

2021 年三季报点评：转型期业绩承压，整装业务持续高增 增持（维持）

2021 年 11 月 02 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	7,571	8,848	10,277
同比（%）	-10.3%	16.2%	16.9%	16.2%
归母净利润（百万元）	101	185	331	457
同比（%）	-80.8%	82.6%	78.5%	38.2%
每股收益（元/股）	0.51	0.93	1.66	2.30
P/E（倍）	82.88	45.40	25.43	18.39

投资要点

- **战略调整期业绩短期承压。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 51.64 亿元，同比+17.8%，较 2019Q1-3 增长 2.1%；归母净利润 0.87 亿元，同比+50.8%，较 2019Q1-3 下滑 74.0%。其中 2021Q3 实现营业收入 19.87 亿元，同比-6.1%，较 2019Q3 增长 3.5%；归母净利润 0.44 亿元，同比-75.4%，较 2019Q3 下滑 74.4%，公司处于战略调整期，业绩短期承压。
- **销售净利率环比有所修复。**盈利能力方面，公司 2021Q1-3 毛利率为 34.12%，同比-2.9pp；销售净利率为 1.69%，同比+0.4pp。单季度来看，公司 2021Q3 毛利率为 33.0%，同比-6.1pp；2021Q3 销售净利率为 2.23%，同比-6.29pp，环比+0.18pp。短期来看，公司在战略调整期费用投放较多，同时受到原材料上涨带来的压力，盈利能力处于低位，但环比略有修复。
- **经营效率较为稳定。**现金流量方面，公司 2021Q1-3 经营现金流净额-2.36 亿元，与 2020 年同期的-3.51 亿元相比有所改善。营运能力方面，公司 2021Q1-3 存货周转天数同比-7 天至 74 天；应收账款周转天数同比+3 天至 7 天；应付账款周转天数同比-16 天至 55 天，经营效率较为稳定。
- **面向未来全面转型整装，持续深化与京东合作。**2021Q1-3 公司整装渠道全口径收入 8.3 亿元，同比增长 60%以上，其中自营整装收入 3.7 亿元，整装云收入 4.6 亿元。公司持续发力整装业务，通过门店合伙人制度及新一轮股权激励盘活自营城市线下门店效率，通过自研 BIM 系统深化整装模式数字化改革，同时与京东战略合作集聚势能，将公司深耕全屋定制、整装经验与京东流量、物流仓储、供应链等优势结合，推动整装产业链效率提升。**在自营整装方面**，截至 2021Q3 末公司所有自营城市均已开通整装服务。**在与京东战略合作方面**，2021 年 9 月 30 日公司与京东首个联合门店于西安正式营业，截至 2021 年 10 月 28 日该门店销售额已接近 1000 万元，销售业绩远超公司预期。后续公司将持续入驻京东 MALL 为消费者打造沉浸式全屋定制体验，并陆续在技术等方面深化合作。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司处于转型期盈利能力短期承压，下调公司盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.9、3.3、4.6 亿元（原值为 4.1、5.0、6.0 亿元），对应 PE45、25、18X。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)	42.30
一年最低/最高价	40.90/98.22
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	5504.30

基础数据

每股净资产(元)	18.08
资产负债率(%)	51.76
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)：2021 年中报点评：利润端短期承压，整装发展迅速》2021-08-31
- 2、《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)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,477	3,341	3,046	3,997	营业收入	6513	7571	8848	10277
现金	1,039	339	255	374	减:营业成本	4349	5191	5934	6789
应收账款	120	132	163	180	营业税金及附加	53	61	72	83
存货	944	1,313	1,160	1,792	营业费用	1581	1702	1962	2258
其他流动资产	1,373	1,557	1,468	1,651	管理费用	332	348	389	451
非流动资产	2,763	4,058	4,293	4,583	研发费用	156	166	191	231
长期股权投资	11	23	34	46	财务费用	3	10	38	61
固定资产	1,750	2,085	2,484	2,838	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	271	453	290	181	加:投资净收益	36	65	53	52
无形资产	569	626	682	736	其他收益	45	45	45	45
其他非流动资产	162	871	803	782	资产处置收益	-1	-1	-2	-1
资产总计	6,239	7,399	7,339	8,580	营业利润	113	202	359	497
流动负债	2,556	2,899	2,617	3,468	加:营业外净收支	-4	-1	-1	-2
短期借款	28	9	120	370	利润总额	109	201	358	495
应付账款	691	693	703	894	减:所得税费用	8	15	28	38
其他流动负债	1,836	2,197	1,794	2,203	少数股东损益	-1	0	0	0
非流动负债	179	840	761	724	归属母公司净利润	101	185	331	457
长期借款	111	98	75	53	EBIT	87	188	358	504
其他非流动负债	67	742	686	671	EBITDA	286	363	582	795
负债合计	2,734	3,739	3,378	4,192	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	0.93	1.66	2.30
归属母公司股东权益	3,505	3,660	3,961	4,388	每股净资产(元)	17.64	18.42	19.94	22.09
负债和股东权益	6,239	7,399	7,339	8,580	发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
					ROIC(%)	5.5%	7.5%	12.0%	14.2%
					ROE(%)	2.9%	5.1%	8.3%	10.4%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	33.2%	31.4%	32.9%	33.9%
经营活动现金流	132	304	565	727	销售净利率(%)	1.6%	2.4%	3.7%	4.4%
投资活动现金流	-592	-1,632	-613	-731	资产负债率(%)	43.8%	50.5%	46.0%	48.9%
筹资活动现金流	-37	627	-143	-123	收入增长率(%)	-10.3%	16.2%	16.9%	16.2%
现金净增加额	-502	-700	-84	119	净利润增长率(%)	-80.8%	82.6%	78.5%	38.2%
折旧和摊销	199	401	430	492	P/E	82.88	45.40	25.43	18.39
资本开支	592	609	280	293	P/B	2.40	2.30	2.12	1.92
营运资本变动	-125	-227	-181	-233	EV/EBITDA	22.41	21.44	13.58	10.06

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>