

轻工/家用轻工

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

报告原因：公告点评

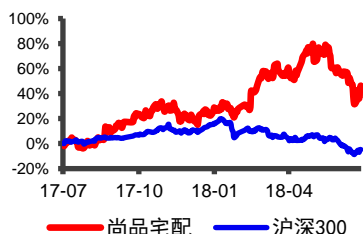
加盟渠道持续高增，整装业务有望创新破局

增持

2018年7月16日

公司研究/公告点评

公司近一年市场表现



市场数据：2018年7月13日

收盘价(元): 104.30
 年内最高/最低(元): 85.72/132.80
 流通A股/总股本(亿): 0.67/1.99
 流通A股市值(亿): 69.84
 总市值(亿): 207.25

基础数据：2018年3月31日

基本每股收益: -0.30
 摊薄每股收益: -0.30
 每股净资产(元): 23.47
 净资产收益率: -1.27%

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

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

事件描述

➤ 公司发布2018年半年度业绩预告：预计2018H1实现营收27.89-28.96亿(+30%~35%)，归母净利润1.19-1.32亿(+80%~100%)，扣非净利润约0.62-0.75亿(+12%~32%，非经常性损益按5650万元计算)。Q2单季度实现营收16.87-17.95亿(+25%~33%)，归母净利润1.52-1.65亿(+35%~46%)，扣非净利润约1.25-1.39亿(+19%~32%)，基本符合预期。报告期内预计影响净利润的非经常性损益金额约为5,500-5,800万元，同比增长667%-709%，其中80%来自理财收益，20%来自政府补助。

公告点评

- 持续发力加盟渠道，预计上半年加盟收入同比增长40%-50%。预计上半年净增加盟门店将达200+，全年新增700-800家。由于一线城市地产因素及广州区域直营店调整的影响，上半年直营收入同比增长约10%，随着调整结束，三季度直营收入增速有望实现提升。
- 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。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。C店在定制家具产品以外，引入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店模式在客流量、消费者重复进店率、到店转化率、客单价等方面的优势。
- HOMKOO整装云、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，目前整装云客户数已达400+。同时，公司持续加强成都、广州、佛山的自营整装业务，截至2018Q1，自营整装在建工地数为164个，客单价约20万。

投资建议

➤ 我们看好公司对于商业模式的创新探索和变现能力，预计公司2018-2020年归母净利润5.44\7.47\10.06亿元(+43.2%\37.3%\34.6%)，对应PE为38.08/27.73/20.61倍，维持“增持”评级。

存在风险

➤ 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	2.74	3.76	5.06
PE	33.06	30.30	38.08	27.73	20.61
PB	10.13	4.40	6.38	5.19	4.24

◇ 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

《尚品宅配 2018 年一季报点评：整装业务“整装待发”，看好 C 店体验式消费模式》2018-04-25

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%	24.0%	23.0%
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	1,550.6	2,955.3	投资回报率				
交易性金融资产	-	-	-	-	ROE	30.6%	14.5%	16.8%	18.7%
应收帐款	30.9	41.5	56.7	74.8	ROA	11.9%	8.3%	9.8%	10.8%
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	183	169
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	251	234
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	5,576.5	6,892.1	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%	41.8%	42.0%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	157.7%	74.3%	71.7%	72.5%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	0.92	1.74	1.72	1.73
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	0.70	1.53	1.49	1.48
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				
股本	81.0	110.4	198.7	198.7	EPS(元)	3.15	3.44	2.74	3.76
留存收益	753.3	2,669.7	3,037.3	3,784.5	BVPS(元)	10.30	23.73	16.34	20.10
股东权益	834.3	2,619.5	3,247.6	3,994.8	PE(X)	33.1	30.3	38.1	27.7
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	PB(X)	10.1	4.4	6.4	5.2
净利润	255.5	380.0	544.3	747.2	P/FCF	25.8	-7.7	29.3	15.6
加:折旧和摊销	90.8	108.7	65.9	65.9	P/S	2.1	2.2	2.9	2.2
资产减值准备	5.0	7.3	-	-	EV/EBITDA	-	33.7	26.9	18.5
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	0.8	0.8	0.7	0.6
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	1.4	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	86.4	-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

免责声明：

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。