

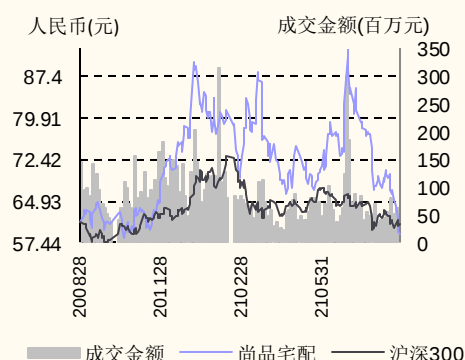
尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 58.85 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)	116.92
年内股价最高最低(元)	92.45/58.32
沪深 300 指数	4827
创业板指	3257

**相关报告**

- 1.《京东入局，搅动风云-尚品宅配公司点评》，2021.6.27
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《至暗时刻已过，整装强势增长-尚品宅配中报点评》，2020.8.28

姜浩

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

张阳

联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

战略转型阵痛期，整装发展值得期待**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	7,872	9,301	11,180
营业收入增长率	9.26%	-10.29%	20.86%	18.15%	20.21%
归母净利润(百万元)	528	101	361	416	521
归母净利润增长率	10.76%	-80.81%	256.38%	14.99%	25.46%
摊薄每股收益(元)	2.660	0.510	1.819	2.092	2.624
每股经营性现金流净额	3.10	0.63	3.43	4.43	5.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.02%	2.89%	9.64%	10.38%	12.05%
P/E	28.02	156.08	32.35	28.13	22.43
P/B	4.21	4.52	3.12	2.92	2.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 27 日公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营收 31.8 亿，同比 +40.2% (较 19 年+1.3%)，归母净利润为 4264.1 万元，实现同比扭亏 (较 19 年+73.9%)。其中，公司 Q2 收入同比+10.8%至 17.7 亿 (较 19 年-5.0%)，归母净利润同比+5.7%至 3472.8 万元 (较 19 年-81.3%)。

经营分析

- **整装板块持续发力，传统零售也正逐步恢复中：**随着公司全面推进整装战略，2021 年 H1 公司整装板块延续快速增长，整体收入同比增长 97%至 4.9 亿元 (软装收入同比约+153%达 1.9 亿)。整装分业务条线来看，自营整装 H1 (含家具配套) 收入同比+127%至 2.1 亿元，整装云 (含家具配套) 收入同比+79%至 2.8 亿元。而传统零售业务仍受去年渠道调整滞后影响，但也正逐步恢复，在提升招商标准的情况下 H1 总门店数净增 62 家至 2388 家，其中加盟店在自营与非自营城市分别净增 42、24 家，并且 1000 平大店新增 53 家，现已达 82 家，我们认为门店数量重回净增态势是渠道优化调整效果即将体现的信号，预计传统零售增长有望逐渐重回正轨。分产品来看，定制家具产品 2021 年实现营收 22.7 亿，较 19/20 年分别-1.8%/+38.2%，配套品实现营收 4.5 亿元，较 19/20 年分别-11.4%/+32.3%。
- **毛利率承压，费用率持续优化：**公司 21 年 H1 整体毛利率同比-0.3pct 至 34.8% (较 19 年同期-8.2pct 至 34.8%)，主要由于：1) 部分物流安装费口径调至成本项；2) 原材料价格上涨压制；3) 公司整装业务中低毛利的硬装环节结构性拉低。费用率方面，21 年 H1 整体费用率为 33.5%，较 19/20 年分别-3.6/-8.7pct，主要依靠销售费用率优化，其较 19/20 年分别-4.9/-8.1pct 至 25.2%，除会计口径调整因素外，公司广宣费有所管控，同比-5.7%。
- **京东正式入局，整装发展有望再提速：**近期达晨系与京东的股权转让已完成，京东正式入局后，有望在流量、供应链、金融、品牌、士气五个方面对尚品进行赋能，尤其供应链层面依托集采和物流优势能更好解决尚品整装发展的难点。我们认为依托京东赋能，公司整装发展有望再提速，并且随着规模与效率稳步提升，整装业务低毛利的现状有望迎来改善。

盈利预测和投资建议

- 鉴于公司战略转型期，盈利承压，我们将公司 21-23 年 EPS 分别下调 36.7%/44.2%/45.0%为 1.82 元、2.09 元、2.62 元，当前股价对应 PE 分别为 32、28 和 22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 与京东合作进展不达预期；招商不达预期；整装业务拓展速度不及预期。

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
主营业务收入	6,645	7,261	6,513	7,872	9,301	11,180
增长率		9.3%	-10.3%	20.9%	18.2%	20.2%
主营业务成本	-3,743	-4,243	-4,349	-5,138	-6,095	-7,302
%销售收入	56.3%	58.4%	66.8%	65.3%	65.5%	65.3%
毛利	2,903	3,018	2,165	2,734	3,206	3,878
%销售收入	43.7%	41.6%	33.2%	34.7%	34.5%	34.7%
营业税金及附加	-61	-57	-53	-59	-70	-89
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,960	-1,972	-1,581	-1,866	-2,158	-2,571
%销售收入	29.5%	27.2%	24.3%	23.7%	23.2%	23.0%
管理费用	-311	-335	-332	-331	-381	-458
%销售收入	4.7%	4.6%	5.1%	4.2%	4.1%	4.1%
研发费用	-154	-136	-156	-181	-195	-235
%销售收入	2.3%	1.9%	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	417	519	43	297	402	524
%销售收入	6.3%	7.1%	0.7%	3.8%	4.3%	4.7%
财务费用	-3	2	-3	-17	-10	9
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	102	58	36	60	50	40
%税前利润	17.8%	9.3%	33.4%	14.3%	10.3%	6.5%
营业利润	568	624	113	421	482	613
营业利润率	8.6%	8.6%	1.7%	5.3%	5.2%	5.5%
营业外收支	5	-3	-4	0	2	2
税前利润	573	622	109	421	484	615
利润率	8.6%	8.6%	1.7%	5.3%	5.2%	5.5%
所得税	-96	-93	-8	-59	-68	-92
所得税率	16.7%	14.9%	7.7%	14.0%	14.0%	15.0%
净利润	477	529	101	362	416	522
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
归属于母公司的净利润	477	528	101	361	416	521
净利率	7.2%	7.3%	1.6%	4.6%	4.5%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	477	529	101	362	416	522
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
非现金支出	136	150	199	214	206	237
非经营收益	-83	-58	-53	-52	-16	0
营运资金变动	120	-5	-122	158	274	331
经营活动现金净流	650	616	125	682	880	1,089
资本开支	-635	-801	-591	-685	-718	-618
投资	-1	0	-12	0	0	0
其他	1,087	173	11	60	50	40
投资活动现金净流	451	-629	-592	-625	-668	-578
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	139	378	137	27
其他	-94	-122	-181	-139	-195	-240
筹资活动现金净流	-94	-122	-42	239	-58	-214
现金净流量	1,008	-135	-509	296	154	298

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
货币资金	1,650	1,522	1,039	1,336	1,489	1,787
应收款项	74	120	177	157	180	213
存货	565	814	944	985	1,135	1,360
其他流动资产	1,325	1,285	1,315	1,291	1,278	1,289
流动资产	3,615	3,742	3,477	3,769	4,083	4,650
%总资产	67.9%	61.2%	55.7%	53.7%	52.1%	52.9%
长期投资	1	0	13	13	13	13
固定资产	1,195	1,676	2,021	2,431	2,851	3,143
%总资产	22.5%	27.4%	32.4%	34.7%	36.4%	35.7%
无形资产	446	592	626	723	818	909
非流动资产	1,707	2,376	2,763	3,244	3,758	4,141
%总资产	32.1%	38.8%	44.3%	46.3%	47.9%	47.1%
资产总计	5,322	6,118	6,239	7,013	7,841	8,791
短期借款	0	0	28	241	378	405
应付款项	2,084	2,357	886	1,179	1,395	1,671
其他流动负债	164	186	1,641	1,503	1,720	2,044
流动负债	2,248	2,542	2,556	2,922	3,493	4,120
长期贷款	0	0	111	318	318	318
其他长期负债	26	58	67	24	24	24
负债	2,275	2,600	2,734	3,265	3,836	4,463
普通股股东权益	3,047	3,517	3,505	3,747	4,004	4,327
其中：股本	199	199	199	199	199	199
未分配利润	1,400	1,797	1,771	2,013	2,269	2,592
少数股东权益	1	1	0	1	1	2
负债股东权益合计	5,322	6,118	6,239	7,013	7,841	8,791

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	2.401	2.660	0.510	1.819	2.092	2.624
每股净资产	15.335	17.702	17.642	18.861	20.153	21.777
每股经营现金净流	3.273	3.099	0.630	3.432	4.429	5.483
每股股利	1.000	0.600	0.150	0.600	0.800	1.000
回报率						
净资产收益率	15.66%	15.02%	2.89%	9.64%	10.38%	12.05%
总资产收益率	8.96%	8.64%	1.63%	5.15%	5.30%	5.93%
投入资本收益率	11.34%	12.47%	1.07%	5.91%	7.32%	8.77%
增长率						
主营业务收入增长率	24.83%	9.26%	-10.29%	20.86%	18.15%	20.21%
EBIT增长率	4.73%	24.32%	-91.78%	597.56%	35.20%	30.23%
净利润增长率	25.53%	10.76%	-80.81%	256.38%	14.99%	25.46%
总资产增长率	16.56%	14.95%	1.99%	12.39%	11.81%	12.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.7	2.0	4.3	4.0	3.8	3.7
存货周转天数	47.1	59.3	73.8	70.0	68.0	68.0
应付账款周转天数	51.7	59.5	64.0	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	48.9	44.8	98.1	86.2	81.6	70.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.16%	-75.97%	-57.83%	-50.79%	-47.94%	-50.62%
EBIT利息保障倍数	140.6	-223.2	15.1	17.8	39.8	-59.8
资产负债率	42.74%	42.50%	43.82%	46.56%	48.92%	50.76%

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	3	11	26
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.50	1.31	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-20	买入	67.00	82.80 ~ 82.80
2	2020-04-28	买入	67.08	82.80 ~ 82.80
3	2020-06-28	买入	59.69	77.60 ~ 77.60
4	2020-08-28	买入	62.12	N/A
5	2020-10-28	买入	59.40	N/A
6	2021-02-01	买入	77.30	N/A
7	2021-04-28	买入	67.39	N/A
8	2021-06-27	买入	82.50	N/A

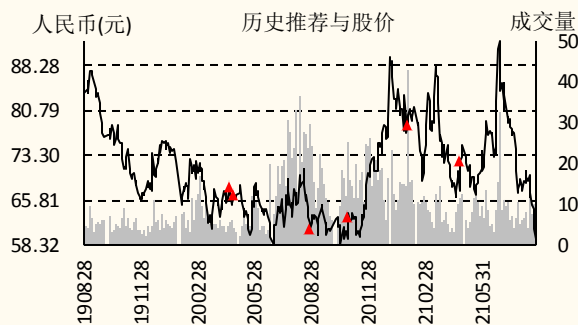
来源：国金证券研究所

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