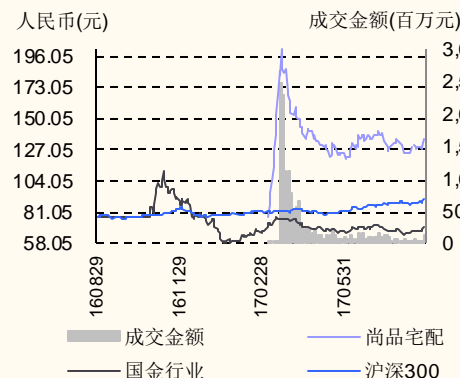


市场价格 (人民币): 135.09 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	27.00
总市值(百万元)	14,589.72
年内股价最高最低(元)	201.00/78.26
沪深 300 指数	3842.71



相关报告

1. 《尚品宅配深度研究-产能、渠道升级+商业模式创新, 期待盈利能力...》, 2017.6.5

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

精细化管理带动经济效益提升, 盈利能力仍具向上改善空间

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.72	3.15	3.87	5.20	7.07
每股净资产(元)	7.54	10.30	23.05	26.53	31.27
每股经营性现金流(元)	5.62	8.86	4.60	8.86	11.50
市盈率(倍)	N/A	N/A	35	26	19
行业优化市盈率(倍)	32	33	34	34	34
净利润增长率(%)	7.23%	83.12%	63.57%	34.40%	36.02%
净资产收益率(%)	22.84%	30.62%	16.79%	19.60%	22.62%
总股本(百万股)	81.00	81.00	108.00	108.00	108.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2017 年上半年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 21.45 亿元、0.75 亿元和 0.66 亿元, 同比分别增长 30.33%、122.84%和 127.14%。实现全面摊薄 EPS0.70 元/股, 高于市场预期。经营活动净现金流为 2.27 亿元, 高于同期净利润。公司同时预计 2017 年前三季度归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长约 53.79%-76.44%。

经营分析

- **营收规模持续高增, 经济效益提升带动整体盈利能力。**2017 年上半年, 公司收入继续保持高速增长 (+30.33%), 毛利率小幅降至 45.50% (-0.61pct.)。公司期间费用率降低 2.09pct., 销售费用率、管理费用率与财务费用率分别下降 1.71pct./0.24pct./0.14pct., 营收高速增长背景下, 公司规模经济效益提升明显。公司归母净利润率为 3.07% (+1.76pct.), 盈利能力显著提升。
- **多点提升品牌硬实力, 行业竞争优势再巩固。**产品端, 公司拥有多个家具系列及品类数量, 无论在家居风格数量、家具系列数量及可定制家具范围均具备较强竞争力。上半年, 公司衣柜产品营收增幅高达 49%, 同时厨房电器配套销售率亦实现显著增长。设计端, 公司陆续推出“美家 Plus”及“云设计”平台, 在案例库、设计流程、渲染效果及数据采集等多方面均有持续突破。生产端, 作为行业生产制造 4.0 示范标杆, 公司智能制造水平不断提升。公司募投项目之一智能制造生产线建设项目(五厂)已逐步投产, 随着高度自动化、数字化的智能生产系统使用, 对应工人单位时间人均产出也提升了 15%。
- **直营店效益加速释放, 加盟店渗透扩张空间巨大。**公司已建立起重点城市建立直营店+其他城市发展加盟店的线下渠道布局。直营方面, 公司通过在北京、上海、广州、南京和佛山等重点城市的购物中心开设直营店的方式进行布局。截至 2017 年 6 月底, “尚品宅配”及“维意定制”两大品牌的直营店合计已达 79 家, 对应直营店营收增速 26.95%。与友商相比, 公司直营店销售优势突出, 公司直营店数量、对应收入规模及单店收入水平均显著领先同业。后续公司将继续新增直营店布局, 并通过精益化管理加强新增与已有直

营店面效益以持续巩固公司在直营端渠道优势。经销方面，无论从收入规模还是三四线渗透程度来看，公司在经销端渠道布局仍有较大发力空间。截至2017年6月底，公司加盟店总数达1281家（含在装修的店面），相比2016年12月底净增加200家，对应加盟店营收增速31.51%，预计未来2-3年，经销渠道端的加速开拓将成为公司营收规模持续增长的重要动力。

- **打造 C2B+O2O 经营范式，营收规模即将再跃增。**公司采取以消费者需求驱动为中心的“C2B+O2O”商业模式，通过深度个性化的需求定制来创造附加值，做高整体客单价，同时设计、生产、销售、服务等环节的无缝连接使得公司整体运营更加通畅高效。依托新居网 O2O 营销平台，公司不仅实现了线上平台至线下实体店的有效引流，同时针对由线上引流至加盟店并实现终端收入的情况，新居网向加盟商按照其向终端消费者实现的收款额以一定比例收取引流服务费，上半年引流服务费同比增速高达 60.19%。公司从 2004 年已开始逐步深耕全屋定制服务，从现有产品结构来看，公司全屋家具品类优势已明显确立，考虑到国内定制家具行业高速增长趋势及公司本身渠道与产能进一步下沉扩充，公司定制家具业务端收入仍有较大提升空间。配套家居方面，公司也已计划对应产品线及渠道端的升级打造，未来相应业务端预计或将实现收入跃增。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司独特的商业模式下，直营店效益正不断加强，经销模式销售未来存在较大发力空间，同时公司 IPO 项目将进一步扩充产能、加密渠道布局，大家居全屋定制能力不断加强，我们上调公司 2017-2019 年 EPS 预测至 3.87/5.20/7.07 元（三年 CAGR44.1%，原为 3.16/4.21/5.79 元），对应 PE 分为 35/26/19 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；宏观经济波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,912	3,088	4,026	5,295	6,882	8,861
增长率		61.5%	30.4%	31.5%	30.0%	28.8%
主营业务成本	-1,055	-1,700	-2,166	-2,917	-3,818	-4,893
%销售收入	55.2%	55.0%	53.8%	55.1%	55.5%	55.2%
毛利	857	1,388	1,860	2,378	3,064	3,968
%销售收入	44.8%	45.0%	46.2%	44.9%	44.5%	44.8%
营业税金及附加	-18	-28	-43	-57	-73	-93
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-489	-925	-1,124	-1,393	-1,789	-2,286
%销售收入	25.6%	30.0%	27.9%	26.3%	26.0%	25.8%
管理费用	-200	-279	-372	-477	-606	-771
%销售收入	10.5%	9.1%	9.2%	9.0%	8.8%	8.7%
息税前利润 (EBIT)	150	156	320	452	596	818
%销售收入	7.8%	5.0%	7.9%	8.5%	8.7%	9.2%
财务费用	-1	-3	-3	36	61	77
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-1	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3	3
%税前利润	1.4%	1.6%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	149	153	315	490	659	897
营业利润率	7.8%	5.0%	7.8%	9.3%	9.6%	10.1%
营业外收支	13	9	7	8	8	9
税前利润	162	162	322	499	668	906
利润率	8.5%	5.2%	8.0%	9.4%	9.7%	10.2%
所得税	-32	-22	-66	-75	-100	-136
所得税率	19.9%	13.8%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	130	140	256	424	568	770
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	130	140	256	418	562	764
净利率	6.8%	4.5%	6.3%	7.9%	8.2%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	130	140	256	424	568	770
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	79	96	127	138	151
非经营收益	-6	-20	4	7	-11	-11
营运资金变动	249	257	362	-62	262	332
经营活动现金净流	416	455	718	497	957	1,242
资本开支	-250	-353	-351	-69	-158	-167
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	2	-7	12	3	3	3
投资活动现金净流	-247	-360	-340	-68	-156	-164
股权募资	0	0	0	1,375	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	0	-5	-32	0	-138	-185
筹资活动现金净流	0	-5	-32	1,375	-138	-184
现金净流量	169	90	346	1,804	663	894

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	410	511	848	2,652	3,315	4,209
应收款项	29	36	31	75	97	125
存货	241	312	297	547	716	918
其他流动资产	44	40	40	102	133	170
流动资产	724	899	1,216	3,376	4,262	5,422
%总资产	63.4%	56.4%	56.6%	79.6%	82.7%	85.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	232	466	749	804	847	880
%总资产	20.4%	29.2%	34.8%	19.0%	16.4%	13.9%
无形资产	172	185	153	59	45	37
非流动资产	418	695	934	865	895	919
%总资产	36.6%	43.6%	43.4%	20.4%	17.3%	14.5%
资产总计	1,142	1,595	2,150	4,242	5,156	6,341
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	622	927	1,235	1,501	1,954	2,513
其他流动负债	47	56	80	245	324	431
流动负债	669	983	1,315	1,746	2,279	2,944
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	0	0	0	0
负债	671	984	1,316	1,746	2,279	2,945
普通股股东权益	471	611	834	2,489	2,866	3,378
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	1,142	1,595	2,150	4,242	5,156	6,341

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.61	1.72	3.15	3.87	5.20	7.07
每股净资产	5.82	7.54	10.30	23.05	26.53	31.27
每股经营现金净流	5.14	5.62	8.86	4.60	8.86	11.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	1.28	1.72	2.33
回报率						
净资产收益率	27.61%	22.84%	30.62%	16.79%	19.60%	22.62%
总资产收益率	11.40%	8.75%	11.88%	9.85%	10.89%	12.05%
投入资本收益率	25.38%	21.94%	30.47%	15.40%	17.60%	20.46%
增长率						
主营业务收入增长率	62.72%	61.47%	30.39%	31.52%	29.96%	28.77%
EBIT 增长率	7.92%	3.94%	105.59%	41.27%	31.78%	37.25%
净利润增长率	11.39%	7.23%	83.12%	63.57%	34.40%	36.02%
总资产增长率	65.57%	39.65%	34.83%	97.29%	21.56%	22.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1	0	0	1	1	1
存货周转天数	75	59	51	68	68	68
应付账款周转天数	39	45	54	42	42	42
固定资产周转天数	44	34	66	54	43	35
偿债能力						
净负债/股东权益	-87.09%	-83.65%	#####	#####	#####	#####
EBIT 利息保障倍数	106.5	60.5	108.4	-12.6	-9.7	-10.6
资产负债率	58.73%	61.69%	61.19%	41.17%	44.19%	46.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	2
增持	0	2	3	3	3
中性	1	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

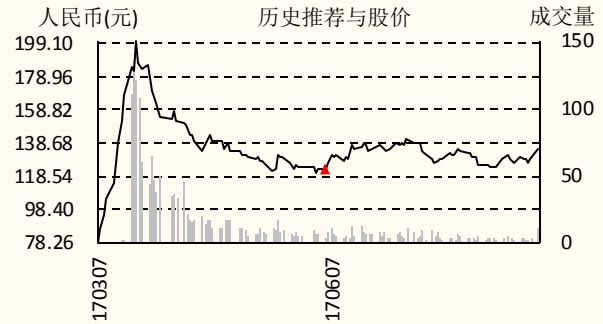
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-05	增持	122.34	142.00~142.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD