

# 尚品宅配 (300616)

证券研究报告  
2019年07月15日

## 第二代全屋定制扩渠道、提转化，上半年业绩取得良好增长

公司发布2019半年度业绩预告：19H1 归母净利润 1.48-1.73 亿元，同比增长 20%-40%，扣非归母净利润 1.17-1.42 亿元，同比增长 75%-112%；其中 Q2 单季归母净利润 1.71-1.95 亿元，同比增长 9.13%-24.92%，扣非归母净利润 1.54-1.79 亿元，同比增长 18.03%-36.97%。

公司上半年业绩取得较好增长，一方面由于公司直营城市市场份额快速提升，加盟渠道得以快速扩张，自营整装及整装云业务快速迭代及扩张，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；另一方面公司去年开始精细化费用投入，优化员工结构，今年三费增长得到较好控制。

直营城市开放加盟推进顺利，建博会上招商超预期，渠道继续快速下沉。截至今年一季度，公司已拥有加盟商门店 2178 家(+78)，门店数量仍明显少于欧派、索菲亚，且公司是一城多商模式，开店方面还有较多空白城市可以填补，一季度三线以上城市与四五线城市开店分别为 36%/64%，目前一二线城市加盟门店数占比约 22%，三线及以下城市占比约为 78%。

整装云对会员持续赋能，整装业务收入快速提升。公司在成都、广州、佛山三地持续加强新居整装业务，一季度公司自营整装业务有序推进，工地交付数达 316 个。同时公司持续发力 Homkoo 整装云平台会员的招募，截止 3 月底，公司 Homkoo 整装云会员数量已超过 1400 家。一季度公司整装业务收入约 6200 万，比去年同期增长了约 2514%。

赋能经销商、第二代全屋定制、互联网营销是尚品的突出竞争优势。1) 2019 年公司继续开展基于 AI 方向的新一代软件技术研发和产品研发，推出云渲染、云设计系统等，帮助门店提高设计服务水平，不断提升成交率。2) 今年第二代全屋定制模式推出，重新定义传统定制家具门店的服务内涵，打造全新的能力边界，为消费者提供更完善的一站式购物体验。18 年家居配套品销售已经突破 11 亿，今年家居配套品+整装云主辅材销售有望再攀高峰。3) 公司拥有强大的互联网引流能力，并通过内容营销增强品牌认知度，18 年通过抖音、快手、火山、西瓜等视频平台全屋增粉 7000 多万，尚品微信粉丝 1100 万，稳居公众号行业第一。

交房回暖+二手房交易提升，19 年业绩有望逐季向上。根据我们测算，17-18 年期交房房下滑明显，18 年现房销售又同比下滑 25.73%，且二手房交易清淡，导致 18 年装修需求较差，使得公司 18 年业绩承压。随着 2017 年地产去库存完成，之后销售的大量期房在 19 年-20 年进入交房期，我们模型测算 19-20 年交房将有 33%/17% 增长。我们跟踪的主要城市二手房成交今年以来有 16.13% 增长，尚品在一二线城市销售占比较高，更加受益此轮装修需求回暖周期的影响。

维持盈利预测，预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 5.94/7.25/8.70 亿元，对应增速分别为 24.5%/22.0%/20.1%，对应 PE 估值分别为 24.5X/20.1X/16.7X，维持“买入”评级。

风险提示：交房不及预期，同业竞争加剧，渠道扩张不及预期等

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	73.13 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	198.68
流通 A 股股本(百万股)	68.18
A 股总市值(百万元)	14,529.37
流通 A 股市值(百万元)	4,986.05
每股净资产(元)	15.23
资产负债率(%)	36.84
一年内最高/最低(元)	109.20/54.90

### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
李杨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110004	
liyong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《尚品宅配-季报点评:渠道下沉和新业务拓展顺利，高基数下以良好增长实现开局》 2019-04-23
- 《尚品宅配-年报点评报告:强化技术研发巩固护城河，大家居+整装云创造全新产业价值》 2019-04-20
- 《尚品宅配-公司点评:一季度业绩势头强劲，充分受益交房回暖+二手房交易提升》 2019-04-10

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,323.45	6,645.39	8,367.54	10,401.09	12,665.98
增长率(%)	32.23	24.83	25.92	24.30	21.78
EBITDA(百万元)	689.68	766.35	770.86	928.92	1,103.50
净利润(百万元)	380.04	477.08	593.85	724.59	870.03
增长率(%)	48.74	25.53	24.48	22.02	20.07
EPS(元/股)	1.91	2.40	2.99	3.65	4.38
市盈率(P/E)	38.23	30.46	24.47	20.05	16.70
市净率(P/B)	5.55	4.77	3.99	3.46	2.98
市销率(P/S)	2.73	2.19	1.74	1.40	1.15
EV/EBITDA	24.03	13.39	15.00	11.76	8.67

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	646.90	1,650.48	2,834.94	3,501.80	4,876.42
应收票据及应收账款	3.22	23.05	10.03	31.09	18.98
预付账款	34.48	43.29	85.84	61.41	120.71
存货	400.84	565.47	697.67	864.23	1,118.69
其他	2,287.37	1,332.85	1,242.95	1,643.12	1,440.88
<b>流动资产合计</b>	<b>3,372.81</b>	<b>3,615.15</b>	<b>4,871.41</b>	<b>6,101.65</b>	<b>7,575.68</b>
长期股权投资	0.00	0.58	0.58	0.58	0.58
固定资产	849.94	890.77	986.83	1,050.58	1,081.94
在建工程	1.63	304.63	218.78	179.27	137.56
无形资产	120.42	344.95	333.72	322.50	311.28
其他	220.89	165.86	134.95	103.61	81.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,192.87</b>	<b>1,706.79</b>	<b>1,674.86</b>	<b>1,656.54</b>	<b>1,612.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,565.68</b>	<b>5,321.94</b>	<b>6,546.28</b>	<b>7,758.19</b>	<b>9,188.65</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	511.33	549.41	885.10	940.82	1,295.78
其他	1,431.93	1,698.86	2,007.68	2,610.11	3,006.55
<b>流动负债合计</b>	<b>1,943.26</b>	<b>2,248.27</b>	<b>2,892.79</b>	<b>3,550.93</b>	<b>4,302.33</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.93	26.34	9.87	13.05	16.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.93</b>	<b>26.34</b>	<b>9.87</b>	<b>13.05</b>	<b>16.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,946.19</b>	<b>2,274.62</b>	<b>2,902.66</b>	<b>3,563.98</b>	<b>4,318.75</b>
少数股东权益	0.00	0.51	0.51	0.52	0.53
股本	110.39	198.68	198.68	198.68	198.68
资本公积	1,571.73	1,492.90	1,492.90	1,492.90	1,492.90
留存收益	2,669.68	2,957.54	3,444.43	3,995.01	4,670.69
其他	(1,732.31)	(1,602.31)	(1,492.90)	(1,492.90)	(1,492.90)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,619.49</b>	<b>3,047.32</b>	<b>3,643.62</b>	<b>4,194.21</b>	<b>4,869.90</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,565.68</b>	<b>5,321.94</b>	<b>6,546.28</b>	<b>7,758.19</b>	<b>9,188.65</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	380.04	477.08	593.85	724.59	870.03
折旧摊销	108.71	135.43	61.01	66.99	71.57
财务费用	0.61	(1.04)	1.32	0.77	1.69
投资损失	(30.78)	(102.08)	(117.74)	(129.65)	(143.07)
营运资金变动	(1,936.15)	1,237.10	587.14	129.28	677.36
其它	2,356.48	(1,096.19)	0.00	0.01	0.01
<b>经营活动现金流</b>	<b>878.93</b>	<b>650.31</b>	<b>1,125.58</b>	<b>791.99</b>	<b>1,477.59</b>
资本支出	211.27	639.84	76.47	76.82	46.63
长期投资	0.00	0.58	0.00	0.00	0.00
其他	(2,827.90)	(188.94)	(18.73)	(27.17)	46.44
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,616.63)</b>	<b>451.48</b>	<b>57.74</b>	<b>49.65</b>	<b>93.07</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,407.07	57.67	108.09	(0.77)	(1.69)
其他	125.44	(152.99)	(106.96)	(174.01)	(194.34)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,532.50</b>	<b>(95.32)</b>	<b>1.13</b>	<b>(174.78)</b>	<b>(196.03)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(205.19)</b>	<b>1,006.46</b>	<b>1,184.46</b>	<b>666.86</b>	<b>1,374.63</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,323.45</b>	<b>6,645.39</b>	<b>8,367.54</b>	<b>10,401.09</b>	<b>12,665.98</b>
营业成本	2,922.11	3,742.57	4,870.51	6,195.76	7,688.91
营业税金及附加	54.24	60.96	84.01	101.94	122.50
营业费用	1,480.32	1,959.85	2,259.24	2,704.28	3,179.16
管理费用	271.20	311.07	384.91	468.05	557.30
研发费用	197.20	153.78	175.72	197.62	227.99
财务费用	(1.96)	2.97	1.32	0.77	1.69
资产减值损失	7.29	0.98	1.05	1.16	1.27
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	117.74	129.65	143.07
其他	(98.81)	(257.26)	(235.48)	(259.30)	(286.14)
<b>营业利润</b>	<b>461.08</b>	<b>568.39</b>	<b>708.53</b>	<b>861.16</b>	<b>1,030.24</b>
营业外收入	4.26	8.99	9.10	13.50	19.10
营业外支出	7.71	4.38	4.38	4.38	4.38
<b>利润总额</b>	<b>457.63</b>	<b>573.00</b>	<b>713.25</b>	<b>870.28</b>	<b>1,044.96</b>
所得税	77.58	95.92	119.39	145.68	174.92
<b>净利润</b>	<b>380.04</b>	<b>477.08</b>	<b>593.85</b>	<b>724.60</b>	<b>870.04</b>
少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>380.04</b>	<b>477.08</b>	<b>593.85</b>	<b>724.59</b>	<b>870.03</b>
每股收益(元)	1.91	2.40	2.99	3.65	4.38

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.23%	24.83%	25.92%	24.30%	21.78%
营业利润	46.58%	23.28%	24.65%	21.54%	19.63%
归属于母公司净利润	48.74%	25.53%	24.48%	22.02%	20.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.11%	43.68%	41.79%	40.43%	39.29%
净利率	7.14%	7.18%	7.10%	6.97%	6.87%
ROE	14.51%	15.66%	16.30%	17.28%	17.87%
ROIC	-320.16%	27.16%	48.01%	106.52%	145.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.63%	42.74%	44.34%	45.94%	47.00%
净负债率	-24.70%	-54.16%	-77.81%	-83.49%	-100.13%
流动比率	1.74	1.61	1.68	1.72	1.76
速动比率	1.53	1.36	1.44	1.47	1.50
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1,860.31	505.97	505.97	505.97	505.97
存货周转率	15.26	13.75	13.25	13.32	12.78
总资产周转率	1.59	1.34	1.41	1.45	1.49
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.91	2.40	2.99	3.65	4.38
每股经营现金流	4.42	3.27	5.67	3.99	7.44
每股净资产	13.18	15.34	18.34	21.11	24.51
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.23	30.46	24.47	20.05	16.70
市净率	5.55	4.77	3.99	3.46	2.98
EV/EBITDA	24.03	13.39	15.00	11.76	8.67
EV/EBIT	26.78	15.26	16.29	12.67	9.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com