

尚品宅配 (300616)

2021 年报及 2022 年一季报点评：短期业绩承压，整装业务发展有望提速

增持 (维持)

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证书：S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,310	8,596	10,165	11,830
同比	12%	18%	18%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	90	127	235	337
同比	-12%	42%	85%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.45	0.64	1.18	1.70
P/E (现价&最新股本摊薄)	51.98	36.73	19.84	13.83

投资要点

- **公司业绩略低于市场预期。**公司 2021 年实现营业收入 73.10 亿元，同比+12.22%；归母净利润 0.90 亿元，同比-11.54%；扣非后归母净利润 0.42 亿元，同比+6.23%。2022Q1 实现营业收入 10.86 亿元，同比-22.87%，主要受疫情反复影响导致开工、收入确认延迟；归母净利润-1.00 亿元，同比-1366.78%；扣非后归母净利润-1.09 亿元，同比-1372.91%。
- **整装业务持续放量，与京东合作有序推进。**分产品看，1) 2021 年公司定制家具及配套家居收入 61.79 亿元，同比+9.06%；2) 软件及技术服务收入 0.29 亿元，同比-3.29%；3) O2O 引流服务收入 0.70 亿元，同比-23.68%；4) 整装业务收入 7.89 亿元，同比+46.14%，公司智能化研发推动生产工艺优化，并依托自研 BIM 系统、HOMKOO 整装云及圣诞鸟系统实现装修数字化，2021 年公司于广州等五个地区圣诞鸟整装交付 2703 户，同比+35%；5) 其他业务收入 2.43 亿元，同比+30.36%。**分渠道看**，线下渠道方面，公司深耕自营城市，持续为门店赋能，截至 2021 年末，公司直营及自营城市加盟店门店总数 379 家，较 2020 年末净增 56 家；加盟店 2236 家。线上渠道方面，公司新居网 MCN 优化线上直播电商模式，2021 年 GMV 达 2.3 亿，与京东合作不断深化，借助京东品牌、供应链及物流优势提升公司产业效率。
- **原材料价格上涨短期盈利承压。**盈利能力方面，公司 2021 年毛利率同比-0.06pp 至 33.17%；归母净利率同比-0.33pp 至 1.23%，主要由于公司 2021 年投资净收益变动及大幅计提减值所致。期间费用率方面，公司 2021 年期间费用率同比+0.34pp 至 32.15%，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -0.15pp/+0.12pp/+0.14pp/+0.37pp 至 24.13%/7.61%/2.54%/0.41%。2022Q1 公司毛利率 31.64%，同比-3.84pp，归母净利率-9.23%，同比-9.79pp，主要原因为 2022Q1 期间费用率同比大幅上涨 (+8.97pp)。
- **2021 年现金流情况及运营效率表现较好，2022Q1 疫情封控影响公司经营效率。**现金流方面，2021 年公司经营性现金净流量/净利润比例为 6.02，同比+360%，现金流状态良好。运营效率方面，公司 2021 年存货周转天数同比-7%至 67.46 天，应收账款周转天数同比+53%至 6.54 天。2022Q1 公司受疫情影响多地无法进行开工及安装，存货周转天数同比+15%至 108.00 天，应收账款周转天数同比+114%至 14.09 天。
- **盈利预测与投资评级：**公司不断探索整装渠道业务创新发展模式，未来整装渠道有望加速成长，盈利能力有望逐步修复。考虑到疫情短期影响，

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.47
一年最低/最高价	23.47/92.45
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	3,054.04
总市值(百万元)	4,662.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.53
资产负债率(% ,LF)	53.54
总股本(百万股)	198.68
流通 A 股(百万股)	130.13

相关研究

- 《尚品宅配(300616): 2021 年三季报点评: 转型期业绩承压, 整装业务持续高增》
2021-11-02
- 《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
- 《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

我们下调 2022-2023 年归母净利润为 1.3/2.4 亿元（原预测为 3.3/4.6 亿元），预计 2024 年归母净利润为 3.4 亿元，对应 2022 年-2024 年 PE 分别为 37/20/14X，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。

尚品宅配三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,745	4,193	4,764	5,461	营业总收入	7,310	8,596	10,165	11,830
货币资金及交易性金融资产	2,524	2,738	3,121	3,582	营业成本(含金融类)	4,885	5,630	6,455	7,453
经营性应收款项	224	268	288	321	税金及附加	61	73	86	101
存货	887	1,079	1,237	1,429	销售费用	1,764	2,149	2,541	2,958
合同资产	5	4	5	6	管理费用	370	430	508	592
其他流动资产	105	104	113	123	研发费用	186	172	305	355
非流动资产	4,245	4,138	4,187	4,291	财务费用	30	64	65	64
长期股权投资	6	3	1	1	加:其他收益	48	43	51	59
固定资产及使用权资产	2,574	2,588	2,703	2,831	投资净收益	14	26	30	35
在建工程	321	186	103	61	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	531	551	571	591	减值损失	-20	4	-8	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	66	64	62	60	营业利润	57	150	278	398
其他非流动资产	747	747	747	747	营业外净收支	-6	-1	-2	-2
资产总计	7,990	8,332	8,951	9,753	利润总额	51	149	276	397
流动负债	3,529	3,745	4,130	4,594	减:所得税	-38	22	41	60
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,008	1,008	1,008	1,008	净利润	89	127	235	337
经营性应付款项	996	1,046	1,199	1,384	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	986	1,126	1,291	1,491	归属母公司净利润	90	127	235	337
其他流动负债	539	565	632	711	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.64	1.18	1.70
非流动负债	883	882	882	882	EBIT	73	142	269	373
长期借款	407	407	407	407	EBITDA	488	574	717	866
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.17	34.50	36.50	37.00
租赁负债	396	395	395	395	归母净利率(%)	1.23	1.48	2.31	2.85
其他非流动负债	80	80	80	80	收入增长率(%)	12.22	17.59	18.26	16.38
负债合计	4,412	4,627	5,012	5,476	归母净利润增长率(%)	-11.54	41.53	85.09	43.51
归属母公司股东权益	3,578	3,705	3,940	4,277					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,578	3,705	3,939	4,277					
负债和股东权益	7,990	8,332	8,951	9,753					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	539	587	921	1,097	每股净资产(元)	18.01	18.65	19.83	21.53
投资活动现金流	-1,055	-297	-464	-561	最新发行在外股份(百万股)	199	199	199	199
筹资活动现金流	742	-73	-72	-72	ROIC(%)	2.83	2.21	4.07	5.35
现金净增加额	226	217	386	464	ROE-摊薄(%)	2.51	3.43	5.96	7.88
折旧和摊销	415	432	448	493	资产负债率(%)	55.22	55.54	55.99	56.15
资本开支	-1,071	-331	-501	-601	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.98	36.73	19.84	13.83
营运资本变动	38	-42	131	154	P/B(现价)	1.30	1.26	1.18	1.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

