

消费升级与娱乐研究中心

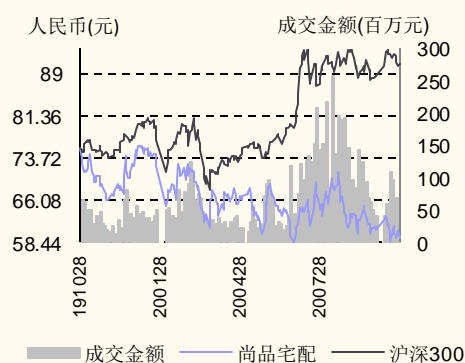
尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 59.40 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.99
已上市流通 A 股(亿股)	1.30
总市值(亿元)	118.01
年内股价最高最低(元)	63.25/58.44
沪深 300 指数	4699
创业板指	2651



相关报告

- 1.《至暗时刻已过, 整装强势增长-尚品宅配中报点评》, 2020.8.28
- 2.《风物长宜放眼量, 战略买点已现-风物长宜放眼量, 战略买点已现》, 2020.6.28
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

张仰光 联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

3Q 营收重回双位数增长, 整装进入扩张期

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	6,903	8,536	10,306
营业收入增长率	24.83%	9.26%	-4.93%	23.65%	20.74%
归母净利润(百万元)	477	528	271	534	647
归母净利润增长率	25.53%	10.76%	-48.70%	97.06%	21.16%
摊薄每股收益(元)	2.401	2.660	1.364	2.688	3.257
每股经营性现金流净额	3.27	3.10	0.54	3.43	3.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.66%	15.02%	7.37%	13.35%	14.75%
P/E	24.74	22.33	43.54	22.09	18.24
P/B	3.87	3.36	3.21	2.95	2.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布三季报, 实现收入 43.8 亿元, 同比-13.4%, 归母净利润同比-82.8%至 5770.4 万元, 扣非归母净利润同比-91.1%至 2535.9 万元。其中, 3Q 收入同比增长 10.2%至 21.2 亿元, 归母净利润同比增长 5.1%至 1.8 亿元。此外, 公司预收款(合同负债)达 12.5 亿元, 同比+8.2%。

经营分析

- **3Q 业绩同比转正, 整装业务持续发力:** 随着外部环境逐渐改善叠加公司整装业务继续快速成长, 3Q 营收扭转颓势, 回归双位数增长。公司依托强大的互联网引流能力, 3Q O2O 量尺数同比+47%, 驱动客户数+16%。分产品看, 3Q 预计定制家具同比+12%, 配套品依然有所下滑, 同比-10%。整装业务 3Q 延续亮眼表现, 整体收入实现 44%增长, 其中自营整装收入 3Q 同比+20%, 并且自营整装已经拓展至南京, 预计 4Q 将开始贡献整装营收。此外, 整装云截止 9 月底会员数已达 3000 家, 并且孖酷定制收入贡献明显, 3Q 整装云收入(全口径)同比+24%。整装业务整体累计已实现收入 5.2 亿元, 预计今年有望突破 9 亿元, 营收占比有望达到 13%。
- **3Q 毛利率环比改善, 费用率优化明显:** 公司前三季度整体毛利率同比-5.3pct 至 37.0%, 其中, 3Q 毛利率环比提升 3.7pcts 至 39.1%, 随着三季度收入恢复增长, 公司的开工率环比大幅改善, 令毛利率显著修复, 盈利端修复的弹性已经出现。与去年同期比, 降 2.0pcts 是受整装和加盟端增速快于直营所致, 即毛利率被结构性因素拉低。费用率方面, 前三季度整体期间费用率同比+0.8pct 至 35.4%, 3Q 期间费用率同比-2.4pcts 至 28.2%, 其中销售费用率同比-3.2pcts 至 22.35%, 主要因公司加强费用管控和线上引流成本降低; 管理费用率(含研发费用)同比+0.7pct 至 5.73%, 主要由于公司继续加大研发投入。
- **加盟体系越发优化, 整装布局迎来收获期:** 自 2019 年以来, 公司逐步开始落实“招大商、开大店”策略, 今年疫情后, 公司更加坚定这种招商思路, 并规划 2-3 年内, 打造 100 个标杆城市, 力争份额第一, 我们认为目前直营体系以及相关的联营门店快速发展, 为尚品摸索出一套成功的发展经验, 以此对核心加盟城市的经销体系进行赋能是公司实现此目标的信心来源。整装业务方面, 公司自营整装现已逐渐具备全国直营城市复制的能力, 直营整装扩大城市覆盖面将极大程度拉长直营整装高速成长的周期。此外公司整装云会员数量稳步攀升的同时, 公司开始加大力度进行会员价值挖掘, 孖酷设立打开平台变现路径, 自营整装+整装云布局的逐渐完善, 令公司目前在整装赛道处于领跑阵营。

盈利预测和投资建议

- 鉴于 3Q 开始公司业绩复苏较为理想, 我们将 2020 年 EPS 预测上调 8.0%, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.36、2.69 元、3.26 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 44、22 和 18 倍, 公司整装业务逐步迎来收获期, 打开公司长期成长空间, 维持“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复; 招商不达预期; 自营整装拓展不畅

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	6,903	8,536	10,306
增长率		24.8%	9.3%	-4.9%	23.6%	20.7%
主营业务成本	-2,922	-3,743	-4,243	-4,258	-5,145	-6,249
%销售收入	54.9%	56.3%	58.4%	61.7%	60.3%	60.6%
毛利	2,401	2,903	3,018	2,646	3,390	4,057
%销售收入	45.1%	43.7%	41.6%	38.3%	39.7%	39.4%
营业税金及附加	-54	-61	-57	-54	-67	-80
%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	-1,850	-2,219	-2,669
%销售收入	27.8%	29.5%	27.2%	26.8%	26.0%	25.9%
管理费用	-468	-311	-335	-345	-376	-412
%销售收入	8.8%	4.7%	4.6%	5.0%	4.4%	4.0%
研发费用	0	-154	-136	-159	-188	-227
%销售收入	0.0%	2.3%	1.9%	2.3%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	398	417	519	238	541	669
%销售收入	7.5%	6.3%	7.1%	3.4%	6.3%	6.5%
财务费用	2	-3	2	2	3	4
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-7	-1	0	-3	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	31	102	58	30	40	45
%税前利润	6.7%	17.8%	9.3%	9.9%	6.4%	5.9%
营业利润	461	568	624	305	627	760
%营业收入	8.7%	8.6%	8.6%	4.4%	7.3%	7.4%
营业外收支	-3	5	-3	-3	2	2
税前利润	458	573	622	302	629	762
利润率	8.6%	8.6%	8.6%	4.4%	7.4%	7.4%
所得税	-78	-96	-93	-30	-94	-114
所得税率	17.0%	16.7%	14.9%	10.0%	15.0%	15.0%
净利润	380	477	529	272	535	648
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	271	534	647
净利率	7.1%	7.2%	7.3%	3.9%	6.3%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	380	477	529	272	535	648
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	116	136	150	112	135	157
非经营收益	-31	-83	-58	-16	-12	6
营运资金变动	414	120	-5	-260	23	-37
经营活动现金净流	879	650	616	108	682	774
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	30	40	45
投资活动现金净流	-2,617	451	-629	-550	-535	-530
股权募资	1,541	1	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	221	342	362
其他	-10	-94	-122	-117	-242	-310
筹资活动现金净流	1,532	-94	-122	104	100	52
现金净流量	-206	1,008	-135	-337	247	295

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	1,185	1,432	1,728
应收款项	42	74	120	110	132	155
存货	401	565	814	817	987	1,198
其他流动资产	2,284	1,325	1,285	1,280	1,290	1,302
流动资产	3,373	3,615	3,742	3,391	3,840	4,384
%总资产	73.9%	67.9%	61.2%	54.4%	53.9%	54.2%
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%	32.0%	32.3%	32.0%
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%	45.6%	46.1%	45.8%
资产总计	4,566	5,322	6,118	6,233	7,126	8,093
短期借款	0	0	0	260	603	965
应付款项	1,840	2,084	2,357	2,198	2,376	2,565
其他流动负债	103	164	186	74	126	152
流动负债	1,943	2,248	2,542	2,532	3,105	3,682
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	2,552	3,124	3,702
普通股股东权益	2,619	3,047	3,517	3,680	4,000	4,388
其中：股本	110	199	199	199	199	199
未分配利润	1,047	1,400	1,797	1,960	2,280	2,668
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	6,233	7,126	8,093

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.443	2.401	2.660	1.364	2.688	3.257
每股净资产	23.729	15.335	17.702	18.521	20.134	22.088
每股经营现金净流	7.962	3.273	3.099	0.543	3.431	3.894
每股股利	1.000	0.600	0.600	0.546	1.075	1.303
回报率						
净资产收益率	14.51%	15.66%	15.02%	7.37%	13.35%	14.75%
总资产收益率	8.32%	8.96%	8.64%	4.35%	7.50%	8.00%
投入资本收益率	12.63%	11.34%	12.47%	5.40%	9.95%	10.57%
增长率						
主营业务收入增长率	32.23%	24.83%	9.26%	-4.93%	23.65%	20.74%
EBIT增长率	24.47%	4.73%	24.32%	-54.15%	127.53%	23.57%
净利润增长率	48.74%	25.53%	10.76%	-48.70%	97.06%	21.16%
总资产增长率	112.36%	16.56%	14.95%	1.88%	14.34%	13.57%
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	53.6	47.8	42.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.70%	-54.16%	-75.97%	-56.36%	-49.46%	-43.56%
EBIT利息保障倍数	-202.9	140.6	-223.2	-119.9	-197.8	-155.1
资产负债率	42.63%	42.74%	42.50%	40.94%	43.84%	45.74%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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