

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018 年 08 月 18 日

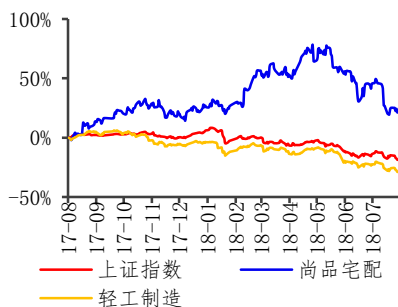
市场数据

目前股价	87
总市值（亿元）	172.87
流通市值（亿元）	58.25
总股本（万股）	19,870
流通股本（万股）	6,696
12 个月最高/最低	132.80/69.77

分析师

杨超 0755-83663214
Email:ychao@cgws.com
执业证书编号:S1070512070001
联系人（研究助理）：
张潇 0755-83881635
Email:xiaozhang@cgws.com
从业证书编号:S1070118050044
林彦宏 0755-83881635
Email:linyh@cgws.com
从业证书编号:S1070117010015

股价表现



加盟渠道加速推进，布局整装赛道

——尚品宅配（300616）2018H1 点评

盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	7080	9346	12243
(+/-%)	33.0%	32.0%	31.0%
净利润	495	644	837
(+/-%)	30.1%	30.1%	30.1%
摊薄 EPS	2.49	3.24	4.21
PE	35	27	21

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **净利润同比增长 87.5%，业绩符合预期：**2018H1 公司实现主营业务收入 28.67 亿元，同比增长 33.6%，实现归属上市公司股东净利润 1.23 亿元，同比增长 87.5%；扣非后归母净利润 0.67 亿元，同比增长 14.2%。2018Q2 单季营业收入 17.7 亿元，同比增长 30.6%；归属上市公司股东净利润 1.6 亿元，同比增长 39.1%，扣非后归母净利润 1.3 亿元，同比增长 23.9%。业绩符合业绩预告。
- **配套等产品占比提升及经销崛起至毛利率下滑：**2018H1 公司毛利率下降 2.1pcpts 至 43.4%，低毛利率产品及加盟渠道占比提升导致毛利率有一定幅度下滑。分产品来看，主营定制家居产品同比稳健增长 24.35%。收入占比 76.74%，由于加盟渠道扩张，毛利率小幅下滑 0.48pcpts 至 45.05%；公司发展大家居及整装，配套家居产品上半年同比大幅增长 81.48%，收入占比上升 4.5pcpts 至 17.08%；整装业务刚起步，毛利率较低为 19.78%，实现 4669.24 万元营收，收入占比 1.63%；O2O 引流服务同比增长 49.44%，收入占比 2.25%，毛利率微升 0.6pcpts 至 86.46%；软件服务同比下滑 27.14%，收入占比为 1.23%，毛利率下降 3.84pcpts 至 39.68%。
- **侧重发展加盟渠道，期间费用率下行，净利率提升：**2018H1 公司期间费用率同比下降 1.32pcpts 至 39.5%。其中销售费用率下降 0.41pcpts 至 30.8%，管理费用率下降 1.03pcpts 至 8.6%，财务费用率上升 0.12pcpts 至 0.04%。2018 上半年，公司继续重点扩张加盟渠道使得期间费用率有一定下降。受益于期间费用率下行，净利率增长 1.2pcpts 至 4.3%。公司 2018H1 非经常性损益收入 5645 万元，大部分为预收账款带来的银行理财收入，报告期内理财收入为 5131.29 万元（去年同期理财收益为 131.74 万元，非经常损益 716.76 万元）。
- **渠道拓展速度符合预期，购物中心店模式把控流量入口：**公司上半年直营店净增加 8 家，累计直营店达到 93 家；加盟店净增加 198 家，累计加盟店达到 1755 家。全年计划直营店净增加 10-20 家，加盟店新开店 700 家，全年开店计划推行符合预期。截至 2018 年 6 月底，直营店中购物中

心店达到 68 家，占比 73%，O 店及 C 店达到 15 家，占比 16%；加盟店中购物中心店达 887 家，占比 50.5%，一至五线城市加盟店中购物中心店占比分别为 79%、73%、65%、55%、28%。购物中心已逐渐成为线下流量的重要入口，公司目前已基本完成购物中心店渠道布局，对线下流量有较强把控力并有助于提高流量变现能力。此外，公司的网络商城平台新居网通过与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、今日头条、360、抖音、快手等互联网企业的合作，向线下加盟店导流，2018H1 获得引流服务费收入 6449.3 万元，同比增长 49%。

- **自营整装+整装云稳步推进。**公司整装业务包括自营整装业务和整装云业务，2018H1 整装业务实现收入 4669 万，占营收 1.6%，毛利率 19.8%。自营整装业务布局在成都、广州、佛山三地，截至 6 月底，自营整装在建工地数为 251 个，累计客户数达到 782 户。整装云业务为会员家装企业提供整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场塔台式中央计划调度系统四大系统，并通过向会员企业销售主辅材和配套家居品获得收入，截至 6 月底会员企业数达到 494 个。
- **投资建议：**考虑到公司渠道扩张顺利，整装业务趋势向好以及非经常损益的可持续性，公司业绩有望步入上升通道。预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.49、3.24、4.21 元，对应 PE 分别为 35、27、21X，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**房地产政策调控力度加大，加盟店开店速度不及预期；行业竞争加剧等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4026.00	5323.45	7080.18	9345.84	12243.06	成长性					
营业成本	2166.40	2922.11	3979.06	5319.65	7040.98	营业收入增长	30.4%	32.2%	33.0%	32.0%	31.0%
销售费用	1124.43	1480.32	1932.89	2495.34	3195.44	营业成本增长	27.5%	34.9%	36.2%	33.7%	32.4%
管理费用	371.84	468.44	594.74	766.36	991.69	营业利润增长	105.5%	46.6%	28.3%	30.6%	30.4%
财务费用	2.95	-1.96	-9.78	-25.91	-43.51	利润总额增长	98.6%	42.3%	30.1%	30.1%	30.1%
投资净收益	2.51	30.78	90.00	90.00	90.00	净利润增长	83.1%	48.7%	30.1%	30.1%	30.1%
营业利润	314.56	461.08	591.44	772.38	1006.95	盈利能力					
营业外收支	6.95	-3.45	4.11	2.54	1.07	毛利率	46.2%	45.1%	43.8%	43.1%	42.5%
利润总额	321.51	457.63	595.55	774.92	1008.02	销售净利率	6.3%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%
所得税	66.00	77.58	100.96	131.37	170.89	ROE	30.6%	14.5%	16.5%	18.7%	20.5%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	28.2%	13.9%	15.6%	17.3%	18.8%
净利润	255.51	380.04	494.59	643.54	837.13	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	27.9%	27.8%	27.3%	26.7%	26.1%
流动资产	1215.81	3372.81	4226.47	5508.00	6995.67	管理费用/营业收入	9.2%	8.8%	8.4%	8.2%	8.1%
货币资金	848.02	646.90	1420.95	2175.38	3173.76	财务费用/营业收入	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
应收账款	2.50	3.22	4.65	7.81	16.67	投资收益/营业利润	0.8%	6.7%	15.2%	11.7%	8.9%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税/利润总额	20.5%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
存货	296.77	400.84	436.86	683.07	881.59	应收账款周转率	1544.99	1860.31	1800.00	1500.00	1000.00
非流动资产	934.15	1192.87	1230.59	1297.47	1356.07	存货周转率	7.11	8.38	9.50	9.50	9.00
固定资产	728.35	849.94	904.81	948.47	981.74	流动资产周转率	3.81	2.32	1.86	1.92	1.96
资产总计	2149.97	4565.68	5457.06	6805.47	8351.74	总资产周转率	2.15	1.59	1.41	1.52	1.62
流动负债	1315.29	1943.26	2450.44	3354.01	4261.86	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	61.2%	42.6%	44.96%	49.3%	51.1%
应付款项	383.31	511.33	706.91	921.77	1233.91	流动比率	0.92	1.74	1.72	1.64	1.64
非流动负债	0.34	2.93	2.93	2.93	2.93	速动比率	0.70	1.53	1.55	1.44	1.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	1315.62	1946.19	2453.37	3356.94	4264.78	EPS	1.29	1.91	2.49	3.24	4.21
股东权益	834.34	2619.49	3003.69	3448.53	4086.96	每股净资产	4.20	13.18	15.12	17.36	20.57
股本	81.00	110.39	198.70	198.70	198.70	每股经营现金流	3.55	-6.48	4.67	4.93	6.07
留存收益	717.91	1097.96	1448.88	1905.50	2499.47	每股经营现金/EPS	2.76	-3.39	1.87	1.52	1.44
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	2149.97	4565.68	5457.06	6805.47	8351.74	PE	67.66	45.49	34.95	26.86	20.65
现金流量表	(百万)					PEG	2.27	1.06	0.67	0.74	0.69
经营活动现金流	717.87	878.93	927.02	979.58	1205.93	PB	20.72	6.60	5.76	5.01	4.23
其中营运资本减少	352.72	-1730.14	427.57	376.47	418.55	EV/EBITDA	42.49	30.43	23.71	18.98	13.96
投资活动现金流	-339.69	-2616.63	-52.36	-52.36	-52.36	EV/SALES	4.08	3.13	2.24	1.62	1.15
其中资本支出	351.55	401.76	37.72	66.88	58.60	EV/IC	19.70	6.35	5.28	4.38	3.45
融资活动现金流	-32.00	1532.50	-100.61	-172.79	-155.19	ROIC/WACC	2.66	1.31	1.47	1.64	1.78
净现金总变化	346.17	-205.81	774.05	754.43	998.38	REP	7.40	4.84	3.59	2.67	1.94

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com
程 曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄秋瑾：0755-83515203, huangqiuyun@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟 骥：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
褚 颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com
王耽棋：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com
徐文婷：021-31829711, xuwenting@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层