

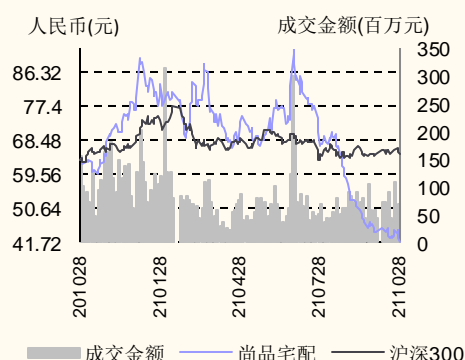
## 尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.72 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)	82.89
年内股价最高最低(元)	92.45/41.72
沪深 300 指数	4864
创业板指	3278



## 相关报告

- 1.《战略转型阵痛期，整装发展值得期待-尚品宅配中报点评》，2021.8.29
- 2.《京东入局，搅动风云-尚品宅配公司点评》，2021.6.27
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

姜浩

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

张阳关

联系人  
zhangyangguan@gjzq.com.cn

## 业绩继续承压，期待京东赋能效果显现

## 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	6,623	7,322	8,280
营业收入增长率	9.26%	-10.29%	1.68%	10.56%	13.08%
归母净利润(百万元)	528	101	132	182	251
归母净利润增长率	10.76%	-80.81%	29.72%	38.32%	38.18%
摊薄每股收益(元)	2.660	0.510	0.662	0.916	1.265
每股经营性现金流净额	3.10	0.63	1.22	2.87	4.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.02%	2.89%	3.65%	4.85%	6.36%
P/E	28.02	156.08	63.01	45.56	32.97
P/B	4.21	4.52	2.30	2.21	2.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10月27日公司发布2021年三季报，2021前三季度实现营收51.6亿元，较19年/20年同期分别+2.1%/+17.8%，归母净利润为8704.4万元，较19年/20年同期分别-74.0%/+50.8%。其中，公司3Q收入同比-6.1%至19.9亿元，归母净利润同比-75.4%至4440.3万元，战略转型期业绩继续承压。

## 经营分析

- **整装业务继续发力，传统零售仍调整中：**公司3Q收入有所下滑，预计主要由于传统零售渠道销售承压，公司3Q加盟门店数较二季度末净增超60家，但预计存量门店在需求景气度下行期，经营有所压力，单店提货仍有下滑。而整装业务方面，随着公司战略资源倾斜，3Q延续较好增长态势，预计整装云与自营整装全口径收入均可取得25%左右增长。
- **毛利率继续承压，改善仍需时间：**公司21年前三季度整体毛利率为34.1%，较19年/20年分别-8.2pct/-2.9pct，其中3Q毛利率同比-6.1pct，预计除运费调节至成本项因素外，一方面由于原材料价格上涨压制，另一方面由于公司整装业务中低毛利的硬装业务结构性拉低。预计在传统零售业务重拾增长叠加整装业务规模效应显现后，公司毛利率有望迎来改善。费用率方面，3Q销售费用率同比-4.0pct至24.0%，管理费用率同比+0.6pct至5.6%，研发费用率同比+0.3pct至2.7%。
- **京东合作正推进，赋能效果值得期待：**京东入局后与公司的各项合作正在顺利推进，目前在供应链和线下门店拓展方面已有实质进展，9月底双方在西安的第一家合作门店开业，截止目前营业额已超千万，整体效果较为理想。我们认为依托京东赋能，公司不仅可提升整装业务发展的速度与质量，而且传统零售渠道也有望从流量层面获取更多赋能，从而支撑公司平稳度过战略转型期。整体来看，双方进一步合作效果值得期待，公司有望因此尽快度过转型期。

## 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63.4%/56.3%/51.8%为0.66元、0.92元、1.27元，当前股价对应PE分别为63、46和33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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,645</b>	<b>7,261</b>	<b>6,513</b>	<b>6,623</b>	<b>7,322</b>	<b>8,280</b>
增长率	9.3%	-10.3%	1.7%	10.6%	13.1%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,743</b>	<b>-4,243</b>	<b>-4,349</b>	<b>-4,495</b>	<b>-4,922</b>	<b>-5,522</b>
%销售收入	56.3%	58.4%	66.8%	67.9%	67.2%	66.7%
<b>毛利</b>	<b>2,903</b>	<b>3,018</b>	<b>2,165</b>	<b>2,127</b>	<b>2,400</b>	<b>2,758</b>
%销售收入	43.7%	41.6%	33.2%	32.1%	32.8%	33.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-61</b>	<b>-57</b>	<b>-53</b>	<b>-50</b>	<b>-55</b>	<b>-66</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>-1,570</b>	<b>-1,677</b>	<b>-1,880</b>
%销售收入	29.5%	27.2%	24.3%	23.7%	22.9%	22.7%
<b>管理费用</b>	<b>-311</b>	<b>-335</b>	<b>-332</b>	<b>-278</b>	<b>-293</b>	<b>-331</b>
%销售收入	4.7%	4.6%	5.1%	4.2%	4.0%	4.0%
<b>研发费用</b>	<b>-154</b>	<b>-136</b>	<b>-156</b>	<b>-152</b>	<b>-154</b>	<b>-174</b>
%销售收入	2.3%	1.9%	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>417</b>	<b>519</b>	<b>43</b>	<b>78</b>	<b>222</b>	<b>307</b>
%销售收入	6.3%	7.1%	0.7%	1.2%	3.0%	3.7%
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>-64</b>	<b>-111</b>	<b>-102</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.5%	1.2%
<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>60</b>	<b>60</b>	<b>50</b>
%税前利润	17.8%	9.3%	33.4%	39.1%	28.2%	16.8%
<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>624</b>	<b>113</b>	<b>154</b>	<b>210</b>	<b>295</b>
营业利润率	8.6%	8.6%	1.7%	2.3%	2.9%	3.6%
<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>154</b>	<b>212</b>	<b>297</b>
利润率	8.6%	8.6%	1.7%	2.3%	2.9%	3.6%
<b>所得税</b>	<b>-96</b>	<b>-93</b>	<b>-8</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>-45</b>
所得税率	16.7%	14.9%	7.7%	14.0%	14.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>529</b>	<b>101</b>	<b>132</b>	<b>183</b>	<b>252</b>
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>477</b>	<b>528</b>	<b>101</b>	<b>132</b>	<b>182</b>	<b>251</b>
净利率	7.2%	7.3%	1.6%	2.0%	2.5%	3.0%

**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>132</b>	<b>183</b>	<b>252</b>
少数股东损益	0	0	-1	0	1	1
<b>非现金支出</b>	<b>136</b>	<b>150</b>	<b>199</b>	<b>214</b>	<b>239</b>	<b>264</b>
非经营收益	-83	-58	-53	-6	72	96
<b>营运资金变动</b>	<b>120</b>	<b>-5</b>	<b>-122</b>	<b>-99</b>	<b>77</b>	<b>204</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>650</b>	<b>616</b>	<b>125</b>	<b>242</b>	<b>571</b>	<b>817</b>
<b>资本开支</b>	<b>-635</b>	<b>-801</b>	<b>-591</b>	<b>-835</b>	<b>-618</b>	<b>-618</b>
投资	-1	0	-12	-600	0	0
其他	1,087	173	11	60	60	50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>451</b>	<b>-629</b>	<b>-592</b>	<b>-1,375</b>	<b>-558</b>	<b>-568</b>
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	139	1,227	356	128
其他	-94	-122	-181	-95	-174	-196
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-94</b>	<b>-122</b>	<b>-42</b>	<b>1,131</b>	<b>182</b>	<b>-68</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,008</b>	<b>-135</b>	<b>-509</b>	<b>-1</b>	<b>195</b>	<b>181</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>1,019</b>	<b>1,178</b>	<b>1,324</b>
应收款项	74	120	177	241	236	255
存货	565	814	944	961	1,025	1,135
<b>其他流动资产</b>	<b>1,325</b>	<b>1,285</b>	<b>1,315</b>	<b>1,334</b>	<b>1,359</b>	<b>1,375</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,615</b>	<b>3,742</b>	<b>3,477</b>	<b>3,554</b>	<b>3,797</b>	<b>4,089</b>
%总资产	67.9%	61.2%	55.7%	47.0%	46.2%	45.9%
<b>长期投资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>613</b>	<b>613</b>	<b>613</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,195</b>	<b>1,676</b>	<b>2,021</b>	<b>2,550</b>	<b>2,874</b>	<b>3,174</b>
%总资产	22.5%	27.4%	32.4%	33.7%	34.9%	35.6%
<b>无形资产</b>	<b>446</b>	<b>592</b>	<b>626</b>	<b>773</b>	<b>866</b>	<b>957</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,707</b>	<b>2,376</b>	<b>2,763</b>	<b>4,012</b>	<b>4,429</b>	<b>4,820</b>
%总资产	32.1%	38.8%	44.3%	53.0%	53.8%	54.1%
<b>资产总计</b>	<b>5,322</b>	<b>6,118</b>	<b>6,239</b>	<b>7,567</b>	<b>8,226</b>	<b>8,909</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>997</b>	<b>1,353</b>	<b>1,481</b>
<b>应付款项</b>	<b>2,084</b>	<b>2,357</b>	<b>886</b>	<b>1,110</b>	<b>1,186</b>	<b>1,331</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>164</b>	<b>186</b>	<b>1,641</b>	<b>1,417</b>	<b>1,502</b>	<b>1,707</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,248</b>	<b>2,542</b>	<b>2,556</b>	<b>3,524</b>	<b>4,041</b>	<b>4,518</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>111</b>	<b>411</b>	<b>411</b>	<b>411</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>26</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
<b>负债</b>	<b>2,275</b>	<b>2,600</b>	<b>2,734</b>	<b>3,959</b>	<b>4,476</b>	<b>4,954</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,047</b>	<b>3,517</b>	<b>3,505</b>	<b>3,607</b>	<b>3,749</b>	<b>3,953</b>
其中：股本	199	199	199	199	199	199
未分配利润	1,400	1,797	1,771	1,872	2,015	2,218
少数股东权益	1	1	0	1	1	2
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,322</b>	<b>6,118</b>	<b>6,239</b>	<b>7,567</b>	<b>8,226</b>	<b>8,909</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	0.662	0.916	1.265
每股净资产	15.335	17.702	17.642	18.154	18.870	19.895
每股经营现金净流	3.273	3.099	0.630	1.218	2.873	4.113
每股股利	1.000	0.600	0.150	0.150	0.200	0.240
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.66%	15.02%	2.89%	3.65%	4.85%	6.36%
总资产收益率	8.96%	8.64%	1.63%	1.59%	2.04%	2.63%
投入资本收益率	11.34%	12.47%	1.07%	1.33%	3.44%	4.44%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.83%	9.26%	-10.29%	1.68%	10.56%	13.08%
EBIT增长率	4.73%	24.32%	-91.78%	82.22%	185.35%	38.36%
净利润增长率	25.53%	10.76%	-80.81%	29.72%	38.32%	38.18%
总资产增长率	16.56%	14.95%	1.99%	32.99%	7.51%	7.26%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.7	2.0	4.3	10.0	8.5	8.0
存货周转天数	47.1	59.3	73.8	78.0	76.0	75.0
应付账款周转天数	51.7	59.5	64.0	67.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	48.9	44.8	98.1	103.5	99.8	92.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-54.16%	-75.97%	-57.83%	-20.47%	-14.41%	-14.13%
EBIT利息保障倍数	140.6	-223.2	15.1	1.2	2.0	3.0
资产负债率	42.74%	42.50%	43.82%	56.53%	57.96%	58.67%

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	9	9	30
增持	0	0	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.36	1.40	1.00

来源：朝阳永续

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。

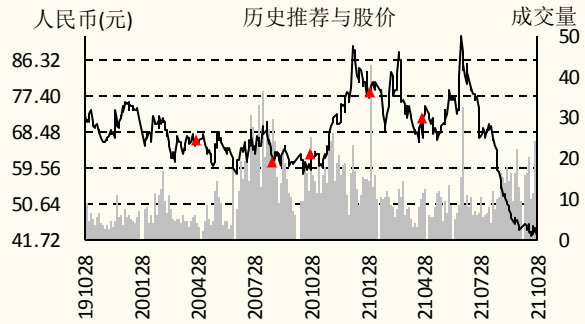
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-28	买入	67.08	82.80 ~ 82.80
2	2020-06-28	买入	59.69	77.60 ~ 77.60
3	2020-08-28	买入	62.12	N/A
4	2020-10-28	买入	59.40	N/A
5	2021-02-01	买入	77.30	N/A
6	2021-04-28	买入	67.39	N/A
7	2021-06-27	买入	82.50	N/A
8	2021-08-29	买入	58.85	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