

一季度低点已过，看好二季度业绩修复 买入（维持）

2020年04月28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

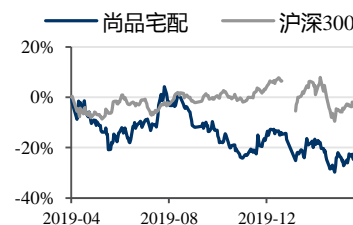
fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,261	7,602	8,517	9,580
同比（%）	9.3%	4.7%	12.0%	12.5%
归母净利润（百万元）	528	544	611	689
同比（%）	10.8%	3.0%	12.3%	12.7%
每股收益（元/股）	2.66	2.74	3.08	3.47
P/E（倍）	25.33	24.60	21.90	19.44

投资要点

- **公司发布2020年一季度报**：期内公司实现营收6.69亿（同比-47.46%），归母净利润-1.56亿（19年Q1亏损0.23亿），扣非归母净利润-1.68亿（19年Q1亏损0.37亿），其中非经常性损益金额为0.12亿元。Q1期间受疫情影响线下客流锐减，叠加公司直营收入占比较高（收入确认较经销模式相对更晚，且直营门店费用较高），公司业绩承压。
- **线上引流成效突出+服务模式创新，看好Q2业绩快速恢复**：疫情期间，尽管线下门店业务开展困难，公司积极探索“线上门店”新模式，将客户沟通、量尺、方案设计等环节线上化，极大缩短售前服务周期，同时把握MCN趋势及短视频免费流量，“直播+IP”引流获客成效显著：20Q1线上获取的量尺机会数已经同比持平，且线上带来的实际量尺数同比增长20%、量尺成本同比下降27%；其中3月份实际量尺数同比增长46%、量尺成本同比下降36%。此外，公司推进“科技大基建”，打造全国各地、各楼盘的各种房型设计案例等大型数据库（目前已有17万户），提升设计效率和方案质量，解放设计师产能。综合来看，公司在渠道布局超前、Q1收获较多量尺，预计4月以来接单已经快速恢复，看好Q2快速修复。
- **整装云发展势头良好，二代全屋定制稳步推进**：20Q1公司整装业务持续开拓，期内整装云会员数量保持增长，且由于整装云业务主辅材销售主要面向家装公司等小B需求，预计整装业务下滑幅度小于整体。展望20年，伴随整装云会员活跃度提升、单会员下单金额增长，仍然看好整装云业务高增。同时，公司于19H1切入第二代全屋定制智能家居，突破现有全屋定制家具及配套，增加全案设计服务能力和装修主材辅材，为消费者提供真正的一站式装修服务，截止19年底已有64家公司加盟，有望于20年发力。
- **疫情拖累各项财务指标表现**：期内毛利率同比减少7.34pct至34.25%。期间费用率同增21.10pct至65.30%，其中销售费用率同增15.99pct至50.67%，主要系疫情期间给予加盟商补贴及利用线上直播引流获客所致；管理+研发费用率同增5.59pct至15.14%，其中研发费用0.33亿元（去年同期0.31亿元），系公司为开展“新模式”、“科技大基建”的投入支持；财务费用率同减0.48pct至-0.51%。受疫情影响库存积压，截至期末账上存货同增2.88亿至8.83亿；经营性现金流净额-10.74亿（19Q1为-6.01亿）。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司20-22年实现营收76.02/85.17/95.8亿，同比增长4.7%/12.0%/12.5%，归母净利5.44/6.11/6.89亿，同比增长3.0%/12.3%/12.7%，当前股价对应20-22年PE分别24.6X/21.9X/19.44X，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)	67.36
一年最低/最高价	60.35/91.65
市净率(倍)	3.98
流通A股市值(百万元)	8682.03

基础数据

每股净资产(元)	16.93
资产负债率(%)	34.50
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)：整装高速发展，创新引流&服务模式奠基成长》2020-04-19
- 2、《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
- 3、《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

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	2020Q1
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	669.30
YOY	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%	15.66%	5.56%	8.39%	9.77%	-47.46%
归母净利润	-32.98	156.46	169.29	184.30	-22.57	186.04	171.70	193.23	-155.58
YOY	-29.19%	39.15%	21.01%	5.75%	-31.56%	18.91%	1.42%	4.84%	589.26%
扣非归母净利润	(63.36)	130.40	122.28	161.26	(36.73)	168.45	153.30	160.02	(167.64)
YOY	36.15%	23.90%	1.72%	3.62%	-42.02%	29.18%	25.37%	-0.77%	356.35%
毛利率	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%	43.98%	41.11%	39.91%	34.25%
期间费用率	48.29%	34.00%	34.69%	33.93%	44.20%	32.14%	30.56%	31.40%	65.30%
其中: 销售费用	400.95	482.49	517.45	558.96	441.77	503.97	491.36	534.63	339.14
销售费用率	36.40%	27.33%	29.21%	27.85%	34.68%	27.04%	25.59%	24.27%	50.67%
其中: 管理费用	129.36	118.30	80.04	83.42	90.54	69.81	67.45	107.34	67.88
研发费用	0.00	0.00	16.29	37.44	31.14	26.07	29.23	49.61	33.42
管理+研发费用率	11.74%	6.70%	5.44%	6.02%	9.55%	5.14%	5.04%	7.12%	15.14%
其中: 财务费用	1.55	-0.52	0.74	1.21	-0.42	-0.88	-1.23	0.21	-3.40
财务费用率	0.14%	-0.03%	0.04%	0.06%	-0.03%	-0.05%	-0.06%	0.01%	-0.51%
归母净利率	-2.99%	8.86%	9.56%	9.18%	-1.77%	9.98%	8.94%	8.77%	-23.25%
存货	429.47	397.60	513.51	565.47	594.62	605.32	743.41	814.26	883.11
较上年同期增减	64.04%	48.30%	51.46%	41.07%	38.45%	52.24%	44.77%	44.00%	48.52%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.94	7.83	11.74
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.94	7.83	11.74
应收账款	5.19	9.27	9.80	23.05	39.19	59.81	61.70	55.52	34.15
较上年同期增减	1.33	5.67	5.01	19.83	34.00	50.54	51.90	32.47	-5.03
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	390.19
较上年同期增减	70.33	111.92	60.49	38.08	24.88	34.91	209.03	283.87	52.18
预收账款	978.54	1042.96	1113.31	1270.17	1088.65	1148.29	1158.03	1318.81	1077.59
较上年同期增减	186.15	212.17	198.80	209.08	110.11	105.33	44.72	48.63	-11.07
经营性现金流净额	-431.22	549.31	43.28	488.94	-600.84	417.81	228.69	573.23	-1073.69
较上年同期增减	-283.79	174.69	-194.78	75.26	-169.62	-131.49	185.42	84.28	-472.85
筹资性现金流净额	24.08	-130.77	-0.63	11.99	-2.16	-119.33	-2.19	0.92	-5.09
较上年同期增减	-1349.22	-130.77	-161.21	13.37	-26.25	11.43	-1.56	-11.07	-2.92
资本开支	170.69	67.30	111.59	285.89	139.03	140.98	173.01	349.80	113.67
较上年同期增减	137.22	-30.08	29.58	96.99	-31.66	73.68	61.42	63.91	-25.36
ROE	-1.27%	5.98%	6.20%	6.29%	-0.74%	6.08%	5.35%	5.65%	-4.52%
YOY (±)	1.84%	0.92%	0.26%	-0.62%	0.52%	0.10%	-0.85%	-0.63%	-3.78%
资产负债率	38.66%	42.45%	41.38%	42.74%	36.84%	39.83%	39.72%	42.50%	34.50%
YOY (±)	3.43%	4.97%	0.56%	0.11%	-1.82%	-2.62%	-1.66%	-0.24%	-2.34%

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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3742	4858	5261	5887	营业收入	7261	7602	8517	9580
现金	1522	1035	1273	1473	减:营业成本	4243	4464	5059	5751
应收账款	63	29	66	41	营业税金及附加	57	68	77	86
存货	814	1116	1265	1438	营业费用	1972	2058	2249	2459
其他流动资产	1342	2678	2657	2936	管理费用	335	479	526	582
非流动资产	2376	2000	2165	2262	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	641	720	813
其他非流动资产	283	230	234	240	加:营业外净收支	-3	7	7	7
资产总计	6118	6858	7425	8149	利润总额	622	648	727	820
流动负债	2542	2776	2807	2916	减:所得税费用	93	104	116	131
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1319	1689	1577	1521	归属母公司净利润	528	544	611	689
其他流动负债	1223	1087	1229	1395	EBIT	711	600	682	787
非流动负债	58	41	46	51	EBITDA	817	747	839	946
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	58	41	46	51	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2600	2817	2852	2967	每股收益(元)	2.66	2.74	3.08	3.47
少数股东权益	1	0	0	0	每股净资产(元)	17.70	20.34	23.02	26.08
归属母公司股东权益	3517	4041	4573	5182	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
负债和股东权益	6118	6858	7425	8149	ROIC(%)	17.2%	12.5%	12.5%	12.8%
					ROE(%)	16.1%	14.4%	14.2%	14.1%
					毛利率(%)	41.6%	41.3%	40.6%	40.0%
					销售净利率(%)	7.3%	7.2%	7.2%	7.2%
					资产负债率(%)	42.5%	41.1%	38.4%	36.4%
					收入增长率(%)	9.3%	4.7%	12.0%	12.5%
					净利润增长率(%)	10.8%	3.0%	12.3%	12.7%
					P/E	25.33	24.60	21.90	19.44
					P/B	3.81	3.31	2.93	2.58
					EV/EBITDA	16.38	17.92	15.94	14.15

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>