

公司研究/公告点评

2019年07月14日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 73.13  
合理价格区间(元): 1~1

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

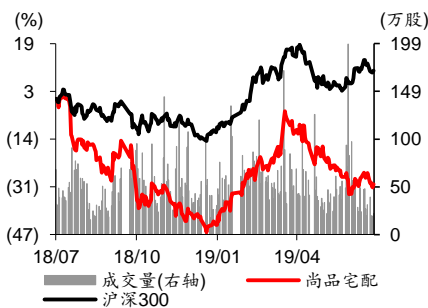
**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

**周鑫**  
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《尚品宅配(300616,增持): 费用率同比下行, 整装业务表现亮眼》2019.04
- 2 《尚品宅配(300616,增持): 配套家居高速增长, 加盟渠道快速扩张》2019.04
- 3 《尚品宅配(300616,增持): 4Q 收入增长承压, 业绩低于预期》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 全屋定制 2.0 推进, 业绩预增 20-40%

### 尚品宅配(300616)

#### 2019H1 归母净利润预计增长 20%~40%

尚品宅配发布业绩预告, 公司预计 2019 年上半年归母净利润同比增长 20%~40%至 1.48~1.73 亿元; 对应 19Q2 单季度归母净利润增速为 9%~25%, 符合我们此前预期。此外, 公司预计上半年非经常性损益约为 3100 万元, 扣非净利润同比增长约 75%-112%。我们预计公司 2019~2021 年归母净利润分别为 6.0、7.1、8.4 亿元, 对应 EPS 为 3.00、3.56、4.22 元, 维持“增持”评级。

#### 第二代全屋定制持续推进, 打造全新能力边界

公司推出“智善 智美”第二代全屋定制, 从功能型定制升级到美学生活方式定制, 从简单信息化升级到消费互联网和工业互联网的无缝对接, 从基于数据库的设计升级到 AI 智能云设计。第二代全屋定制模式的推进一方面将赋能终端渠道、提高门店获客能力, 另一方面随着配套家居品布局逐步完善(据公司公告, 2018 年配套产品收入占比同比提升 2pct 至 17%), 能够逐步实现真正意义上“拎包入住”, 提升产品竞争力、提高客单值。

#### 放开直营城市加盟渠道, 共享直营渠道资源

截至 2019 年一季度末, 公司共开设直营店 100 家(据公司公告), 2018 年公司开始在自营城市进行招商, 一方面可以使加盟商共享公司全城广告覆盖、享受直营店物流安装售后保障、操盘指导及管理模式指导, 减轻加盟商经营压力与管理成本; 另一方面, 有助于公司提升在直营城市的品牌曝光度, 提高市场占有率。该模式推进下, 加盟渠道实现快速扩张, 截至 2019 年一季度末公司自营城市加盟店达到 96 家(据公司公告), 渠道如期扩张有望助力公司全年收入业绩稳步增长。

#### 整装业务快速迭代扩张, 海外市场产业模式输出取得阶段性进展

公司自营整装及整装云业务快速迭代及扩张, 据公司公告, 截至 2019Q1 末会员数量已超过 1400 家, 较 18 年末增加 200 余家; 一季度自营整装工地交付数达 316 个, 基于自营整装落地经验, 帮助会员完善团队的日常销售管理, 19Q1 整装业务收入约 6200 万元, 受低基数影响, 同比增速约 2514%。此外, 公司积极拓展海外市场, 海外市场产业模式输出得到多个国家合作伙伴的认可和信赖, 取得阶段性重大进展, 助力公司收入增长。

#### 渠道布局多元化、软件实力领先, 维持“增持”评级

尚品宅配作为全屋定制的领航企业在渠道拓张、整装业务快速推进等因素驱动下, 有望维持业绩高速增长。维持此前盈利预测, 我们预计公司 2019~2021 年归母净利润分别为 6.0、7.1、8.4 亿元, 对应 EPS 为 3.00、3.56、4.22 元, 当前股价对应 2019-2021 年 24、21、17 倍 PE 估值, 维持“增持”评级。

风险提示: 地产销售超预期下行, 市场竞争加剧, 渠道拓展不及预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	198.68
流通 A 股 (百万股)	68.18
52 周内股价区间 (元)	56.31-107.30
总市值 (百万元)	14,529
总资产 (百万元)	4,792
每股净资产 (元)	15.23

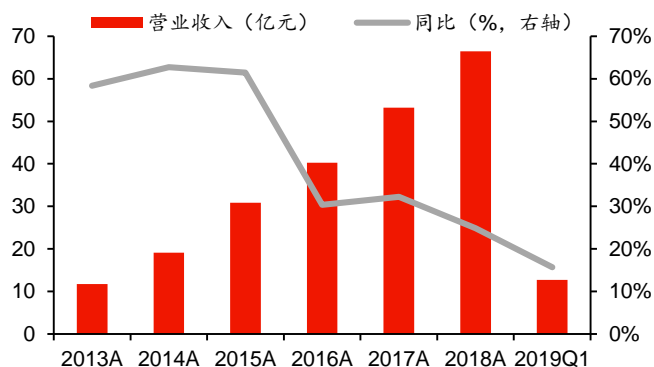
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,323	6,645	8,252	9,931	11,986
+/-%	32.23	24.83	24.17	20.35	20.70
归属母公司净利润 (百万元)	380.05	477.08	595.09	707.58	839.23
+/-%	48.74	25.53	24.74	18.90	18.61
EPS (元, 最新摊薄)	1.91	2.40	3.00	3.56	4.22
PE (倍)	38.23	30.46	24.42	20.53	17.31

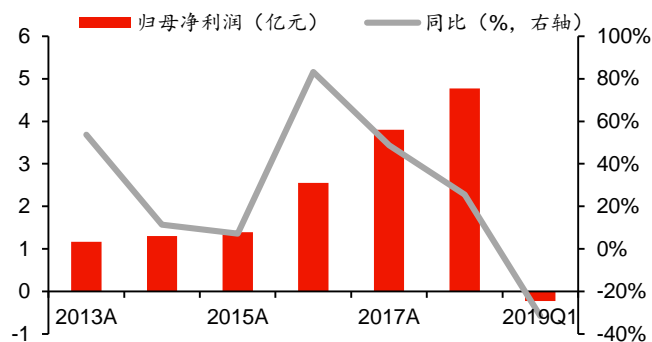
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 尚品宅配 2013年以来营业收入及增速



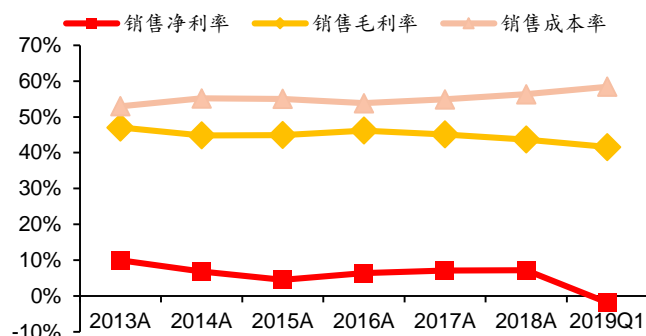
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 尚品宅配 2013年以来归母净利润及增速



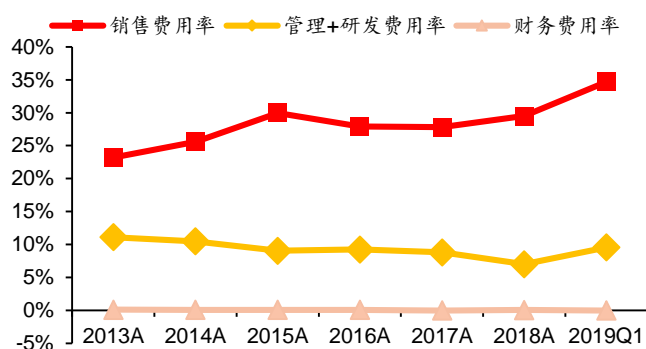
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 尚品宅配 2013年以来销售净利率、毛利率、成本率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

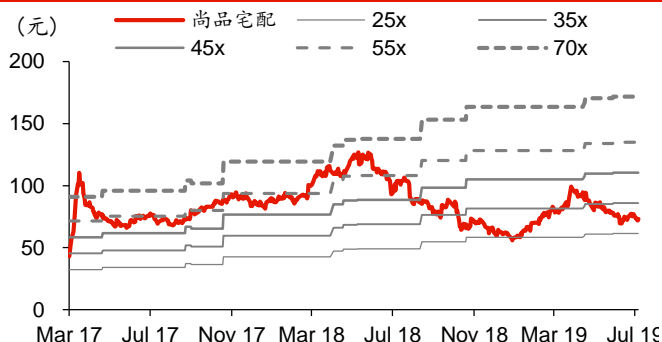
图表4: 尚品宅配 2013年以来各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

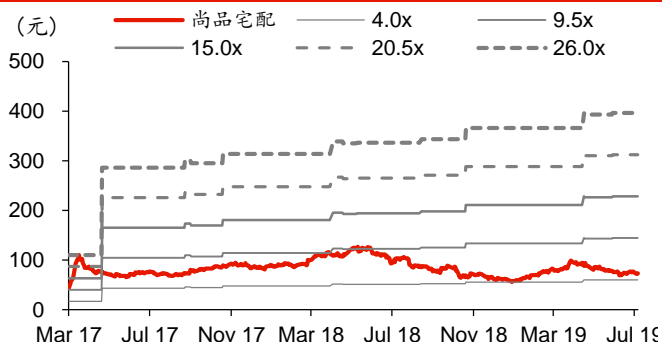
**PE/PB - Bands**

图表5: 尚品宅配历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 尚品宅配历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,373	3,615	3,433	3,505	3,938
现金	646.90	1,650	1,301	1,194	1,412
应收账款	3.22	23.05	28.62	34.44	41.57
其他应收账款	38.29	50.83	63.11	75.96	91.68
预付账款	34.48	43.29	53.91	65.28	79.01
存货	400.84	565.47	704.22	852.71	1,032
其他流动资产	2,249	1,282	1,282	1,282	1,282
非流动资产	1,193	1,707	3,031	4,244	5,354
长期投资	0.00	0.58	0.58	0.58	0.58
固定投资	849.94	890.77	2,391	3,473	4,445
无形资产	120.43	290.04	453.52	611.08	762.93
其他非流动资产	222.51	525.40	185.55	159.79	145.04
资产总计	4,566	5,322	6,464	7,749	9,292
流动负债	1,943	2,248	2,795	3,373	4,076
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	511.33	549.41	684.22	828.49	1,003
其他流动负债	1,432	1,699	2,111	2,545	3,073
非流动负债	2.93	26.34	26.34	26.34	26.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.93	26.34	26.34	26.34	26.34
负债合计	1,946	2,275	2,822	3,399	4,102
少数股东权益	0.00	0.51	0.52	0.54	0.55
股本	110.39	198.68	198.68	198.68	198.68
资本公积	1,411	1,383	1,383	1,383	1,383
留存公积	1,098	1,465	2,060	2,767	3,607
归属母公司股东权益	2,619	3,047	3,642	4,349	5,189
负债和股东权益	4,566	5,322	6,464	7,749	9,292

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	878.93	650.31	105.28	348.47	671.93
净利润	380.05	477.08	595.09	707.58	839.23
折旧摊销	108.71	135.43	171.18	281.32	384.93
财务费用	(1.96)	2.97	0.88	1.99	2.33
投资损失	(30.78)	(102.08)	(112.28)	(112.28)	(112.28)
营运资金变动	(1,730)	1,066	379.76	399.21	487.06
其他经营现金	2,153	(929.34)	(929.34)	(929.34)	(929.34)
投资活动现金	(2,617)	451.48	(453.44)	(453.44)	(453.44)
资本支出	401.76	635.47	565.72	565.72	565.72
长期投资	2,215	(1,087)	(112.28)	(112.28)	(112.28)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	1,533	(95.32)	(0.88)	(1.99)	(1.33)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	29.39	88.29	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,376	(27.65)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	127.40	(155.96)	(0.88)	(1.99)	(1.33)
现金净增加额	(205.19)	1,006	(349.04)	(106.95)	217.17

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,323	6,645	8,252	9,931	11,986
营业成本	2,922	3,743	4,661	5,644	6,830
营业税金及附加	54.24	60.96	67.45	81.17	97.97
营业费用	1,480	1,960	2,417	2,879	3,439
管理费用	468.44	311.07	369.76	415.20	501.14
财务费用	(1.96)	2.97	0.88	1.99	2.33
资产减值损失	7.29	0.98	0.98	0.98	0.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.78	102.08	112.28	112.28	112.28
营业利润	461.08	568.39	710.13	845.25	1,003
营业外收入	4.26	8.99	8.99	8.99	8.99
营业外支出	7.71	4.38	4.38	4.38	4.38
利润总额	457.63	573.00	714.74	849.85	1,008
所得税	77.58	95.92	119.65	142.26	168.73
净利润	380.05	477.08	595.10	707.59	839.25
少数股东损益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02
归属母公司净利润	380.05	477.08	595.09	707.58	839.23
EBITDA	507.05	706.36	907.64	1,193	1,502
EPS (元, 基本)	1.91	2.40	3.00	3.56	4.22

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.23	24.83	24.17	20.35	20.70
营业利润	46.58	23.28	24.94	19.03	18.71
归属母公司净利润	48.74	25.53	24.74	18.90	18.61
获利能力 (%)					
毛利率	45.11	43.68	43.52	43.17	43.01
净利率	7.14	7.18	7.21	7.13	7.00
ROE	14.51	15.66	16.34	16.27	16.17
ROIC	14.51	15.64	16.34	16.27	16.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.63	42.74	43.65	43.87	44.15
净负债比率 (%)	24.70	54.17	35.74	27.46	27.21
流动比率	1.74	1.61	1.23	1.04	0.97
速动比率	1.53	1.36	0.98	0.79	0.71
营运能力					
总资产周转率	1.17	1.25	1.28	1.28	1.29
应收账款周转率	1,604	279.52	279.52	279.52	279.52
应付账款周转率	6.53	7.06	7.56	7.46	7.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.91	2.40	3.00	3.56	4.22
每股经营现金流(最新摊薄)	4.42	3.27	0.53	1.75	3.38
每股净资产(最新摊薄)	13.18	15.34	18.33	21.89	26.12
估值比率					
PE (倍)	38.23	30.46	24.42	20.53	17.31
PB (倍)	5.55	4.77	3.99	3.34	2.80
EV_EBITDA (倍)	28.65	20.57	16.01	12.18	9.67

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com