

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

报告原因：业绩快报

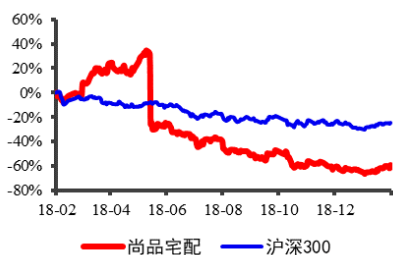
全年营收增速超 20%，全屋定制+整装实力领跑

增持

2019 年 3 月 4 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 3 月 4 日

收盘价(元):	82.43
年内最高/最低(元):	87.48/54.90
流通 A 股/总股本(亿):	0.68/1.99
流通 A 股市值(亿):	56.20
总市值(亿):	164

基础数据：2018 年 9 月 30 日

基本每股收益	1.49
摊薄每股收益:	1.49
每股净资产(元):	14.18
净资产收益率:	10.77%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2018 年度业绩快报：预计 2018 年全年营业收入 66.45 亿元，同比增长 24.83%；实现归母净利润 4.84 亿元，同比增长 27.46%；实现基本每股收益 2.48 亿元，与此前披露的业绩预告中预测的经营业绩不存在重大差异，基本符合预期。

事件点评

- 公司 2018 年单季度净利润增速环比放缓，主要系逆市场环境加大渠道建设和整装布局导致前期费用投入较多，同时受到地产增速下滑、行业竞争加剧等因素的影响。预计公司 2018Q1-Q4 营收增速分别为 38.76%/30.63%/22.71%/15.71%；归母净利润增速分别为 29.19%/39.15%/21.01%/9.97%，净利润增速环比下滑较快，主要是受到前期费用开支加大的拖累。
- 引流能力得到验证，渠道创新兑现能力显著，18Q1-Q3 加盟渠道收入增长 38%。2018Q1-Q3 加盟、直营业务收入分别同比增长 38%、16%。渠道创新仍在路上，继购物中心店、O 店之后，超集店（C 店）开启体验式消费渠道新生态。截至 2018 年 9 月底，公司加盟、直营门店数分别达 1958 家、100 家，加盟店数量较年初净增加 401 家，直营店客户数增长 6%，加盟店客户数增长 25%。依托新居网和线下 O 店，O2O 引流能力持续强劲。
- 全屋定制再添新色彩，配套品业务收入增长 62%。2018Q1-Q3 公司定制家具、配套品、O2O 引流服务收入分别同比增长 21%、62%、51%，配套品延续上半年的高增速。18 年以来，公司新拓软装饰品（窗帘、灯饰、挂画）及家居百货（家用电器、居家用品、婴童特护），丰富了全屋定制产品线、并发展成为新的增长点。
- 轻资产、强实力入局整装，HOMKOO 整装云、自营整装进展顺利。整装云凭借四大软件系统、三大硬通货的供应链整合，赋能家装企业解决消费者痛点，打通更为前端的整装流量入口。截至 9 月底，公司整装云会员数量已超过 700 个。公司持续加强在成都、广州、佛山三地的自营整装业务。整装业务 Q3 单季实现收入约 7500 万，环比增速超过 50%。

投资建议

- 公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋整合能力和经验领先

于竞争对手，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。基于上述，我们看好公司对于商业模式的创新探索和变现能力，看好公司的长期成长性，预计公司 2018-2020 年实现归母公司净利润为 4.84、5.98、7.25 亿元，同比增长 27.5%、23.4%、21.3%，对应 EPS 为 2.44/3.01/3.64 元，PE 为 32.8/26.6/21.93 倍，维持“增持”评级。

#### 存在风险

- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格上涨等。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,026.0	5,323.4	6,645.3	8,107.2	9,728.7
同比增长	30.4%	32.2%	24.8%	22.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	255.5	380.0	484.4	597.8	724.9
同比增长	83.1%	48.7%	27.5%	23.4%	21.3%
每股收益（元）	3.15	3.44	2.44	3.01	3.65
PE	25.36	23.24	32.82	26.59	21.93
PB	7.77	3.37	4.99	4.20	3.59

附：公司财务预测表（单位：百万元）

	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>财务指标</b>				
<b>营业收入</b>	<b>4,026.0</b>	<b>5,323.4</b>	<b>6,645.3</b>	<b>8,107.2</b>	<b>成长性</b>				
减:营业成本	2,166.4	2,922.1	3,728.0	4,531.9	营业收入增长率	30.4%	32.2%	24.8%	22.0%
营业税费	43.3	54.2	65.1	77.1	营业利润增长率	105.5%	46.6%	14.1%	29.6%
销售费用	1,124.4	1,480.3	1,893.9	2,253.8	净利润增长率	83.1%	48.7%	27.5%	23.4%
管理费用	371.8	468.4	498.4	604.8	EBITDA增长率	90.4%	35.8%	19.7%	27.0%
财务费用	3.0	-2.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	104.0%	32.9%	24.2%	30.4%
资产减值损失	5.0	7.3	6.2	6.7	NOPLAT增长率	88.1%	51.1%	14.6%	30.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	150.6%	-1570.9%	-2.2%	-23.7%
投资和汇兑收益	2.5	30.8	70.0	50.0	净资产增长率	36.6%	214.0%	21.7%	18.8%
<b>营业利润</b>	<b>314.6</b>	<b>461.1</b>	<b>526.2</b>	<b>681.8</b>	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	7.0	-3.4	54.6	34.1	毛利率	46.2%	45.1%	43.9%	44.1%
<b>利润总额</b>	<b>321.5</b>	<b>457.6</b>	<b>580.8</b>	<b>715.9</b>	营业利润率	7.8%	8.7%	7.9%	8.4%
减:所得税	66.0	77.6	96.4	118.1	净利润率	6.3%	7.1%	7.3%	7.4%
<b>净利润</b>	<b>255.5</b>	<b>380.0</b>	<b>484.4</b>	<b>597.8</b>	EBITDA/营业收入	9.0%	9.3%	8.9%	9.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	7.9%	7.9%	7.9%	8.4%
货币资金	848.0	646.9	1,365.2	2,448.8	<b>投资回报率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	30.6%	14.5%	15.2%	15.8%
应收帐款	30.9	41.5	51.8	63.2	ROA	11.9%	8.3%	9.1%	9.5%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-531.0%	-320.2%	24.9%	33.3%
预付帐款	35.7	34.5	52.7	58.8	<b>运营效率</b>				
存货	296.8	400.8	511.0	620.8	固定资产周转天数	45	53	57	63
其他流动资产	4.5	2,249.1	1,800.0	1,200.0	流动营业资本周转天数	-69	-6	28	-6
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	95	155	194	181
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	3	3
长期股权投资	-	-	-	-	存货周转天数	59	51	25	25
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	167	227	268	258
固定资产	728.4	849.9	1,252.4	1,586.3	投资资本周转天数	-7	55	94	67
在建工程	20.6	1.6	86.4	139.8	<b>费用率</b>				
无形资产	79.8	120.4	117.5	114.5	销售费用率	27.9%	27.8%	28.5%	27.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	9.2%	8.8%	7.5%	7.5%
<b>资产总额</b>	<b>2,150.0</b>	<b>4,565.7</b>	<b>5,346.7</b>	<b>6,262.6</b>	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	37.2%	36.6%	36.0%	35.3%
应付帐款	465.5	779.0	721.0	797.9	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	61.2%	42.6%	40.4%	39.6%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	157.7%	74.3%	67.7%	65.4%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.92	1.74	1.75	1.77
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	0.70	1.53	1.52	1.52
<b>负债总额</b>	<b>1,315.6</b>	<b>1,946.2</b>	<b>2,158.9</b>	<b>2,477.0</b>	利息保障倍数	107.59	-214.91	-209.48	682.84
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	81.0	110.4	198.7	198.7	EPS(元)	3.15	3.44	2.44	3.01
留存收益	753.3	2,669.7	2,977.5	3,575.3	BVPS(元)	10.30	23.73	16.04	19.05
<b>股东权益</b>	<b>834.3</b>	<b>2,619.5</b>	<b>3,187.8</b>	<b>3,785.6</b>	PE(X)	25.4	23.2	32.8	26.6
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	PB(X)	7.8	3.4	5.0	4.2
净利润	255.5	380.0	484.4	597.8	P/FCF	19.8	-5.9	30.4	15.8
加:折旧和摊销	90.8	108.7	65.9	65.9	P/S	1.6	1.7	2.4	2.0
资产减值准备	5.0	7.3	-	-	EV/EBITDA	-	33.7	24.5	17.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	32.8%	24.0%	51.4%	32.8%
财务费用	-	0.6	-2.5	1.0	PEG	0.8	1.0	0.6	0.8
投资收益	-2.5	-30.8	-70.0	-50.0	ROIC/WACC	-40.4	-24.4	1.9	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	REP	-	-0.4	4.4	4.1
营运资金的变动	393.7	-1,936.1	634.6	870.5					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>717.9</b>	<b>878.9</b>	<b>1,112.4</b>	<b>1,485.2</b>					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-339.7</b>	<b>-2,616.6</b>	<b>-480.5</b>	<b>-400.5</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-32.0</b>	<b>1,532.5</b>	<b>86.4</b>	<b>-1.0</b>					

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。