

# 上半年业绩预增 70%-100%，加盟渠道布局渐入佳境

2017 年 6 月 19 日

增持 (维持)

**事项:** 公司发布 2017 H1 业绩预告: 公司上半年盈利 4931-5800 万元, 较上年同期 2900 万元同增 70%-100%。

**投资要点:**

- **非经常性损益是 H1 业绩高增长驱动力之一:** 公司上半年获得较大的政府补助及理财收益, 非经营性损益约为 700-800 万元, 公司扣非净利润约为 4181-5050 万元, 因基数偏小、较上年同期增 45%-75%。
- **Q1 的减亏是上半年业绩高增长驱动力之二:** 公司 2017 Q1 扣非净利润-4654 万元, 同比减亏 22%, 我们推测公司 2017 Q2 单季盈利在 1 亿+, 同比增长约为 10%; 扣非净利润接近 1 亿, 同比增长接近 10%。
- **加盟渠道预发力:** 2017 Q1 公司客户数达到 5.4 万, 其中加盟客户数同增 34%, 自营客户数同增 28%, 加盟客户数增长较快, 带动 Q1 收入实现 27.65% 增长。目前公司直营店的布局基本到位, 未来开店策略重点或将以经销商加盟门店为主。2017 年起公司将加大对加盟渠道的布局, 预计全年加盟店净开店 300 家, 同时将现有门店优化升级。截至 2017 年 4 月份, 公司加盟店达 1198 家, 较 2016 年年底新增 117 家。
- **全屋定制先行:** 公司目前是市场上唯一一家定制橱柜、定制衣柜及配套家具同时起步的家具企业, 也是同时将所有定制类产品放在同一门店统一设计、销售的公司。我们认为, 这主要是由于公司前身为软件公司, 自有信息化系统和供应链管理体系相对较为完善所致。目前公司定制产品结构中以系统柜为主, 辅以衣柜和橱柜, 生产柔性化程度较高。
- **核心壁垒在于 O2O 导流:** 公司生产端主打全屋定制, 产品品类以系统柜、衣柜、橱柜为主, 生产柔性化程度较高; 渠道端依托于较强的 O2O 导流能力, 在人流较大的购物中心建立门店并实现快速发展。我们认为, 尚品宅配的核心竞争力在于新居网导流, 依托于导流, 公司具有较强的渠道扩张能力。
- **盈利预测。** 公司是全屋定制唯一标的, 在产品设计、柔性化生产线等方面具有隐形优势, 未来的看点在加盟店收入比例提升后盈利能力的持续改善情况。基于定制行业向好, 公司基本面优异, 上调盈利预测, 调整后预计公司 17/18/19 年的利润复合增速 30%+, 对应的归母净利润 3.59 亿、4.87 亿、6.61 亿, 当前市值对应 2017 年 PE 约 41 倍。考虑定制家具成长性, 维持增持评级。
- **风险提示:** 行业发展不及预期; 地产宏观政策收紧。

证券分析师 马莉

执业资格证书号码: S0600517050002  
(8610) 66573632  
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业资格证书号码: S0600517050001  
tangji@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

shifk@dwzq.com.cn

**市场数据**

收盘价 (元)	134.8
一年最低价/最高价	119/201
市净率 (倍)	6.7
流通 A 股市值 (亿元)	36.40

**基础数据**

每股净资产 (元)	20.06
资产负债率 (%)	35.23
总股本 (亿股)	1.08
流通 A 股 (亿股)	0.27

**相关研究**

- 1、《家具系列报告之一: 定制家居是最好的细分行业》
- 2、《家居系列报告之二: 强者恒强, 优选兼具高效生产及精细管理的定制家具龙头》
- 3、《尚品宅配: 发布股权激励预案, 绑定核心利益, 提振市场信心》

表 1: 财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>1215.81</b>	<b>2223.57</b>	<b>3022.10</b>	<b>4114.52</b>	<b>营业收入</b>	<b>4026.00</b>	<b>5776.85</b>	<b>8101.97</b>	<b>11344.92</b>
现金	848.02	1798.06	2332.02	3244.28	营业成本	2166.40	3121.30	4390.54	6158.22
应收款项	2.50	13.54	8.96	22.55	营业税金及附加	43.31	60.66	85.07	119.12
存货	296.77	310.15	543.57	653.86	销售费用	1124.43	1631.38	2292.05	3220.82
其他	68.52	101.82	137.55	193.82	管理费用	371.84	514.72	721.89	1010.83
<b>非流动资产</b>	<b>934.15</b>	<b>1735.19</b>	<b>2081.94</b>	<b>2432.99</b>	财务费用	2.95	4.23	5.94	8.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.51	2.50	2.50	2.50
固定资产	728.35	887.01	1045.44	1203.68	其他	0.00	(1.97)	(1.82)	0.52
无形资产	79.80	550.00	550.00	550.00	<b>营业利润</b>	<b>314.56</b>	<b>444.02</b>	<b>605.80</b>	<b>824.59</b>
其他	126.00	298.18	486.51	679.30	营业外净收支	6.95	7.04	7.04	7.04
<b>资产总计</b>	<b>2149.97</b>	<b>3958.77</b>	<b>5104.05</b>	<b>6547.50</b>	<b>利润总额</b>	<b>321.51</b>	<b>451.06</b>	<b>612.84</b>	<b>831.63</b>
<b>流动负债</b>	<b>1315.29</b>	<b>1551.97</b>	<b>2253.05</b>	<b>3078.28</b>	所得税费用	66.00	92.47	125.63	170.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	383.31	483.72	735.88	974.74	<b>归母公司净利润</b>	<b>255.51</b>	<b>358.60</b>	<b>487.21</b>	<b>661.15</b>
预收账款	769.51	835.17	1190.32	1645.91	EBIT	363.33	509.44	697.49	955.04
其他	162.47	233.08	326.85	457.63	EBITDA	408.43	584.55	772.83	1030.56
<b>非流动负债</b>	<b>0.34</b>	<b>0.48</b>	<b>0.68</b>	<b>0.95</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.34	0.48	0.68	0.95					
<b>负债总计</b>	<b>1315.62</b>	<b>1552.46</b>	<b>2253.73</b>	<b>3079.24</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归母股东权益	834.34	2406.31	2850.32	3468.27					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2149.97</b>	<b>3958.77</b>	<b>5104.05</b>	<b>6547.50</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>					
经营活动现金流	717.87	704.03	1091.40	1512.58					
投资活动现金流	(339.69)	(316.96)	(455.14)	(593.32)					
筹资活动现金流	(32.00)	(43.20)	(43.20)	(43.20)					
现金净增加额	346.17	950.04	533.96	912.26					
折旧与摊销	45.10	75.11	75.34	75.51					
资本开支	351.55	348.85	505.85	662.85					
营运资本变动	362.36	192.66	432.12	658.94					
企业自由现金流	1047.75	1021.62	1567.82	2156.56					

  

重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	3.15	3.32	4.51	6.12
每股净资产(元)	10.30	22.28	26.39	32.11
发行在外股份(百万股)	81.00	108.00	108.00	108.00
ROIC(%)	34.61%	16.83%	19.45%	21.89%
ROE(%)	35.36%	22.13%	18.54%	20.93%
毛利率(%)	46.19%	45.97%	45.81%	45.72%
EBIT Margin(%)	9.02%	8.82%	8.61%	8.42%
销售净利率(%)	6.35%	6.21%	6.01%	5.83%
资产负债率(%)	61.19%	39.22%	44.16%	47.03%
收入增长率(%)	30.39%	43.49%	40.25%	40.03%
净利润增长率(%)	83.12%	40.34%	35.87%	35.70%
P/E	56.98	40.60	29.88	22.02
P/B	17.45	6.05	5.11	4.20
EV/EBITDA	35.64	24.91	18.84	14.13

数据来源: 万得资讯、公司公告、东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

