

## 尚品宅配 (300616.SZ) 买入 (维持评级)

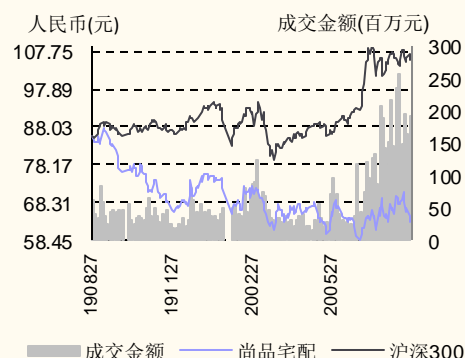
公司点评

市场价格 (人民币): 63.19 元

## 至暗时刻已过, 整装强势增长

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.99
已上市流通 A 股(亿股)	1.29
总市值(亿元)	125.54
年内股价最高最低(元)	71.18/63.10
沪深 300 指数	4706
创业板指	2644



## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,645	7,261	7,082	8,682	10,289
营业收入增长率	24.83%	9.26%	-2.46%	22.59%	18.51%
归母净利润(百万元)	477	528	251	561	675
归母净利润增长率	25.53%	10.76%	-52.58%	123.77%	20.35%
摊薄每股收益(元)	2.401	2.660	1.261	2.822	3.396
每股经营性现金流净额	3.27	3.10	0.49	3.49	3.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.66%	15.02%	6.83%	14.00%	15.31%
P/E	25.87	23.36	49.26	22.01	18.29
P/B	4.05	3.51	3.37	3.08	2.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司发布半年报, 2020H1 实现营收 22.7 亿元, 同比-27.77%, 实现归母净利润 -1.23 亿元, 同比-175.1%。其中 Q2 由于部分直营城市受疫情影响安装交付较慢, 实现营收 15.97 亿元, 同比-14.3%, 实现归母净利润 0.3 亿元, 同比-82.4%。预收款(合同负债)方面较为亮眼, 2020H1 达到 13.0 亿元, 同比+13.0%, 环比增加 2.2 亿元。

## 经营分析

■ **业绩短期整体承压, 整装业务表现亮眼:** 此次新冠疫情对于直营占比较高的家居企业来说冲击尤为巨大, 公司上半年业绩短期承压也属情理之中, 并且公司积极应对, Q2 已展现较好趋势, 剔除前期受疫情影响较大的武汉、北京两地后, Q2 其余自营城市零售收款同比增长约 14%, 并且 Q2 总体量尺数同比增长 34%, 为下半年业绩改善奠定良好基础。分产品来看, 定制家具产品上半年实现收入 16.4 亿, 同比-28.9%, 配套品实现收入 3.4 亿元, 同比-33.0%。整装业务 Q2 表现较为亮眼, 自营整装 Q2 实现收入约 6800 万, 同比+20%, 并且自营整装经过在广佛成三地成功试点后已具备向其余自营城市复制的能力, 目前公司在南京的自营整装业务已开始运营。此外, 整装云截止 6 月底会员数已达 3000 家, 并且成立孖酷定制品牌, 助力会员软硬装一体化设计销售, Q2 整装云实现收入 1.2 亿元, 同比增长 94%。

■ **毛利率、费用率短期承压:** 公司上半年毛利率同比下滑 7.9pct 至 35.1%, 其中 Q2 毛利率为 35.4%, 上半年毛利率下降主要受营收下滑, 开工率降低所致, 我们预计公司 Q3 单季营收将恢复正向增长, 公司的盈利能力环比将出现显著改善。费用率方面, 上半年期间费用率同比+5.1pct 至 42.1%, 主要由于公司直营体系刚性成本较大。销售费用率同比+3.2pct 至 33.3%, 管理费用率(含研发费用)同比+2.1pct 至 9.0%, 主要由于公司继续加大研发投入。

■ **业绩有望逐季改善, 整装业务亟待放量:** 虽然公司上半年受疫情冲击较大, 但全年来看, 随着疫情全面控制叠加竣工稳步回暖, 外部经营环境将大幅改善。公司自身层面来看, 在定制家具业务方面, 公司上半年自营城市加盟门店达 181 家(含在装修门店), 较 19 年底增加 44 家, 下半年有望继续加速扩张, 同时依托科技大基建, 加强前端赋能, 提升运营效率, 定制家具业务有望逐季改善。整装业务方面, 自营整装依托强大的信息化能力以及多年试点逐步具备全国化复制能力, 成长空间巨大, 整装云会员数量稳步攀升, 孖酷设立打开平台变现路径, 自营整装+整装云有望成为公司重要增长引擎, 打开长期成长空间。

## 盈利调整和投资建议

■ 由于 Q2 公司直营体系依然受到疫情影响, 我们将 2020-2022 年 EPS 分别下调 54.3%、15.1%、12.6%至 1.26、2.82 元、3.40 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 49、22 和 18 倍, 鉴于今年疫情扭曲了公司的业绩, 我们认为基于中期视角看, 公司成长空间依然较大, 维持“买入”评级。

## 风险提示

■ 国内疫情反复; 招商不达预期; 自营整装拓展不畅

## 相关报告

1. 《风物长宜放眼量, 战略买点已现-风物长宜放眼量, 战略买点已现》, 2020.6.28
2. 《科技大基建助力线上发力, 维持“买入”评级-科技大基建助力线上...》, 2020.4.28
3. 《19 年业绩符合预期, 线上引流将越发重要-19 年业绩符合预期, ...》, 2020.4.20
4. 《Q3 收入增速环比提升, 费用管控有成效-尚品宅配三季报点评》, 2019.10.30

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

张仰光 联系人  
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,323</b>	<b>6,645</b>	<b>7,261</b>	<b>7,082</b>	<b>8,682</b>	<b>10,289</b>
增长率		24.8%	9.3%	-2.5%	22.6%	18.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,922</b>	<b>-3,743</b>	<b>-4,243</b>	<b>-4,491</b>	<b>-5,215</b>	<b>-6,181</b>
%销售收入	54.9%	56.3%	58.4%	63.4%	60.1%	60.1%
<b>毛利</b>	<b>2,401</b>	<b>2,903</b>	<b>3,018</b>	<b>2,591</b>	<b>3,467</b>	<b>4,108</b>
%销售收入	45.1%	43.7%	41.6%	36.6%	39.9%	39.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-54</b>	<b>-61</b>	<b>-57</b>	<b>-55</b>	<b>-68</b>	<b>-80</b>
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-1,480</b>	<b>-1,960</b>	<b>-1,972</b>	<b>-1,877</b>	<b>-2,257</b>	<b>-2,634</b>
%销售收入	27.8%	29.5%	27.2%	26.5%	26.0%	25.6%
<b>管理费用</b>	<b>-468</b>	<b>-311</b>	<b>-335</b>	<b>-340</b>	<b>-408</b>	<b>-484</b>
%销售收入	8.8%	4.7%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-154</b>	<b>-136</b>	<b>-127</b>	<b>-148</b>	<b>-175</b>
%销售收入	0.0%	2.3%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>398</b>	<b>417</b>	<b>519</b>	<b>192</b>	<b>586</b>	<b>735</b>
%销售收入	7.5%	6.3%	7.1%	2.7%	6.8%	7.1%
<b>财务费用</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>-7</b>	<b>-20</b>	<b>-34</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-5</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>31</b>	<b>102</b>	<b>58</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>49</b>
%税前利润	6.7%	17.8%	9.3%	18.6%	7.4%	6.2%
<b>营业利润</b>	<b>461</b>	<b>568</b>	<b>624</b>	<b>282</b>	<b>658</b>	<b>793</b>
%营业收入	8.7%	8.6%	8.6%	4.0%	7.6%	7.7%
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>税前利润</b>	<b>458</b>	<b>573</b>	<b>622</b>	<b>279</b>	<b>660</b>	<b>795</b>
利润率	8.6%	8.6%	8.6%	3.9%	7.6%	7.7%
<b>所得税</b>	<b>-78</b>	<b>-96</b>	<b>-93</b>	<b>-28</b>	<b>-99</b>	<b>-119</b>
所得税率	17.0%	16.7%	14.9%	10.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>380</b>	<b>477</b>	<b>529</b>	<b>251</b>	<b>561</b>	<b>676</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>380</b>	<b>477</b>	<b>528</b>	<b>251</b>	<b>561</b>	<b>675</b>
净利率	7.1%	7.2%	7.3%	3.5%	6.5%	6.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>380</b>	<b>477</b>	<b>529</b>	<b>251</b>	<b>561</b>	<b>676</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>非现金支出</b>	<b>116</b>	<b>136</b>	<b>150</b>	<b>112</b>	<b>135</b>	<b>156</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-31</b>	<b>-83</b>	<b>-58</b>	<b>-37</b>	<b>-20</b>	<b>1</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>414</b>	<b>120</b>	<b>-5</b>	<b>-230</b>	<b>17</b>	<b>-60</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>879</b>	<b>650</b>	<b>616</b>	<b>97</b>	<b>693</b>	<b>774</b>
<b>资本开支</b>	<b>-401</b>	<b>-635</b>	<b>-801</b>	<b>-580</b>	<b>-575</b>	<b>-575</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-2,215</b>	<b>1,087</b>	<b>173</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>49</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,617</b>	<b>451</b>	<b>-629</b>	<b>-528</b>	<b>-526</b>	<b>-526</b>
<b>股权募资</b>	<b>1,541</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>243</b>	<b>312</b>	<b>335</b>
<b>其他</b>	<b>-10</b>	<b>-94</b>	<b>-122</b>	<b>-109</b>	<b>-253</b>	<b>-320</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,532</b>	<b>-94</b>	<b>-122</b>	<b>134</b>	<b>59</b>	<b>15</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-206</b>	<b>1,008</b>	<b>-135</b>	<b>-297</b>	<b>226</b>	<b>262</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)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>647</b>	<b>1,650</b>	<b>1,522</b>	<b>1,225</b>	<b>1,451</b>	<b>1,713</b>
<b>应收款项</b>	<b>42</b>	<b>74</b>	<b>120</b>	<b>112</b>	<b>134</b>	<b>155</b>
<b>存货</b>	<b>401</b>	<b>565</b>	<b>814</b>	<b>861</b>	<b>1,000</b>	<b>1,185</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,284</b>	<b>1,325</b>	<b>1,285</b>	<b>1,283</b>	<b>1,291</b>	<b>1,302</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,373</b>	<b>3,615</b>	<b>3,742</b>	<b>3,482</b>	<b>3,876</b>	<b>4,355</b>
%总资产	73.9%	67.9%	61.2%	55.1%	54.1%	54.0%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>852</b>	<b>1,195</b>	<b>1,676</b>	<b>1,996</b>	<b>2,301</b>	<b>2,589</b>
%总资产	18.7%	22.5%	27.4%	31.6%	32.1%	32.1%
<b>无形资产</b>	<b>193</b>	<b>446</b>	<b>592</b>	<b>737</b>	<b>877</b>	<b>1,012</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,193</b>	<b>1,707</b>	<b>2,376</b>	<b>2,841</b>	<b>3,286</b>	<b>3,710</b>
%总资产	26.1%	32.1%	38.8%	44.9%	45.9%	46.0%
<b>资产总计</b>	<b>4,566</b>	<b>5,322</b>	<b>6,118</b>	<b>6,323</b>	<b>7,162</b>	<b>8,065</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>282</b>	<b>594</b>	<b>929</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,840</b>	<b>2,084</b>	<b>2,357</b>	<b>2,279</b>	<b>2,413</b>	<b>2,551</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>103</b>	<b>164</b>	<b>186</b>	<b>74</b>	<b>130</b>	<b>155</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,943</b>	<b>2,248</b>	<b>2,542</b>	<b>2,635</b>	<b>3,137</b>	<b>3,634</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>26</b>	<b>58</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>负债</b>	<b>1,946</b>	<b>2,275</b>	<b>2,600</b>	<b>2,654</b>	<b>3,156</b>	<b>3,654</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,619</b>	<b>3,047</b>	<b>3,517</b>	<b>3,667</b>	<b>4,004</b>	<b>4,409</b>
其中：股本	<b>110</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>
未分配利润	<b>1,047</b>	<b>1,400</b>	<b>1,797</b>	<b>1,947</b>	<b>2,284</b>	<b>2,689</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,566</b>	<b>5,322</b>	<b>6,118</b>	<b>6,323</b>	<b>7,162</b>	<b>8,065</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.443	2.401	2.660	1.261	2.822	3.396
每股净资产	23.729	15.335	17.702	18.459	20.152	22.190
每股经营现金净流	7.962	3.273	3.099	0.488	3.487	3.894
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.504	1.129	1.359
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.51%	15.66%	15.02%	6.83%	14.00%	15.31%
总资产收益率	8.32%	8.96%	8.64%	3.96%	7.83%	8.37%
投入资本收益率	12.63%	11.34%	12.47%	4.34%	10.79%	11.66%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	32.23%	24.83%	9.26%	-2.46%	22.59%	18.51%
EBIT增长率	24.47%	4.73%	24.32%	-63.05%	206.07%	25.41%
净利润增长率	48.74%	25.53%	10.76%	-52.58%	123.77%	20.35%
总资产增长率	112.36%	16.56%	14.95%	3.36%	13.27%	12.61%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.2	0.7	2.0	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	43.6	47.1	59.3	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	55.9	51.7	59.5	65.0	58.0	52.0
固定资产周转天数	58.3	48.9	44.8	52.2	47.0	42.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-24.70%	-54.16%	-75.97%	-57.06%	-50.10%	-43.86%
EBIT利息保障倍数	-202.9	140.6	-223.2	29.4	28.8	21.5
资产负债率	42.63%	42.74%	42.50%	41.98%	44.07%	45.30%

**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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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

**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，不作为或被视作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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH