尚品宅配（300616.SZ）

配套品贡献增长点，加盟模式下渠道扩张加速

事件：近两日公司股价下跌，但基本面并未发生改变。公司具备软件基因，信息化系统开发能力强，从而最先专注于大家居领域。从直营渠道起到，面对 2C 客户零售能力优异，进一步依托加盟渠道拓展市场。当前交房逐渐回暖，公司订单将好转，内生增长动能充足。

软件基因加持低谷中加深护城河，整装业务稳步推进。18 年公司 Homkoo 整装云会员数量达 1200 家，整装业务营收大幅增长 8402%至 1.94 亿元。全国整装大家居布局快速拓展，有效赋能家装企业解决消费者痛点，前端流量入口打通，客户覆盖面快速扩大。AI 云设计落地情况良好，改善设计服务质量及效率，提升成交率。营销宣传方面，公司持续推进 O2O 营销模式，打造千万级短视频矩阵，深化平台运营能力，打造互动生态圈，提升品牌知名度，精确定位受众实现精准引流。公司最先专注全屋解决方案，占领定制行业发展路径高点，在此基础向全屋整装推进，在软件基因加持下公司成长性乐观。

全屋定制先行者，大家居业务起量。公司不断推出定制家具新产品和大家居配套新品，18 年配套品业务开始发力，18H1 实现 80%以上收入增长，贡献收入增长点，满足消费者一站式购买同时有利于未来客单价提升。18 全年衣柜增长约 19%，全屋柜类增长约 15%。针对厨房空间，公司同老板、方太深度合作，全年橱柜增长约 26%。大家居配套方面，公司打造“家居严选”宅配精品模式，加强更新迭代，配套家居同增 42.47%。

依托加盟门店快速扩张，渠道优化完善。在渠道方面，一方面优化直营门店，提升门店效益；另一方面持续发力加盟门店，推进渠道稳步扩张，预计全年新增门店 700-800 家，超集店（C 店）陆续开业，引入高频消费业态，提升客流量与公司品牌力。

地产行业交房回暖，公司订单有望继续好转。18 年地产销售良好，但竣工较差，在交房压力下，19H2 将进入施工高峰，交房将逐渐回暖，催生定制家居需求。

家居行业竞争愈加激烈，各大定制龙头公司业绩面临下行压力。尚品宅配凭借其完善的信息化体系、行业领先的设计服务能力来提升前端服务附加值，同时加大力度进行加盟渠道开拓、享受购物中心店等独特渠道红利，在当前行业低景气度情况下逆流而上。同时，**公司最先专注全屋解决方案，占领定制行业发展路径制高点，在此基础上向全屋软装，整装解决方案进化路径清晰，平顺。**越过了从单品向全屋进化的坎坷期，在存量竞争时代，为公司发展争取了时间。

投资建议：公司加盟渠道加速开拓，直营业务稳步提升。我们预计公司 19-21 年归母净利润 6.05/7.56/9.26 亿元，同增 26.8%/25.0%/22.5%，当前股价对应 PE 分别为 24.6X/19.7X/16.1X，维持“增持”评级。

风险提示：渠道扩张不及预期，房地产销售情况下行。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,323	6,645	8,521	10,886	13,872
增长率 yoy（%）	32.2	24.8	28.2	27.8	27.4
归母净利润（百万元）	380	477	605	756	926
增长率 yoy（%）	48.7	25.5	26.8	25.0	22.5
EPS 最新摊薄（元/股）	1.91	2.40	3.04	3.80	4.66
净资产收益率（%）	14.5	15.7	17.1	18.2	18.7
P/E（倍）	39.1	31.2	24.6	19.7	16.1
P/B（倍）	5.68	4.88	4.21	3.57	3.00

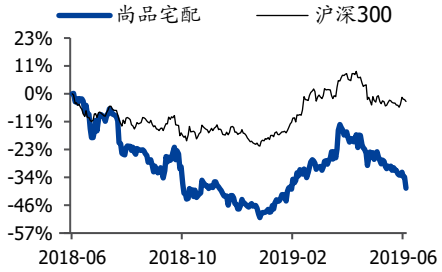
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	家用轻工
前次评级	增持
最新收盘价	69.55
总市值(百万元)	13,818.10
总股本(百万股)	198.68
其中自由流通股(%)	34.32
30 日日均成交量(百万股)	0.37

股价走势



作者

分析师　丁婷婷
执业证书编号：S0680512050001
邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

1、《尚品宅配（300616.SZ）：渠道下沉，整装起量，软件基因加持贯穿弱周期》2019-04-20
2、《尚品宅配（300616.SZ）：19Q1 营收增速亮眼，软件基因加持，看好公司成长性》2019-04-11
3、《尚品宅配（300616.SZ）：配套品贡献增长点，加盟模式下渠道扩张加速》2019-02-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3373	3615	4736	5332	7095
现金	647	1650	2398	2827	4281
应收账款	3	23	147	0	92
其他应收款	38	0	69	13	88
预付账款	34	43	67	69	105
存货	401	565	638	895	1070
其他流动资产	2249	1333	1417	1528	1458
非流动资产	1193	1707	1973	2284	2720
长期投资	0	1	1	1	2
固定投资	850	891	1141	1439	1817
无形资产	120	345	403	460	529
其他非流动资产	223	470	428	385	372
资产总计	4566	5322	6709	7617	9814
流动负债	1943	2248	3162	3437	4843
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	511	549	832	934	1309
其他流动负债	1432	1699	2330	2503	3534
非流动负债	3	26	14	16	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	26	14	16	17
负债合计	1946	2275	3176	3454	4861
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	110	199	199	199	199
资本公积	1572	1493	1493	1493	1493
留存收益	1098	1465	1935	2508	3215
归属母公司股东收益	2619	3047	3532	4163	4953
负债和股东权益	4566	5322	6709	7617	9814

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	879	650	812	939	900
净利润	380	477	605	756	926
折旧摊销	109	135	128	157	150
财务费用	-2	3	-8	-12	-22
投资损失	-31	-102	-62	-70	-73
营运资金变动	399	102	-363	108	-81
其他经营现金流	24	35	512	0	-0
投资活动净现金流	-2617	451	140	94	173
资本支出	402	635	256	306	439
长期投资	0	-1	-0	-0	-0
其他投资现金流	-2215	1086	396	400	612
筹资活动净现金流	1533	-95	-117	-112	-113
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	29	88	0	0	0
资本公积增加	1536	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-33	-105	-117	-112	-113
现金净增加额	-206	1008	747	430	1453

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5323	6645	8521	10886	13872
营业成本	2922	3743	4723	6056	7724
营业税金及附加	54	61	83	105	133
营业费用	1480	1960	2480	3157	3884
管理费用	468	311	574	740	1110
财务费用	-2	3	-8	-12	-22
资产减值损失	7	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	31	102	62	70	73
营业利润	461	568	730	910	1116
营业外收入	4	9	8	8	8
营业外支出	8	4	6	6	6
利润总额	458	573	733	912	1118
所得税	78	96	128	156	192
净利润	380	477	605	756	926
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	380	477	605	756	926
EBITDA	547	659	800	991	1161
EPS（元/股）	1.91	2.40	3.04	3.80	4.66

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	32.2	24.8	28.2	27.8	27.4
营业利润（%）	46.6	23.3	28.5	24.6	22.6
归属母公司净利润（%）	48.7	25.5	26.8	25.0	22.5
盈利能力					
毛利率（%）	45.1	43.7	44.6	44.4	44.3
净利率（%）	7.1	7.2	7.1	6.9	6.7
ROE（%）	14.5	15.7	17.1	18.2	18.7
ROIC（%）	13.9	14.3	15.7	16.6	16.9
偿债能力					
资产负债率（%）	42.6	42.7	47.3	45.3	49.5
净负债比率（%）	-24.7	-54.2	-67.9	-67.9	-86.4
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5
速动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	1860.3	506.0	100.0	400.0	300.0
应付账款周转率	6.5	7.1	6.8	6.9	6.9
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	1.91	2.40	3.04	3.80	4.66
每股经营现金流（最新摊薄）	-6.48	8.05	6.02	4.73	10.47
每股净资产（最新摊薄）	13.18	15.34	17.78	20.95	24.93
估值指标（倍）					
P/E	39.1	31.2	24.6	19.7	16.1
P/B	5.68	4.88	4.21	3.57	3.00
EV/EBITDA	26.01	20.1	15.6	12.2	9.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com