

业绩短期承压，整装+新零售有望打开成长空间

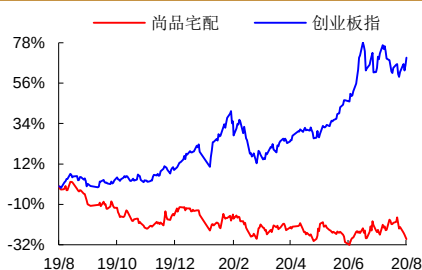
投资要点

- **业绩总结：**公司2020H1实现营业收入22.7亿元，同比下降27.8%；实现归母净利润-1.2亿元，同比下降174.4%；扣非后归母净利润-1.5亿元，同比下降211.2%。Q2公司实现营业收入16亿元，同比下降14.3%；实现归母净利润0.3亿元，同比下降82.4%；扣非后归母净利润0.2亿元，同比下降87.4%。整体来看受疫情影响公司上半年业绩承压，但二季度收入和利润降幅收窄，业绩有所改善。
- **盈利短期承压，预收账款同比提升。**2020H1公司实现毛利率35.1%，同比下降7.9pp；其中Q2毛利率为35.4%，同比下降8.6pp，毛利率下滑主要是受疫情影响公司销量下滑，但固定成本相对刚性所致。具体来看，2020H1公司总费用率为42.2%，同比增长5.2pp，其中销售/管理/研发费用率分别为33.3%/6.2%/2.8%，同比增长3.22pp/1.1pp/1pp，综合来看，公司2020H1实现净利率-5.3%，同比下降10.4pp；Q2净利率为1.9%，同比下降8.3pp，二季度净利率实现转正，盈利能力有所恢复。现金流方面，2020H1公司经营活动现金流量净额为-5.5亿元，Q1/Q2经营活动现金流量净额分别为-10.7亿元和5.2亿元，单Q2现金流净额同比增长25.1%，二季度现金流改善较明显。值得关注的是，2020H1公司预收账款13亿元，同比增长13%，在手订单增长较快，预计下半年订单转化及因疫情延期的装修需求释放后，业绩将持续改善。
- **信息化系统加速赋能自营整装，整装云供应链品类不断丰富。**自营整装方面，2020年上半年，广州、佛山、成都三地圣诞鸟整装开工数817户，交付476户，圣诞鸟自营整装渠道收入(全口径，含家具配套)约9400万元(其中Q2约6800万，同比增长20%)。通过设立在广州的“机场塔台式中央计划调度系统”，圣诞鸟整装可远程调度广佛两地各个成交的整装客户工地施工进度及材料配送。目前塔台式中央计划调度系统已具备赋能到广佛以外的其他自营城市的能力，随着疫情影响的进一步消退以及更多自营城市整装业务的逐步开放，圣诞鸟自营整装将展现出更大的发展空间。**整装云方面**，会员数量及收入均较快扩张。2020年上半年，公司持续发力HOMKOO整装云的市场布局。截至报告期末，HOMKOO整装云会员数量共计3000家，HOMKOO整装云成为业内会员数量、会员区域分布双领先的整装赋能平台。2020年上半年HOMKOO整装云渠道收入(全口径，含家具配套)约1.56亿元，同比增长51%(其中Q2达到1.19亿元，同比增长94%)，第二季度家具配套同比增长198%。同时整装云供应链品类不断丰富，2020年上半年公司成立了专供整装云会员的孖酷MRKOQ定制品牌，整装云供应链体系共上市233款新产品，以满足市场的多样化需求。
- **发挥O2O引流优势，线上量尺数量持续增长。**一方面公司借助外部平台引流，上半年公司继续深化与腾讯的社交合作，着力于公众号、朋友圈、小程序、视频号相结合的内容生态矩阵，结合微信品牌公众号、家居达人IP公众号进行营销引流；同时上线微信小程序11个，上半年总阅读量超过1030万；同时也继续加深与阿里等零售平台的合作，开展多场直播活动，单场直播观看人数曾突破40万。另一方面，公司凭借在短视频赛道上的较早布局，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

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)	58.45-88.49
总市值(亿元)	121.39
总资产(亿元)	54.69
每股净资产(元)	16.37

相关研究

1. 尚品宅配(300616)：业绩短期承压，流量优势不改 (2020-04-29)
2. 尚品宅配(300616)：整装业务快速扩张，流量先发优势明显 (2020-04-21)
3. 尚品宅配(300616)：降费增效，模式变革奠定成长基础 (2019-10-30)

粉丝互动评论、再到私域粉丝运营、线下变现的全链路。上半年公司来源于线上的量尺数同比增长 46%，其中第二季度同比增长 67%。因直播在链接公司和消费者路径上更短更快、成本更低，上半年公司来源于线上的量尺成本同比下降 36%。整体来看公司在 O2O 的布局仍有较大优势，未来有望在流量争夺趋紧的竞争格局中厚积薄发。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.67 元、2.82 元、3.56 元，对应 PE 分别为 37 倍、22 倍和 17 倍，考虑到疫情后公司业绩逐渐有复苏迹象，中长期看整装业务前景可期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7260.79	7670.30	8847.56	10069.06
增长率	9.26%	5.64%	15.35%	13.81%
归属母公司净利润（百万元）	528.40	332.04	560.19	706.98
增长率	10.76%	-37.16%	68.71%	26.20%
每股收益 EPS（元）	2.66	1.67	2.82	3.56
净资产收益率 ROE	15.03%	8.93%	13.36%	14.85%
PE	23	37	22	17
PB	3.45	3.27	2.89	2.55

数据来源：Wind，西南证券



关键假设:

假设 1: 未来三年加盟店每年保持 150-200 家左右增长;

假设 2: 受疫情影响公司销量回落但费用偏刚性, 导致今年毛利率有所下滑, 但明后年有望呈现回升趋势, 预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 37.8%、39.7%和 40.2%。

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: 分业务收入成本预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	7260.8	7,670.3	8,847.6	10,069.1
yoy	9.3%	5.64%	15.35%	13.81%
营业成本	4242.7	4,773.2	5,334.4	6,026.6
毛利率	41.6%	37.77%	39.71%	40.15%
定制家具产品				
收入	5266.7	5372.03	6,016.68	6,618.35
yoy	5.0%	2.00%	12.00%	10.00%
成本	2907.4	3223.22	3,429.51	3,706.27
毛利率	44.8%	40.00%	43.00%	44.00%
配套家具产品				
收入	1200.4	1260.42	1,386.46	1,497.38
yoy	7.3%	5.00%	10.00%	8.00%
成本	858.9	894.90	970.52	1,048.17
毛利率	28.4%	29.00%	30.00%	30.00%
软件及技术服务				
收入	51.5	46.368	46.37	46.37
yoy	-33.4%	-10.00%	0.00%	0.00%
成本	3.8	3.25	3.25	3.25
毛利率	92.6%	93.00%	93.00%	93.00%
O2O 引流服务				
收入	131.2	118.09	118.09	118.09
yoy	-14.9%	-10.00%	0.00%	0.00%
成本	13.2	11.81	11.81	11.81
毛利率	89.9%	90.00%	90.00%	90.00%
整装业务				
收入	430.4	602.60	873.77	1179.59
yoy	121.6%	40.00%	45.00%	35.00%
成本	341.1	464.00	655.33	861.10
毛利率	20.8%	23.00%	25.00%	27.00%
其他业务				
收入	180.5	270.80	406.19	609.29
yoy	117.2%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	118.3	176.02	264.03	396.04
毛利率	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)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7260.79	7670.30	8847.56	10069.06	净利润	528.62	332.18	560.42	707.28
营业成本	4242.68	4773.19	5334.44	6026.63	折旧与摊销	149.51	127.37	146.79	162.27
营业税金及附加	56.60	59.79	68.97	78.49	财务费用	-2.32	-9.56	-13.96	-20.95
销售费用	1971.73	2055.64	2344.60	2648.16	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	335.13	460.22	513.16	563.87	经营营运资本变动	1083.20	-0.58	167.25	132.31
财务费用	-2.32	-9.56	-13.96	-20.95	其他	-1140.12	-53.00	-50.00	-50.00
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	396.41	810.50	930.92
投资收益	57.71	60.00	60.00	60.00	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	60.00	60.00	60.00
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	46.00	40.50	35.00
营业利润	624.16	391.03	660.35	832.86	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	390.80	659.32	832.09	股权融资	11.75	0.00	0.00	0.00
所得税	92.90	58.62	98.90	124.81	支付股利	-119.21	-132.10	-83.01	-140.05
净利润	528.62	332.18	560.42	707.28	其他	-15.31	9.56	13.96	20.95
少数股东损益	0.22	0.14	0.24	0.30	筹资活动现金流净额	-122.76	-122.54	-69.05	-119.10
归属母公司股东净利润	528.40	332.04	560.19	706.98	现金流量净额	-132.15	319.88	781.95	846.82
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1522.38	1842.26	2624.21	3471.02	成长能力				
应收和预付款项	172.58	172.66	202.13	227.80	销售收入增长率	9.26%	5.64%	15.35%	13.81%
存货	814.26	977.83	1096.92	1306.39	营业利润增长率	9.81%	-37.35%	68.88%	26.12%
其他流动资产	1232.40	1237.05	1250.41	1264.27	净利润增长率	10.80%	-37.16%	68.71%	26.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.13%	-34.03%	55.88%	22.82%
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	1580.57	1474.17	1360.87	毛利率	41.57%	37.77%	39.71%	40.15%
无形资产和开发支出	498.08	489.18	480.72	472.69	三费率	31.74%	32.68%	32.14%	31.69%
其他非流动资产	202.35	222.92	245.49	269.56	净利率	7.28%	4.33%	6.33%	7.02%
资产总计	6117.66	6522.47	7374.04	8372.59	ROE	15.03%	8.93%	13.36%	14.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.64%	5.09%	7.60%	8.45%
应付和预收款项	2337.54	2480.95	2837.13	3226.59	ROIC	51.13%	47.53%	114.25%	339.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.62%	6.63%	8.96%	9.67%
其他负债	262.36	323.68	341.65	383.52	营运能力				
负债合计	2599.90	2804.62	3178.78	3610.10	总资产周转率	1.27	1.21	1.27	1.28
股本	198.68	198.68	198.68	198.68	固定资产周转率	8.14	8.00	8.43	9.40
资本公积	1504.65	1504.65	1504.65	1504.65	应收账款周转率	184.82	148.23	164.74	160.43
留存收益	1873.38	2073.33	2550.50	3117.44	存货周转率	5.68	4.71	4.59	4.51
归属母公司股东权益	3517.03	3716.97	4194.14	4761.08	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	0.88	1.11	1.41	资本结构				
股东权益合计	3517.76	3717.84	4195.26	4762.49	资产负债率	42.50%	43.00%	43.11%	43.12%
负债和股东权益合计	6117.66	6522.47	7374.04	8372.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.47	1.54	1.66	1.76
					速动比率	1.15	1.18	1.31	1.40
					股利支付率	22.56%	39.78%	14.82%	19.81%
					每股指标				
					每股收益	2.66	1.67	2.82	3.56
					每股净资产	17.70	18.71	21.11	23.96
					每股经营现金	3.12	2.00	4.08	4.69
					每股股利	0.60	0.66	0.42	0.70
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	771.35	508.84	793.18	974.18					
PE	22.97	36.56	21.67	17.17					
PB	3.45	3.27	2.89	2.55					
PS	1.67	1.58	1.37	1.21					
EV/EBITDA	12.13	17.76	10.41	7.61					
股息率	0.98%	1.09%	0.68%	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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn