

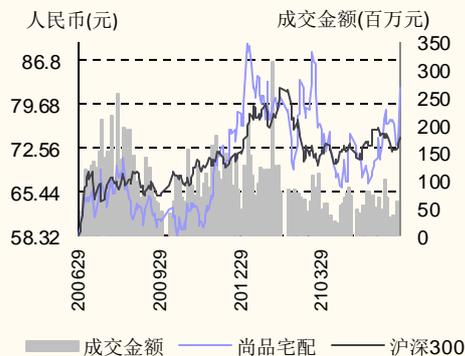
## 尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 82.50 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)	163.91
年内股价最高最低(元)	89.82/58.32
沪深 300 指数	5240
创业板指	3348



## 相关报告

1. 《整装持续高增, 全面转型号角吹响-尚品宅配年报 & 一季报点评》, 2021.4.28
2. 《经营向好的趋势不变, 整装将全面发力-尚品宅配 2020 年业绩预...》, 2021.2.1
3. 《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
4. 《至暗时刻已过, 整装强势增长-尚品宅配中报点评》, 2020.8.28
5. 《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

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

北 上 证

## 京东入局, 搅动风云

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,261	6,513	8,077	10,335	12,807
营业收入增长率	9.26%	-10.29%	24.00%	27.96%	23.92%
归母净利润(百万元)	528	101	571	745	949
归母净利润增长率	10.76%	-80.81%	462.96%	30.57%	27.26%
摊薄每股收益(元)	2.660	0.510	2.873	3.752	4.774
每股经营性现金流净额	3.10	0.63	4.21	5.99	6.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.02%	2.89%	12.77%	14.76%	16.38%
P/E	28.02	156.08	28.71	21.99	17.28
P/B	4.21	4.52	3.67	3.25	2.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 6月25日, 公司公告拟引入京东作为战略投资者, 将向京东发行 827.8 万股以募集 5.3 亿元主要用于成都工厂建设, 发行价为 64.56 元/股, 此外公司股东达晨系将向京东转让 993.4 万股。全部发行及转让完成后, 京东将持有公司股份比例达 8.8%, 并将提名董事来实际参与公司治理, 有望提升公司治理水平, 实现互利共赢。

## 经营分析

- 为什么京东要入股定制家居企业? 首先, 家居行业是一个体量价值过万亿的大市场, 因此互联网巨头有意愿入局家居这门生意。与此同时, 家居引流和销售的线上化趋势也有利于互联网平台布局家居产业。其次, 互联网平台虽然在流量上具备优势, 但在服务环节处于缺失的状态, 因此互联网平台在家居产业中, 只能充当卖货的角色, 而无法成为整合者, 对装修产业链进行通吃, 也就失去了在家装领域做大的条件。我们认为这是京东入股定制家居企业的核心逻辑。
- 为什么京东选择的是尚品? 首先, 尚品是国内定制家居行业的头部公司, 尚品的行业地位能够达到京东在家居行业入股的条件, 即“强”必须与“强”联合。其次, 尚品的前身就是软件企业, 公司在家居产业之中具备最强的互联网基因, 因此尚品的企业文化、行事逻辑、风格与京东最为匹配, 两者之间的合作出现“血型不匹配”的概率最低。再则, 尚品是国内所有家居企业之中, 唯一一家在一、二线核心城市具备庞大直营体系的家居企业, 因此在未来与京东的合作过程中, 尚品的直营体系可以很好地扮演双方创新打法的试验田。最后, 尚品以“亲自下场、自主可控”的方式入局整装领域 (直营整装 & HOMKOO 整装云), 并且已经完成了自身 BIM 系统的构建, 这种宏大的产业布局满足了京东在家居领域做大生意的欲望。
- 京东能给尚品带来什么? 我们认为京东可以在流量、供应链、金融、品牌、士气五个方面对尚品进行赋能。京东截至 2021 年 3 月底止 12 个月的活跃购买用户数已达 5.0 亿, 净增超 1.1 亿, 作为拥有庞大用户群的流量平台, 能够给尚品在线上引流方面提供强大支持。供应链方面, 京东拥有自建的物流体系, 截止 2021 年 3 月底, 京东在全国共运营超 1000 多个仓库, 总面积 (含云仓) 超 2100 万平方米。我们认为京东的入股将为尚品在整装业务发展过程中, 建材的仓储和配送方面提供极大的帮助, 尤其是涉及到下沉市场的整装云业务。京东也将为尚品提供线上线下全场景的金融、支付能力, 提供京东白条、装修险、装修贷等服务, 从金融的角度为尚品赋能。除以上几个方面之外, 我们认为此次京东入股尚品, 对尚品管理团队和经销商的士气将带来极大的鼓舞, 尤其当下尚品在回归“招大商、开大店”的加盟政策后, 在经销门店拓展方面处于迟滞的状态, 京东的入股将极大增强社会资金加盟尚品经销体系的信心, 对尚品加快经销门店的扩张将发挥积极的作用。

## 盈利预测和投资建议

- 考虑京东入股将为公司多方面赋能, 我们将公司 2023 年利润上调 7.6%, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.9 元/3.8 元/4.8 元, 当前股价对应 PE 分别为 29/22/17 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。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,645</b>	<b>7,261</b>	<b>6,513</b>	<b>8,077</b>	<b>10,335</b>	<b>12,807</b>
增长率	9.3%	-10.3%	24.0%	28.0%	23.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,743</b>	<b>-4,243</b>	<b>-4,349</b>	<b>-5,141</b>	<b>-6,558</b>	<b>-8,172</b>
%销售收入	56.3%	58.4%	66.8%	63.6%	63.5%	63.8%
<b>毛利</b>	<b>2,903</b>	<b>3,018</b>	<b>2,165</b>	<b>2,936</b>	<b>3,777</b>	<b>4,636</b>
%销售收入	43.7%	41.6%	33.2%	36.4%	36.5%	36.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-61</b>	<b>-57</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>	<b>-83</b>	<b>-102</b>
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-1,960</b>	<b>-1,972</b>	<b>-1,581</b>	<b>-1,777</b>	<b>-2,274</b>	<b>-2,786</b>
%销售收入	29.5%	27.2%	24.3%	22.0%	22.0%	21.8%
<b>管理费用</b>	<b>-311</b>	<b>-335</b>	<b>-332</b>	<b>-355</b>	<b>-460</b>	<b>-551</b>
%销售收入	4.7%	4.6%	5.1%	4.4%	4.5%	4.3%
<b>研发费用</b>	<b>-154</b>	<b>-136</b>	<b>-156</b>	<b>-162</b>	<b>-186</b>	<b>-218</b>
%销售收入	2.3%	1.9%	2.4%	2.0%	1.8%	1.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>417</b>	<b>519</b>	<b>43</b>	<b>580</b>	<b>775</b>	<b>979</b>
%销售收入	6.3%	7.1%	0.7%	7.2%	7.5%	7.6%
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>21</b>	<b>48</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>102</b>	<b>58</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>25</b>
%税前利润	17.8%	9.3%	33.4%	6.0%	3.5%	2.3%
<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>624</b>	<b>113</b>	<b>664</b>	<b>866</b>	<b>1,102</b>
%营业收入	8.6%	8.6%	1.7%	8.2%	8.4%	8.6%
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>税前利润</b>	<b>573</b>	<b>622</b>	<b>109</b>	<b>664</b>	<b>868</b>	<b>1,104</b>
利润率	8.6%	8.6%	1.7%	8.2%	8.4%	8.6%
<b>所得税</b>	<b>-96</b>	<b>-93</b>	<b>-8</b>	<b>-93</b>	<b>-121</b>	<b>-155</b>
所得税率	16.7%	14.9%	7.7%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>529</b>	<b>101</b>	<b>571</b>	<b>746</b>	<b>950</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>477</b>	<b>528</b>	<b>101</b>	<b>571</b>	<b>745</b>	<b>949</b>
净利率	7.2%	7.3%	1.6%	7.1%	7.2%	7.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>529</b>	<b>101</b>	<b>571</b>	<b>746</b>	<b>950</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>非现金支出</b>	<b>136</b>	<b>150</b>	<b>199</b>	<b>216</b>	<b>207</b>	<b>237</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-83</b>	<b>-58</b>	<b>-53</b>	<b>-14</b>	<b>-24</b>	<b>-19</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>120</b>	<b>-5</b>	<b>-122</b>	<b>98</b>	<b>312</b>	<b>274</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>650</b>	<b>616</b>	<b>125</b>	<b>871</b>	<b>1,240</b>	<b>1,441</b>
<b>资本开支</b>	<b>-635</b>	<b>-801</b>	<b>-591</b>	<b>-814</b>	<b>-683</b>	<b>-683</b>
<b>投资</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1,087</b>	<b>173</b>	<b>11</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>25</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>451</b>	<b>-629</b>	<b>-592</b>	<b>-774</b>	<b>-653</b>	<b>-658</b>
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>517</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>139</b>	<b>-70</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-94</b>	<b>-122</b>	<b>-181</b>	<b>-133</b>	<b>-173</b>	<b>-215</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-94</b>	<b>-122</b>	<b>-42</b>	<b>314</b>	<b>-173</b>	<b>-215</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,008</b>	<b>-135</b>	<b>-509</b>	<b>412</b>	<b>414</b>	<b>569</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>1,650</b>	<b>1,522</b>	<b>1,039</b>	<b>1,451</b>	<b>1,865</b>	<b>2,434</b>
<b>应收款项</b>	<b>74</b>	<b>120</b>	<b>177</b>	<b>127</b>	<b>163</b>	<b>202</b>
<b>存货</b>	<b>565</b>	<b>814</b>	<b>944</b>	<b>986</b>	<b>1,258</b>	<b>1,567</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,325</b>	<b>1,285</b>	<b>1,315</b>	<b>1,302</b>	<b>1,281</b>	<b>1,299</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,615</b>	<b>3,742</b>	<b>3,477</b>	<b>3,866</b>	<b>4,567</b>	<b>5,502</b>
%总资产	67.9%	61.2%	55.7%	53.7%	54.5%	56.3%
<b>长期投资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,195</b>	<b>1,676</b>	<b>2,021</b>	<b>2,431</b>	<b>2,755</b>	<b>3,055</b>
%总资产	22.5%	27.4%	32.4%	33.7%	32.9%	31.3%
<b>无形资产</b>	<b>446</b>	<b>592</b>	<b>626</b>	<b>786</b>	<b>940</b>	<b>1,088</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,707</b>	<b>2,376</b>	<b>2,763</b>	<b>3,338</b>	<b>3,815</b>	<b>4,264</b>
%总资产	32.1%	38.8%	44.3%	46.3%	45.5%	43.7%
<b>资产总计</b>	<b>5,322</b>	<b>6,118</b>	<b>6,239</b>	<b>7,203</b>	<b>8,383</b>	<b>9,766</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>2,084</b>	<b>2,357</b>	<b>886</b>	<b>1,176</b>	<b>1,375</b>	<b>1,576</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>164</b>	<b>186</b>	<b>1,641</b>	<b>1,427</b>	<b>1,828</b>	<b>2,267</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,248</b>	<b>2,542</b>	<b>2,556</b>	<b>2,603</b>	<b>3,202</b>	<b>3,843</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>111</b>	<b>111</b>	<b>111</b>	<b>111</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>26</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>负债</b>	<b>2,275</b>	<b>2,600</b>	<b>2,734</b>	<b>2,734</b>	<b>3,333</b>	<b>3,973</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,047</b>	<b>3,517</b>	<b>3,505</b>	<b>4,469</b>	<b>5,048</b>	<b>5,790</b>
其中：股本	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>207</b>	<b>207</b>	<b>207</b>
未分配利润	<b>1,400</b>	<b>1,797</b>	<b>1,771</b>	<b>2,217</b>	<b>2,797</b>	<b>3,539</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,322</b>	<b>6,118</b>	<b>6,239</b>	<b>7,203</b>	<b>8,383</b>	<b>9,766</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.401	2.660	0.510	2.873	3.752	4.774
每股净资产	15.335	17.702	17.642	22.492	25.410	29.143
每股经营现金净流	3.273	3.099	0.630	4.210	5.994	6.965
每股股利	1.000	0.600	0.150	0.600	0.800	1.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.66%	15.02%	2.89%	12.77%	14.76%	16.38%
总资产收益率	8.96%	8.64%	1.63%	7.92%	8.89%	9.71%
投入资本收益率	11.34%	12.47%	1.07%	10.83%	12.86%	14.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.83%	9.26%	-10.29%	24.00%	27.96%	23.92%
EBIT增长率	4.73%	24.32%	-91.78%	1258.97%	33.67%	26.42%
净利润增长率	25.53%	10.76%	-80.81%	462.96%	30.57%	27.26%
总资产增长率	16.56%	14.95%	1.99%	15.45%	16.37%	16.50%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.7	2.0	4.3	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	47.1	59.3	73.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	51.7	59.5	64.0	65.0	58.0	52.0
固定资产周转天数	48.9	44.8	98.1	84.0	70.1	59.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-54.16%	-75.97%	-57.83%	-55.19%	-57.05%	-59.56%
EBIT利息保障倍数	140.6	-223.2	15.1	111.8	-37.1	-20.5
资产负债率	42.74%	42.50%	43.82%	37.96%	39.76%	40.69%

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	1	3	14	16	31
增持	0	1	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.30	1.27	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	2019-10-30	增持	74.30	N/A
2	2020-04-20	买入	67.00	82.80~82.80
3	2020-04-28	买入	67.08	82.80~82.80
4	2020-06-28	买入	59.69	77.60~77.60
5	2020-08-28	买入	62.12	N/A
6	2020-10-28	买入	59.40	N/A
7	2021-02-01	买入	77.30	N/A
8	2021-04-28	买入	67.39	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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402