

2021 年中报点评：利润端短期承压，整装发展迅速

增持（维持）

2021 年 08 月 31 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,513	8,142	9,438	10,816
同比（%）	-10.3%	25.0%	15.9%	14.6%
归母净利润（百万元）	101	410	496	601
同比（%）	-80.8%	304.3%	21.1%	21.1%
每股收益（元/股）	0.51	2.06	2.50	3.02
P/E（倍）	111.29	27.52	22.73	18.78

投资要点

■ **业绩略低于我们预期，利润端短期承压。**公司 2021H1 实现营业收入 31.77 亿元，同比+40.19%，较 2019H1+1.3%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比+134.74%，较 2019H1-73.9%。2021Q2 实现营业收入 17.7 亿元，同比+10.82%；归母净利润 0.35 亿元，同比+5.75%。受原材料价格上涨及发力整装渠道费用投放增加影响，公司利润端短期承压，后续有望随着整装渠道规模效应释放而回升。

■ **收入端处于修复期，整装渠道增长显著。**分产品看，2021H1 定制家具产品收入 22.7 亿元，同比+38.2%，较 2019H1-1.8%；配套家具产品收入 4.52 亿元，同比+32.3%，较 2019H1-11.4%。整装渠道方面，2021H1 整装渠道增长显著，整装渠道总收入（全口径，含家具家配）4.92 亿元，同比+97%。其中自营圣诞岛整装交付 1172 户，同比+145%；自营整装渠道收入（全口径，含家具家配）2.13 亿元，同比+127%。整装云渠道收入（全口径，含家具家配）2.78 亿元，同比+79%。

■ **盈利能力短期承压。**2021H1 公司综合毛利率为 34.82%，同比下降 0.25pp；销售净利率 1.36%，同比+6.8pp，较 2019H1-3.84pp。2021Q2 综合毛利率为 34.3%，同比-1.12pp。2021Q2 原材料价格上涨及公司业务战略调整等因素影响，盈利能力短期承压。后续来看，随着整装业务收入高增，规模效应下盈利能力有望回升。

■ **全面发力整装，我们看好公司与京东战略合作后整装渠道快速成长。**2021 年公司宣布全面发力整装，并于 2021 年 6 月与京东集团达成战略合作，借助京东在物流、供应链等方面的优势合力打造中央厨房式供应链及物流系统、线下门店运营合作等。整装发力为公司线下门店发展带来增长动力。1）自营城市：通过门店合伙人制度及股权激励提升自营城市发展活力，截至 2021H1 末自营城市门店数量合计 361 家，较 2020 年末净增加 38 家，自营城市终端收款 17.3 亿元，同比+39%。2）经销商渠道：调整招商策略为招大商开大店，并利用 BIM 整装新模式深化加盟商业务能力和服务水平，打造数字化整体家居服务商。截至 2021H1 末，公司加盟店数量为 2301 家，较 2020 年末新增 264 家，其中 1000 平方米以上的大店 82 家，较 2020 年末新增 53 家。

■ **盈利预测与投资评级：**我们根据 2021 年中报业绩略下调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.1、5.0、6.0 亿元（原值为 5.6、6.3、7.5 亿元），对应 PE28、23、19X。尽管公司短期盈利能力承压，但公司与京东达成战略合作后，整装渠道有望加速成长，盈利能力有望逐步修复。自营整装+整装云模式具有一定壁垒，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格上涨，整装拓展不及我们预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.80
一年最低/最高价	56.71/98.22
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	7391.11

基础数据

每股净资产(元)	17.75
资产负债率(%)	50.25
总股本(百万股)	198.68
流通 A 股(百万股)	130.13

相关研究

1、《尚品宅配 (300616)：京东战投赋能数字化及供应链，看好整装业务实现飞跃》2021-06-28

尚品宅配三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,477	3,799	3,509	4,429	营业收入	6513	8142	9438	10816
现金	1,039	704	722	724	减:营业成本	4349	5289	6019	6854
应收账款	120	151	163	197	营业税金及附加	53	66	76	87
存货	944	1,355	1,152	1,828	营业费用	1581	1879	2254	2561
其他流动资产	1,373	1,589	1,471	1,680	管理费用	488	553	618	719
非流动资产	2,763	3,913	4,090	4,400	研发费用	156	179	204	244
长期股权投资	11	23	34	46	财务费用	3	18	30	37
固定资产	1,750	2,251	2,530	2,849	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	271	217	173	156	加:投资净收益	36	65	53	52
无形资产	569	596	619	637	其他收益	45	45	45	45
其他非流动资产	162	826	733	713	资产处置收益	-1	-1	-2	-1
资产总计	6,239	7,712	7,598	8,829	营业利润	113	446	539	653
流动负债	2,556	2,988	2,487	3,183	加:营业外净收支	-4	-1	-1	-2
短期借款	28	9	12	17	利润总额	109	444	538	651
应付账款	691	719	697	916	减:所得税费用	8	34	41	50
其他流动负债	1,836	2,260	1,777	2,251	少数股东损益	-1	0	0	0
非流动负债	179	839	760	723	归属母公司净利润	101	410	496	601
长期借款	111	97	74	52	EBIT	87	426	522	634
其他非流动负债	67	742	686	671	EBITDA	286	682	810	957
负债合计	2,734	3,827	3,247	3,906	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	2.06	2.50	3.02
归属母公司股东权益	3,505	3,885	4,352	4,923	每股净资产(元)	17.64	19.56	21.90	24.78
负债和股东权益	6,239	7,712	7,598	8,829	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
					ROIC(%)	5.5%	18.2%	18.7%	18.8%
					ROE(%)	2.9%	10.6%	11.4%	12.2%
					毛利率(%)	33.2%	35.0%	36.2%	36.6%
					销售净利率(%)	1.6%	5.0%	5.3%	5.6%
					资产负债率(%)	43.8%	49.6%	42.7%	44.2%
					收入增长率(%)	-10.3%	25.0%	15.9%	14.6%
					归母净利润增长率(%)	-80.8%	304.3%	21.1%	21.1%
					P/E	111.29	27.52	22.73	18.78
					P/B	3.22	2.90	2.59	2.29
					EV/EBITDA	32.47	15.11	12.60	10.63
现金流量表 (百万元)									
经营活动现金流	132	614	772	886					
投资活动现金流	-592	-1,568	-619	-785					
筹资活动现金流	-37	618	-135	-99					
现金净增加额	-502	-336	18	2					
折旧和摊销	199	481	494	525					
资本开支	592	464	222	314					
营运资本变动	-125	-231	-196	-227					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>