

尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (维持评级)

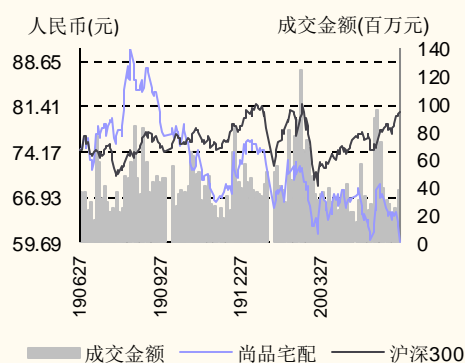
公司点评

市场价格 (人民币): 59.69 元

目标价格 (人民币): 77.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.99
已上市流通 A 股(亿股)	1.29
总市值(亿元)	118.59
年内股价最高最低(元)	68.90/59.69
沪深 300 指数	4139
创业板指	2382



相关报告

- 1.《科技大基建助力线上发力，维持“买入”评级-科技大基建助力线上...》，2020.4.28
- 2.《19 年业绩符合预期，线上引流将越发重要-19 年业绩符合预期，...》，2020.4.20
- 3.《Q3 收入增速环比提升，费用管控有成效-尚品宅配三季报点评》，2019.10.30
- 4.《二代全屋定制提升产品力，整装业务高速增长-尚品宅配 2019 年中...》，2019.8.25

姜浩

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

风物长宜放眼量，战略买点已现

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	659	773
归母净利润增长率	25.53%	10.76%	3.77%	20.25%	17.30%
摊薄每股收益(元)	2.401	2.660	2.760	3.319	3.893
每股经营性现金流净额	3.27	3.10	2.96	3.59	4.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.66%	15.02%	14.26%	15.55%	16.44%
P/E	24.86	22.44	21.63	17.99	15.33
P/B	3.89	3.37	3.08	2.80	2.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司的市值已经跌至 118 亿元，对应 2019 年净利润的 PE 为 22 倍。

点评:

- 与同类公司相比，表现差距明显，主要因公司主攻零售，较少参与工程业务所致：尚品作为国内定制家居行业的头部企业，今年以来其股价走势无论与其他定制头部企业，还是与主打工程业务的家居公司相比，均差距明显。我们认为主要原因是，公司较少参与工程业务，主要发力零售渠道，市场对其短、中期的成长前景持较悲观预期所致。
- 零售渠道短期受工程压制，但中长期毫无疑问是主战场：以美国为例，2000-次贷危机前，成屋（二手房）销售与新屋销售比例大致在 5:1-6:1，随着次贷危机爆发，该比值上升至 10:1 以上，直到 2016 年 4 月，随着美国房地产景气逐渐回暖，该比值才重回 10:1 以下，但至今仍基本保持 7:1 以上。美国的历史经验十分清楚地预示着随着中国城镇化率的提升，二手房交易将趋势性地成为房屋交易的绝对主流，虽然国内一手精装修占比的提升会令工程业务在最近几年，实现确定高速增长，但房屋精装修化对整体装修市场格局的影响，只是短期压制零售渠道，难以对中长期行业格局产生实质影响。
- 信息化能力不断提升是完成流量入口重新定义的必要条件：家居企业只有不断提升自身的信息化能力，才能不断重新定义流量入口，而只有具备不断重新定义流量入口的家居企业才有资格在中长期享受市场给予高估值甚至提升估值水平的权利。零售市场的终极流量入口就是整装，而目前行业之中，唯一一个以自主可控方式向整装阶段演进的企业就是尚品宅配，原因无需赘述。我们认为公司的中长期估值水平将随着整装业务的营收占比增加，而不断提升。我们预计 2Q 公司的整装业务有望实现 40%+ 的增长，并且在 2021 年底之前，公司的直营整装业务有望从“三地试点”的状态，逐渐向核心一线城市北京和上海铺开。
- 市净率&市销率比较，均显示公司估值较为便宜：我们选取 10 家家居企业进行比较，尚品无论从市净率还是市销率看，其估值水平均处于行业尾部。（见图 3 和 4）

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.76、3.32、3.89 元，当前股价对应 PE 分别为 22、18 和 15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

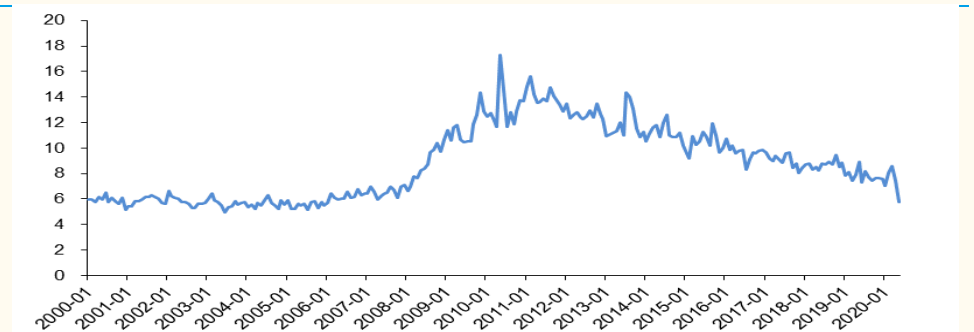
- 零售市场订单恢复进度不及预期；公司直营体系费用控制不及预期；公司整装业务发展不及预期；公司门店开拓进度不及预期。

图表 1: 美国成屋和新屋月度销量折年率&季调 (单位: 万套)



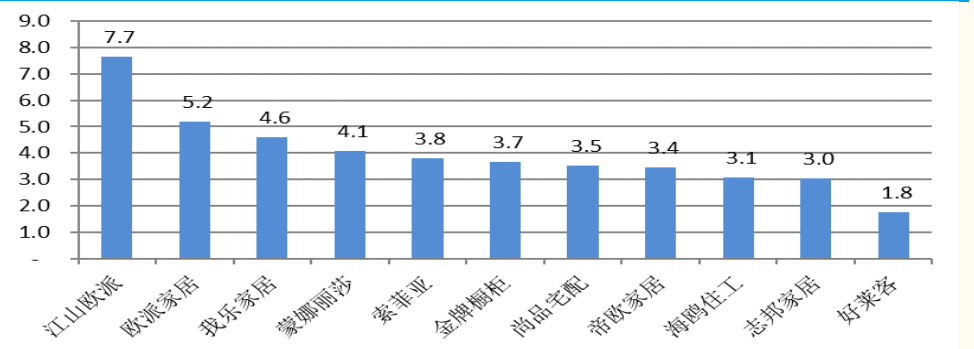
来源: WIND、国金证券研究所

图表 2: 美国成屋和新屋月度销量比值



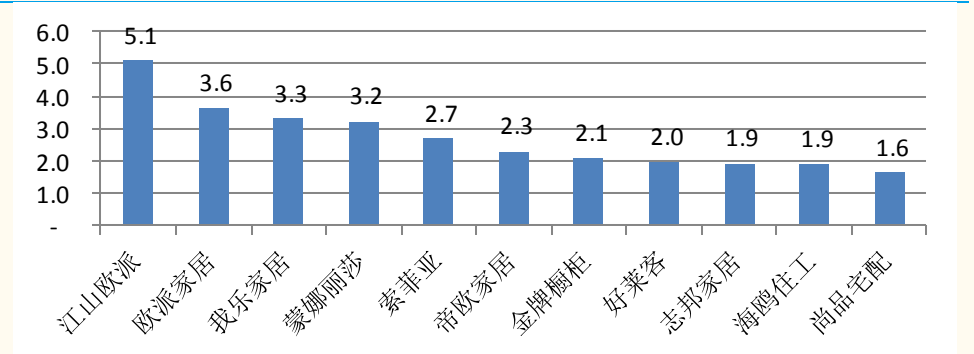
来源: WIND、国金证券研究所

图表 3: 国内家居行业市净率 (对应 1Q 的净资产 BV)



来源: WIND、国金证券研究所

图表 4: 国内家居行业市销率 (对应 2019 年营收)



来源: WIND、国金证券研究所

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	3	-2	-16
%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%	5.4%
营业利润	461	568	624	649	775	909
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	646	777	911
利润率	8.6%	8.6%	8.6%	8.1%	8.1%	8.1%
所得税	-78	-96	-93	-97	-116	-137
所得税率	17.0%	16.7%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	380	477	529	549	660	774
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	659	773
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	549	660	774
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	116	136	150	113	135	157
非经营收益	-31	-83	-58	-46	-37	-15
营运资金变动	414	120	-5	-28	-46	-73
经营活动现金净流	879	650	616	588	713	843
资本开支	-401	-635	-801	-580	-575	-575
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	-528	-526	-526
股权募资	1,541	1	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-31	350	310
其他	-10	-94	-122	-220	-276	-343
筹资活动现金净流	1,532	-94	-122	-250	74	-33
现金净流量	-206	1,008	-135	-190	261	285

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	1,332	1,593	1,878
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	3,649	4,130	4,658
%总资产	73.9%	67.9%	61.2%	56.2%	55.7%	55.7%
长期投资	0	1	0	0	0	0
固定资产	852	1,195	1,676	1,996	2,301	2,589
%总资产	18.7%	22.5%	27.4%	30.8%	31.0%	30.9%
无形资产	193	446	592	737	877	1,012
非流动资产	1,193	1,707	2,376	2,841	3,286	3,710
%总资产	26.1%	32.1%	38.8%	43.8%	44.3%	44.3%
资产总计	4,566	5,322	6,118	6,490	7,416	8,367
短期借款	0	0	0	8	358	668
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	123	147	173
流动负债	1,943	2,248	2,542	2,623	3,153	3,639
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	26	58	20	20	20
负债	1,946	2,275	2,600	2,643	3,172	3,659
普通股股东权益	2,619	3,047	3,517	3,846	4,242	4,706
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	2,986
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	6,490	7,416	8,367

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.443	2.401	2.660	2.760	3.319	3.893
每股净资产	23.729	15.335	17.702	19.358	21.349	23.685
每股经营现金净流	7.962	3.273	3.099	2.960	3.589	4.244
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.104	1.328	1.557
回报率						
净资产收益率	14.51%	15.66%	15.02%	14.26%	15.55%	16.44%
总资产收益率	8.32%	8.96%	8.64%	8.45%	8.89%	9.24%
投入资本收益率	12.63%	11.34%	12.47%	12.05%	12.60%	13.14%
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%	3.77%	20.25%	17.30%
总资产增长率	112.36%	16.56%	14.95%	6.09%	14.26%	12.83%
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	46.4	42.7	39.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.70%	-54.16%	-75.97%	-64.31%	-56.21%	-50.11%
EBIT 利息保障倍数	-202.9	140.6	-223.2	-182.7	285.4	51.0
资产负债率	42.63%	42.74%	42.50%	40.72%	42.78%	43.73%

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	0	5
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.58

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。

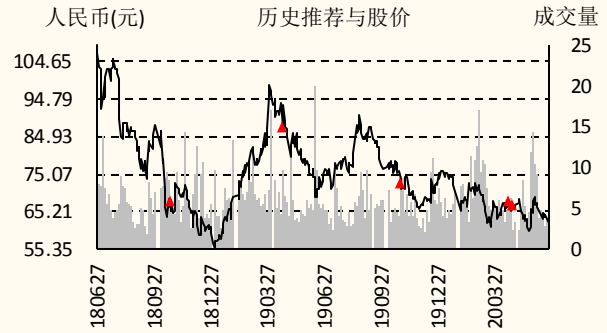
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-19	增持	87.00	N/A
2	2018-10-26	增持	66.28	N/A
3	2019-04-22	增持	95.21	N/A
4	2019-08-25	增持	91.54	N/A
5	2019-10-30	增持	74.30	N/A
6	2020-04-20	买入	67.00	82.80~82.80
7	2020-04-28	买入	67.08	82.80~82.80

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，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