

2022年11月03日

尚品宅配 (300616.SZ)

22Q3 盈利能力改善， 多渠道布局持续推进

■事件：尚品宅配发布 2022 年三季报。2022Q1-3 公司实现营收 37.60 亿元，同比下降 27.18%；归母净利润-0.30 亿元，同比下降 134.16%；扣非后归母净利润-0.78 亿元，同比下降 251.60%。其中 2022Q3 单季度公司实现营业收入 14.55 亿元，同比下降 26.74%；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 59.92%；扣非后归母净利润 0.49 亿元，同比增长 27.60%。

■22Q3 销售环比改善，持续拓展多元渠道布局

公司积极面对疫情扰动、主动进行业务调整，收入逐季环比修复。公司 22Q1-3 各季度分别实现收入 10.86、12.19、14.55 亿元，Q2、Q3 环比增长 12.25%、19.36%。产品方面，公司通过推出“随心选”全屋定制套餐，以 3N+2N 模式进行套餐出售，提升消费者自主选择灵活性。渠道方面，在流量碎片化、成交场景多元化趋势下，公司主动进行业务调整，积极拓展拎包、整装等新渠道，并通过加强和智能家居企业、地产物业公司等合作方式，把握前端流量入口，赋能家居消费模式的革新升级。

同时，公司坚持“1+N+Z”的城市发展战略，以有限数量的超级大店为整个城市做展示共享，在物流、交付等维度帮助 N 个经销商在 Z 类多种渠道业务拓展。1) 自营业务方面，公司全面推行直营门店合伙人模式、鼓励孵化裂变合伙人，通过套餐工作法提升整体人效，同时加强对直营门店的考核力度。2) 加盟业务方面，公司在渠道下沉过程中公司调整店态，推出小橙店、小蓝店等店态模式，加速抢占年轻消费群体心智。

■盈利能力逐步改善，降本增效成效渐显

盈利能力方面，2022Q1-3 公司毛利率为 34.50%，同比上升 0.38pct；22Q3 单季度毛利率为 36.71%，同比上升 3.71pct，主要由于原材料成本高位下行，以及流程优化致生产、运营效率提升。

期间费用方面，2022Q1-3 公司期间费用率为 36.52%，同比上升 4.17pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.98%/7.01%/3.20%/1.34%，同比分别+0.98/+1.39/+0.47/+1.33pct。22Q3 单季度期间费用率为 32.08%，同比上升 1.50pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.32%/6.38%/2.45%/0.93%，同比分别+0.25/+0.09/+0.18/+0.98pct。

综合影响下，22Q1-3 净利率为-0.81%，同比下降 2.50pct；22Q3 公司净利率为 4.87%，同比上升 2.64pct。

公司快报

证券研究报告

轻工家居

投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**25.20 元**
股价 (2022-11-03) **19.32 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,838.50
流通市值 (百万元)	2,514.11
总股本 (百万股)	198.68
流通股本 (百万股)	130.13
12 个月价格区间	16.81/47.62 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.53	1.22	-29.25
绝对收益	7.52	-9.1	-53.41

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
luoqs1@essence.com.cn

相关报告

尚品宅配：22Q2 盈利能力改善，渠道布局稳步拓展/罗乾生	2022-09-05
尚品宅配：拟募资 8 亿推进成都产能建设，整装业务持续成长可期/罗乾生	2022-05-31
尚品宅配：整装业务持续发展，线上线下渠道协同发力/罗乾生	2022-04-30

■**投资建议：**公司当前正处于转型期，通过发挥的信息化优势和线上线下一体化渠道优势，整装业务有望实现稳步增长。我们预计尚品宅配 2022-2024 年营业收入为 58.53、63.25、69.34 亿元，同比增长-19.93%、8.07%、9.63%；归母净利润为 1.38、2.55、3.12 亿元，同比增长 53.89%、84.97%、22.28%，对应 PE 为 27.8x、15.0x、12.3x，维持增持-A 的投资评级。

■**风险提示：**地产复苏不及预期；行业竞争加剧风险；改革成效不达预期风险；原材料价格上涨风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,513.4	7,309.6	5,853.1	6,325.2	6,934.2
净利润	101.4	89.7	138.0	255.3	312.2
每股收益(元)	0.51	0.45	0.69	1.29	1.57
每股净资产(元)	17.64	18.01	18.76	19.66	20.75

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	37.9	42.8	27.8	15.0	12.3
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
净利润率	1.6%	1.2%	2.4%	4.0%	4.5%
净资产收益率	2.9%	2.5%	3.7%	6.5%	7.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,513.4	7,309.6	5,853.1	6,325.2	6,934.2	成长性					
减:营业成本	4,348.8	4,885.1	3,841.1	4,033.6	4,372.6	营业收入增长率	-10.3%	12.2%	-19.9%	8.1%	9.6%
营业税费	52.7	61.1	47.3	51.7	56.4	营业利润增长率	-81.9%	-49.7%	168.6%	79.5%	22.5%
销售费用	1,581.2	1,764.0	1,408.8	1,518.7	1,669.1	净利润增长率	-80.8%	-11.5%	53.9%	85.0%	22.3%
管理费用	331.7	370.3	288.2	299.2	340.2	EBITDA 增长率	-65.4%	23.7%	32.1%	33.7%	12.5%
研发费用	156.4	185.9	133.0	152.2	166.9	EBIT 增长率	-85.2%	-8.7%	131.4%	72.1%	20.8%
财务费用	2.8	29.7	8.2	12.4	11.6	NOPLAT 增长率	-79.7%	41.8%	0.5%	78.5%	21.1%
资产减值损失	-6.6	-19.6	-9.8	-12.0	-13.8	投资资本增长率	104.7%	-9.6%	-62.9%	106.4%	-45.5%
加:公允价值变动收益	-	1.2	0.4	0.5	0.7	净资产增长率	-0.4%	2.1%	4.2%	4.8%	5.6%
投资和汇兑收益	36.4	14.3	36.1	28.9	32.5						
营业利润	113.2	57.0	153.1	274.9	336.8	利润率					
加:营业外净收支	-4.2	-6.0	-4.3	-4.8	-5.0	毛利率	33.2%	33.2%	34.4%	36.2%	36.9%
利润总额	109.1	51.0	148.9	270.1	331.8	营业利润率	1.7%	0.8%	2.6%	4.3%	4.9%
减:所得税	8.4	-38.4	7.9	13.8	17.3	净利润率	1.6%	1.2%	2.4%	4.0%	4.5%
净利润	101.4	89.7	138.0	255.3	312.2	EBITDA/营业收入	3.6%	4.0%	6.6%	8.2%	8.4%
						EBIT/营业收入	1.3%	1.1%	3.1%	4.9%	5.4%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	73	93	120	103	87
货币资金	1,039.5	1,393.3	1,705.5	1,337.1	1,828.5	流动营业资本周转天数	-74	-62	-105	-100	-76
交易性金融资产	1,127.0	1,131.2	1,131.6	1,132.1	1,132.8	流动资产周转天数	199	178	223	211	199
应收账款	156.2	226.8	6.1	275.3	40.6	应收账款周转天数	7	9	7	8	8
应收票据	21.2	20.1	1.7	27.5	4.9	存货周转天数	49	45	43	44	43
预付账款	60.8	37.1	50.6	42.0	54.0	总资产周转天数	341	350	454	394	362
存货	944.4	886.5	527.5	1,015.1	625.2	投资资本周转天数	54	62	50	38	37
其他流动资产	127.6	49.9	86.6	88.0	74.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	2.9%	2.5%	3.7%	6.5%	7.6%
长期股权投资	11.5	5.7	5.7	5.7	5.7	ROA	1.6%	1.1%	2.1%	3.6%	4.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	1,749.8	2,026.6	1,885.9	1,745.1	1,604.4	费用率					
在建工程	270.7	321.3	321.3	321.3	321.3	销售费用率	24.3%	24.1%	24.1%	24.0%	24.1%
无形资产	569.0	613.8	548.3	482.8	417.4	管理费用率	5.1%	5.1%	4.9%	4.7%	4.9%
其他非流动资产	161.8	1,277.5	502.5	597.2	761.3	财务费用率	2.4%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%
资产总额	6,239.4	7,989.8	6,773.3	7,069.2	6,870.8	研发费用率	0.0%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%
短期债务	28.0	854.0	-	-	-	四费/营业收入	31.8%	32.1%	31.4%	31.3%	31.6%
应付账款	886.4	990.0	627.2	1,050.2	729.4	偿债能力					
应付票据	-	222.1	29.1	52.4	65.4	资产负债率	43.8%	55.2%	44.9%	44.7%	39.9%
其他流动负债	1,641.3	1,463.1	2,187.4	1,810.3	1,640.4	负债权益比	78.0%	123.3%	81.6%	80.9%	66.5%
长期借款	111.4	406.9	-	-	-	流动比率	1.36	1.06	1.23	1.34	1.54
其他非流动负债	67.3	476.2	200.4	247.9	308.2	速动比率	0.99	0.81	1.05	1.00	1.29
负债总额	2,734.4	4,412.3	3,044.0	3,160.9	2,743.4	利息保障倍数	30.27	2.63	22.20	25.07	32.31
少数股东权益	0.0	-0.3	2.5	3.4	5.6	分红指标					
股本	198.7	198.7	198.7	198.7	198.7	DPS(元)	0.15	0.15	0.20	0.39	0.48
留存收益	3,356.4	3,429.2	3,528.1	3,706.3	3,923.2	分红比率	29.3%	33.1%	28.3%	30.2%	30.5%
股东权益	3,505.1	3,577.5	3,729.3	3,908.4	4,127.4	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	2.0%	2.5%
现金流量表											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	100.7	89.4	138.0	255.3	312.2	EPS(元)	0.51	0.45	0.69	1.29	1.57
加:折旧和摊销	199.5	250.6	206.2	206.2	206.2	BVPS(元)	17.64	18.01	18.76	19.66	20.75
资产减值准备	6.6	19.6	-	-	-	PE(X)	37.9	42.8	27.8	15.0	12.3
公允价值变动损失	-	-1.2	0.4	0.5	0.7	PB(X)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
财务费用	5.5	44.3	8.2	12.4	11.6	P/FCF	-8.9	2.6	-8.1	-19.5	5.1
投资损失	-36.4	-14.3	-36.1	-28.9	-32.5	P/S	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	-0.7	-0.3	2.9	0.9	2.2	EV/EBITDA	57.6	20.9	1.4	1.6	0.4
营运资金的变动	1,298.5	-914.2	1,318.2	-770.3	44.0	CAGR(%)	36.5%	52.1%	-35.6%	36.5%	52.1%
经营活动产生现金流量	132.0	538.8	1,637.8	-323.8	544.5	PEG	1.0	0.8	-0.8	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-591.9	-1,055.1	35.3	27.9	31.1	ROIC/WACC	2.6	1.8	2.0	9.8	5.8
融资活动产生现金流量	-36.7	742.2	-1,361.0	-72.5	-84.2	REP	3.9	2.8	0.6	0.1	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034