

强烈推荐-A (维持)

尚品宅配 300616.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 123.29 元
 2017年05月17日

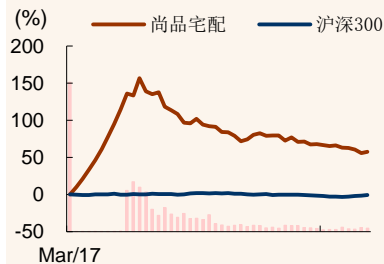
股权激励绑定核心利益, 协手共促高成长

基础数据

上证综指	3113
总股本(万股)	10800
已上市流通股(万股)	2700
总市值(亿元)	133
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	20.1
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	35.2%
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	-14	127	127
相对表现	-13	127	116



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《尚品宅配(300616) — 业绩符合预期, O2O 引流收入大增彰显加盟店收入增速加快》2017-04-26
- 2、《尚品宅配(300616) — 品牌、入口、竞争, 见未来》2017-04-16

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

濮冬燕

021-68407301
 pudy@cmschina.com.cn
 S1090511040031

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

事件:

公司今日公告, 拟以 67.19 元/股的价格向 149 名激励对象授予 239 万股限制性股票, 总股本占比约 2.21%。业绩考核条件为: 以 2016 年净利润为基数, 2017 年-2019 年净利润增长率分别不低于 30%、60%和 90%。

评论:

1、股权激励方案充分支持核心业务板块, 实现利益一致化

据此次激励方案, 149 名激励对象包括公司中高层管理人员、核心业务骨干等, 其中, 李嘉聪(尚品宅配品牌运营总经理)、欧阳熙(维意定制品牌运营总经理)、黎干(家具制造业务负责人)、胡翊(新居网总经理)、张庆伟(圆方软件总经理)分别获授 12 万股, 合计占此次授予限制性股票总数的比例为 25.1%。我们认为, 此次激励方案充分体现了公司对于双品牌、O2O、生产制造、软件设计等各业务板块的大力支持, 激励到位后, 未来核心业务团队将协手共促公司高成长。

2、业绩增长有保障, 独特发展模式不可复制

从行权条件来看, 对应 2017~2019 年净利润同比增长率分别不低于 30%、23%、19%, 表明了公司在今年经营战略以收入优先的同时, 兼顾业绩快速增长, 且未来三年持续稳定发展, 彰显长期发展信心。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, 双品牌运营鼓励内部竞争, 并通过新居网 O2O 的模式为实体店引流, 独特的业务模式和渠道优化资源配置、加强渠道掌控。未来随着直营门店扩张的放缓, 销售费用率有望呈下降趋势, 公司享受加盟模式快速扩张的红利, 净利润率和净资产收益率将步入上升通道。

3、17 年加盟扩张、直营提效带动收入高增长, 维持“强烈推荐-A”评级

渠道扩张方面, 我们预计公司 2017 年计划净增 300 左右加盟门店, 直营店在前两年快速扩张后将于 17 年逐步过度为店效释放。随着公司积极投入资源跑马圈地, 我们看好由加盟店快速扩张及直营店效释放带来的收入高增长预期。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 3.10 元、4.24 元、5.96 元, 净利分别同比增长 31%、37%、40%, 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	415	570	804
同比增长	2%	106%	32%	38%	41%
净利润(百万元)	140	256	335	458	644
同比增长	7%	83%	31%	37%	40%
每股收益(元)	1.72	3.15	3.10	4.24	5.96
PE	71.6	39.1	39.8	29.1	20.7
PB	16.3	12.0	11.1	8.6	6.5

资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《尚品宅配（300616）— 业绩符合预期，O2O 引流收入大增彰显加盟店收入增速加快》2017-04-26
- 2、《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
流动资产	899	1216	1822	2547	3709
现金	511	848	1268	1768	2623
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	448	631	879
其他	40	40	62	87	122
非流动资产	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
资产总计	1595	2150	3149	4236	5731
流动负债	983	1315	1952	2682	3671
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	254	383	595	838	1166
预收账款	630	770	1194	1682	2342
其他	99	162	163	163	163
长期负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
负债合计	984	1316	1952	2682	3671
股本	81	81	108	108	108
资本公积金	35	35	35	35	35
留存收益	494	718	1053	1411	1917
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	611	834	1196	1554	2060
负债及权益合计	1595	2150	3149	4236	5731

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	455	718	868	1071	1459
净利润	140	256	335	458	644
折旧摊销	76	91	84	115	144
财务费用	0	0	(8)	(12)	(18)
投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	260	369	463	498	674
其它	(18)	5	(3)	15	17
投资活动现金流	(360)	(340)	(486)	(486)	(486)
资本支出	(355)	(352)	(486)	(486)	(486)
其他投资	(6)	12	0	0	0
筹资活动现金流	(5)	(32)	38	(86)	(117)
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	(100)	(137)
其他	(0)	(1)	11	15	20
现金净增加额	90	346	420	500	855

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3088	4026	6044	8524	11898
营业成本	1700	2166	3363	4734	6593
营业税金及附加	28	43	65	92	128
营业费用	925	1124	1656	2333	3227
管理费用	279	372	556	810	1166
财务费用	3	3	(8)	(12)	(18)
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
营业利润	153	315	415	570	804
营业外收入	12	14	14	14	14
营业外支出	3	8	8	8	8
利润总额	162	322	422	577	811
所得税	22	66	87	119	167
净利润	140	256	335	458	644
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	140	256	335	458	644
EPS (元)	1.72	3.15	3.10	4.24	5.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	61%	30%	50%	41%	40%
营业利润	2%	106%	32%	38%	41%
净利润	7%	83%	31%	37%	40%
获利能力					
毛利率	45.0%	46.2%	44.4%	44.5%	44.6%
净利率	4.5%	6.3%	5.5%	5.4%	5.4%
ROE	22.8%	30.6%	28.0%	29.5%	31.2%
ROIC	21.9%	30.2%	26.9%	28.5%	30.3%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	61.2%	62.0%	63.3%	64.1%
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	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1
存货周转率	6.1	7.1	9.0	8.8	8.7
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
每股资料 (元)					
每股收益	1.72	3.15	3.10	4.24	5.96
每股经营现金	5.62	8.86	8.04	9.92	13.50
每股净资产	7.54	10.30	11.08	14.39	19.08
每股股利	0.00	0.00	0.93	1.27	1.79
估值比率					
PE	71.6	39.1	39.8	29.1	20.7
PB	16.3	12.0	11.1	8.6	6.5
EV/EBITDA					

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。