

增持 (维持)

尚品宅配 (300616)

毛利率逆势修复，变革成效初显

2023年05月02日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	21.45
总股本(百万股)	198.68
流通股本(百万股)	130.13
净资产(百万元)	3486.04
总资产(百万元)	7933.94
每股净资产(元)	17.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《尚品宅配：传统渠道深化改革，整装布局成效初显》
2021-04-30

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn
S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn
S0190522070001

侯宜芳

houyifang@xyzq.com.cn
S0190522100001

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报&2023 年一季报。①2022 年, 公司实现收入 53.14 亿元 (同比-27.3%), 归母净利润 0.46 亿元 (同比-48.39%), 扣非归母净利润 -0.17 亿元 (同比-140.86%)。②22Q4, 公司实现收入 15.54 亿元 (同比-27.57%), 归母净利润 0.76 亿元 (同比+2757.4%), 扣非归母净利润 0.61 亿元 (由负转正)。③23Q1, 公司实现收入 8.09 亿元 (同比-25.5%), 归母净利润-0.95 亿元 (同比+4.92%), 扣非归母净利润-1.04 亿元 (同比+4.39%)。
- 受疫情影响, 2022 年及 23Q1 公司收入下滑。
- **积极应对, 毛利率逆势逐季修复。**2022 年公司毛利率为 34.62%, 同比+1.45pct, 其中 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 31.64%/34.41%/36.71%/34.90%, 同比 -3.83/+0.11/+3.71/+4.02pct; 23Q1 毛利率为 30.98%, 同比小幅下滑 0.66pct, 得益于公司主动积极的变革工作, 包括: ①2021 年基数较低, 是因为料工费的控制没做好, 2022 年优化了用工成本和费用 (料工费), 是主要贡献; ②公司未提价, 但通过控制部分市场折扣、返点政策释放盈利空间; ③材料成本价格从高位回落。
- 分业务来看, 2022 年公司定制家具产品/配套家居产品/软件及技术服务/O2O 引流服务收入分别为 38.41/6.54/0.29/0.6 亿元, 同比 -25.32%/-36.84%/+3%/-14.06%。
- 分渠道来看, 2022 年公司直营/加盟/整装模式收入分别为 11.61/28.47/7.50 亿元, 同比-38.83%/-24.67%/-32.40%。
- **22H2 主业降幅收窄, 合同负债预示变革成效将显。**2022 年下半年, 行业竞争加剧, 公司除了扎实推进“1+N+Z”的城市发展策略外, 也明确自身竞争优势, 进行“聚焦软装”的策略调整, 包括: ①推出随心选 (尚品)、任意选 (维意) 套餐, 拉高客单值; ②对自营整装业务进行组织调整, 自营整装重新聚焦总部所在地及周边广佛深三地, 打造模板, 并将整装提为一级公司 (不再是新居网下设部门), 由集团副总裁管理; ③将部分直营店转加盟, 减少亏损, 激发组织活性。22H1/22H2 公司定制家具产品收入分别为 16.42/22 亿元, 同比-27.76%/-23.40%, 降幅收窄; 23Q1 合同负债 7.07 亿元, 环比 2022 年底+13.65%, 变革成效已有初步体现。预计随着疫情影响边际减弱、变革进一步推进, 公司经营面有望实现持续修复。

- **盈利预测:** 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司 2023-2024 年营业收入为 61.65、69.04 亿元, 同比增长 16%、12%; 实现归属于母公司净利润为 2.74、3.14 亿元, 同比增长 492.5%、14.5%; 对应 4 月 28 日股价的 P/E 分别为 15.5、13.6 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险, 新房交付不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5314	6165	6904	7733
同比增长	-27.3%	16.0%	12.0%	12.0%
归母净利润(百万元)	46	274	314	352
同比增长	-48.4%	492.5%	14.5%	12.2%
毛利率	34.6%	37.0%	37.1%	37.1%
ROE	1.3%	7.2%	7.9%	8.6%
每股收益(元)	0.23	1.38	1.58	1.77
市盈率	92.0	15.5	13.6	12.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3649	3779	3944	4115
货币资金	1569	1569	1569	1569
交易性金融资产	732	732	732	732
应收票据及应收账款	204	222	257	283
预付款项	33	37	41	46
存货	883	987	1104	1236
其他	228	233	242	249
非流动资产	4533	5287	5928	6625
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	2022	1856	1690	1524
在建大宗	264	264	264	264
无形资产	1487	2369	3251	4134
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	68	30	-8	-45
其他	685	761	723	742
资产总计	8181	9067	9872	10740
流动负债	3674	4113	4658	5213
短期借款	1077	1220	1729	2095
应付票据及应付账款	960	1073	1200	1344
其他	1638	1820	1729	1774
非流动负债	926	1130	1255	1419
长期借款	486	673	806	967
其他	440	457	449	453
负债合计	4600	5243	5912	6633
股本	199	199	199	199
资本公积	1500	1500	1500	1500
未分配利润	1844	2085	2219	2364
少数股东权益	-1	-2	-4	-6
股东权益合计	3581	3824	3959	4107
负债及权益合计	8181	9067	9872	10740

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	46	274	314	352
折旧和摊销	283	279	279	279
资产减值准备	30	14	-6	5
资产处置损失	-1	1	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	85	0	0	0
投资损失	-29	-5	0	0
少数股东损益	-0	-2	-2	-2
营运资金的变动	-492	1	9	4
经营活动产生现金流量	47	737	506	682
投资活动产生现金流量	104	-1038	-972	-1007
融资活动产生现金流量	-107	301	465	324
现金净变动	48	0	0	0
现金的期初余额	1240	1569	1569	1569
现金的期末余额	1288	1569	1569	1569

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5314	6165	6904	7733
营业成本	3475	3884	4343	4864
税金及附加	55	64	71	80
销售费用	1257	1458	1633	1829
管理费用	310	261	292	327
研发费用	167	194	217	244
财务费用	67	0	0	0
其他收益	47	20	20	20
投资收益	29	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-25	-5	0	0
资产减值损失	-5	-1	-1	0
资产处置收益	1	-1	0	0
营业利润	29	323	367	410
营业外收入	7	1	0	2
营业外支出	6	3	0	0
利润总额	30	321	367	412
所得税	-16	48	55	62
净利润	46	273	312	350
少数股东损益	-0	-2	-2	-2
归属母公司净利润	46	274	314	352
EPS(元)	0.23	1.38	1.58	1.77

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-27.3%	16.0%	12.0%	12.0%
营业利润增长率	-48.4%	997.3%	13.8%	11.7%
归母净利润增长率	-48.4%	492.5%	14.5%	12.2%
盈利能力				
毛利率	34.6%	37.0%	37.1%	37.1%
归母净利率	0.9%	4.4%	4.5%	4.6%
ROE	1.3%	7.2%	7.9%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	56.2%	57.8%	59.9%	61.8%
流动比率	0.99	0.92	0.85	0.79
速动比率	0.75	0.68	0.61	0.55
营运能力				
资产周转率	66%	71%	73%	75%
应收帐款周转率	2751%	2905%	2858%	2858%
存货周转率	393%	415%	415%	416%
每股资料(元)				
每股收益	0.23	1.38	1.58	1.77
每股经营现金	0.24	3.71	2.55	3.43
每股净资产	18.03	19.26	19.95	20.70
估值比率(倍)				
PE	92.0	15.5	13.6	12.1
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn