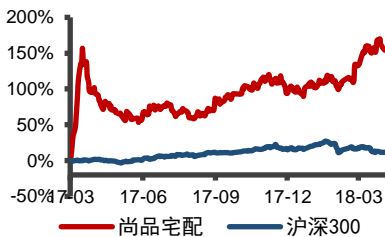


轻工/家用轻工

报告原因：公告点评

2018年4月24日

公司上市以来股价表现



市场数据：2018年4月24日

收盘价（元）	198.35
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）	219
流通A股市值（亿元）	69

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

研究助理：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

整装业务“整装待发”，看好C店体验式消费模式

维持

公司研究/点评报告

【事件】公司发布2018一季报

- ◇ **2018Q1 营收同比增长 38.76%，归母净利同比减亏 29.19%。**公司公布 2018 年一季报，实现营业收入 11.01 亿元，同比增长 38.76%；归母净利亏损 3297.90 万元，同比去年减亏 29.19%。一季度亏损原因：收入端看，一季度是传统的家具销售淡季，占公司全年营收比重仅为 15%；费用端看，公司直营业务比重较大，租金、人员工资等刚性费用季度支出较为平均。
- ◇ **不畏地产“寒冬”，单季度营收增速持续提升。**公司 2017Q1-Q4 单季度营业收入同比增速分别为 27.65%/31.96%/32.61%/34.32%，环比分别提升 4.31%/0.66%/1.71%；公司 2018Q1 营收增速（38.76%）环比 2017Q4 继续提升，有效抵御地产下行压力，呈现出较强的逆周期增长能力。

【点评】

- ◇ **毛利率结构性下降，净利率、费用率有所改善。**公司加盟店、直营店的毛利率约为 30%、60%，由于 2017 年加盟店扩张迅速，叠加原材料成本上涨因素，公司毛利率下降 2.08%至 42.14%。公司费用率优化明显，报告期内期间费用率下降 1.60%至 48.29%，其中销售费用率、管理费用率分别下降 0.57%、1.2%至 36.40%、11.74%。
- ◇ **加盟渠道增速亮眼，直营店效稳步释放。**（1）分渠道收入、客户数、客单价表现：公司 2018Q1 直营渠道收入同比增长 24%，客户数同比增长 23%，直营客单价同比增长 1%；加盟渠道收入同比增长 56%，客户数同比增长约为 47%，客单价同比增长 6%。（2）截至报告期末，公司加盟店总数已达 1615 家，较 2017 年底增加了 58 家，且新增店铺约八成开在三四五线城市。（3）截至报告期末，公司直营店总数达 86 家，较 2017 年底增加了 1 家，直营渠道收入的持续增长主要来源于原有直营店的效益释放。
- ◇ **创新模式生根开花，继购物中心店、O 店之后，超集店（C 店）开启体验式消费渠道新生态。**（1）看好 C 店创新家居消费体验模式。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。C店在高价格低频次消费的定制家具产品以外，引入家居饰品和吃喝玩乐等高频消费业态，包揽消费者“一日生活圈”中的各个方面，在丰富性方面已超越宜家卖场，看好C店模式对终端客流量和品牌形象的提升作用，看好消费者在店时长、重复进店率、到店转化率等方面的提升。（2）加盟商SM店运营能力日趋成熟，相对非SM店的业绩优势扩大，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。直营渠道SM店已达63家（占比74%），单店收入方面，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。（3）依托新居网和线下O店，O2O引流能力持续强劲，2017年公司实现O2O引流服务收入1.09亿元，同比增长82%。截至2017年12月31日，公司O店达15家。

- ◇ **HOMKOO 整装云蓄势待发，自营整装进展顺利。**整装云凭借软硬装一体化设计销售的协同整合能力，可有效赋能家装企业解决消费者痛点，也为公司打通更为前端的整装流量入口。截至报告期末，公司整装云会员数量已达260个。公司持续加强在成都、广州、佛山三地的自营整装业务。截至报告期末，自营整装在建工地数为164个，客单价约20万。
- ◇ **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5.44、7.47、10.06亿元，同比增长43.2%、37.3%、34.6%，对应EPS为4.93/6.77/8.94元，PE为40.2/29.3/21.8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；新店经营不及预期；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	7,266.5	9,591.8	12,469.3
同比增长	30.4%	32.2%	36.5%	32.0%	30.0%
归母净利润（百万元）	255.5	380.0	544.3	747.2	1,005.7
同比增长	83.1%	48.7%	43.2%	37.3%	34.6%
每股收益（元）	3.15	3.44	4.93	6.77	9.11
PE	62.88	57.61	40.23	29.30	21.77
PB	19.26	8.36	4.51	3.91	3.37



◇ **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）

	2016	2017	2018E	2019E		2016	2017	2018E	2019E
利润表					财务指标				
营业收入	4,026.0	5,323.4	7,266.5	9,591.8	成长性				
减:营业成本	2,166.4	2,922.1	3,989.3	5,275.5	营业收入增长率	30.4%	32.2%	36.5%	32.0%
营业税费	43.3	54.2	71.2	91.2	营业利润增长率	105.5%	46.6%	40.0%	37.9%
销售费用	1,124.4	1,480.3	1,962.0	2,541.8	净利润增长率	83.1%	48.7%	43.2%	37.3%
管理费用	371.8	468.4	624.9	815.3	EBITDA增长率	90.4%	35.8%	43.9%	35.0%
财务费用	3.0	-2.0	-2.5	1.0	EBIT增长率	104.0%	32.9%	52.4%	38.6%
资产减值损失	5.0	7.3	6.2	6.7	NOPLAT增长率	88.1%	51.1%	40.8%	38.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	150.6%	-1570.9%	-9.4%	-36.4%
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%	85.3%	15.4%
营业利润	314.6	461.1	645.5	890.2	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	651.8	894.9	营业利润率	7.8%	8.7%	8.9%	9.3%
减:所得税	66.0	77.6	107.5	147.7	净利润率	6.3%	7.1%	7.5%	7.8%
净利润	255.5	380.0	544.3	747.2	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	3,157.5	4,562.2	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	56.7	74.8	ROA	11.9%	8.3%	7.6%	8.8%
应收票据	-	-	-	-	ROIC	-531.0%	-320.2%	30.6%	46.9%
预付帐款	35.7	34.5	56.4	68.4	运营效率				
存货	296.8	400.8	546.9	722.7	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	23	24
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	167	227	291	294
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	7,183.4	8,499.0	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	764.1	921.7	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	61.2%	42.6%	32.4%	34.1%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	157.7%	74.3%	48.0%	51.7%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.92	1.74	2.41	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	2,328.9	2,897.3	利息保障倍数	107.59	-214.91	-257.18	891.22
少数股东权益	-	-	-	-	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E
股本	81.0	110.4	110.4	110.4	EPS(元)	3.15	3.44	4.93	6.77
留存收益	753.3	2,669.7	4,732.5	5,479.7	BVPS(元)	10.30	23.73	43.98	50.74
股东权益	834.3	2,619.5	4,854.5	5,601.7	PE(X)	62.9	57.6	40.2	29.3
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	544.3	747.2	P/FCF	49.1	-14.7	30.9	16.5
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	26.3	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	CAGR(%)	43.0%	38.3%	57.4%	43.0%
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	8.8	13.4
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	760.2	1,042.1					
经营活动产生现金流量	717.9	878.9	1,337.9	1,826.2					
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