

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家用轻工

尚品宅配 (300616.SZ)

维持评级

报告原因：业绩点评

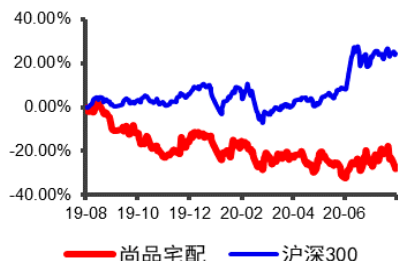
Q3 营收净利润双增长，毛利率、净利率显著修复

增持

2020年10月27日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年10月27日

收盘价(元):	59.40
年内最高/最低(元):	58.36/81.22
流通A股/总股本(亿):	1.30/1.99
流通A股市值(亿):	77
总市值(亿):	118

基础数据：2020年9月30日

基本每股收益	0.29
摊薄每股收益:	0.29
每股净资产(元):	17.16
净资产收益率:	1.67%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】尚品宅配(300616.SZ)年报点评：整装业务兼具规模与盈利，新居网MCN发力私域流量》2020-4-18

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

事件描述

10月27日晚间，公司发布2020年第三季度报告：报告期内，公司实现营业收入43.82亿元，同比下降13.36%；归属于上市公司股东的净利润5770.46万元，同比下降82.78%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2535.85万元，同比下降91.10%。业绩基本符合预期。

事件点评

Q3业绩环比Q2大幅提升，营收净利润实现双增长。2020Q3，公司实现营业收入21.15亿元，同比增加10.17%；实现归母净利润1.80亿元，同比增加5.09%；实现扣非后归母净利润1.72亿元，同比增长12.05%。2020Q2，公司营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为15.97亿元(-14.31%)、0.33亿元(-82.35%)、0.21亿元(-87.40%)，Q3各项增速环比分别提升24.48、87.44、99.45个百分点。

Q3毛利率、净利率环比Q2显著修复，2020前三季度期间费用率大幅增加，拖累盈利能力指标显著下降。2020前三季度，公司销售毛利率、净利率分别为37.02%、1.30%，较去年同期变化-5.27、-5.33pct，其中Q3毛利率、净利率分别为37.02%、8.52%，环比Q2分别回升3.68、6.46pct；2020前三季度，公司销售期间费用率为35.39%，较去年同期增加5.10pct。其中，销售费用率28.01%(-0.40pct)；管理费用率7.41%(+1.20pct)，包含研发费用1.05亿元，同比增长21.81%；财务费用率-0.03%(+0.02pct)。

建立与大师产品研发平台，发力配套品全屋配齐，为客户提供更美好的整装解决方案。报告期内，公司携手设计大师陈立坚，推出“大师空间·陈立坚作品·立影”，联手意大利设计师LELE，发布美学工艺兼具的新意式作品“无印凡谷”，同时公司发力配齐配套品：客餐厅配套品，围绕各类人群生活方式深入研发了萌宠家、美食家、梦想家、达人家、智能家、乐享家等“家+系列”；卧房配套品，着力进行了“床+床垫”套餐的增添与优化，床垫品类也因引入领先的抗菌防螨技术；橱柜配套品，上半年新上市两套新系列产品（布雷斯特、米兰天际系列），新引入美的厨电品牌，继续发力和老板、方太等知名厨电品牌的合作，并在直播活动中积极嵌入厨电产品增强客户粘性。

赋能圣诞鸟整装施工管理，加强HOMKOO整装云会员招募，创新开



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

展 HOMKOO 整装云业务，助力整装云会员的一体化整装战略有效落地。2020 年上半年，广州、佛山、成都三地圣诞鸟整装开工数 817 户，交付 476 户，圣诞鸟自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 9400 万元（其中第二季度达成约 6800 万，同比增长 20%），广州区域也出现单月收款超 180 万的标杆设计师。随着疫情影响的进一步消退以及更多自营城市整装业务的逐步开放，圣诞鸟自营整装将展现出更大的发展空间。截至报告期末，HOMKOO 整装云会员数量共计 3000 家，HOMKOO 整装云成为业内会员数量、会员区域分布双领先的整装赋能平台。HOMKOO 整装云 2020 年上半年渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 1.56 亿元，同比增长 51%（其中第二季度达成 1.19 亿元，同比增长 94%），第二季度家具配套同比增长 198%。

### 投资建议

➤ 公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋整合能力和经验领先于竞争对手，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 3.87、4.92、6.19 亿元，同比增长-26.79%、27.31%、25.72%，对应 EPS 为 1.95/2.48/3.12 元，PE 为 30.51/23.96/19.06 倍，维持“增持”评级。

### 存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务发展不及预期等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,645.39	7,260.79	7,460.46	8,393.02	9,232.32
同比增长	24.83%	9.26%	2.75%	12.50%	10.00%
归母净利润（百万元）	477.08	528.40	386.84	492.48	619.16
同比增长	25.53%	10.76%	-26.79%	27.31%	25.72%
每股收益（元）	2.40	2.66	1.95	2.48	3.12
PE	24.74	22.33	30.51	23.96	19.06
PB	3.87	3.36	2.97	2.64	2.33

数据来源：wind、山西证券研究所

**表 1：尚品宅配单季度财务摘要**

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
报告类型	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>利润表摘要</b>						
营业总收入	18.64	19.20	22.03	6.69	15.97	21.15
同比(%)	5.56	8.39	9.77	-47.46	-14.31	10.17
营业总成本	16.59	17.31	20.31	8.82	15.63	19.02
营业利润	2.26	2.11	2.15	-1.93	0.45	2.24
同比(%)	19.06	1.97	1.63	-590.22	-79.93	6.18
利润总额	2.26	2.11	2.12	-1.95	0.45	2.23
净利润	1.86	1.72	1.94	-1.56	0.33	1.80
同比(%)	18.91	1.60	4.98	-580.85	-82.35	4.78
归属母公司股东的净利润	1.86	1.72	1.93	-1.56	0.33	1.80
同比(%)	18.91	1.42	4.84	-589.26	-82.35	5.09
扣非后归属母公司股东的净利润	1.68	1.53	1.60	-1.68	0.21	1.72
同比(%)	29.18	25.37	-0.77	-356.35	-87.40	12.05
EPS	0.94	0.86	0.97	-0.78	0.17	0.91
<b>现金流量表摘要</b>						
销售商品提供劳务收到的现金	21.74	22.41	25.33	5.35	20.23	22.88
经营活动现金净流量	4.18	2.29	5.73	-10.74	5.23	2.00
购建固定无形长期资产支付的现金	1.41	1.73	3.50	1.14	1.03	0.66
投资支付的现金						
投资活动现金净流量	-4.27	5.68	-6.37	2.64	2.88	-3.34
吸收投资收到的现金						
取得借款收到的现金						0.31
筹资活动现金净流量	-1.19	-0.02	0.01	-0.05	-1.39	0.04
现金流量净额	-1.28	7.96	-0.63	-8.14	6.72	-1.33
<b>关键比率</b>						
ROE(%)	6.08	5.35	5.65	-4.52	0.99	5.42
扣非后 ROE(%)	5.50	4.78	4.68	-4.87	0.64	5.16
ROA(%)	3.74	3.23	3.33	-2.78	0.62	3.22
销售毛利率(%)	43.98	41.10	39.91	34.25	35.42	39.10
销售净利率(%)	9.98	8.96	8.78	-23.33	2.06	8.52

资料来源：山西证券研究所、wind



利润表					财务指标				
	2018	2019	2020E	2021E		2018	2019	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,645.4</b>	<b>7,260.8</b>	<b>7,460.5</b>	<b>8,393.0</b>	<b>成长性</b>				
减:营业成本	3,742.6	4,242.7	4,513.6	4,951.9	营业收入增长率	24.8%	9.3%	2.8%	12.5%
营业税费	61.0	56.6	63.3	68.3	营业利润增长率	23.3%	9.8%	-27.4%	27.7%
销售费用	1,959.8	1,971.7	2,029.2	2,295.5	净利润增长率	25.5%	10.8%	-26.8%	27.3%
管理费用	311.1	335.1	350.6	436.4	EBITDA增长率	55.6%	6.7%	-31.7%	23.1%
财务费用	3.0	-2.3	-2.5	1.0	EBIT增长率	59.3%	6.0%	-36.7%	28.7%
资产减值损失	1.0	-	-2.0	1.0	NOPLAT增长率	24.8%	11.2%	-27.5%	28.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-150.0	-150.0	投资资本增长率	-29.7%	-47.8%	208.5%	-25.8%
投资和汇兑收益	102.1	57.7	95.0	90.0	净资产增长率	16.3%	15.4%	13.0%	12.4%
<b>营业利润</b>	<b>568.4</b>	<b>624.2</b>	<b>453.2</b>	<b>578.9</b>	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	4.6	-2.6	1.4	-0.0	毛利率	43.7%	41.6%	39.5%	41.0%
<b>利润总额</b>	<b>573.0</b>	<b>621.5</b>	<b>454.6</b>	<b>578.9</b>	营业利润率	8.6%	8.6%	6.1%	6.9%
减:所得税	95.9	92.9	67.7	86.4	净利率	7.2%	7.3%	5.2%	5.9%
<b>净利润</b>	<b>477.1</b>	<b>528.4</b>	<b>386.8</b>	<b>492.5</b>	EBITDA/营业收入	11.5%	11.3%	7.5%	8.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	10.1%	9.8%	6.0%	6.9%
货币资金	1,650.5	1,522.4	833.2	2,107.8	<b>投资回报率</b>				
交易性金融资产	-	1,150.0	1,000.0	850.0	ROE	15.7%	15.0%	9.7%	11.0%
应收帐款	73.9	112.6	78.5	102.3	ROA	9.0%	8.6%	5.9%	7.0%
应收票据	-	7.8	-	-	ROIC	27.2%	43.0%	59.6%	24.9%
预付帐款	43.3	52.2	58.8	170.0	<b>运营效率</b>				
存货	565.5	814.3	618.3	678.3	固定资产周转天数	47	44	55	70
其他流动资产	1,282.0	82.4	1,204.5	2.5	流动营业资本周转天数	14	-44	-50	-47
可供出售金融资产	-	-	-	-	流动资产周转天数	189	182	182	165
持有至到期投资	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	5	4
长期股权投资	0.6	-	-	-	存货周转天数	59	51	35	28
投资性房地产	-	-	-	-	总资产周转天数	268	284	306	291
固定资产	890.8	892.2	1,383.2	1,879.6	投资资本周转天数	81	46	63	74
在建工程	304.6	783.4	750.9	713.2	<b>费用率</b>				
无形资产	344.9	498.1	481.5	464.9	销售费用率	29.5%	27.2%	27.2%	27.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	4.7%	4.6%	4.7%	5.2%
<b>资产总额</b>	<b>5,321.9</b>	<b>6,117.7</b>	<b>6,568.4</b>	<b>7,008.8</b>	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	三费/营业收入	34.2%	31.7%	31.9%	32.6%
应付帐款	813.9	1,037.9	989.1	760.7	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	42.7%	42.5%	39.5%	36.2%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	74.6%	73.9%	65.2%	56.9%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	1.61	1.47	1.48	1.54
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	1.36	1.15	1.24	1.27
<b>负债总额</b>	<b>2,274.6</b>	<b>2,599.9</b>	<b>2,592.6</b>	<b>2,540.4</b>	利息保障倍数	226.50	#####	-180.28	579.89
少数股东权益	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>业绩和估值指标</b>				
股本	198.7	198.7	198.7	198.7	EPS(元)	2.40	2.66	1.95	2.48
留存收益	2,957.5	3,378.0	3,764.9	4,257.4	BVPS(元)	15.34	17.70	20.01	22.49
<b>股东权益</b>	<b>3,047.3</b>	<b>3,517.8</b>	<b>3,975.9</b>	<b>4,468.4</b>	PE(X)	24.7	22.3	30.5	24.0
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	PB(X)	3.9	3.4	3.0	2.6
净利润	477.1	528.6	386.8	492.5	P/FCF	11.8	10.6	-12.4	11.7
加:折旧和摊销	135.4	149.5	108.2	108.2	P/S	1.8	1.6	1.6	1.4
资产减值准备	1.0	3.3	-	-	EV/EBITDA	13.4	14.6	17.6	12.8
公允价值变动损失	-	-	-150.0	-150.0	CAGR(%)	1.1%	5.4%	0.6%	1.1%
财务费用	-1.0	-0.7	-2.5	1.0	PEG	23.2	4.1	51.5	22.5
投资收益	-102.1	-57.7	-95.0	-90.0	ROIC/WACC	2.8	4.5	6.2	2.6
少数股东损益	0.0	0.2	-	-	REP	2.9	4.1	0.8	2.3
营运资金的变动	1,237.1	1,194.8	-855.0	1,074.5					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>650.3</b>	<b>618.9</b>	<b>-607.5</b>	<b>1,436.1</b>					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>451.5</b>	<b>-628.7</b>	<b>-155.5</b>	<b>-160.5</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-95.3</b>	<b>-122.8</b>	<b>73.8</b>	<b>-1.0</b>					

数据来源: wind、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

