

尚品宅配 (300616.SZ)

第三季度净利润正增长，控费降本成效明显

买入

核心观点

第三季度收入降幅收窄，净利润同比恢复正增长。2022 前三季度公司实现收入 37.6 亿元，同比下降 27.2%；其中第三季度营业收入 14.6 亿元，同比下降 26.7%。前三季度归母净利润-0.3 亿元，同比下降 134.16%；扣非归母净利润-0.8 亿元，同比下降 251.6%；其中第三季度归母净利润 0.7 亿元，同比增长 59.9%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比增长 27.6%，其中非经常性损益中营业外收入+176%，主要因收到违约金增加。今年前三季度公司经营受到疫情、原材料成本上涨等负面影响，公司通过积极应对，每季度收入环比增长，同时通过控费降本提升盈利能力，利润端逐渐修复，净利润环比提升幅度高于收入环比增长幅度。**单三季度毛利率提升，费用控制良好。**2022 单三季度毛利率为 36.7%，同比+3.7pp，毛利率提升主要系加盟渠道毛利率大幅增长，一方面由于经销商折扣返点有所控制；另一方面由于原材料成本、人工成本、制造费用综合改善，制造及运营效率提升。费用率方面，销售、管理、研发费用率小幅上涨；财务费用率同比+1.0pp 至 0.9%，主要受本期票据贴现费用增加影响所致。净利润率 4.9%，同比+2.6pp；扣非净利润率为 3.4%，同比+1.45pp。盈利能力进一步改善。**前三季度经营性现金流净流出同比减少。**前三季度经营性现金流净额为-1.11 亿元，相比去年同期同比净流出减少 1.25 亿元，主要因公司支付的经营性现金流下降影响所致。

自营整装业务战略调整，传统零售渠道环比增长稳健。由于整装业务服务链条复杂，供应链管理难度较大，公司将自营整装的战略重点聚焦到自身优势城市广州和佛山，其余城市自营整装业务陆续缩减，故自营整装业务收入本季度环比有所下降；整装云环比双位数增长。传统家居零售业务在直营渠道和加盟渠道环比双位数增长，其中直营渠道增速较快，主要因继二季度上海封控解除后需求逐渐恢复。门店拓展方面，公司坚持“1+N+Z”开店策略，报告期内，直营门店个位数缩减，加盟门店持续增加。

风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好收入和利润环比改善，盈利能力企稳。公司收入和盈利的季度环比改善已释放出积极信号，未来预计将进一步好转。短期内公司业绩由于受到疫情和地产压力下需求下行，以及公司自营整装业务处于战略调整期收入有所下降双重影响而表现承压。我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年的净利润分别为 1.45、2.09 和 2.62 亿元（前值为 1.76、2.30 和 2.90 亿元），同比增速 61.3%、44.3%、25.6%，下调合理估值区间至 18.9~21.0 元（前值为 24.1~27.1 元），合理估值对应 2023 年 18~20xPE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,513	7,310	5,584	6,334	7,139
(+/-%)	-10.3%	12.2%	-23.6%	13.4%	12.7%
净利润(百万元)	101	90	145	209	262
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	61.3%	44.3%	25.6%
每股收益(元)	0.51	0.45	0.73	1.05	1.32
EBIT Margin	0.7%	0.6%	2.8%	3.5%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	2.5%	3.9%	5.4%	6.4%
市盈率 (PE)	35.6	40.3	25.0	17.3	13.8
EV/EBITDA	32.7	31.1	18.5	15.1	13.2
市净率 (PB)	1.03	1.01	0.98	0.94	0.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	18.90 - 21.00 元
收盘价	18.18 元
总市值/流通市值	3618/2363 百万元
52 周最高价/最低价	49.23/16.71 元
近 3 个月日均成交额	44.46 百万元

市场走势

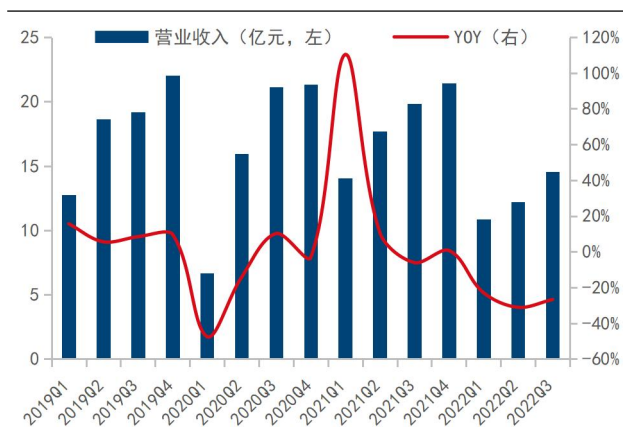


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

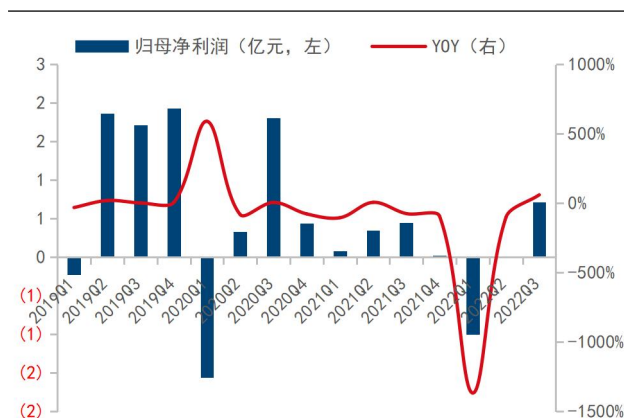
- 《尚品宅配 (300616.SZ) - 上半年收入业绩下滑，二季度环比改善盈亏平衡》——2022-08-29
- 《尚品宅配 (300616.SZ) - 2021 收入增长 12%，2022 一季度受疫情冲击业绩转亏》——2022-04-30
- 《尚品宅配-300616-2019 年半年报点评：降本增效显著，砥砺前行》——2019-08-28
- 《尚品宅配-300616-重大事件快评：业绩符合预期，全屋 2.0 及加盟扩张助力增长》——2019-07-15
- 《尚品宅配-300616-家居业变革的领导者》——2019-06-12

图1：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速



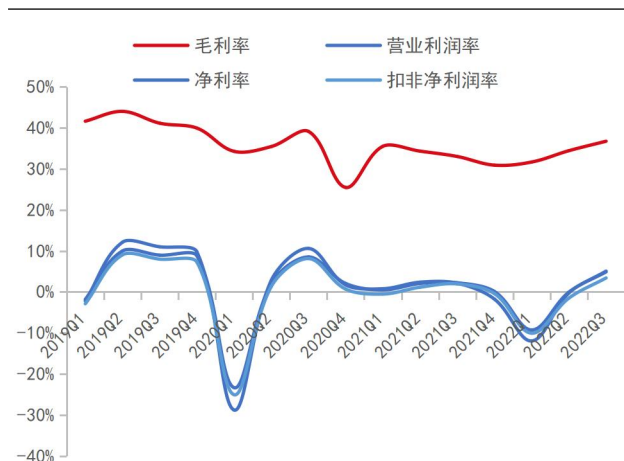
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度扣非归母净利润及增速



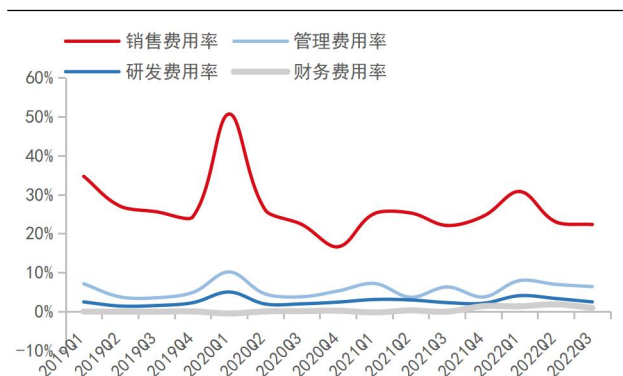
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润率水平



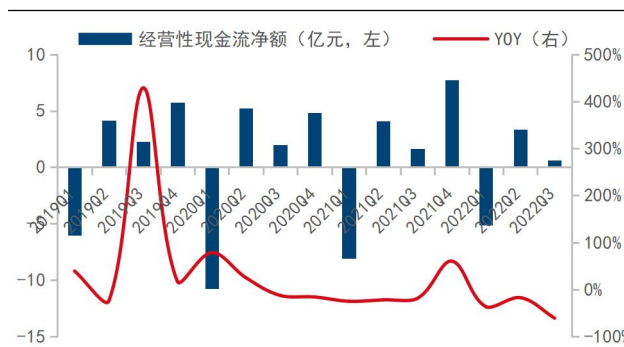
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营性净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好收入盈利环比改善，维持买入评级

尚品宅配在家居领域具有独特的信息化优势，在整装业务上是较少有自营整装经验的家居公司，未来整装业务将成为推动公司业绩增长的一大重要增长引擎。同时公司在家居行业的产品、渠道布局已逐渐成熟，未来通过经验复用使得网点扩张提速、利润率逐渐爬坡，收入和利润规模都有望加速增长。尚品宅配通过多年的线上运营和营销，线上引流效果好，品牌具备高知名度。未来凭借其独有的信息化优势、供应链优势以及整装领域的经验，我们看好其中长期整装业务成果的显现。

公司收入和利润的季度环比改善已释放出积极信号，未来预计将进一步好转。短期内公司业绩由于受到疫情和地产压力下需求下行，以及公司自营整装业务处于战略调整期收入有所下降双重影响而表现承压。我们下调盈利预测，预计2022-2024年的收入分别为55.84、63.34和71.39亿元（前值为64.4、73.3和82.6亿元），同比增速-23.6%、13.4%、12.7%；净利润分别为1.45、2.09和2.62亿元（前值为1.76、2.30和2.90亿元），同比增速61.3%、44.3%、25.6%，下调合理估值区间至18.9~21.0元（前值为24.1~27.1元），合理估值对应2023年18~20xPE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,513	7,310	5,584	6,334	7,139
(+/-%)	-10.3%	12.2%	-23.6%	13.4%	12.7%
净利润(百万元)	101	90	145	209	262
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	61.3%	44.3%	25.6%
每股收益(元)	0.51	0.45	0.73	1.05	1.32
经营利润率	0.7%	0.6%	2.8%	3.5%	3.7%
净资产收益率(ROE)	2.9%	2.5%	3.9%	5.4%	6.4%
市盈率(PE)	35.6	40.3	25.0	17.3	13.8
EV/EBITDA	32.7	31.1	18.5	15.1	13.2
市净率(PB)	1.03	1.01	0.98	0.94	0.89

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表2: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300616	尚品宅配	买入	17.5	0.5	0.7	1.1	1.3	38.8	24.0	16.6	13.22
同类公司											
603816	顾家家居	买入	31.7	2.7	2.2	2.5	2.9	12.0	14.6	12.8	10.94
603833	欧派家居	买入	87.2	4.4	4.6	5.4	6.4	19.8	19.0	16.1	13.62
2572	索菲亚	买入	13.8	0.1	1.3	1.5	1.8	106.2	11.0	9.1	7.72
603801	志邦家居	买入	21.6	1.6	1.9	2.2	2.6	13.3	11.7	9.7	8.24
603208	江山欧派	买入	39.4	2.5	6.4	7.6	8.6	16.1	6.2	5.2	4.56
1999	敏华控股	无评级	4.3	0.5	0.7	0.8	1.0	9.3	6.2	5.1	4.49
603008	喜临门	无评级	24.0	1.5	1.7	2.1	2.6	16.6	14.5	11.4	9.13
603313	梦百合	无评级	10.1	-0.6	0.7	1.1	1.5	-17.7	15.2	9.3	4.49
603818	曲美家居	无评级	6.2	0.3	0.6	0.9	1.2	19.9	10.0	6.9	5.36
301061	匠心家居	无评级	30.0	4.6	2.7	3.1	3.8	6.5	11.3	9.6	7.94
603180	金牌厨柜	无评级	25.4	2.3	2.6	3.2	3.8	11.0	9.8	8.0	6.69
603898	好莱客	无评级	11.5	0.2	1.4	1.2	1.4	54.7	8.0	9.7	8.29

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1039	1393	1000	1000	1000	营业收入	6513	7310	5584	6334	7139
应收款项	177	247	170	193	226	营业成本	4349	4885	3596	4063	4559
存货净额	944	887	681	775	843	营业税金及附加	53	61	45	51	58
其他流动资产	188	87	110	128	123	销售费用	1581	1764	1284	1442	1626
流动资产合计	3477	3745	3093	3228	3323	管理费用	371	433	356	394	441
固定资产	2021	2348	2617	2846	3043	研发费用	156	186	168	186	210
无形资产及其他	481	531	510	489	468	财务费用	3	30	61	37	34
投资性房地产	250	1360	1360	1360	1360	投资收益	36	14	22	3	4
长期股权投资	11	6	7	10	9	资产减值及公允价值变动	(8)	(19)	2	(1)	(1)
资产总计	6239	7990	7587	7932	8203	其他收入	69	73	64	63	68
短期借款及交易性金融负债	28	1008	1050	990	817	营业利润	113	57	158	228	286
应付款项	691	996	645	715	838	营业外净收支	(4)	(6)	(2)	(2)	(3)
其他流动负债	1836	1525	1306	1464	1566	利润总额	109	51	156	225	283
流动负债合计	2556	3529	3001	3169	3221	所得税费用	8	(38)	12	18	23
长期借款及应付债券	111	407	407	407	407	少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	67	476	486	496	506	归属于母公司净利润	101	90	145	209	262
长期负债合计	179	883	893	903	913	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2734	4412	3894	4072	4134	净利润	101	90	145	209	262
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	3	13	5	2	2
股东权益	3505	3578	3694	3861	4071	折旧摊销	151	215	250	289	321
负债和股东权益总计	6239	7990	7587	7932	8203	公允价值变动损失	(0)	(0)	(2)	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	3	30	61	37	34
每股收益	0.51	0.45	0.73	1.05	1.32	营运资本变动	(210)	(605)	(297)	106	141
每股红利	0.60	0.29	0.15	0.21	0.26	其它	(3)	(13)	(5)	(2)	(2)
每股净资产	17.64	18.01	18.59	19.43	20.49	经营活动现金流	43	(301)	95	605	725
ROIC	8%	13%	8%	9%	11%	资本开支	0	(492)	(500)	(500)	(500)
ROE	3%	3%	4%	5%	6%	其它投资现金流	23	(4)	0	0	0
毛利率	33%	33%	36%	36%	36%	投资活动现金流	12	(491)	(502)	(502)	(499)
EBIT Margin	1%	1%	3%	3%	4%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	7%	8%	8%	负债净变化	111	296	0	0	0
收入增长	-10%	12%	-24%	13%	13%	支付股利、利息	(120)	(57)	(29)	(42)	(52)
净利润增长率	-81%	-12%	61%	44%	26%	其它融资现金流	(515)	669	42	(60)	(173)
资产负债率	44%	55%	51%	51%	50%	融资活动现金流	(537)	1145	13	(102)	(225)
息率	3.3%	1.6%	0.8%	1.2%	1.5%	现金净变动	(483)	354	(393)	0	0
P/E	35.6	40.3	25.0	17.3	13.8	货币资金的期初余额	1522	1039	1393	1000	1000
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	1039	1393	1000	1000	1000
EV/EBITDA	32.7	31.1	18.5	15.1	13.2	企业自由现金流	0	(807)	(403)	96	208
						权益自由现金流	0	158	(393)	1	4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032