

2021年08月31日

证券研究报告·2021年半年报点评

尚品宅配 (300616) 轻工制造

买入 (维持)

当前价: 56.80 元

目标价: 一元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

改革持续推进, 盈利能力逐渐恢复

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2021 年半年报, 21H1 公司实现营收 31.8 亿元 (+40.2%), 较 19H1 增长 1.3%; 实现归母净利润 4264 万元 (+134.7%); 实现扣非归母净利润 1282 万元 (+108.8%)。单 Q2 实现营收 17.7 亿元 (+10.8%), 归母净利润 3473 万元 (+5.8%), 扣非归母净利润 2023 万元 (-4.7%)。同时公司公告拟于广州市天河区投资建设整装产业创新研发中心, 总投资预计约为 15 亿元。
- 毛利率企稳, 盈利能力逐渐恢复。** 上半年公司毛利率 34.8% (-0.3pp), 较 19 年减少 8.2pp, 毛利率较 19 年下滑主要由于部分运输费用转计营业成本的影响。计算得到 21H1 毛销差为 9.6% (+7.8pp)。其中, 定制家具产品毛利率为 36.7% (-0.3 pp); 配套家居产品毛利率为 24.3% (-3pp)。费用方面, 上半年公司整体费用率为 33.5%, (-8.9pp)。其中, 销售费用率 25.2% (-8.1pp); 管理费用率 5.2% (-1pp); 财务费用率 0.04% (+0.2pp); 研发费用率 3% (+0.2pp)。综合影响下公司净利润率 1.3% (+6.7 pp), 盈利能力逐渐恢复。现金流方面, 2021H1 公司经营产生的现金流量净额为 -4 亿元 (20H1 为 -5.5 亿元), 现金流状况有所改善。
- 全面推进整装, 自营整装增长亮眼。** 上半年公司持续将 BIM 的思路引入到家装, 并通过 BIM 整装模式和的孖酷 MRKQO 定制品牌赋能整装云会员, 整装渠道增长亮眼。21H1 整装渠道收入 (全口径, 含家具配套) 合计约 4.9 亿, 同比增长 97%。分模式来看, 21H1 公司自营圣堡鸟整装交付 1172 户 (+145%), 自营整装渠道收入 (全口径, 含家具配套) 2.1 亿元 (+127%)。HOMKOO 整装云渠道收入 (全口径, 含家具配套) 2.8 亿元 (+79%)。分产品来看, 上半年定制家具产品实现营收 22.7 亿元 (+38.2%), 较 19H1 降低 1.8%; 配套家居产品实现营收 4.5 亿元 (+32.3%), 较 19H1 降低 11.4%。
- 聚焦大商大店, 线下门店恢复扩张节奏。** 在自营城市, 公司持续加强五大业务模块的组织建设, 招大商开大店, 通过门店合伙人以及新一轮股权激励的推出, 激发终端活力。自营城市方面, 截至 21H1, 自营城市终端收款约 17.3 亿, 较 2020 年上半年增长 39%。公司直营门店及自营城市加盟店数量合计为 361 家 (含正在装修门店), 较 2020 年末净增加 38 家。加盟方面, 公司积极招募有实力、有前景的新商开大店, 依托 BIM 整装新模式深化其业务能力、服务水平, 打造成数字化整体家居服务商。截至报告期末, 公司加盟店数量为 2301 家 (含正在装修门店), 新增加 264 个, 其中 1000 m² 大店有 82 个, 新增加 53 个。整体来看零售业务门店数量较快扩张, 大店拓展顺利, 预计伴随线下客流逐渐恢复后零售业务有望恢复良性增长。
- 引进京东战投, 合作前景可期。** 公司 6 月引入京东作为战略投资者, 双方在线上引流获客及线下门店运营合作、中央厨房式供应链及物流合作、数字化 BIM 整装业务扩张及搭建平台化基础能力、工装项目合作、金融合作、共建 MCN 业务等六个方面建立合作。预计京东将凭借于供应链和物流仓储系统、线上站内流量、数字化信息化系统等方面优势, 为公司提升产业链效率, 加强整装客户的转化和落地能力赋能, 公司也将为京东补全家居领域的运营经验, 双方优势互补, 有望促进整装工业化进一步发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.93 元、2.33 元、2.7 元, 对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、21 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6513.43	7849.06	9227.36	10694.58
增长率	-10.29%	20.51%	17.56%	15.90%
归属母公司净利润 (百万元)	101.40	383.34	463.35	536.88
增长率	-80.81%	278.04%	20.87%	15.87%
每股收益 EPS (元)	0.51	1.93	2.33	2.70
净资产收益率 ROE	2.87%	9.86%	0.89%	11.49%
PE	115	29	24	21
PB	3.34	2.92	2.67	2.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

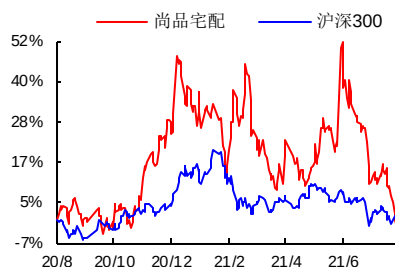
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.99
流通 A 股(亿股)	1.30
52 周内股价区间(元)	56.8-92.45
总市值(亿元)	112.85
总资产(亿元)	70.87
每股净资产(元)	17.75

相关研究

- 尚品宅配 (300616): 聚焦整装业务, 业绩逐渐修复 (2021-04-30)
- 尚品宅配 (300616): Q3 业绩向好, 整装业务优势扩大 (2020-10-28)

关键假设:

假设 1: 原材料价格企稳, 定制家具毛利率逐渐恢复, 21-23 年定制家具毛利率分别为 37.5%, 38.5%, 39%;

假设 2: 加盟店数量持续扩张, 21-23 年新开加盟店数量分别约为 500 家, 600 家, 650 家。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	6513.4	7,849.1	9,227.4	10,694.6
yoy	-10.3%	20.51%	17.56%	15.90%
营业成本	4348.8	5,129.0	5,997.5	6,956.3
毛利率	33.2%	34.66%	35.00%	34.96%
定制家具产品				
收入	4743.4	5454.9	6,109.51	6,720.46
yoy	-9.9%	15%	12%	10%
成本	3077.7	3409.3	3,757.35	4,099.48
毛利率	35.1%	37.5%	38.5%	39.0%
配套家具产品				
收入	922.72	1088.8	1,252.13	1,402.39
yoy	-23.1%	18%	15%	12%
成本	710.62	816.61	936.59	1,044.78
毛利率	23.0%	25.0%	25.2%	25.5%
软件及技术服务				
收入	29.53	32.483	33.13	33.80
yoy	-42.7%	10%	2%	2%
成本	3.14	3.25	3.31	3.38
毛利率	89.4%	90%	90%	90%
O2O 引流服务				
收入	91.65	96.233	101.04	106.10
yoy	-30.2%	5%	5%	5%
成本	6.58	8.66	9.09	9.55
毛利率	92.8%	91%	91%	91%
整装业务				
收入	539.83	971.69	1506.13	2183.88
yoy	25.4%	80%	55%	45%
成本	431.18	757.92	1144.66	1637.91
毛利率	20.1%	22%	24%	25%
其他业务				
收入	186.3	204.92	225.41	247.95
yoy	3.2%	10%	10%	10%
成本	119.5	133.20	146.52	161.17
毛利率	35.8%	35%	35%	35%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6513.43	7849.06	9227.36	10694.58	净利润	100.70	380.68	460.13	533.15
营业成本	4348.78	5128.96	5997.53	6956.27	折旧与摊销	199.50	195.86	204.93	213.16
营业税金及附加	52.66	63.46	74.60	86.46	财务费用	2.83	4.59	3.37	0.80
销售费用	1581.24	1883.77	2233.02	2598.78	资产减值损失	-0.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	331.67	376.75	433.69	481.26	经营营运资本变动	-330.91	-403.13	0.08	-98.99
财务费用	2.83	4.59	3.37	0.80	其他	160.23	-53.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	-0.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	132.04	125.01	618.50	598.12
投资收益	36.38	60.00	60.00	60.00	资本支出	-494.61	-14.00	-19.50	-25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-97.31	60.00	60.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-591.92	46.00	40.50	35.00
营业利润	113.25	451.52	545.16	631.01	短期借款	28.01	-28.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.17	-3.66	-3.83	-3.77	长期借款	111.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.08	447.86	541.33	627.24	股权融资	-3.88	0.00	0.00	0.00
所得税	8.38	67.18	81.20	94.09	支付股利	-119.21	-25.35	-95.84	-115.84
净利润	100.70	380.68	460.13	533.15	其他	-53.01	-4.59	-3.37	-0.80
少数股东损益	-0.70	-2.66	-3.22	-3.73	筹资活动现金流净额	-36.72	-57.95	-99.20	-116.63
归属母公司股东净利润	101.40	383.34	463.35	536.88	现金流量净额	-501.63	113.06	559.80	516.49
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1039.47	1152.53	1712.33	2228.82	成长能力				
应收和预付款项	238.23	258.98	313.77	360.68	销售收入增长率	-10.29%	20.51%	17.56%	15.90%
存货	944.39	1059.66	1249.43	1529.51	营业利润增长率	-81.86%	298.71%	20.74%	15.75%
其他流动资产	1254.58	1278.61	1305.23	1333.57	净利润增长率	-80.95%	278.04%	20.87%	15.87%
长期股权投资	11.45	11.45	11.45	11.45	EBITDA 增长率	-59.09%	106.60%	15.56%	12.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2020.52	1855.72	1689.91	1524.44	毛利率	33.23%	34.66%	35.00%	34.96%
无形资产和开发支出	569.01	557.62	546.67	536.15	三费率	29.41%	28.86%	28.94%	28.81%
其他非流动资产	161.78	186.11	212.44	240.27	净利率	1.55%	4.85%	4.99%	4.99%
资产总计	6239.43	6360.67	7041.23	7764.88	ROE	2.87%	9.86%	10.89%	11.49%
短期借款	28.01	0.00	0.00	0.00	ROA	1.61%	5.98%	6.53%	6.87%
应付和预收款项	860.78	1957.26	2189.04	2432.42	ROIC	10.21%	26.35%	31.33%	39.75%
长期借款	111.37	111.37	111.37	111.37	EBITDA/销售收入	4.84%	8.31%	8.17%	7.90%
其他负债	1734.22	431.66	516.14	579.09	营运能力				
负债合计	2734.37	2500.28	2816.55	3122.88	总资产周转率	1.05	1.25	1.38	1.44
股本	198.68	198.68	198.68	198.68	固定资产周转率	4.93	4.60	5.77	7.25
资本公积	1500.77	1500.77	1500.77	1500.77	应收账款周转率	84.28	79.03	82.24	80.26
留存收益	1855.58	2213.57	2581.08	3002.13	存货周转率	4.65	4.59	4.69	4.56
归属母公司股东权益	3505.03	3863.02	4230.53	4651.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.41%	—	—	—
少数股东权益	0.03	-2.63	-5.85	-9.58	资本结构				
股东权益合计	3505.06	3860.39	4224.69	4642.00	资产负债率	43.82%	39.31%	40.00%	40.22%
负债和股东权益合计	6239.43	6360.67	7041.23	7764.88	带息债务/总负债	5.10%	4.45%	3.95%	3.57%
					流动比率	1.36	1.62	1.74	1.85
					速动比率	0.99	1.16	1.26	1.33
					股利支付率	117.56%	6.61%	20.68%	21.58%
					每股指标				
					每股收益	0.51	1.93	2.33	2.70
					每股净资产	17.64	19.44	21.29	23.41
					每股经营现金	0.66	0.63	3.11	3.01
					每股股利	0.60	0.13	0.48	0.58
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	315.58	651.97	753.45	844.97					
PE	111.29	29.44	24.35	21.02					
PB	3.22	2.92	2.67	2.43					
PS	1.73	1.44	1.22	1.06					
EV/EBITDA	29.00	13.82	11.22	9.39					
股息率	1.06%	0.22%	0.85%	1.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn