

尚品宅配 (300616.SZ) 增持 (维持评级)

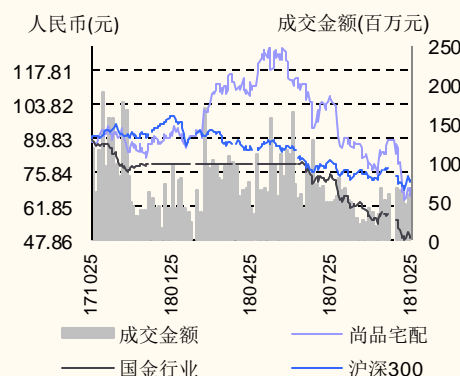
公司点评

市场价格 (人民币): 66.28 元

引流效应有减弱, 加盟店经营相对良好

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	68.18
总市值(百万元)	13,168.42
年内股价最高最低(元)	127.90/65.00
沪深 300 指数	3194.31



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	3.15	3.44	2.63	3.65	5.14
每股净资产(元)	10.30	23.73	14.94	17.13	20.57
每股经营性现金流(元)	8.86	7.96	4.58	7.58	10.06
市盈率(倍)	N/A	46	25	18	13
净利润增长率(%)	83.12%	48.74%	37.28%	38.86%	40.86%
净资产收益率(%)	30.62%	14.51%	17.57%	21.29%	24.97%
总股本(百万股)	81.00	110.39	198.70	198.70	198.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 3Q2018, 公司分别实现营收/归母净利润 46.38 亿元/2.93 亿元, 同比分别增长 29.24%/42.28%, 实现全面摊薄 EPS1.50 元, 符合预期。

经营分析

■ 引流红利略有下降, 配套品略缓但仍高增。Q3 单季公司营收实现 22.71% 的增长, 相比上半年公司引流红利略有下降。加盟商渠道实现客流增长 25% 较上半年有所降低, 客单价依旧保持 10% 的增长。分产品上, 公司整体橱柜增长 27%, 衣柜增长 28%, 系统柜增长 16%, 配套家具品虽然依旧收获 60% 以上高速增长, 但较上半年增速有所下降。

■ 新增加盟店贡献三季度大部分客流。截至 9 月末, 公司总门店数 2058 家, 其中直营 100 家, 新增 20 家, 加盟店 1958 家, 新增 593 家。与上半年门店扩张相比, Q3 单季公司加盟门店净增加 203 家, 开店速度大幅领先 Q1 和 Q2, 由此判断 Q3 客流增长大部分来自新店开设的贡献。目前来看, 公司加盟渠道经营品质略优于直营渠道。前三季, 加盟渠道收入增速 38%, 净增门店贡献不足 30% 的增速, 老店同店增长接近 10%。反观直营门店, 收入增速仅 6%, 净增门店贡献增速 15% 左右, 老店同店处下滑状态。

■ 紧抓行业趋势, 整装业务推进有条不紊。伴随消费主力转化, 购房后家装家居一站式一体化消费趋势愈发明显。在此趋势之下, 公司于去年下半年开始推进整装业务, 目前分为自营整装和整装云两大部分。前三季, 公司整装业务约实现收入 1.2 亿元, 其中 Q3 单季创收 7500 万元, 环比大幅提升 50% 以上。整体来看, 公司整装业务推进稳健, 现有整装云会员数量略超我们此前草根调研的预期。在行业确定趋势之下, 整装业务对收入贡献将持续扩大, 并打造全屋定制业务的全新流量入口。

盈利预测与投资建议

■ 公司整体客单价显著领先同业, 整装云处于纯增量增长期, 有望进一步打开市值空间。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.63/3.65/5.14 元, 三年 CAGR39.0%, 对应 PE 分为 25/18/13 倍, 维持公司“增持”评级。

风险因素

■ 房地产业宏观调控变动风险; 原材料价格上涨风险; 市场竞争加剧风险。

相关报告

1. 《尚品宅配 2018 年中报点评-超强引流能力再验证, 抓趋势新业务...》, 2018.8.10
2. 《尚品宅配 2018 年一季报点评-多渠道促增长, 全年开局靓丽》, 2018.4.23
3. 《尚品宅配 2017 年年报点评-单季营收增长提速, 加盟渠道快速放...》, 2018.4.9
4. 《前后两端发力助成长, 费用率持续下降中》, 2017.10.25

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,088	4,026	5,323	7,140	9,554	12,750
增长率		30.4%	32.2%	34.1%	33.8%	33.4%
主营业务成本	-1,700	-2,166	-2,922	-3,860	-5,127	-6,794
%销售收入	55.0%	53.8%	54.9%	54.1%	53.7%	53.3%
毛利	1,388	1,860	2,401	3,280	4,427	5,956
%销售收入	45.0%	46.2%	45.1%	45.9%	46.3%	46.7%
营业税金及附加	-28	-43	-54	-73	-104	-138
%销售收入	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
营业费用	-925	-1,124	-1,480	-1,992	-2,656	-3,532
%销售收入	30.0%	27.9%	27.8%	27.9%	27.8%	27.7%
管理费用	-279	-372	-468	-621	-850	-1,148
%销售收入	9.1%	9.2%	8.8%	8.7%	8.9%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	156	320	398	593	816	1,139
%销售收入	5.0%	7.9%	7.5%	8.3%	8.5%	8.9%
财务费用	-3	-3	2	18	34	59
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-3	-5	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	68	3	3	3
%税前利润	1.6%	0.8%	14.9%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	153	315	461	614	853	1,201
营业利润率	5.0%	7.8%	8.7%	8.6%	8.9%	9.4%
营业外收支	9	7	-3	7	7	7
税前利润	162	322	458	621	859	1,208
利润率	5.2%	8.0%	8.6%	8.7%	9.0%	9.5%
所得税	-22	-66	-78	-93	-129	-181
所得税率	13.8%	20.5%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	140	256	380	528	730	1,026
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	140	256	380	522	724	1,020
净利率	4.5%	6.3%	7.1%	7.3%	7.6%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	140	256	380	528	730	1,026
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	96	116	135	173	189
非经营收益	-20	4	-31	-7	-8	-8
营运资金变动	257	362	414	255	610	792
经营活动现金净流	455	718	879	911	1,507	2,000
资本开支	-353	-351	-401	-417	-278	-285
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-7	12	-2,215	3	3	3
投资活动现金净流	-360	-340	-2,617	-415	-275	-282
股权募资	0	0	1,541	0	-51	0
债权募资	0	0	0	-3	0	0
其他	-5	-32	-10	0	-172	-239
筹资活动现金净流	-5	-32	1,532	-3	-223	-239
现金净流量	90	346	-206	493	1,008	1,478

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	511	848	647	1,140	2,148	3,627
应收款项	36	31	42	84	113	150
存货	312	297	401	529	702	931
其他流动资产	40	40	2,284	2,247	2,216	2,192
流动资产	899	1,216	3,373	4,000	5,180	6,899
%总资产	56.4%	56.6%	73.9%	73.0%	76.5%	80.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	466	749	852	1,011	1,161	1,301
%总资产	29.2%	34.8%	18.7%	18.4%	17.2%	15.1%
无形资产	185	153	193	328	294	262
非流动资产	695	934	1,193	1,479	1,589	1,690
%总资产	43.6%	43.4%	26.1%	27.0%	23.5%	19.7%
资产总计	1,595	2,150	4,566	5,479	6,769	8,589
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	927	1,235	1,840	2,184	2,917	3,884
其他流动负债	56	80	103	319	436	600
流动负债	983	1,315	1,943	2,504	3,353	4,484
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	3	0	0	0
负债	984	1,316	1,946	2,504	3,353	4,484
普通股股东权益	611	834	2,619	2,969	3,404	4,087
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	1,595	2,150	4,566	5,479	6,769	8,589

比率分析	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.72	3.15	3.44	2.63	3.65	5.14
每股净资产	7.54	10.30	23.73	14.94	17.13	20.57
每股经营现金净流	5.62	8.86	7.96	4.58	7.58	10.06
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.87	1.20	1.69
回报率						
净资产收益率	22.84%	30.62%	14.51%	17.57%	21.29%	24.97%
总资产收益率	8.75%	11.88%	8.32%	9.52%	10.70%	11.88%
投入资本收益率	21.97%	30.48%	12.63%	16.96%	20.32%	23.58%
增长率						
主营业务收入增长率	61.47%	30.39%	32.23%	34.12%	33.82%	33.45%
EBIT增长率	3.94%	105.59%	24.47%	48.99%	37.58%	39.51%
净利润增长率	7.23%	83.12%	48.74%	37.28%	38.86%	40.86%
总资产增长率	39.65%	34.83%	112.36%	20.00%	23.54%	26.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0	0	0	0	0	0
存货周转天数	59	51	44	50	50	50
应付账款周转天数	45	54	56	52	52	52
固定资产周转天数	34	66	58	52	45	38
偿债能力						
净负债/股东权益	-83.65%	-101.64%	-24.70%	-38.32%	-62.90%	-88.35%
EBIT利息保障倍数	60.5	108.4	-202.9	-32.4	-24.2	-19.2
资产负债率	61.69%	61.19%	42.63%	45.70%	49.54%	52.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	9	28	46
增持	2	3	6	9	15
中性	0	1	2	4	7
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.71	1.59	1.41	1.43

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

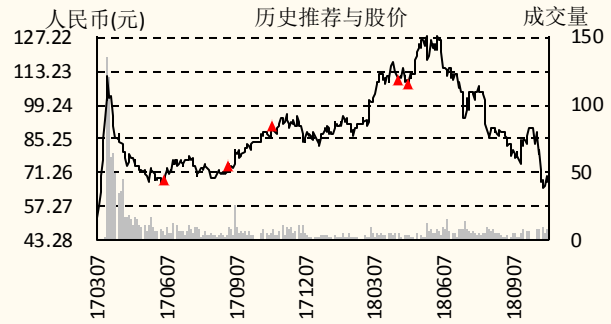
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-05	增持	122.34	142.00~142.00
2	2017-08-29	增持	135.09	N/A
3	2017-10-25	增持	158.79	N/A
4	2018-04-09	增持	204.80	N/A
5	2018-04-23	增持	198.80	N/A
6	2018-08-19	增持	87.00	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH