中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司简评　　家用轻工

加盟拓、品类扩、业绩稳 整装新模式领跑验证

尚品宅配(300616)

事件

7 月 12 日，尚品宅配发布 2019 年半年度业绩预告，公司预计 2019H1 实现归母净利润 1.48-1.73 亿元，同比增长约 19.85%-40.10%。预计实现扣非净利润 1.17 -1.42 亿元，同比增长约 74.53%-111.82%。

分季度来看，2019Q1 公司实现净利润-0.23 亿元，同比减亏约 31.56%，实现扣非归母净利润-0.37 亿元，同比减亏 42.02%；19Q2 预计实现净利润 1.71-1.95 亿元，同比增长 9.02%-25.00%。预计实现扣非净利润 1.54-1.79 亿元，同比增长 17.90%-37.07%。

简评

直营城市加盟店开店提速，2019H1 业绩稳健

2019 年上半年，公司继续加码直营城市市场布局，夯实自营城市加盟开拓的新发展路径。报告期内加盟拓店提速，业绩拓展较为顺畅，扣非净利润同比快速增长 75%-112%。通过在自营城市大力招商，加盟商得以共享公司广泛的广告、物流资源，获得公司成熟运营、管理培训支持，减轻加盟商的运营压力与管理成本，进而助力公司市占份额稳健增长。

其他地区方面，公司加盟店按计划稳步下沉，继续增强对空白城市的拓展力度，提升公司营销网络的整体实力，扩大在全国范围内的市场占有率。

第二代全屋定制迭代启动，品类边界持续拓展

针对传统业务，2019 年公司迭代推出“智善 智美”第二代全屋定制，包含全屋配齐、智能服务、AI 云设计等一体的新一代全屋定制概念。“全屋配齐”服务力求涵盖全屋所有空间及家装流程所有环节，通过打造“一站式配齐”的客户服务逐步实现真正意义的“拎包入住”。2019Q2 背景墙、木地板、瓷砖等装修材料已逐步开展销售，品类边界持续拓展，有助于提升公司在一手毛坯、二手翻新等新目标客户群中的竞争力。

HOMKOO 整装云赋能扩张，自营整装有序推进

公司目前通过整装云提前布局整装行业，赋能装修企业转型为整装企业，帮助家装公司节约成本、提升效率，提供新流量入口。

维持　　买入

花小伟
huaxiaowei@csc.com.cn　010-85156325
执业证书编号：S1440515040002
罗乾生
luoqiansheng@csc.com.cn　010-85130305
执业证书编号：S1440519060003
研究助理：颜慧菁
yanhuijing@csc.com.cn　021-68821600

发布日期：2019 年 07 月 15 日
当前股价：73.13 元

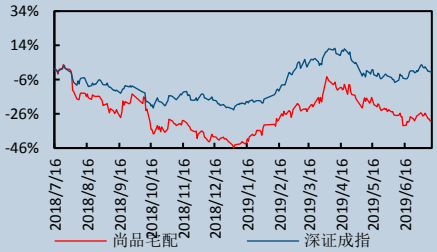
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
5.15/1.26	-19.71/-10.04	-29.34/-29.57

12 月最高/最低价（元）	109.2/54.9
总股本（万股）	19,867.86
流通 A 股（万股）	6,818.06
总市值（亿元）	145.29
流通市值（亿元）	49.86
近 3 月日均成交量（万）	47.93
主要股东	
李连柱	23.49%

股价表现



相关研究报告

19.04.10	尚品宅配(300616):一季报前瞻超预期 新模式继续领跑与验证
19.01.31	尚品宅配(300616):模式领跑优势显现，整装已成新驱动
18.10.26	尚品宅配(300616):Q3 收入仍领跑，Q4 管理提效可期

借助平台持续赋能，整装云会员招募稳中有进，2019Q1 会员数量已超过 1400 家，初步具备一定规模。自营整装在成都、广州、佛山三地有序展开，2019Q1 工地交付数达 316 个。截至 2019Q1，公司共实现整装业务收入约 0.62 亿元，同比去年同期增长约 2514%，形成良好开端，整装业务有望成为公司中长期发展的引擎。

整体上，我们认为整装和定制家具是公司未来主要战略，目前两条赛道公司同步推进，一方面以整装云切入，赋能装修企业转型为整装企业；另一方面在全屋定制，公司在定制化生产能力、个性化的设计服务等方面积累了丰富经验、具备明显优势。未来会在现有业务上逐渐扩大品类，提升边际产出，未来逐渐形成双平台、双通道的企业发展路径，成长可期。

投资建议：

我们预计尚品宅配 2019-2020 年营业收入为 80.48、96.86 亿元，同比增长 21.12%、20.35%；2019-2020 年归母净利润分别为 5.97、7.31 亿元，同比增长 25.10%、22.54%，对应 P/E 为 24.35x、19.87x，维持“买入”评级。

风险因素：房地产销售大幅下滑；行业竞争大幅加剧。

图表 1：尚品宅配主要财务数据（亿元）

单季		18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2019Q2 下限	2019Q2 上限
营业总收入		**11.01**	**17.65**	**17.71**	**20.07**	**12.74**	-	-
	同比	38.76%	30.63%	22.71%	15.71%	15.66%	-	-
归母净利润		**-0.33**	**1.56**	**1.69**	**1.84**	**-0.23**	**1.71**	**1.96**
	同比	29.19%	39.15%	21.01%	5.75%	31.56%	9.02%	25.00%
扣非归母净利润		**-0.63**	**1.30**	**1.22**	**1.61**	**-0.37**	**1.54**	**1.79**
	同比	-36.15%	23.90%	1.72%	3.62%	42.02%	17.90%	37.07%
累计		**18Q1**	**18H1**	**18Q1-3**	**18A**	**19Q1**	**2019H1 下限**	**2019H1 上限**
营业总收入		**11.01**	**28.67**	**46.38**	**66.45**	**12.74**	-	-
	同比	38.76%	33.64%	29.24%	24.83%	15.66%	-	-
归母净利润		**-0.33**	**1.23**	**2.93**	**4.77**	**-0.23**	**1.48**	**1.73**
	同比	29.19%	87.46%	42.28%	25.53%	31.56%	19.85%	40.10%
扣非归母净利润		**-0.63**	**0.67**	**1.89**	**3.51**	**-0.37**	**1.17**	**1.42**
	同比	-36.15%	14.20%	5.81%	4.79%	42.02%	74.53%	111.82%

资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

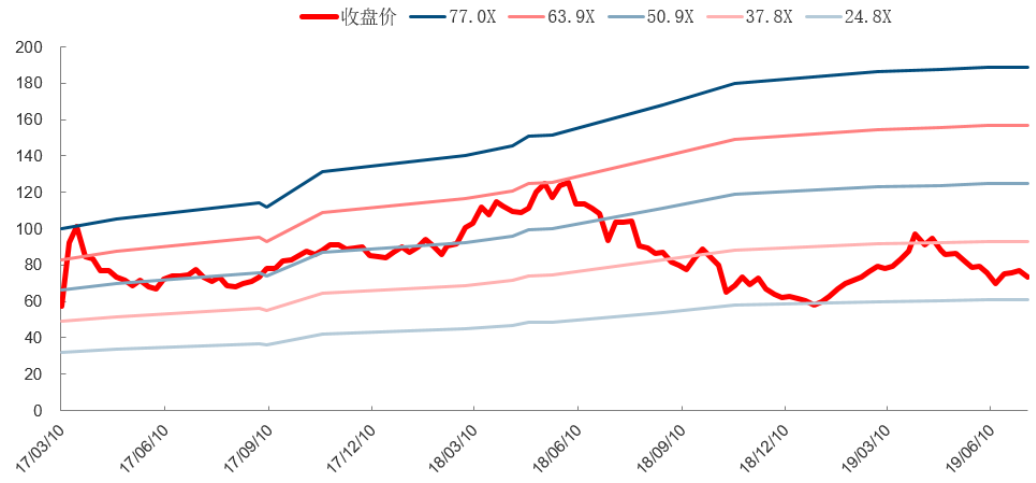
图表 2：尚品宅配收入分产品拆分表

	2014	2015	2016	2017	2018
定制家具（亿元）	15.49	24.00	32.78	42.81	22.00
占比（%）	81.01%	77.73%	81.41%	80.41%	76.74%
同比（%）	59.80%	54.93%	36.57%	30.60%	24.35%

毛利率（%）	44.43%	45.91%	47.22%	46.12%	45.05%
配套家具（亿元）	2.76	5.65	5.92	7.85	4.90
占比（%）	14.42%	18.31%	14.69%	14.75%	17.08%
同比（%）	111.87%	104.96%	4.65%	32.75%	81.49%
毛利率（%）	31.70%	30.75%	28.61%	26.06%	28.05%
020 引流服务（亿元）	0.14	0.46	0.60	1.09	0.64
占比（%）	0.72%	1.50%	1.49%	2.05%	2.25%
同比（%）	242.23%	235.50%	29.41%	82.04%	49.44%
毛利率（%）	88.72%	88.28%	85.29%	-	86.46%
整装业务（亿元）				0.02	0.47
占比（%）				0.04%	1.63%
同比（%）				-	-
毛利率（%）				-	19.78%
软体（亿元）	0.60	0.67	0.85	0.93	0.35
占比（%）	3.12%	2.17%	2.12%	1.75%	1.23%
同比（%）	2.66%	12.25%	27.81%	9.25%	-27.14%
毛利率（%）	95.09%	95.24%	95.26%	-	89.68%
其他（亿元）	0.14	0.09	0.12	0.53	0.31
占比（%）	0.73%	0.30%	0.29%	1.00%	1.07%
同比（%）	3.55%	-33.23%	23.48%	357.74%	108.54%
毛利率（%）	90.00%	84.85%	87.11%	-	58.18%

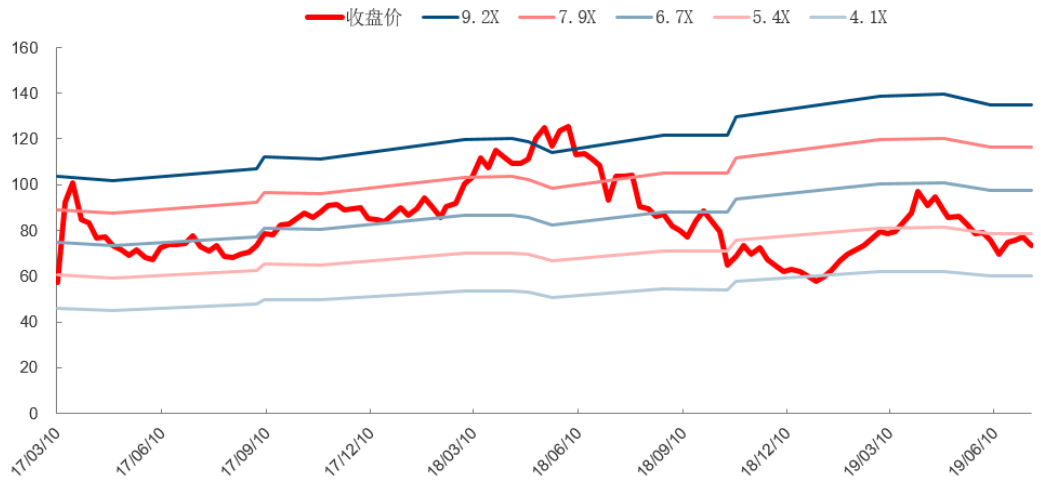
资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 3：尚品宅配历史 PE band



资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

图表 4：尚品宅配历史 PB band



资料来源：Wind　中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

罗乾生：中国人民大学管理学学士、硕士，轻工消费研究员，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

研究助理 颜慧菁：伦敦政治经济学院硕士。2019 年加入中信建投证券从事轻工行业研究，曾任职中金公司研究部。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15％以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15％；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5％之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15％；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15％以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859