

尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (上调评级)

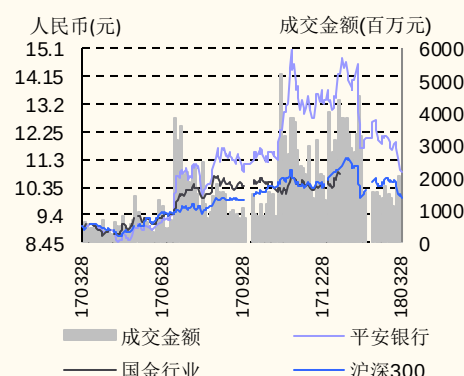
公司点评

市场价格 (人民币): 67.00 元

目标价格 (人民币): 82.80 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	16,917.99
总市值 (百万元)	222,356.83
年内股价最高最低 (元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



19 年业绩符合预期，线上引流将越发重要

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,645	7,261	7,966	9,554	11,285
营业收入增长率	24.83%	9.26%	9.72%	19.94%	18.12%
归母净利润 (百万元)	477	528	548	661	782
归母净利润增长率	25.53%	10.76%	3.69%	20.58%	18.41%
摊薄每股收益 (元)	2.401	2.660	2.758	3.325	3.937
每股经营性现金流净额	3.27	3.10	3.24	3.54	4.12
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.66%	15.02%	14.25%	15.57%	16.60%
P/E	25.31	28.02	24.30	20.15	17.02
P/B	3.96	4.21	3.46	3.14	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年公司营收达到 72.6 亿元，同比增长 9.3%，实现归母净利润为 5.28 亿元，同比增 10.8%，折合 EPS 为 2.66 元。

经营分析

- **零售业务放缓，整装发展迅猛：**分产品看，2019 年定制家居、配套家居、整装业务分别实现营收 52.7、12、4.3 亿元，同比增速分别为 5%、7.3% 和 121.6%。零售业务受行业景气下滑影响，增速放缓，整装业务发展迅猛。分渠道看，2019 年加盟渠道实现营收 38.1 亿元，同比提升约 6%；直营渠道实现销售收款增长 16%。
- **盈利能力受结构影响有所下滑，期间费用率控制出色：**2019 年公司的毛利率为 41.6%，同比降低 2.1 个百分点，盈利能力减弱主要受营收结构影响。2019 年公司在费用率控制方面表现出色，期间费用率同比减少 2.9 个百分点至 33.6%；其中，销售费用率同比降低 2.3 个百分点至 27.2%，管理费用率 (含研发) 同比减少 0.5 个百分点至 6.5%。
- **线上重要性加速凸显，MCN 直播和短视频有望成为引流的主要模式：**我们认为线下单个门店流量减少的趋势已经形成，而随着信息技术的不断提升，家居企业线上服务能力持续优化，线上引流的作用对家居企业而言越发显得重要。此消彼长之下，MCN 网红直播和短视频有望成为家居企业引流的主要模式，加速市场向头部企业集中。
- **地产竣工回暖，老小区旧改扩容，利好家居产业：**随着地产业开工逐渐复苏，新房装修景气将上行；近期国家住房和城乡建设部表示，2020 年全国计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，较 2019 年同比增加 1 倍，二手房装修将显著受益老小区旧改大幅扩容。

盈利预测和投资建议

- 鉴于疫情对 2020 年业绩的影响及未来宏观经济在疫情冲击下的不确定性，出于保守考虑，我们将 2020-2021 年盈利预测分别下调 15% 和 9.8%，即预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.76、3.32、3.94 元，当前股价对应 PE 分别为 24、20 和 17 倍。考虑大方向上，行业景气回暖和市场向龙头集中的趋势已经形成，将驱动尚品恢复至较好的成长状态，上调评级至“买入”。

风险提示

- 国内疫情反复影响行业景气；公司费用增长超出预期；公司加盟商经营不善，关店数量超出预期风险；公司今年招商不达预期的风险。

姜浩

 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
 jianghao@gjzq.com.cn

■ 业绩简评

2019 年公司营收达到 72.6 亿元，同比增长 9.3%，实现归母净利润为 5.28 亿元，同比增 10.8%，折合 EPS 为 2.66 元。2019 年公司获取净经营性现金流 6.19 亿元，较 2018 年减少 3100 万元，经营性现金流减少主要受开展整装业务，原料备货占用资金所致。2019 年公司派息方案为每 10 股分红 6 元（含税）。

1、零售业务放缓，整装发展迅猛：

分产品看，2019 年公司的定制家居业务实现营收 52.7 亿元，同比增长 5%；配套家居产品实现营收 12 亿元，同比增 7.3%；整装业务实现营收 4.3 亿元，受自营整装交付量的快速提升以及 HOMKOO 整装云会员数量的迅猛增长，同比大幅提升 121.6%。2019 年广州、佛山和成都三地的自营整装交付量为 1693 户，同比增长 99%；整装云会员数量为 2497 家，同比增加 108%。

分渠道看，2019 年加盟渠道实现营收 38.1 亿元，同比提升约 6%；直营渠道实现销售收款增长 16%，尚品在国内一线城市和核心二线城市的占有率快速提升。截止 2019 年，公司拥有加盟门店 2327 家，其中联营门店数为 177 家，2019 年公司加盟店总数同比增加 227 家；直营门店总数为 94 家。我们认为受行业景气下滑的影响，2019 年公司加盟端开店的进度有所放缓。

2、盈利能力受结构影响有所下滑，期间费用率控制出色：

2019 年公司的毛利率为 41.6%，同比降低 2.1 个百分点，公司的盈利能力降低主要原因有两点：其一、定制家居业务的盈利能力，受直营收入占比降低的影响，有所下滑；其二、目前来看，盈利能力最低的整装业务占整体营收比重上升。分产品看，定制家居产品毛利率为 44.8%，受直营收入占比降低，加盟提升的结构影响，同比减少 0.9 个百分点；配套品毛利率为 28.5%，同比基本持平；整装业务毛利率为 20.8%，同比提升 1 个百分点。

2019 年公司在费用率控制方面表现出色，期间费用率同比减少 2.9 个百分点至 33.6%；其中，销售费用率同比降低 2.3 个百分点至 27.2%，主要受公司控制职工薪酬和广告投入所致；管理费用率（含研发）同比减少 0.5 个百分点至 6.5%，主要受研发费用资本化比例提升所致。

3、线上重要性加速凸显，MCN 直播和短视频有望成为引流的主要模式：

我们认为随着线下家居卖场以及门店数量的增加，所有家居企业都将面临单个门店线下流量减少的趋势；而另一方面，信息技术的不断提升驱动家居企业线上服务能力逐渐增强，尤其线上目前占据消费者时间的比例正处于持续提升的背景下，线上引流的作用对家居企业而言越发显得重要。这种趋势在此次疫情期间以及之后将加速凸显，MCN 网红直播和短视频有望成为家居企业引流的主要模式，加速市场向头部企业集中。

短视频方面，通过与抖音、快手、火山、西瓜等平台的合作，公司全网增粉 4000 多万，累计短视频粉丝 1.2 亿。其中 2800 万以上粉丝账号 1 个，1000 万粉丝账号 2 个，100 万粉丝账号 17 个。

MCN 网红直播方面，公司打造了新居网 MCN 机构，自主孵化和签约近 300 个 IP 家居达人，打造了“设计师阿爽”、“wuli 设计姐”、“设计帮帮忙”等网红矩阵，累计收获 1.2 亿粉丝。其中过百万粉丝级别的网红就有 20 个，设计师阿爽在全网拥有超 2800 万粉丝，成为家居行业头部大 V。

4、地产竣工回暖，老小区旧改扩容，利好家居产业：

2020 年 3 月国内竣工面积同比下滑 0.9%，较 1-2 月 22.9% 的下滑幅度明显收窄，我们认为随着地产业开工逐渐复苏，国内房地产后续竣工面积有望实现同比正向增长，带动新房装修景气上行；与此同时，近期国家住房和城乡建设部表示，2020 年全国计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，较 2019 年同比增加 1 倍，二手房装修将显著受益老小区旧改大幅扩容。

■ 盈利预测和投资建议

鉴于疫情对 2020 年业绩的影响及未来宏观经济在疫情冲击下的不确定性，处于保守考虑，我们将 2020-2021 年盈利预测分别下调 15%和 9.8%，即预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.76、3.32、3.94 元，当前股价对应 PE 分别为 24、20 和 17 倍。考虑大方向上，行业景气回暖和市场向龙头集中的趋势已经形成，将驱动尚品恢复至较好的成长状态，上调评级至“买入”。

■ 风险提示

国内疫情反复影响行业景气；公司费用增长超出预期；公司加盟商经营不善，关店数量超出预期风险；公司今年招商不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,323	6,645	7,261	7,966	9,554	11,285
增长率		24.8%	9.3%	9.7%	19.9%	18.1%
主营业务成本	-2,922	-3,743	-4,243	-4,718	-5,699	-6,786
%销售收入	54.9%	56.3%	58.4%	59.2%	59.7%	60.1%
毛利	2,401	2,903	3,018	3,248	3,855	4,500
%销售收入	45.1%	43.7%	41.6%	40.8%	40.3%	39.9%
营业税金及附加	-54	-61	-57	-62	-75	-88
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,480	-1,960	-1,972	-2,111	-2,484	-2,866
%销售收入	27.8%	29.5%	27.2%	26.5%	26.0%	25.4%
管理费用	-468	-311	-335	-382	-449	-519
%销售收入	8.8%	4.7%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%
研发费用	0	-154	-136	-143	-162	-192
%销售收入	0.0%	2.3%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	398	417	519	549	685	834
%销售收入	7.5%	6.3%	7.1%	6.9%	7.2%	7.4%
财务费用	2	-3	2	2	-1	-6
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-7	-1	0	-4	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	31	102	58	52	49	49
%税前利润	6.7%	17.8%	9.3%	8.1%	6.3%	5.3%
营业利润	461	568	624	648	776	919
营业利润率	8.7%	8.6%	8.6%	8.1%	8.1%	8.1%
营业外收支	-3	5	-3	-3	2	2
税前利润	458	573	622	645	778	921
利润率	8.6%	8.6%	8.6%	8.1%	8.1%	8.2%
所得税	-78	-96	-93	-97	-117	-138
所得税率	17.0%	16.7%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	380	477	529	548	661	783
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
归属于母公司的净利润	380	477	528	548	661	782
净利率	7.1%	7.2%	7.3%	6.9%	6.9%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	380	477	529	548	661	783
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	116	136	150	108	124	142
非经营收益	-31	-83	-58	-47	-49	-49
营运资金变动	414	120	-5	35	-33	-58
经营活动现金净流	879	650	616	644	704	818
资本开支	-401	-635	-801	-185	-230	-230
投资	0	-1	0	0	0	0
其他	-2,215	1,087	173	52	49	49
投资活动现金净流	-2,617	451	-629	-133	-181	-181
股权募资	1,541	1	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-39	0	0
其他	-10	-94	-122	-219	-264	-313
筹资活动现金净流	1,532	-94	-122	-258	-264	-313
现金净流量	-206	1,008	-135	254	259	324

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	647	1,650	1,522	1,776	2,035	2,359
应收账款	42	74	120	127	148	170
存货	401	565	814	905	1,093	1,301
其他流动资产	2,284	1,325	1,285	1,285	1,296	1,308
流动资产	3,373	3,615	3,742	4,093	4,572	5,139
%总资产	73.9%	67.9%	61.2%	62.5%	64.1%	65.9%
长期投资	0	1	0	0	0	0
固定资产	852	1,195	1,676	1,728	1,817	1,889
%总资产	18.7%	22.5%	27.4%	26.4%	25.5%	24.2%
无形资产	193	446	592	615	636	658
非流动资产	1,193	1,707	2,376	2,451	2,561	2,655
%总资产	26.1%	32.1%	38.8%	37.5%	35.9%	34.1%
资产总计	4,566	5,322	6,118	6,543	7,133	7,794
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,840	2,084	2,357	2,492	2,647	2,797
其他流动负债	103	164	186	185	223	264
流动负债	1,943	2,248	2,542	2,678	2,870	3,061
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	26	58	19	19	19
负债	1,946	2,275	2,600	2,696	2,889	3,080
普通股股东权益	2,619	3,047	3,517	3,846	4,242	4,711
其中：股本	110	199	199	199	199	199
未分配利润	1,047	1,400	1,797	2,126	2,522	2,991
少数股东权益	0	1	1	1	2	3
负债股东权益合计	4,566	5,322	6,118	6,543	7,133	7,794

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.443	2.401	2.660	2.758	3.325	3.937
每股净资产	23.729	15.335	17.702	19.357	21.352	23.714
每股经营现金净流	7.962	3.273	3.099	3.244	3.544	4.116
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.103	1.330	1.575
回报率						
净资产收益率	14.51%	15.66%	15.02%	14.25%	15.57%	16.60%
总资产收益率	8.32%	8.96%	8.64%	8.37%	9.26%	10.04%
投入资本收益率	12.63%	11.34%	12.47%	12.08%	13.66%	14.98%
增长率						
主营业务收入增长率	32.23%	24.83%	9.26%	9.72%	19.94%	18.12%
EBIT增长率	24.47%	4.73%	24.32%	5.90%	24.72%	21.79%
净利润增长率	48.74%	25.53%	10.76%	3.69%	20.58%	18.41%
总资产增长率	112.36%	16.56%	14.95%	6.96%	9.01%	9.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.7	2.0	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	43.6	47.1	59.3	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	55.9	51.7	59.5	65.0	58.0	52.0
固定资产周转天数	58.3	48.9	44.8	44.2	41.0	37.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.70%	-54.16%	-75.97%	-76.06%	-75.05%	-74.43%
EBIT利息保障倍数	-202.9	140.6	-223.2	-220.3	725.4	138.3
资产负债率	42.63%	42.74%	42.50%	41.21%	40.50%	39.51%

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	0	0	0	3	24
增持	0	0	0	4	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.57	1.38

来源：朝阳永续

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视为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