



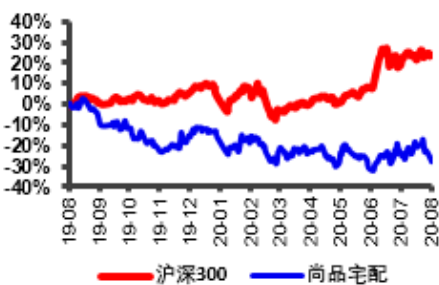
整装率先恢复，Q2 量尺数增长为下半年蓄力

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-08-28

收盘价（元）	62.16
近 12 个月最高/最低（元）	89.04/57.97
总股本（亿股）	1.99
流通股本（亿股）	1.29
流通股比例（%）	64.82
总市值（亿元）	123
流通市值（亿元）	80

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

《尚品宅配 (300616.SZ)：自我变革，持续创新的定制家居弄潮儿》2020-06-04

主要观点

事件：公司发布 2020 年半年报，上半年受疫情影响，实现营业收入 22.66 亿元，同比减少 27.77%；归母净利润净亏损 1.23 亿元，同比下降 175.08%。

Q2 环比改善明显，单季度实现收入 15.97 亿元，同比下降 14.31%；归母净利润 0.33 亿元，但同比仍下滑 82.35%；扣非后归母净利润 0.21 亿元，同比下滑 87.4%。

● **控费效果显著，合同负债同比增加 12.98%**：上半年公司销售费用同比下降 20%，管理费用同比下降 13%，公司来源于线上的量尺成本同比下降 36%。其中，Q2 免费渠道量尺数占比 38%，较去年同期提升了 9%。另一方面，公司在经营承压的情况下依然加大研发投入力度，上半年研发费用同比增长 12%。展望下半年，预计公司将继续保持积极的控费政策，利润端有望展现较大的弹性空间。

此外，公司持续深耕零售业务，直营渠道占比行业内最高，但由于零售端尤其是直营渠道以安装完成作为收入结转时点，受疫情影响，客户前期无法上门安装因而收入结转延迟。截至 6 月底，公司共有合同负债（预收款项）12.97 亿元，同比去年 6 月底增加 12.98%。我们认为预收账款的同比正增长预示着公司下半年收入有望实现较大程度的修复。

上半年公司整体毛利率下降了 7.18 个 pct，其中定制家具和配套家居产品的毛利率分别下滑了 8.6 和 1.21 个 pct，这或与收入下行背景下部分制造成本仍需摊销以及上半年毛利率较高的直营渠道由于安装迟缓而收入结转较慢导致该渠道收入占比或略有下滑有关。

● **整装业务率先恢复增长，自营整装和整装云良性发展**：截至报告期末，HOMKOO 整装云会员数量共计 3000 家，较去年底增加 503 个新会员。上半年整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 1.56 亿元，同比增长 51%；其中 Q2 达成 1.19 亿元收入，同比增长 94%，家具配套同比增长 198%。

圣诞岛自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 9400 万元；其中 Q2 达成约 6800 万收入，同比增长 20%，华东制造基地启用，预计南京圣诞岛整装将于下半年贡献收入增量。

■ **Q2 量尺数实现较快增长，为下半年蓄力**：通过一系列创新 O2O 营销引流模式，上半年公司来源于线上的量尺数同比增长 46%，其中 Q2 同比增

长 67%。线下量尺数在 Q2 也实现了同比 4% 的增长，剔除前期受疫情影响较大的武汉、北京两地后，Q2 其他自营城市的直营+自营加盟终端零售收款同比增长约 14%。在疫情影响下，消费者决策周期拉长，Q2 量尺数的大幅增长使得公司下半年业绩增长可期。

投资建议：Q2 量尺数实现较快增长，预收账款同比正增长，下半年公司基本面有望触底反弹，公司坚持定位 C 端市场，具备互联网思维，坐拥领先的信息化系统，推荐关注。预计公司 2020-2022 年收入分别为 72.92/82.00/92.51 亿元，同比分别+0.4%/+12.4%/+12.8%，归母净利润分别为 5.33/6.45/7.33 亿元，同比分别+0.9%/+21.0%/+13.6%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23.14X/19.13X/16.84 X，维持“增持”评级。

风险提示：量尺转化不达预期；疫情反复，居民购买力减弱、地产调控趋紧，影响整体行业需求。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7261	7292	8200	9251
收入同比(%)	9.3%	0.4%	12.4%	12.8%
归属母公司净利润	528	533	645	733
净利润同比(%)	10.8%	0.9%	21.0%	13.6%
毛利率(%)	41.6%	40.3%	39.8%	39.4%
ROE(%)	15.0%	13.4%	14.2%	14.1%
每股收益(元)	2.66	2.68	3.25	3.69
P/E	28.02	23.14	19.13	16.84
P/B	4.21	3.11	2.72	2.38
EV/EBITDA	19.88	18.06	14.56	11.99

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3742	3979	4487	5132
现金	1522	1941	2284	2743
应收账款	56	60	67	76
其他应收款	57	60	67	76
预付账款	52	52	59	67
存货	814	894	1014	1152
其他流动资产	1240	972	995	1018
非流动资产	2376	2717	3129	3529
长期投资	0	0	0	0
固定资产	892	939	1021	1134
无形资产	418	502	592	689
其他非流动资产	1066	1276	1516	1706
资产总计	6118	6696	7616	8661
流动负债	2542	2672	3017	3414
短期借款	0	0	0	0
应付账款	833	858	974	1106
其他流动负债	1709	1814	2043	2308
非流动负债	58	58	58	58
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	58	58	58	58
负债合计	2600	2730	3074	3472
少数股东权益	1	1	1	1
股本	199	199	199	199
资本公积	1505	1505	1505	1505
留存收益	1814	2262	2837	3485
归属母公司股东	3517	3965	4540	5188
负债和股东权	6118	6696	7616	8661

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	619	589	869	1012
净利润	528	533	645	733
折旧摊销	150	119	138	160
财务费用	-1	0	0	0
投资损失	-58	-71	-90	-88
营运资金变动	-5	11	180	211
其他经营现金	537	519	462	518
投资活动现金	-629	-86	-456	-467
资本支出	-801	-466	-556	-565
长期投资	0	300	0	0
其他投资现金	173	81	100	98
筹资活动现金	-123	-85	-70	-85
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	12	0	0	0
其他筹资现金	-135	-85	-70	-85
现金净增加额	-132	418	343	459

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7261	7292	8200	9251
营业成本	4243	4350	4935	5607
营业税金及附	57	51	57	65
销售费用	1972	1947	2124	2350
管理费用	335	350	377	416
财务费用	-2	-35	-42	-50
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	58	71	90	88
营业利润	624	619	749	851
营业外收入	3	11	12	14
营业外支出	6	6	7	8
利润总额	622	624	755	858
所得税	93	90	109	124
净利润	529	533	645	733
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	528	533	645	733
EBITDA	668	576	691	800
EPS (元)	2.66	2.68	3.25	3.69

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.3%	0.4%	12.4%	12.8%
营业利润	9.8%	-0.8%	21.0%	13.6%
归属于母公司净	10.8%	0.9%	21.0%	13.6%
获利能力				
毛利率(%)	41.6	40.3	39.8	39.4
净利率(%)	7.3	7.3	7.9	7.9
ROE(%)	15.0	13.4	14.2	14.1
ROIC(%)	12.5	9.8	10.4	10.6
偿债能力				
资产负债率(%)	42.5	40.8	40.4	40.1
净负债比率(%)	73.9	68.8	67.7	66.9
流动比率	1.47	1.49	1.49	1.50
速动比率	1.13	1.14	1.13	1.15
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.09	1.08	1.07
应收账款周转	130.77	121.67	121.67	121.67
存货周转率	5.09	5.07	5.07	5.07
每股指标				
每股收益(最新)	2.66	2.68	3.25	3.69
每股经营现金	3.12	2.96	4.37	5.09
每股净资产(最)	17.70	19.96	22.85	26.12
估值比率				
P/E	28.02	23.14	19.13	16.84
P/B	4.21	3.11	2.72	2.38
EV/EBITDA	19.88	18.06	14.56	11.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。