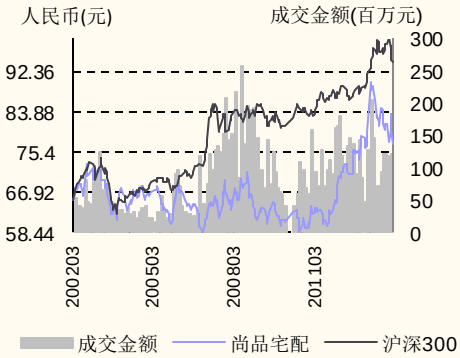
尚品宅配 (300616.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：77.30 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)	153.58
年内股价最高最低(元)	90.00/58.44
沪深 300 指数	5352
创业板指	3129



相关报告

1.《3Q 营收重回双位数增长，整装进入扩张期-尚品宅配三季报点评》，2020.10.28

2.《至暗时刻已过，整装强势增长-尚品宅配中报点评》，2020.8.28

3.《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

4.《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

5.《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

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

张杨桓 联系人

经营向好的趋势不变，整装将全面发力

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	6,520	8,715	10,551
营业收入增长率	24.83%	9.26%	-10.21%	33.67%	21.07%
归母净利润(百万元)	477	528	108	624	762
归母净利润增长率	25.53%	10.76%	-79.53%	476.76%	22.13%
摊薄每股收益(元)	2.401	2.660	0.544	3.140	3.834
每股经营性现金流净额	3.27	3.10	-0.62	4.61	4.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.66%	15.02%	3.02%	15.77%	17.26%
P/E	25.31	28.02	142.01	24.62	20.16
P/B	3.96	4.21	4.29	3.88	3.48

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年业绩预告，预计全年营收约 65.3 亿元，同比下降约 10%；全年归母净利润为 1.0~1.1 亿元，同比-82.0%~-79.2%。其中 4Q 预计公司营业收入同比约-2.3%，归母净利润同比-80.7%~-79.2%。

经营分析

- **短期因素影响 4Q 业绩，改善趋势不变：**公司 4Q 业绩低于预期，我们认为原因主要来自几个方面：1、2020 年公司经销渠道进一步调整优化，全年预计净减少大致 90 家门店；2、公司没有涉足工程领域；3、2021 年春节较晚，因此部分订单延迟至 1Q2021 年结转，尤其是直营部分，需要安装完毕才能计提营收。我们预计公司 1Q2021 年的营收较 2019 年同期，有望实现较大幅度增长，并且利润有望实现历史上第一次扭亏为盈。
- **加盟体系调整逐步到位，改革红利将在 2021 年开始释放：**公司传统加盟零售业务的开展思路重新回归“招大商、开大店”的策略，我们判断 2021 年下半年公司的加盟门店有望重新回归净增加的状态，并且整体经销商体系的质量有望出现显著提高。与此同时，2020 年下半年公司开始对各条业务线开展合伙人机制改革，我们认为这种解放生产关系的改革，将在 2021 年解放生产力，释放改革红利，尤其有助于改善直营体系盈利能力不强的沉疴。
- **整装模式越发清晰，2021 迎来全面扩张：**经过三年时间打磨，2021 年将全面在 11 个直营城市推进自营整装业务，并且部分优秀的加盟商也已经开始跟随直营的脚步切入整装赛道，我们认为整装业务的高速增长将从 2021 年起，对公司整体的经营业绩产生实质性拉动作用，并且随着整装业务营收占比的不断提升，其高成长性有望对后续年度的营收拉动作用越来越明显。

盈利调整和投资建议

- 鉴于部分订单确认收入结转到 2021 年，我们将 2021 年 EPS 上调 16.8%至 3.14 元，同时公司直营整装推进的速度超出我们此前预期，我们将公司 2022 年 EPS 上调 17.7%至 3.83 元，当前股价对应 2021-2022 年 PE 分别为 25、20 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内疫情反复；竣工回暖不及预期；整装拓展不及预期；招商不及预期。

敬请参阅最后一页特别声明

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**	**6,520**	**8,715**	**10,551**
增长率		24.8%	9.3%	-10.2%	33.7%	21.1%
主营业务成本	-2,922	-3,743	-4,243	-4,090	-5,125	-6,230
%销售收入	54.9%	56.3%	58.4%	62.7%	58.8%	59.0%
毛利	2,401	2,903	3,018	2,430	3,590	4,321
%销售收入	45.1%	43.7%	41.6%	37.3%	41.2%	41.0%
营业税金及附加	-54	-61	-57	-51	-68	-82
%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	-1,826	-2,336	-2,796
%销售收入	27.8%	29.5%	27.2%	28.0%	26.8%	26.5%
管理费用	-468	-311	-335	-326	-375	-443
%销售收入	8.8%	4.7%	4.6%	5.0%	4.3%	4.2%
研发费用	0	-154	-136	-150	-157	-190
%销售收入	0.0%	2.3%	1.9%	2.3%	1.8%	1.8%
息税前利润（EBIT）	398	417	519	78	655	810
%销售收入	7.5%	6.3%	7.1%	1.2%	7.5%	7.7%
财务费用	2	-3	2	-12	-16	-8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-7	-1	0	-3	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	31	102	58	30	50	50
%税前利润	6.7%	17.8%	9.3%	23.5%	6.8%	5.6%
营业利润	461	568	624	131	733	895
营业利润率	8.7%	8.6%	8.6%	2.0%	8.4%	8.5%
营业外收支	-3	5	-3	-3	2	2
税前利润	458	573	622	128	735	897
利润率	8.6%	8.6%	8.6%	2.0%	8.4%	8.5%
所得税	-78	-96	-93	-19	-110	-135
所得税率	17.0%	16.7%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	380	477	529	109	624	763
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**	**108**	**624**	**762**
净利率	7.1%	7.2%	7.3%	1.7%	7.2%	7.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	380	477	529	109	624	763
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	116	136	150	134	136	157
非经营收益	-31	-83	-58	-8	-10	8
营运资金变动	414	120	-5	-358	165	-28
经营活动现金净流	**879**	**650**	**616**	**-123**	**915**	**900**
资本开支	-401	-635	-801	-700	-585	-585
投资	0	-1	0	0	0	0
其他	-2,215	1,087	173	30	50	50
投资活动现金净流	**-2,617**	**451**	**-629**	**-670**	**-535**	**-535**
股权募资	1,541	1	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	469	217	301
其他	-10	-94	-122	-60	-290	-362
筹资活动现金净流	**1,532**	**-94**	**-122**	**409**	**-73**	**-62**
现金净流量	**-206**	**1,008**	**-135**	**-383**	**308**	**303**

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	1,139	1,447	1,750
应收款项	42	74	120	100	130	154
存货	401	565	814	784	983	1,195
其他流动资产	2,284	1,325	1,285	1,306	1,288	1,301
流动资产	3,373	3,615	3,742	3,329	3,848	4,399
%总资产	73.9%	67.9%	61.2%	53.1%	53.1%	53.5%
长期投资	0	1	0	0	0	0
固定资产	852	1,195	1,676	2,076	2,381	2,670
%总资产	18.7%	22.5%	27.4%	33.1%	32.9%	32.5%
无形资产	193	446	592	755	904	1,049
非流动资产	1,193	1,707	2,376	2,939	3,393	3,826
%总资产	26.1%	32.1%	38.8%	46.9%	46.9%	46.5%
资产总计	**4,566**	**5,322**	**6,118**	**6,268**	**7,241**	**8,226**
短期借款	0	0	0	508	725	1,026
应付款项	1,840	2,084	2,357	2,093	2,402	2,598
其他流动负债	103	164	186	65	137	166
流动负债	1,943	2,248	2,542	2,666	3,264	3,790
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**	**2,685**	**3,283**	**3,809**
普通股股东权益	**2,619**	**3,047**	**3,517**	**3,582**	**3,956**	**4,413**
其中：股本	110	199	199	199	199	199
未分配利润	1,047	1,400	1,797	1,862	2,236	2,693
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**	**6,268**	**7,241**	**8,226**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.443	2.401	2.660	0.544	3.140	3.834
每股净资产	23.729	15.335	17.702	18.029	19.913	22.213
每股经营现金净流	7.962	3.273	3.099	-0.617	4.607	4.528
每股股利	1.000	0.600	0.600	0.218	1.256	1.534
回报率						
净资产收益率	14.51%	15.66%	15.02%	3.02%	15.77%	17.26%
总资产收益率	8.32%	8.96%	8.64%	1.73%	8.61%	9.26%
投入资本收益率	12.63%	11.34%	12.47%	1.61%	11.83%	12.61%
增长率						
主营业务收入增长率	32.23%	24.83%	9.26%	-10.21%	33.67%	21.07%
EBIT 增长率	24.47%	4.73%	24.32%	-84.99%	740.96%	23.72%
净利润增长率	48.74%	25.53%	10.76%	-79.53%	476.76%	22.13%
总资产增长率	112.36%	16.56%	14.95%	2.46%	15.52%	13.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.7	2.0	2.5	2.5	2.5
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	55.6	46.0	41.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.70%	-54.16%	-75.97%	-49.71%	-47.29%	-42.44%
EBIT 利息保障倍数	-202.9	140.6	-223.2	6.3	42.1	107.7
资产负债率	42.63%	42.74%	42.50%	42.84%	45.34%	46.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	8	18	45
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**	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**

来源：聚源数据

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。

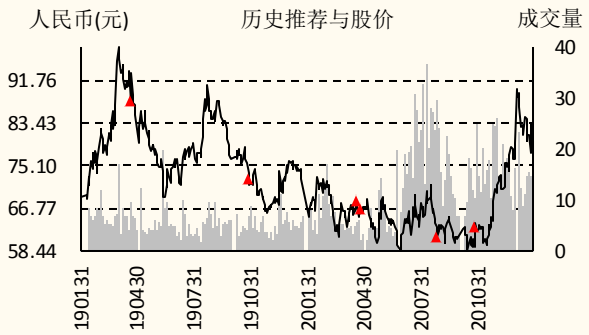
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-04-22	增持	95.21	N/A
2	2019-08-25	增持	91.54	N/A
3	2019-10-30	增持	74.30	N/A
4	2020-04-20	买入	67.00	82.80～82.80
5	2020-04-28	买入	67.08	82.80～82.80
6	2020-06-28	买入	59.69	77.60～77.60
7	2020-08-28	买入	62.12	N/A
8	2020-10-28	买入	59.40	N/A

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402