	9.61%	9.50%	9.27%
其他负债	262.36	319.62	337.40	379.18	营运能力				
负债合计	2599.90	2849.45	3162.88	3575.01	总资产周转率	1.27	1.23	1.23	1.24
股本	198.68	198.68	198.68	198.68	固定资产周转率	8.14	8.20	8.13	8.78
资本公积	1504.65	1504.65	1504.65	1504.65	应收账款周转率	184.82	151.33	162.03	159.71
留存收益	1873.38	2316.20	2799.56	3334.43	存货周转率	5.68	4.68	4.59	4.51
归属母公司股东权益	3517.03	3959.84	4443.20	4978.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.13%	—	—	—
少数股东权益	0.73	0.98	1.24	1.54	资本结构				
股东权益合计	3517.76	3960.82	4444.44	4979.61	资产负债率	42.50%	41.84%	41.58%	41.79%
负债和股东权益合计	6117.66	6810.27	7607.32	8554.61	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.47	1.61	1.72	1.81
					速动比率	1.15	1.26	1.38	1.44
					股利支付率	0.00%	22.98%	22.92%	22.67%
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	771.35	765.99	841.98	926.83	每股指标				
PE	25.87	23.78	21.80	19.76	每股收益	2.66	2.89	3.16	3.48
PB	3.89	3.45	3.08	2.75	每股净资产	17.70	19.93	22.36	25.06
PS	1.88	1.71	1.54	1.37	每股经营现金	3.12	3.30	3.91	4.28
EV/EBITDA	14.12	13.45	11.39	9.51	每股股利	0.00	0.66	0.72	0.79
股息率	0.00%	0.97%	1.05%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与-20%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn