

2017年07月18日

# 尚品宅配 (300616.SZ)

## 公司快报

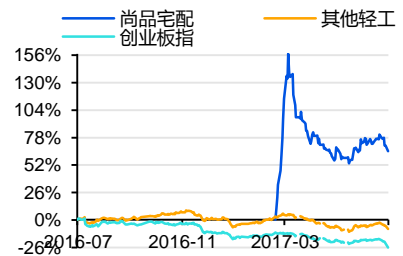
轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级	买入-B(维持)
6个月目标价	164元
股价(2017-07-17)	128.88元

### 交易数据

总市值(百万元)	13,919.04
流通市值(百万元)	3,479.76
总股本(百万股)	108.00
流通股本(百万股)	27.00
12个月价格区间	65.22/201.00元

### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.1	7.3	26.83
绝对收益	-4.39	-4.04	

### 分析师

叶中正  
 SAC 执业证书编号：S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn

### 相关报告

尚品宅配：定制家具行业“C2B+O2O”商业模式先行者 2017-05-01

## 2017H1 业绩上修超预期，龙头企业扬帆起航

### 投资要点

**事件：**7月12日公司公布2017H1业绩预告修正报告，上期报告预计归母净利润4,931-5,800万元，同比增长70%-100%，本次调整预计归母净利润5,800-6,670万元，同比增长100%-130%。

◆ **公司品牌知名度提升，业绩持续增长：**2017年3月公司成功上市，品牌知名度及美誉度迅速提升，业绩增长迅速，2017Q1营业收入达7.94亿，同比增长27.65%。2017H1预计归母净利润从4,931-5,800万元上修至5,800-6,670万元，同比增长从70%-100%上修至100%-130%，随下半年旺季到来，销售订单稳步上升，全年业绩有望保持高增长。

◆ **渠道持续深耕扩大市场占有率，未来业绩增长可期：**公司销售模式以直营为主，加盟为辅，2017H1公司门店数量超1,300家，覆盖11个核心城市。公司多重发力，深耕渠道：(1)渠道下沉，扩大品牌辐射影响力，抢占核心城市市场，市场份额进入前3；(2)进驻购物中心，提升公司核心竞争力与持续发展能力，加盟渠道购物中心占比超50%；(3)加深合作关系，与艾佳生活保持高度合作，打造一站式家居体会；(4)市场规模扩大，2016一线员工同比增长5%，实现营业收入同比增长30%；(5)公司开展“O2O”营销模式，线上线下双重发力，提高公司营业收入；(6)吸引加盟商，拓展市场范围，发展进入快车道，公司业绩提升迅速，公司2014-2016营业收入年复合增长率为45.10%，归母净利润年复合增长率达40.13%。随着销售渠道的持续深耕，未来业绩增长可期。

◆ **布局完成门店效益释放，定制家具龙头企业扬帆起航：**2014-2016公司总门店数以直营战略模式持续增加，截止2016年底，门店数量新增327家，其中加盟店新增240家左右，2017Q1直营与加盟同店分别增长为23%、31%，截止5月底，直营门店增3家，加盟店增幅超140家，直营战略布局初步完成，加盟端重心初步显现，直营店扩张放缓效益开始逐步释放。公司作为定制家具龙头，强劲的生产端能力和计划排单能力保证公司有望实现从标准化柜体向全屋定制转型。公司加快全屋定制脚步，加大研发力度，打造“尚品宅配”和“维意定制”两个全屋定制品牌，实现了良性竞争和协同效应的“C2B”商业模式。市场规模方面，据中国产业信息网披露，截止2016年底，家具制造行业规模为1万亿，定制家具占整体家具市场份额20%-30%左右，行业增速约为10%，参照欧美65%左右的市场渗透率，国内定制家具行业正处于快速增长阶段，市场空间广阔。随着未来居民消费结构改善，房屋刚性需求上升，作为定制家具龙头行业，公司将引领行业时尚潮流。

◆ **投资建议：**我们预测公司2017至2019年每股收益分别为3.35、4.09和5.41元，净资产收益率分别为14.1%、14.7%和16.2%，维持“买入-B”建议，6个月目标价为164元，相当于2018年40.10倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**全球经济下行风险；房地产市场波动风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,087.7	4,026.0	5,466.2	7,109.9	9,297.0
同比增长(%)	61.5%	30.4%	35.8%	30.1%	30.8%
营业利润(百万元)	153.0	314.6	433.4	531.1	701.0
同比增长(%)	2.4%	105.5%	37.8%	22.5%	32.0%
净利润(百万元)	139.5	255.5	362.2	441.8	583.9
同比增长(%)	7.2%	83.1%	41.7%	22.0%	32.2%
每股收益(元)	1.29	2.37	3.35	4.09	5.41
PE	115.7	63.2	44.6	36.5	27.6
PB	26.4	19.3	6.3	5.4	4.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3,087.7	4,026.0	5,466.2	7,109.9	9,297.0	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,699.6	2,166.4	2,934.2	3,815.9	5,016.3	营业收入增长率	61.5%	30.4%	35.8%	30.1%	30.8%
营业税费	28.0	43.3	52.9	69.9	93.8	营业利润增长率	2.4%	105.5%	37.8%	22.5%	32.0%
销售费用	925.0	1,124.4	1,521.0	2,031.3	2,613.2	净利润增长率	7.2%	83.1%	41.7%	22.0%	32.2%
管理费用	279.5	371.8	524.2	660.7	871.4	EBITDA 增长率	11.7%	90.4%	38.2%	25.8%	27.5%
财务费用	2.6	3.0	-	-	-	EBIT 增长率	3.2%	104.0%	36.5%	22.5%	32.0%
资产减值损失	2.7	5.0	3.0	3.6	3.9	NOPLAT 增长率	11.0%	88.1%	40.4%	22.7%	32.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.8%	150.6%	-645.4	-103.8	-90.9%
投资和汇兑收益	2.7	2.5	2.5	2.6	2.5	净资产增长率	29.6%	36.6%	208.0%	17.2%	19.4%
<b>营业利润</b>	153.0	314.6	433.4	531.1	701.0	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	8.8	7.0	9.6	8.5	8.3	毛利率	45.0%	46.2%	46.3%	46.3%	46.0%
<b>利润总额</b>	161.9	321.5	443.0	539.5	709.3	营业利润率	5.0%	7.8%	7.9%	7.5%	7.5%
减:所得税	22.3	66.0	80.8	97.8	125.4	净利润率	4.5%	6.3%	6.6%	6.2%	6.3%
<b>净利润</b>	139.5	255.5	362.2	441.8	583.9	EBITDA/营业收入	6.2%	9.0%	9.2%	8.9%	8.6%
						EBIT/营业收入	5.0%	7.9%	7.9%	7.5%	7.5%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	61.7%	61.2%	42.9%	42.0%	43.6%
货币资金	511.0	848.0	2,190.7	3,001.1	3,565.5	负债权益比	161.0%	157.7%	75.2%	72.5%	77.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.91	0.92	1.94	1.66	1.76
应收帐款	36.3	30.9	81.7	56.9	119.0	速动比率	0.60	0.70	1.50	1.43	1.38
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	60.53	107.59			
预付帐款	39.6	35.7	116.4	53.9	165.5	<b>营运能力</b>					
存货	312.2	296.8	696.3	505.7	1,057.0	固定资产周转天数	30	45	62	65	54
其他流动资产	0.1	4.5	2.5	2.4	3.1	流动营业资本周转天数	-55	-69	-54	-57	-58
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	95	95	142	170	165
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	4	3	4	4	3
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	32	27	33	30	30
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	160	167	219	245	224
固定资产	285.5	728.4	1,149.2	1,423.5	1,364.1	投资资本周转天数	-5	-7	17	16	-1
在建工程	180.8	20.6	121.6	41.3	-	<b>费用率</b>					
无形资产	81.7	79.8	77.8	75.7	73.7	销售费用率	30.0%	27.9%	27.8%	28.6%	28.1%
其他非流动资产	147.4	105.4	65.1	35.2	32.3	管理费用率	9.1%	9.2%	9.6%	9.3%	9.4%
<b>资产总额</b>	1,594.6	2,150.0	4,501.3	5,195.6	6,380.3	财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	39.1%	37.2%	37.4%	37.9%	37.5%
应付帐款	297.0	465.5	416.6	783.4	833.6	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	22.8%	30.6%	14.1%	14.7%	16.2%
其他流动负债	685.9	849.8	1,178.5	1,400.0	1,950.5	ROA	8.8%	11.9%	8.0%	8.5%	9.2%
长期借款	-	-	335.5	-	-	ROIC	-329.8	-531.0	-297.5	66.9%	-2335.4
其他非流动负债	0.8	0.3	0.8	0.6	0.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	983.7	1,315.6	1,931.4	2,184.0	2,784.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	81.0	81.0	108.0	108.0	108.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	529.8	753.3	2,461.8	2,903.6	3,487.5	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>股东权益</b>	610.8	834.3	2,569.8	3,011.6	3,595.5						
						EPS(元)	1.29	2.37	3.35	4.09	5.41
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	5.66	7.73	23.79	27.88	33.29
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	115.7	63.2	44.6	36.5	27.6
净利润	139.5	255.5	362.2	441.8	583.9	PB(X)	26.4	19.3	6.3	5.4	4.5
加:折旧和摊销	76.2	90.8	67.6	99.1	102.6	P/FCF	110.2	49.3	-227.5	20.7	28.7
资产减值准备	2.7	5.0	-	-	-	P/S	5.2	4.0	3.0	2.3	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	60.1	30.8	28.4	20.8	15.6
财务费用	-	-	-	-	-	CAGR(%)	46.8%	31.7%	40.7%	46.8%	31.7%
投资损失	-2.7	-2.5	-2.5	-2.6	-2.5	PEG	2.5	2.0	1.1	0.8	0.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	-32.1	-51.6	-28.9	6.5	-227.0
营运资金的变动	241.7	393.7	-210.0	897.1	-122.4						
<b>经营活动产生现金流量</b>	455.2	717.9	217.2	1,435.4	561.7						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-360.3	-339.7	-584.9	-288.5	2.5						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-4.5	-32.0	1,710.3	-336.5	0.2						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn