

强烈推荐-A (维持)

尚品宅配 300616.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 140.47 元  
 2017年04月25日

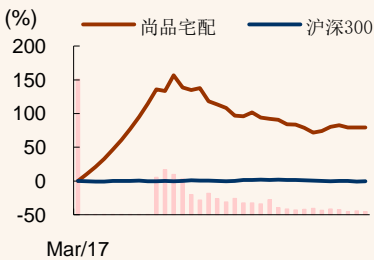
业绩符合预期, O2O引流收入大增彰显加盟店收入增速加快

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	10800
已上市流通股(万股)	2700
总市值(亿元)	152
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	30.6
资产负债率	61.2%
主要股东	李连柱
主要股东持股比例	24.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-25	158	158
相对表现	-23	156	150



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《尚品宅配(300616)一品牌、入口、竞争,见未来》2017-04-16

郑恺

021-68407559  
 zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

濮冬燕

021-68407301  
 pudu@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

事件:

公司公告 17 年一季报, 实现营收 7.94 亿元, 同比增长 27.65%; 归母净利润-4657 万元, 同比减亏 23.04%。业绩符合预期, 公司一季度预亏, 与前期业绩预告水平相符, 且收入增长和利润减亏幅度基本落于业绩预告区间上沿。

评论:

1、一季度销售淡季, 费用刚性导致业绩亏损

受行业影响公司收入季节性差异明显, 一季度是公司传统的销售淡季, 2014-2016 年一季度销售收入分别占全年收入的 13.5%、14.5%、15.5%。公司在定制家具行业中采用与众不同的重直营&Shopping Mall 店模式, 导致销售费用率较高, 而 2016 年销售费用中最主要的三项职工薪酬和福利费、广告宣传费和租赁及水电管理费分别占 49.8%、18.9%、12.4%, 其中职工薪酬和福利费、租赁及水电管理费均为刚性费用, 基本不随销售收入变化, 因此公司一季度处于亏损状态。

2、O2O 引流收入高增长, 彰显加盟店收入增速加快

公司一季度定制家具产品及配套家居产品营收占比 95.5%, 同比增长 26%, 软件及技术服务营收占比为 2.09%, 同比增长 41%; O2O 引流服务营收占比为 1.79%, 同比增长 61%。O2O 引流服务的收入模式为, 公司通过新居网向加盟商引导客流, 最终在加盟商处形成销售时, 公司向加盟商收取 O2O 引流服务费。根据公司测算 2016 年公司 O2O 导流对加盟商收入的贡献达到了 19.15%。一季度 O2O 引流服务收入高增长, 显示了加盟店通过 O2O 导流实现销售增速很快。公司一季度毛利率为 44.2%, 相比 2016 年全年毛利率下降 2pct, 主要是加盟商销售占比提升带来的。

3、加盟店快速开店及直营店效释放促进收入高增长, 维持“强烈推荐-A”评级

公司 2017 年计划净增 300 家加盟门店; 公司直营店在 2015 年扩张明显, 2017 年店效释放。随着公司积极投入资源跑马圈地, 我们看好由加盟店快速开店及直营店效释放带来的收入高增长。预计公司 2017-2019 年主营业务收入分别为 60.4、85.2、118.9 亿元, 同比分别增长 50%、41%、40%; 净利润分别为 3.1、4.2、5.96 亿元, 同比分别增长 21%、36%、42%, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 地产调控加剧、加盟商开店进度慢于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3088	4026	6044	8524	11898
同比增长	61%	30%	50%	41%	40%
营业利润(百万元)	153	315	386	424	602
同比增长	2%	106%	23%	10%	42%
净利润(百万元)	140	256	312	342	484
同比增长	7%	83%	22%	10%	41%
每股收益(元)	1.72	3.15	2.89	3.17	4.48
PE	81.5	44.5	48.6	44.4	31.4
PB	18.6	13.6	12.9	10.7	8.4

资料来源: 公司数据、招商证券

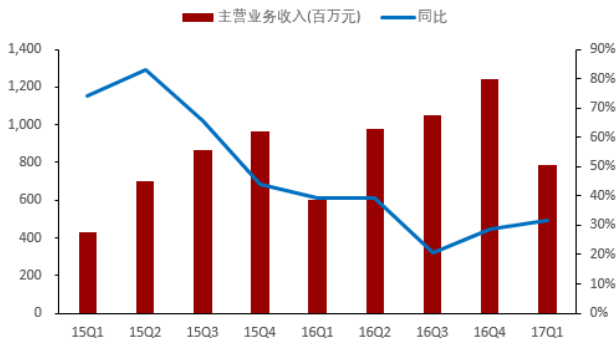
00

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 27X

公司	股价		EPS			PE			PB	ROE
	2017/3/27	15	16E	17E	15	16E	17E	(MRQ)	(TTM)	
索菲亚	66.54	0.99	1.44	1.93	67.2	46.2	34.5	9.3	17.74	
大亚圣象	21.51	0.60	0.92	1.09	35.9	23.4	19.7	3.4	6.39	
好莱客	35.32	0.54	0.82	1.12	65.4	43.1	31.5	17.0	42.81	
顾家家居	51.89	1.21	1.46	1.87	42.9	35.5	27.7	0.0	45.46	
梦百合	37.99	0.68	0.82	1.07	55.9	46.3	35.5	0.0	29.71	
喜临门	21.37	0.48	0.64	0.84	44.5	33.4	25.4	5.1	8.37	
宜华生活	11.72	0.42	0.53	0.69	27.9	22.1	17.0	5.1	9.60	
美克家居	14.48	0.47	0.53	0.65	30.8	27.3	22.3	3.5	8.40	
<b>平均</b>					<b>46.3</b>	<b>34.7</b>	<b>26.7</b>	<b>5.4</b>	<b>21.1</b>	

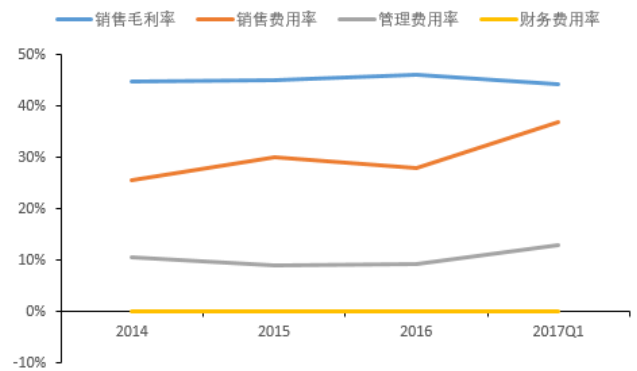
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 一季度销售收入高速增长



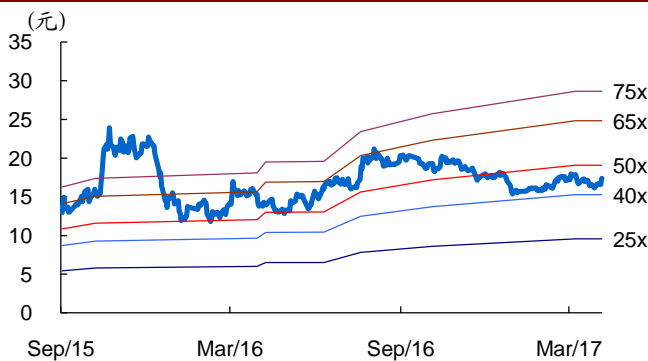
资料来源: wind, 招商证券

图 2: 2014-2016 年及 2017 年一季度毛利率及费用率



资料来源: wind, 招商证券

图 3: 尚品宅配历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 尚品宅配历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《尚品宅配 (300616) — 品牌、入口、竞争, 见未来》2017-04-16

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	899	1216	1788	2420	3481
现金	511	848	1238	1639	2387
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3	3	0	1	1
其它应收款	34	28	43	60	84
存货	312	297	446	632	887
其他	40	40	62	88	123
<b>非流动资产</b>	695	934	1327	1689	2023
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	728	1144	1525	1874
无形资产	82	80	72	65	58
其他	328	126	111	100	90
<b>资产总计</b>	<b>1595</b>	<b>2150</b>	<b>3115</b>	<b>4108</b>	<b>5503</b>
<b>流动负债</b>	983	1315	1941	2686	3700
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	254	383	591	839	1176
预收账款	630	770	1187	1685	2361
其他	99	162	163	163	163
<b>长期负债</b>	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>984</b>	<b>1316</b>	<b>1941</b>	<b>2687</b>	<b>3701</b>
股本	81	81	108	108	108
资本公积金	35	35	35	35	35
留存收益	494	718	1030	1278	1659
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	611	834	1173	1422	1803
<b>负债及权益合计</b>	<b>1595</b>	<b>2150</b>	<b>3115</b>	<b>4108</b>	<b>5503</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	455	718	838	967	1318
净利润	140	256	312	342	484
折旧摊销	76	91	84	115	144
财务费用	0	0	(8)	(12)	(16)
投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	260	369	455	509	692
其它	(18)	5	(3)	15	17
<b>投资活动现金流</b>	(360)	(340)	(486)	(486)	(486)
资本支出	(355)	(352)	(486)	(486)	(486)
其他投资	(6)	12	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5)	(32)	38	(80)	(84)
借款变动	(4)	(31)	0	0	0
普通股增加	0	0	27	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(94)	(103)
其他	(0)	(1)	11	14	19
<b>现金净增加额</b>	<b>90</b>	<b>346</b>	<b>389</b>	<b>401</b>	<b>748</b>

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3088	4026	6044	8524	11898
营业成本	1700	2166	3342	4742	6648
营业税金及附加	28	43	65	92	128
营业费用	925	1124	1704	2493	3440
管理费用	279	372	558	787	1099
财务费用	3	3	(8)	(12)	(16)
资产减值损失	3	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	153	315	386	424	602
营业外收入	12	14	14	14	14
营业外支出	3	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	162	322	393	431	609
所得税	22	66	81	89	125
<b>净利润</b>	140	256	312	342	484
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	140	256	312	342	484
<b>EPS (元)</b>	1.72	3.15	2.89	3.17	4.48

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	61%	30%	50%	41%	40%
营业利润	2%	106%	23%	10%	42%
净利润	7%	83%	22%	10%	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.0%	46.2%	44.7%	44.4%	44.1%
净利率	4.5%	6.3%	5.2%	4.0%	4.1%
ROE	22.8%	30.6%	26.6%	24.1%	26.8%
ROIC	21.9%	30.2%	25.5%	23.0%	25.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.7%	61.2%	62.3%	65.4%	67.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.9	1.9	1.9	2.1	2.2
存货周转率	6.1	7.1	9.0	8.8	8.8
应收帐款周转率	934.3	1545.0	4131.8	16807.6	16735.9
应付帐款周转率	8.1	6.8	6.9	6.6	6.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.72	3.15	2.89	3.17	4.48
每股经营现金	5.62	8.86	7.76	8.95	12.20
每股净资产	7.54	10.30	10.87	13.17	16.69
每股股利	0.00	0.00	0.87	0.95	1.34
<b>估值比率</b>					
PE	81.5	44.5	48.6	44.4	31.4
PB	18.6	13.6	12.9	10.7	8.4
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。