

尚品宅配 (300616)

公司研究/点评报告

业绩保持较快增速，经销渠道加速扩张

—尚品宅配 (300616) 2018 年年报点评

点评报告/轻工制造

2019 年 04 月 22 日

一、事件概述

4 月 19 日，公司发布 2018 年年报。报告期内，公司实现收入 66.45 亿元，同比增长 24.83%；实现归母净利润 4.77 亿元，同比增长 25.53%；实现基本每股收益 2.46 元，利润分配方案为拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 全年业绩保持较快增速

公司 18 年全年营收、归母净利润分别增长 25%、26%，其中 Q4 单季营收、归母净利润增速分别为 16%、6%，地产因素叠加去年同期高基数，Q4 业绩承压，但全年仍保持较快增速。原因：1) 18 年客户数约 42.2 万，同比增长约 13%，其中加盟渠道增长约 17%，直营渠道增长约 3%，加盟渠道增速较快主因 17、18 年较高的开店速度。2) 推出 518 拎包入住套餐，持续发力配套品销售有效带动客单价提升，结合客户数增速情况，预计客单价实现两位数增长。

➤ 盈利能力整体较为稳定

报告期内，公司销售费用率同比上升 1.68pct 至 29.49%，管理费用率下降 0.41pct 至 4.68%，研发费用率下降 1.39pct 至 2.31%，财务费用率上升 0.08pct 至 0.04%，期间费用率整体下降 0.04pct 至 36.53%。

盈利能力方面，公司毛利率下降 1.43pct 至 43.68%，预计是经销渠道收入占比上升所致，投资收益增加 7130 万使净利率上升 0.04pct 至 7.18%，盈利能力整体较为稳定。

➤ 配套品快速增长，收入占比进一步提升

分产品看，定制家具全年实现收入 50.18 亿元，同比增长 17.22%，其中橱柜与老板方太深度合作，推出 9999 厨房套餐带动全年销售，橱柜收入增长约 26%；衣柜、全屋柜不断推出新品，全年收入分别同比增长 19%、15%。配套家具持续更新迭代，通过买手模式拓展软装饰品，目前配套业务已形成大配套、新配套、微商城三大战略布局。全年实现收入 11.19 亿元，同比增长 42.47%，营收占比提升 2.1pct 至 16.8%。O2O 引流服务实现收入 1.54 亿元，同比增长 41.49%；整装业务有序推进，全年实现收入 1.94 亿元，同比增长 8402%。

➤ 加盟渠道加速扩张，直营渠道稳健发展

经销方面，去年公司渠道加速扩张，门店数净增 543 家至 2100 家（vs17 年净增 476 家），其中购物中心店占 46%。全年加盟店实现收入约 36 亿元，同比增长约 30%，其中一二线城市占比约 35%，三四五线城市占比约 65%，对应门店数占比分别为 23%、77%。直营方面，公司未增加直营城市数量但适当加密终端网点，门店数净增 16 家至 101 家，实现收入约 26 亿元，同比增长 13%。

三、投资建议

我们看好公司加盟渠道的快速扩张以及整装云业务的不断开拓，公司业绩有望持续增长。预计公司 2019、2020、2021 年实现基本每股收益 2.97、3.60、4.28 元，对应 PE 分别为 32X、26X、22X。考虑到公司具备互联网企业属性，当下估值仍有吸引力，维持“推荐”评级。

推荐

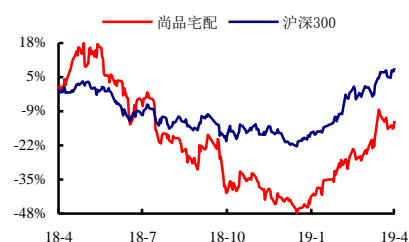
维持评级

当前价格： 95.21 元

交易数据 2019-4-19

近 12 个月最高/最低(元)	227.98/56.31
总股本(百万股)	199
流通股本(百万股)	68
流通股比例(%)	34.32
总市值(亿元)	189
流通市值(亿元)	65

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075

电话： 01085127729

邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

1.尚品宅配 (300616) 2018 年度业绩快报点评：业绩保持较快增速，渠道、品类、信息化建设持续发力

2.尚品宅配 (300616) 2018 年年度业绩预告点评：Q4 业绩承压，全屋定制+整装云蓄力未来发展

四、风险提示

原材料价格上涨；房地产销售下行；整装业务推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,645	8,287	10,284	12,361
增长率 (%)	24.8%	24.7%	24.1%	20.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	477	590	716	850
增长率 (%)	25.5%	23.6%	21.5%	18.6%
每股收益 (元)	2.46	2.97	3.60	4.28
PE (现价)	39	32	26	22
PB	6.2	5.4	4.5	3.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,645	8,287	10,284	12,361
营业成本	3,743	4,678	5,941	7,278
营业税金及附加	61	83	101	120
销售费用	1,960	2,320	2,777	3,214
管理费用	311	365	452	544
EBIT	417	675	807	959
财务费用	3	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	1	4	3	3
投资收益	102	45	59	69
营业利润	568	717	864	1,025
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	573	720	866	1,028
所得税	96	130	149	178
净利润	477	590	716	850
归属于母公司净利润	477	590	716	850
EBITDA	553	773	920	1,085
研发费用	154	653	741	830
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1650	2543	3405	4494
应收账款及票据	23	11	14	18
预付款项	43	58	72	88
存货	565	598	753	928
其他流动资产	1282	1282	1282	1282
流动资产合计	3615	4547	5595	6893
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	891	1026	1127	1229
无形资产	290	379	479	582
非流动资产合计	1707	1918	2183	2448
资产合计	5322	6466	7777	9341
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	549	685	867	1058
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2248	2922	3517	4231
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	26	26	26	26
非流动负债合计	26	26	26	26
负债合计	2275	2948	3543	4257
股本	199	199	199	199
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	3047	3518	4234	5084
负债和股东权益合计	5322	6466	7777	9341

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	24.8%	24.7%	24.1%	20.2%
EBIT 增长率	4.7%	61.7%	19.6%	18.8%
净利润增长率	25.5%	23.6%	21.5%	18.6%
盈利能力				
毛利率	43.7%	43.5%	42.2%	41.1%
净利润率	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%
总资产收益率 ROA	9.0%	9.1%	9.2%	9.1%
净资产收益率 ROE	15.7%	16.8%	16.9%	16.7%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
现金比率	0.7	0.9	1.0	1.1
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	0.7	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	47.1	46.6	46.3	46.5
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	2.5	3.0	3.6	4.3
每股净资产	15.3	17.7	21.3	25.6
每股经营现金流	3.3	5.8	6.5	7.1
每股股利	0.6	0.6	0.0	0.0
估值分析				
PE	38.7	32.1	26.4	22.3
PB	6.2	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	31.2	21.2	16.9	13.3
股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	477	590	716	850
折旧和摊销	136	102	116	129
营运资金变动	120	514	529	505
经营活动现金流	650	1,158	1,301	1,412
资本开支	635	311	379	392
投资	(1)	0	0	0
投资活动现金流	451	(266)	(320)	(323)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(95)	0	(119)	0
现金净流量	1,006	893	862	1,089

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。