



300616.SZ

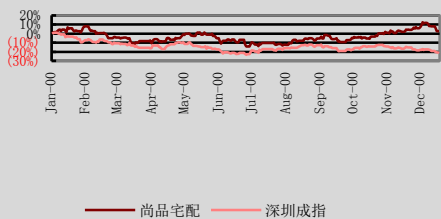
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 87.0

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.0)	(16.3)	(26.4)	22.2
相对深证成指	23.2	(6.3)	(4.9)	43.8

发行股数(百万)	199
流通股(%)	34
流通股市值(人民币 百万)	5,825
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
李连柱	23

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年8月17日收市价为标准

相关研究报告

《尚品宅配2018H1业绩预告点评: 渠道加速扩张, 盈利水平趋升》20180712

《尚品宅配2018年一季报点评: 营收增速环比加快, 积极探索新零售》20180423

《尚品宅配2017年报点评: 加盟渠道红利释放, 盈利能力提升》20180409

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

# 尚品宅配

## 配套家居占比提升, 整装业务稳步推进

公司发布2018年半年报: 报告期内, 公司实现营收28.7亿元, 同比增长33.6%, 归母净利润1.2亿元, 同比增长87.5%, 归母扣非净利润0.7亿元, 同比14.2%。其中, 18Q2实现营收17.7亿元, 同比增长30.6%, 归母净利润1.6亿元, 同比增长39.2%, 归母扣非净利润1.3亿元, 同比增长23.9%。

### 支撑评级的要点

■ **加盟店扩张顺利, 购物中心店模式优势渐显。**报告期内, 公司加盟店净增198家至1,755家, 实际新开超300家(全年预计新开约700家), 其中, 新加盟商开店数占78.55%, 四五线城市开店数占6成左右(三四五线城市加盟店总数占比达79%), 助加盟渠道实现营收15.65亿元, 同比增长47.36%, 明显领先直营业务(YOY+16.77%), 其中, 三四五线城市营收占比达66%, 可见在消费需求受地产下滑影响的当下, 公司加盟渠道扩张及下沉仍进展顺利。与此同时, 公司购物中心店模式在抢占流量入口, 加强流量变现能力上优势渐显, 推广迅速, 2018H1公司购物中心店及O店达970家, 其中含加盟店887家, 在一线至五线城市加盟店中占比分别为79%、73%、65%、55%、28%。

■ **配套家居与整装业务成绩亮眼。**报告期内, 公司定制家具、配套家居、O2O引流服务营收分别同比增长24.35%、81.49%、49.44%, 其中, 配套家居高增长主因公司通过买手模式新拓软装装饰品(窗帘、灯饰、挂画)与家居百货(家用电器、居家用品、婴童特护)产品线, 完成大配套、新配套、微商城战略布局, 正式进军新零售, 我们认为配套产品SKU的增多增加了产品吸引力、公司软件系统能力在全屋套餐展示推广起到了关键作用。另外, 报告期内, 公司整装云会员数增至494个, 自营整装在建工地数达251个, 累积客户数达782户, 助公司获取流量入口并提升竞争力的同时, 实现营收4,669万元, 表现亮眼。

■ **毛利率略微下滑, 期间费用率有所改善。**报告期内, 公司毛利率更低的配套家居产品(28.05%)占比提升4.50个百分点至17.08%, 整装业务(19.78%)高速增长至4,669万元, 加盟渠道营收占比提升约2个百分点至54.5%, 使综合毛利率同比下降1.76个百分点至43.35%。但规模效应加强及加盟收入占比提升助期间费用率同比下降1.32个百分点至39.49%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比-0.40、-1.03、+0.12个百分点, 又因公司的银行理财产品收入同比增加5,000万元使投资净收益由2017H1的132万元增加至5,131万元, 最终助净利率同比提升1.24个百分点至4.31%。

### 评级面临的主要风险

■ 加盟渠道拓展进度不达预期; 地产调控持续趋严。

### 估值

■ 公司加盟渠道红利逐步释放, 配套家居产品新零售布局助营收高增长, 整装业务进展顺利, 盈利水平稳步提升, 我们预测2018-2020年公司每股收益为2.7/3.8/5.3元, 同比增长42.7%、41.3%、37.3%, 当前股价对应2018年PE32X, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,026	5,323	7,179	9,684	12,270
变动(%)	30	32	35	35	27
净利润(人民币 百万)	256	380	543	767	1,053
全面摊薄每股收益(人民币)	1.282	1.907	2.721	3.845	5.279
变动(%)	1.4	48.7	42.7	41.3	37.3
全面摊薄市盈率(倍)	67.9	45.6	32.0	22.6	16.5
价格/每股现金流量(倍)	24.2	19.7	7.6	21.4	27.4
每股现金流量(人民币)	3.60	4.41	11.45	4.07	3.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.6	31.6	19.5	13.7	9.8
每股股息(人民币)	0.203	0.203	0.190	0.269	0.369
股息率(%)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 公司 2017H1-2018H1 业绩摘要**

(百万元)	17H1	18H1	同比增长(%)
一、营业总收入	2,145	2,867	33.6
二、营业总成本	2,074	2,786	34.4
其中：营业成本	1,169	1,624	38.9
营业税金及附加	24	28	20.5
销售费用	670	883	31.9
管理费用	207	248	19.4
财务费用	(2)	1	(156.9)
资产减值损失	6	2	(71.9)
三、其他经营收益	1	51	3794.9
公允价值变动收益	0	0	NA
投资收益	1	51	3794.9
四、营业利润	75	150	99.6
加：营业外收入	9	5	(41.4)
减：营业外支出	2	2	(5.4)
五、利润总额	82	153	86.9
减：所得税	16	29	84.7
六、净利润	66	123	87.5
减：少数股东损益	0	0	NA
七、归属母公司净利润	66	123	87.5
EPS	0.33	0.62	87.5
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	45.5	43.4	
主营税金率	1.1	1.0	
销售费率	31.2	30.8	
管理费率	9.7	8.6	
营业利润率	3.5	5.2	
实际税率	19.4	19.2	
净利率	3.1	4.3	
<b>YoY(%)</b>			
收入增长率	30.3	33.6	
营业利润增长率	122.8	99.6	
净利润增长率	127.1	87.5	

资料来源：公司公告，万得，中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,026	5,323	7,179	9,684	12,270
销售成本	(2,166)	(2,922)	(4,014)	(5,468)	(6,894)
经营费用	(1,499)	(1,874)	(2,426)	(3,204)	(4,011)
息税折旧前利润	361	527	739	1,011	1,365
折旧及摊销	(43)	(68)	(101)	(108)	(117)
经营利润(息税前利润)	318	459	638	902	1,248
净利息收入/(费用)	4	20	22	53	95
其他收益/(损失)	(41)	(80)	(94)	(107)	(134)
税前利润	322	458	656	930	1,278
所得税	(66)	(78)	(114)	(164)	(227)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	256	380	543	767	1,053
核心净利润	249	384	538	764	1,052
每股收益(人民币)	1.282	1.907	2.721	3.845	5.279
核心每股收益(人民币)	1.247	1.924	2.700	3.832	5.273
每股股息(人民币)	0.203	0.203	0.190	0.269	0.369
收入增长(%)	30	32	35	35	27
息税前利润增长(%)	104	45	39	41	38
息税折旧前利润增长(%)	91	46	40	37	35
每股收益增长(%)	1	49	43	41	37
核心每股收益增长(%)	5	54	40	42	38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	322	458	656	930	1,278
折旧与摊销	43	68	101	108	116
净利息费用	(2)	(10)	(11)	(26)	(47)
运营资本变动	12	163	0	0	0
税金	66	78	114	164	227
其他经营现金流	277	122	1,423	(364)	(941)
经营活动产生的现金流	718	879	2,283	811	632
购买固定资产净值	(592)	(230)	(230)	(230)	(230)
投资减少/增加	0	2	3	3	31
其他投资现金流	253	(2,389)	93	18	(16)
投资活动产生的现金流	(340)	(2,617)	(134)	(210)	(216)
净增权益	0	29	89	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(41)	(41)	(38)	(54)	(74)
其他融资现金流	9	1,544	24	41	49
融资活动产生的现金流	(32)	1,533	75	(13)	(24)
现金变动	346	(205)	2,224	588	392
期初现金	511	848	647	2,871	3,459
公司自由现金流	380	(1,728)	2,160	627	464
权益自由现金流	380	(1,728)	2,160	627	464

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	848	647	2,871	3,459	3,852
应收帐款	3	3	1	1	2
库存	297	401	606	767	979
其他流动资产	68	2,322	1,143	1,979	3,271
流动资产总计	1,216	3,373	4,621	6,207	8,104
固定资产	728	850	983	1,106	1,220
无形资产	80	120	108	98	88
其他长期资产	106	189	108	107	113
长期资产总计	934	1,193	1,233	1,344	1,455
总资产	2,150	4,566	5,855	7,551	9,558
应付帐款	383	511	670	946	1,184
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	932	1,432	1,958	2,650	3,422
流动负债总计	1,315	1,943	2,628	3,596	4,605
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	3	3	3	3
股本	81	110	199	199	199
储备	753	2,509	3,024	3,753	4,751
股东权益	834	2,620	3,223	3,952	4,950
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,150	4,566	5,855	7,551	9,558
每股帐面价值(人民币)	4.18	13.14	16.17	19.82	24.83
每股有形资产(人民币)	9.31	22.64	15.62	19.33	24.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.47)	(5.86)	(14.40)	(17.35)	(19.31)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.0	9.9	10.3	10.4	11.1
息税前利润率(%)	7.9	8.6	8.9	9.3	10.2
税前利润率(%)	8.0	8.6	9.1	9.6	10.4
净利率(%)	6.3	7.1	7.6	7.9	8.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.7	1.8	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	67.9	45.6	32.0	22.6	16.5
核心业务市盈率(倍)	69.8	45.2	32.2	22.7	16.5
市净率(倍)	20.8	6.6	5.4	4.4	3.5
价格/现金流(倍)	24.2	19.7	7.6	21.4	27.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.6	31.6	19.5	13.7	9.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	43.6	45.8	45.8	46.2
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
应付帐款周转天数	34.8	30.7	30.0	30.5	31.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.8	10.7	7.0	7.0	7.0
净资产收益率(%)	30.6	22.0	18.6	21.4	23.6
资产收益率(%)	11.7	11.4	10.1	11.1	12.0
已运用资本收益率(%)	38.3	27.2	22.2	25.9	29.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371