

尚品宅配(300616)

加盟模式快速扩张，全屋定制龙头渐入佳境 增持(维持)

2017年08月28日

证券分析师 马莉

执业证书编号：
S0600517050002
010-66573557
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号：
S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,026.00	5,676.00	7,609.81	10,188.73
同比(%)		40.98	34.07	33.89
净利润(百万元)	255.51	340.47	449.27	580.89
同比(%)		33.25	31.95	29.30
毛利率(%)	46.19	45.90	45.81	45.60
ROE(%)	35.36	21.13	17.34	18.96
每股收益(元)	3.15	3.15	4.16	5.38
P/E	57.10	42.85	32.47	25.12
P/B	17.49	6.11	5.22	4.38

投资要点

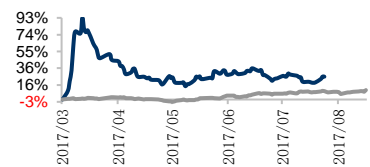
■ **公司发布 2017 半年报业绩：**报告期内，公司实现营业收入 21.45 亿元，同比增长 30.33%；归母净利润 6587 万元，同比增长 127.14%；扣非净利润 5870 万元，同比增长 102.78%。其中，Q1、Q2 单季度实现营业收入 7.94 亿、13.51 亿，同比增长 27.65%、31.96%；归母净利润-4700 万、1.12 亿，一季度同比减亏 23.04%、二季度同比增长 25.62%。同时，公司预计 Q3 单季净利润增速 30%-60%，前三季度净利润合计同比增长 53.79%-76.44% 为 1.82 亿-2.09 亿。

■ **加盟店快速覆盖，直营店稳步推进，渠道充分下沉：**报告期内，公司加盟店合计营收 10.61 亿(占比 49.5%)，同比增长 31.51%；直营店合计营收 9.78 亿(占比 45.6%)，同比增长 26.95%。就开店情况来看，截至 2016 年 6 月底，公司加盟店总数达 1281 家，较去年年底净增 200 家；直营店 79 家，上半年仅新开 3 家，直营收入驱动来自于同店增长。公司上半年加盟收入增速高于直营，且加盟店开店节奏加快，印证公司未来重点拓展加盟模式的战略思路。在上半年新开的加盟店中，公司在四五线城市开店数量占比达约七成。截至报告期末，公司加盟门店数量一二线城市占比 17%，三四五线城市占比 83%；加盟收入一二线城市占比 34%，三四五线城市占比 66%；加盟渠道进行了充分下沉，渠道全布局有利于公司享受三四线城市的地产红利，同时带动上半年客户数量同比增长 35.51%。

■ **定制家具高速增长，O2O 引流规模持续扩张：**分产品来看，公司上半年定制家具营收 17.69 亿(占比 82.5%)，同比增长 35.61%；配套家居 2.70 亿(占比 12.6%)，同比减少 1%；软件及技术服务 4836 万，同比增长 33.32%；O2O 引流服务 4316 万，同比增长 60.19%。期间，公司持续对衣柜款式、设计、报价模式进行优化，衣柜下单套数同增 55%，营收同增 49%；厨房部分积极开拓新品及提升厨电配套率，厨柜一季度营收同增 29%，二季度同增 41%；由此定制家具得以保持高速增长。配套家居一季度表现平淡，公司随后推出“宅配优选”“维意甄选”等套餐丰富产品品类，二季度起配套家居营收增速环比好转，预计下半年将对收入增长有所贡献。此外，公司上半年通过自有线上平台新居网进行 O2O 充分互动，向加盟商引流规模扩大，O2O 引流服务费同比实现大增约 60%。

■ **综合毛利率小幅下滑，期间费用率管控良好，综合净利率略有提升：**期间公司销售毛利率 45.5%，较 2016 年同期下降 0.61pct；其中定制家具毛利率同减 2.09pct，预计主要系加盟渠道收入占比相对上升、一口价衣柜

股价走势



— 尚品宅配 — 沪深300

市场数据

收盘价(元)	135.09
一年最低/最高价	65.22/201.0
市净率(倍)	6.40
流通 A 股市值(百万元)	3647

基础数据

每股净资产(元)	21.12
资本负债率(%)	37.47
总股本(百万股)	108.00
流通 A 股(百万)	27.00

相关研究

1. 尚品宅配：发布股权激励预案，绑定核心利益，提振市场信心-20170518
2. 上半年业绩预增 70%-100%，加盟渠道布局渐入佳境-20170619

等推广让利消费者所致。报告期内，公司三费率合计 40.81%，同比下滑 2.08pct。其中，由于公司直营店开店节奏放缓，折旧摊销同比减少、装修办公等费用有所节约，销售费用率 31.22% (-1.71pct)；管理费用率 9.67% (-0.23pct)；财务费用率-0.08% (-0.14pct)。总体来看，公司在费用率大幅节约的背景下，销售净利率达 3.07%，较去年同期增长 1.31pct。

■ **经营性现金流向好，预收款收入占比较高：**报告期内，公司经营性现金流净额 2.27 亿，同比增长 21.45%，和公司营收增速基本匹配。资产周转情况来看，公司存货周转天数为 43.48 天，较去年同期下降 14.36 天；应收账款周转天数 0.26 天，周转效率极高。截至报告期末，公司预收款达 8.31 亿元，较去年同期继续增长 24.03%，收入占比高达 38.7% (去年同期为 40.7%)，大幅高于行业平均 (索菲亚中报预收款的收入占比为 18%)。我们认为，随着后期随着尚品加盟占比变大，直营业务进入收获期，公司在预收款一项将逐渐趋于合理。在预售款缩窄的过程中，公司的收入和净利润释放将蓄力待发，而对应尚品实际盈利情况和增速或将略高于市场预期。

■ **全屋定制模式先行，生产效率进一步提升：**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。报告期内，公司推行“云渲染平台”“美家 plus”“云设计平台”等技术服务，通过技术改造提升生产线自动化程度，进一步提高设计师的服务效率。此外，公司具备大规模柔性生产制造能力的智能制造生产线建设项目逐步投产，在突破未来 2-3 年产能瓶颈的同时，公司工人单位时间人均产出也提升 15%。

■ **投资建议：**作为国内首创全屋定制的龙头企业，依托于圆方软件系统和大数据技术基因，公司在品牌和渠道上均具备了一定先发优势，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以及直营店预收款回归合理水平后收入和利润的有效释放。基于定制行业向好，公司基本面优异，预计公司 17、18 年归母净利润 3.40 亿、4.49 亿，当前市值对应 2017、18 年 PE 约 43、32 倍，对应 EPS 3.15、4.16 元，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**开店节奏未达预期，房地产下行。

尚品宅配三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,215.81	2,159.76	2,793.46	3,632.16	营业收入	4,026.00	5,676.00	7,609.81	10,188.73
货币资金	848.02	1,747.18	2,157.66	2,863.06	营业成本	2,166.40	3,070.57	4,123.61	5,542.72
应收款项	2.50	13.26	7.88	20.43	营业税金及附加	43.31	59.60	79.90	106.98
存货	296.77	300.28	501.53	576.22	销售费用	1,124.43	1,614.25	2,164.23	2,897.67
其他	68.52	99.04	126.39	172.45	管理费用	371.84	505.73	678.03	907.82
非流动资产	934.15	1,734.70	2,079.55	2,427.36	财务费用	2.95	4.16	5.58	7.47
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	1,045.44	1,203.68	其他	0.00	(2.05)	(2.12)	(0.07)
无形资产	79.80	550.00	550.00	550.00	营业利润	314.56	421.23	558.07	723.63
其他	126.00	297.69	484.11	673.67	营业外净收支	6.95	7.04	7.04	7.04
资产总计	2,149.97	3,894.46	4,873.01	6,059.52	利润总额	321.51	428.27	565.11	730.67
流动负债	1,315.29	1,505.80	2,078.11	2,726.72	所得税费用	66.00	87.80	115.85	149.79
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	383.31	469.63	675.82	863.83	归属母公司净利润	255.51	340.47	449.27	580.89
预收账款	769.51	807.16	1,095.29	1,451.89	EBIT	363.33	485.44	643.94	840.51
其他	162.47	229.01	307.00	411.01	EBITDA	408.43	560.55	719.27	916.03
非流动负债	0.34	0.48	0.64	0.86					
长期借款	-	-	-	-	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	0.34	0.48	0.64	0.86	每股收益(元)	3.15	3.15	4.16	5.38
负债总计	1,315.62	1,506.27	2,078.75	2,727.58	每股净资产(元)	10.30	22.11	25.87	30.85
少数股东权益	-	-	-	-	发行在外股份(百万股)	81	108	108	108
归属母公司股东权益	834.34	2,388.19	2,794.25	3,331.94	ROIC(%)	34.61%	16.16%	18.32%	20.05%
负债和股东权益总计	2,149.97	3,894.46	4,873.01	6,059.52	ROE(%)	35.36%	21.13%	17.34%	18.96%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	46.19%	45.90%	45.81%	45.60%
经营活动现金流净额	717.87	652.72	966.46	1303.24	EBIT Margin(%)	9.02%	8.55%	8.46%	8.25%
投资活动现金流净额	(339.69)	(316.96)	(455.14)	(593.32)	销售净利率(%)	6.35%	6.00%	5.90%	5.70%
筹资活动现金流净额	(32.00)	(43.20)	(43.20)	(43.20)	资产负债率(%)	61.19%	38.68%	42.66%	45.01%
现金净增加额	346.17	899.16	410.49	705.40	收入增长率(%)	30.39%	40.98%	34.07%	33.89%
折旧与摊销	45.10	75.11	75.34	75.51	净利润增长率(%)	83.12%	33.25%	31.95%	29.30%
资本开支	351.55	348.85	505.85	662.85	P/E	57.10	42.85	32.47	25.12
营运资本变动	362.36	159.12	343.88	528.07	P/B	17.49	6.11	5.22	4.38
企业自由现金流	1047.75	969.00	1437.00	1934.64	EV/EBITDA	35.72	26.03	20.28	15.93

数据来源: wind 资讯, 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>

