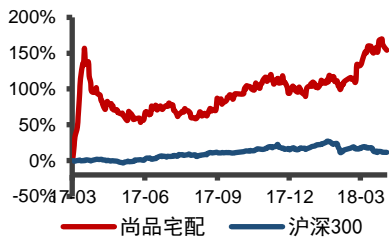


轻工/家用轻工

报告原因：事件点评

2018年4月16日

公司上市以来股价表现



市场数据：2018年4月16日

收盘价（元）	207.29
年内最高/最低（元）	217.60/155
流通A股/总股本（亿）	0.37/1.10
总市值（亿元）	229
流通A股市值（亿元）	70

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益	3.71
摊薄每股收益	3.71
每股净资产（元）	23.73
净资产收益率	22.01

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel：010-83496341

Email：pinghaiqing@sxzq.com

联系人：杨晶晶

Tel：010-83496308

Email：yangjingjing@sxzq.com

地址：

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层  
山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

尚品宅配（300616.SZ）

增持

C店创新家居消费体验模式，看好未来客流量+转化率 维持

公司研究/点评报告

【事件】尚品首家C店在沪开业，开启新零售生活方式品牌体验模式

◇ 4月14日，尚品宅配第一家倡导“慢生活体验”的“超集店”（简称C店）在上海绿地缤纷城正式开幕。3212 m<sup>2</sup>的生活方式体验中心，除了公司自身的家居产品体验，更集聚了包括12 HOURS COFFEE、PHOENIX、泰笛、友宝、永乐生活电器在内的多个品牌，将吃、喝、玩、乐的多元生活融于一体。未来，公司超集“C店”还将陆续在北京、深圳、广州等一线城市开幕。

【点评】

◇ C店模式是聚拢零售客流量的法宝，将家居与吃喝玩乐多元消费体验融为一体，且在丰富性方面已超越宜家卖场。家居行业集中度低，在地产下行、竞争加剧的背景下，终端流量获取能力是定制家具企业提升市占率、突出重围的关键。由于家具属于高价格、低频次消费，相比吃喝玩乐偏冷门，自然客流量天生不高，且受地产后周期影响较大。尚品宅配C店首次利用多重业态的集合经营，将店铺区域划分成慢生活体验区、亲子玩乐区、家居体验区等多个区域，同步引进咖啡、花艺、手作、无人零售、电器服务等特色品牌，包揽消费者“一日生活圈”中的各个方面——C店集合多品牌、多元消费体验的模式，让选购家居与娱乐休闲实现360°无缝衔接，预期将吸引更多消费者进店，其中也包括暂时没有家装需求的消费者，在最大化获取目标客户的同时，还能够创造和激发购买欲望和搭配灵感，从而有效培养和转化潜在客户。

◇ C店模式可提升消费者重复进店率和品牌粘性。C店用“Collection”的集合模式，诠释“家居、时尚、艺术、社交”共为一体的慢生活体验，消费者得到愉悦放松的沉浸式体验，且由于引进多种多样的高频次、偏身心娱乐的消费，预期消费者在店时长、重复进店率、客户回头率和粘性会得到增强，而口碑效应也会不断带动新增流量进场。

◇ C店模式优化家居购物体验感和决策程序，最终可提高成交率。没有天花乱坠的销售话术在耳边萦绕，C店以可见可触、丰富多样的体验式营销场景，让消费者自己在闲逛中通过视觉、试用、互动参与来

零距离感受品牌的实力和优势，比单纯的灌输式营销更具有说服力和主动性。同时，在店享受其他消费活动的过程，其实也是充分给予消费者思考决策的时间和空间，预期最终可提高客户转化率和成交率。

- ◇ **以超大面积、全屋空间定制为主的 C 店模式将有效提高客单价。**C 店以居住空间为展示单位，强化全屋定制，为家居消费者提供一站式购物平台、一站式解决方案和一站式服务，预期单客户的家具购买数量和品类会进一步增加，还将提高配套家居用品销量（如逛宜家总会随手买一两件爱不释手的家居饰品等小件），预期在全屋引导、非板式家具销售方面会有更加显著的成效。
- ◇ **C 店本身是非常有效的品牌营销和公关，不仅能够直观生动地传递品牌理念、文化和情感内涵，而且用心打造的“消费者之家”可以塑造品牌好感度和信任度。**我国家具行业一直以来存在的问题就是市场极度散乱、商家鱼龙混杂，且由于家具的高价格属性导致消费者购买决策慎重，因此消费者对品牌的好感度和信任度至关重要，C 店的文化和情感属性将为品牌形象加分，预期未来投入产出比、影响力会大幅高于传统直营店（辐射效应）。
- ◇ **渠道创新生根开花，2017 年 Shopping Mall 店、O2O 引流贡献加大，预期 C 店模式将再次引领家居行业的商业模式进化方向。**2013 年，公司在渠道布局上深入研究了当代消费者的行为和习惯，将专卖店从家居卖场向购物中心和写字楼进行转移，从而开创了代表购物中心渠道的“SM 店”模式以及代表写字楼渠道的“O 店”模式。目前，加盟商 SM 店运营能力日趋成熟，根据 2017 年内实际运营满一年的加盟店测算，两者平均单店年销售额的水平为 660 万 vs 380 万。直营的 SM 店约 1800-2000 万，O 店约 8000 万-1 亿元，遥遥领先于其他类型门店。2017 年公司实现 O2O 引流服务收入 1.09 亿元，同比增长 82%。
- ◇ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋整合能力和经验领先于竞争对手，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。基于上述，我们看好公司对于商业模式的创新探索和变现能力，看好公司的长期成长性，预计公司 2018-2020 年实现归母公司净利润为 5.42、7.45、9.87 亿元，同比增长 42.7%、37.3%、32.6%，对应 EPS 为 4.91、6.74、8.94 元，PE 为 40.5、29.5、22.2 倍，维持“增持”评级。
- ◇ **风险提示：**宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场推广不达预期；原材料价格上涨等。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,026.0	5,323.4	7,239.9	9,556.7	12,232.5
同比增长	30.4%	32.2%	36.0%	32.0%	28.0%
归母净利润（百万元）	255.5	380.0	542.4	744.6	987.0
同比增长	83.1%	48.7%	42.7%	37.3%	32.6%
每股收益（元）	3.15	3.44	4.91	6.74	8.94
PE	63.05	57.77	40.48	29.49	22.25
PB	19.31	8.38	4.52	3.92	3.39

图 1：尚品宅配 C 店的 12 HOURS 咖啡



资料来源：山西证券研究所、尚品宅配官方微信公众号

图 2：尚品宅配 C 店的泰笛花艺



资料来源：山西证券研究所、尚品宅配官方微信公众号

图 3：尚品宅配 C 店的友宝



资料来源：山西证券研究所、尚品宅配官方微信公众号

图 4：尚品宅配 C 店的娱乐体验



资料来源：山西证券研究所、尚品宅配官方微信公众号

◇ 相关报告：

《尚品宅配公司深度报告：创新不止，脚步坚实——蓄势待发的全屋定制领军者》2018-01-24

《尚品宅配 2017 年业绩快报点评：单季度增速环比持续提升，看好公司长期成长性》2018-02-28

《尚品宅配 2017 年报点评：加盟渠道、全屋定制火力全开，单季度增速环比持续提升》2018-04-10



附：公司财务预测表（单位：百万元）

利润表					财务指标				
	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
营业收入	4,026.0	5,323.4	7,239.9	9,556.7	成长性				
减:营业成本	2,166.4	2,922.1	3,974.7	5,256.2	营业收入增长率	30.4%	32.2%	36.0%	32.0%
营业税费	43.3	54.2	70.9	90.9	营业利润增长率	105.5%	46.6%	39.5%	37.9%
销售费用	1,124.4	1,480.3	1,954.8	2,532.5	净利润增长率	83.1%	48.7%	42.7%	37.3%
管理费用	371.8	468.4	622.6	812.3	EBITDA增长率	90.4%	35.8%	43.5%	35.0%
财务费用	3.0	-2.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	104.0%	32.9%	51.9%	38.6%
资产减值损失	5.0	7.3	6.2	6.7	NOPLAT增长率	88.1%	51.1%	40.3%	38.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	150.6%	-1570.9%	-9.1%	-36.2%
投资和汇兑收益	2.5	30.8	30.0	30.0	净资产增长率	36.6%	214.0%	85.2%	15.3%
营业利润	314.6	461.1	643.2	887.0	利润率				
加:营业外净收支	7.0	-3.4	6.3	4.7	毛利率	46.2%	45.1%	45.1%	45.0%
利润总额	321.5	457.6	649.5	891.7	营业利润率	7.8%	8.7%	8.9%	9.3%
减:所得税	66.0	77.6	107.2	147.1	净利润率	6.3%	7.1%	7.5%	7.8%
净利润	255.5	380.0	542.4	744.6	EBITDA/营业收入	9.0%	9.3%	9.8%	10.0%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	EBIT/营业收入	7.9%	7.9%	8.8%	9.3%
货币资金	848.0	646.9	3,150.2	4,550.5	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	30.6%	14.5%	11.2%	13.3%
应收帐款	30.9	41.5	56.5	74.5	ROA	11.9%	8.3%	7.6%	8.8%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-531.0%	-320.2%	30.5%	46.5%
预付帐款	35.7	34.5	56.2	68.2	运营效率				
存货	296.8	400.8	544.9	720.0	固定资产周转天数	45	53	52	53
其他流动资产	4.5	2,249.1	1,800.0	1,200.0	流动营业资本周转天数	-69	-6	23	-13
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	95	155	223	230
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	2	2
长期股权投资	-	-	-	-	存货周转天数	59	51	24	24
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	167	227	292	295
固定资产	728.4	849.9	1,252.4	1,586.3	投资资本周转天数	-7	55	83	49
在建工程	20.6	1.6	86.4	139.8	费用率				
无形资产	79.8	120.4	117.5	114.5	销售费用率	27.9%	27.8%	27.0%	26.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	9.2%	8.8%	8.6%	8.5%
资产总额	2,150.0	4,565.7	7,173.6	8,484.2	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	37.2%	36.6%	35.6%	35.0%
应付帐款	465.5	779.0	761.7	918.5	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	61.2%	42.6%	32.4%	34.0%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	157.7%	74.3%	47.8%	51.6%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.92	1.74	2.42	2.29
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	0.70	1.53	2.18	2.04
负债总额	1,315.6	1,946.2	2,321.1	2,887.0	利息保障倍数	107.59	-214.91	-256.28	888.04
少数股东权益	-	-	-	-	业绩和估值指标				
股本	81.0	110.4	110.4	110.4	EPS(元)	3.15	3.44	4.91	6.74
留存收益	753.3	2,669.7	4,730.6	5,475.2	BVPS(元)	10.30	23.73	43.96	50.70
股东权益	834.3	2,619.5	4,852.6	5,597.2	PE(X)	63.1	57.8	40.5	29.5
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	PB(X)	19.3	8.4	4.5	3.9
净利润	255.5	380.0	542.4	744.6	P/FCF	49.3	-14.7	31.3	16.6
加:折旧和摊销	90.8	108.7	65.9	65.9	P/S	4.0	4.1	3.0	2.3
资产减值准备	5.0	7.3	-	-	EV/EBITDA	-	33.7	26.5	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	42.8%	37.5%	57.2%	42.8%
财务费用	-	0.6	-2.5	1.0	PEG	1.5	1.5	0.7	0.7
投资收益	-2.5	-30.8	-30.0	-30.0	ROIC/WACC	-151.7	-91.5	8.7	13.3
少数股东损益	-	-	-	-	REP	-	-0.1	1.3	1.3
营运资金的变动	393.7	-1,936.1	754.8	1,040.4					
经营活动产生现金流量	717.9	878.9	1,330.5	1,821.9					
投资活动产生现金流量	-339.7	-2,616.6	-520.5	-420.5					
融资活动产生现金流量	-32.0	1,532.5	1,693.2	-1.0					

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分