

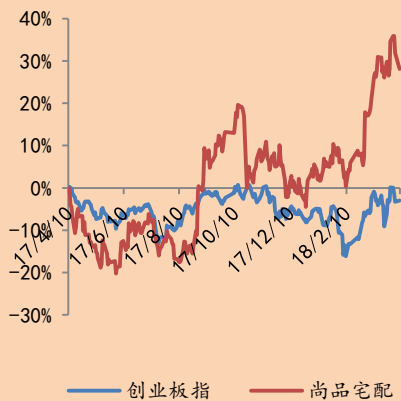


尚品宅配 (300616)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2018-04-10

股价走势:



研究员: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

募投推进助力利润上行, 布局新模式寻求利润突破

事件: 公司发布 2017 年年度业绩报告, 全年实现营收 53.23 亿元, 同比增长 32.23%; 归母净利润 3.80 亿元, 同比增长 48.74%; 基本每股收益 3.71 元/股, 同比增长 17.78%。利润分配将以公司总股本 110390000 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。

主要观点:

募投资项目产能逐步释放推升业绩, O2O 项目推进助力服务收入大涨
公司 2017 年 3 月正式登陆创业板, 募集资金 13.73 亿元, 其中近 60% 的资金用于智能制造生产线建设项目, 截至 2017 年 12 月 31 日, 该项目已完成设计产能的 65%, 为公司业绩增长提供了稳定支撑, 同时项目中引入的智能生产系统有效提高了人均效率 (较 2016 年提升 11%)。产能和效率同步提升, 公司 2017 年营收同比增长 32.23% 至 53.23 亿元, 其中家具行业营收占比达到 95.16%。互联网营销 O2O 推广平台项目是公司另一募投资项目, 目前投资进度已经完成, 助力公司 O2O 引流服务收入同比大幅增长 82.04% 至 1.09 亿元。2017 年公司毛利率同比小幅下滑 0.92pct 至 45.11%, 主要受到成本端直接材料 (同比升 33.54%) 和制造费用 (43.09%) 提升的影响。2017 年定制家具行业竞争激烈, 企业毛利率普遍走低, 不过公司毛利率水平仍领先于其他上市定制家具企业。

三费占比小幅下滑, 研发投入保持涨势, 政府补助增幅明显

2017 年公司三费占营收比例 36.57%, 同比下滑 0.67pct: 其中销售费用达到 14.80 亿元, 同比增长 31.65%, 占营收比例 27.81%, 与公司规模同步增长; 管理费用 4.68 亿元, 同比增长 25.98%, 主要是受到了股权激励成本和研发费用增加的影响; 财务费用占营收比例很低, 较 2016 年减少约 500 万元, 主要是银行存款利息收入增加所致。2017 年公司研发投入保持涨势, 同比提升 39.66% 至 1.97 亿元, 占营收比例小幅提升 0.19pct 至 3.70%。研发投入的持续增长推升了公司的生产效率及人均订单受理效率, 公司的行业竞争力与日俱增。另外, 2017 年公司收到与主营相关的政府补助 3729.44 万元, 同比增长 177.45%, 远超出前三年的平均水平。综合来看, 公司毛利率虽小幅走低, 但成本结构有所优化, 营业外收入大幅增长, 归母净利润涨幅达到 48.74%, 盈利能力提升明显。

线上平台搭建逐步完善, 商业模式行业领跑

公司前身是圆方软件, 2004 年实现由软件销售向家具生产与销售的转型, 开启了定制家具的 C2B 商业模式。2017 年底, 公司全国直营店 85 家 (较 2016 年底净增 9 家), 经销商加盟店 1557 家 (较 2016 年底净增 476 家)。依托圆方软件的技术支持, 公司站稳 C2B 模式, 通过新居网打造了产品 O2O 营销平台, 实现了公司品牌“尚品宅配”和“维意定制”的“C2B+O2O”商业模式。在这样的商业模式下, 公司不仅可以最大化的满足消费者的个性化需求, 而且在信息化、自动化的技术支持下, 在生产、销售等环节可以大幅提升效率。

□ 以购物中心为突破，寻求新的利润点

公司于 2014 年率先推行进驻购物中心店模式，准确把握了消费升级背景下的流量入口，在行业中独树一帜。截至 2017 年底，公司购物中心店铺达到 886 家（含正在装修的店铺），根据 2017 年内实际运营满一年的加盟店测算，购物中心单店年销售额约为 660 万元，明显高于非购物中心店的 380 万元。从公司战略布局来看，购物中心店的数量有望持续攀升，将对公司未来业绩形成强支撑。

□ 盈利预测与估值

2017 年公司顺利登陆 A 股，募投项目稳步推进，产能和利润同步提升，虽然毛利率同比有所下滑，但仍为行业领先。公司成本结构方面继续优化，研发投入保持涨势，持续强化公司行业竞争力。公司依托圆方软件的技术支持，以新居网为平台打造了“C2B+O2O”的商业模式，有效提高了公司的运营效率。同时，公司以购物中心为突破，加码购物中心店的开设，有效提升了单店平均业绩水平，未来有望对业绩形成强支撑。我们预测，2018-2020 年公司 EPS 分别为 4.34 元/股、6.34 元/股、8.06 元/股，对应的 PE 分别为 46 倍、31 倍、25 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5323	7346	9403	12412
收入同比(%)	32%	38%	28%	32%
归属母公司净利润	380	479	700	890
净利润同比(%)	49%	26%	46%	27%
毛利率(%)	45.1%	45.9%	46.3%	46.5%
ROE(%)	14.5%	14.8%	18.0%	18.7%
每股收益(元)	3.44	4.34	6.34	8.06
P/E	57.77	45.88	31.36	24.67
P/B	8.38	6.78	5.63	4.61
EV/EBITDA	34	42	29	24

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,373	5,590	7,704	11,652	营业收入	5,323	7,346	9,403	12,412
现金	647	1,469	1,881	2,482	营业成本	2,922	3,974	5,050	6,641
应收账款	42	67	77	104	营业税金及附加	54	74	97	126
其他应收款	38	61	71	96	销售费用	1,480	2,098	2,642	3,495
预付账款	34	31	25	20	管理费用	468	663	848	1,111
存货	401	607	718	956	财务费用	(2)	15	53	116
其他流动资产	2,211	3,356	4,932	7,994	资产减值损失	7	58	28	49
非流动资产	1,193	1,258	1,259	1,341	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	31	10	11	14
固定资产	850	796	742	688	营业利润	461	474	696	889
无形资产	120	112	105	98	营业外收入	4	10	10	8
其他非流动资产	223	350	412	555	营业外支出	8	5	6	7
资产总计	4,566	6,848	8,962	12,993	利润总额	458	479	700	890
流动负债	1,943	3,606	5,057	8,224	所得税	78	0	0	0
短期借款	0	1,217	1,909	4,026	净利润	380	479	700	890
应付账款	511	664	874	1,140	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,432	1,725	2,275	3,058	归属母公司净利润	380	479	700	890
非流动负债	3	4	5	8	EBITDA	492	550	811	1,065
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.44	4.34	6.34	8.06
其他非流动负债	3	4	5	8					
负债合计	1,946	3,610	5,062	8,232					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	110	110	110	110					
资本公积	1,572	1,572	1,572	1,572					
留存收益	1,098	1,557	2,218	3,079					
归属母公司股东权益	2,619	3,239	3,900	4,761					
负债和股东权益	4,566	6,848	8,962	12,993					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	879	(403)	(172)	(1,335)
净利润	380	479	700	890
折旧摊销	109	62	61	61
财务费用	1	15	53	116
投资损失	(31)	(10)	(11)	(14)
营运资金变动	(1,947)	(1,007)	(1,003)	(2,437)
其他经营现金	2,367	58	28	49
投资活动现金流	(2,617)	10	11	14
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(2,617)	10	11	14
筹资活动现金流	1,533	1,182	600	1,973
短期借款	0	1,217	692	2,117
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	1,536	0	0	0
其他筹资现金	(33)	(35)	(92)	(145)
现金净增加额	(205)	788	439	651

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	32.23%	38.00%	28.00%	32.00%
营业利润	46.58%	2.75%	46.99%	27.59%
归属于母公司净利润	48.74%	25.93%	46.29%	27.11%
获利能力				
毛利率(%)	45.11%	45.90%	46.30%	46.50%
净利率(%)	7.14%	6.51%	7.45%	7.14%
ROE(%)	14.51%	14.78%	17.95%	18.69%
ROIC(%)	-380.06	27.62%	17.92%	18.30%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.63%	52.71%	56.49%	63.36%
净负债比率(%)	25.53%	14.73%	13.14%	14.10%
流动比率	1.74	1.55	1.52	1.42
速动比率	1.53	1.38	1.38	1.30
营运能力				
总资产周转率	1.59	1.29	1.19	1.13
应收账款周转率	1860.31	1755.58	1680.15	1760.15
应付账款周转率	11.90	12.50	12.23	12.33
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.44	4.34	6.34	8.06
每股经营现金流(最新摊薄)	7.96	(3.66)	(1.56)	(12.10)
每股净资产(最新摊薄)	23.73	29.34	35.33	43.13
估值比率				
P/E	57.8	45.9	31.4	24.7
P/B	8.4	6.8	5.6	4.6
EV/EBITDA	33.73	41.66	29.05	23.97

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。