

# 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

买入

### 核心观点

**上半年收入业绩整体下滑，二季度环比正向增长。**2022H1 实现营业收入 23.05 亿元，同比-27.46%；其中二季度营业收入 12.19 亿元，同比-31.11%，环比净增长 1.3 亿元。归母净利润-1.01 亿元，同比-336.25%；扣非后归母净利润-1.28 亿元，同比-1095.87%；其中二季度归母净利润 0 亿元，同比-101.43%，环比净增长 1.0 亿元，盈利有所改善。上半年公司经营受到疫情、原材料成本上涨等负面影响，二季度相较一季度收入和利润端的环比改善已释放出积极信号，下半年预计将进一步好转。

**成本费用二季度环比优化。**上半年在收入增速放缓的情况下，公司通过组织变革，开源节流效果显著，成本、费用端在二季度环比优化。2022Q2 毛利率为 34.4%，环比+2.8pp。费用率环比下降，其中销售费用率环比-7.8pp 至 23.0%；管理费用率环比-1.0pp 至 7.0%；研发费用率环比-0.7pp 至 3.3%；财务费用率环比+0.5pp 至 1.8%。营业利润率环比+11.7pp 至-0.3%；净利润率环比+9.2pp 至-0.1%，基本实现盈亏平衡。**经营性现金流好转。**2022H1 经营性现金流净额为-1.75 亿元，相比去年同期-3.99 亿元，同比净流出减少 2.24 亿元。其中一季度、二季度经营性现金流净额分别为-5.13 亿和 3.38 亿元，二季度由负转正。

**整装业务发力，数字化技术赋能。**公司凭借自身的数字化能力，依托“看着 BIM 做装修”的战略定位，进一步提升施工标准化的程度，最终实现工业化整装。自营整装将“装 2 次”理念（试装 1 次、实装 1 次）引入到家装；持续赋能装企会员转型整装模式，助力会员提升对消费者的服务能力。

**采取“1+N+Z”开店策略，渠道拓展持续。**截至报告期末，公司直营门店数量为 87 家，自营城市加盟店数量为 295 家。对于加盟业务，公司不断下沉市场，大力招商，在渠道下沉过程中公司产品、店面形态、店面选址因地制宜，“小橙店”“小蓝店”应运而生。报告期内，公司新开加盟店 185 家，截至报告期末，公司加盟店数量为 2186 家（含自营加盟店）。

**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：看好收入业绩环比改善，盈利能力企稳。**短期内公司业绩由于传统零售渠道受到疫情和地产压力下需求下行，以及公司全面转型整装对零售渠道资源支持有所下降双重影响而表现承压。我们下调收入和盈利预测，预测 2022-2024 年的净利润分别为 1.76、2.30 和 2.90 亿元。我们考虑到转型阵痛期利润端压力短期内较难缓解，下调合理估值区间至 25.5~27.8 元，合理估值对应 2023 年 22~24xPE，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	6,436	7,333	8,265
(+/-%)	-10.3%	12.2%	-11.9%	13.9%	12.7%
净利润(百万元)	101	90	176	230	290
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	96.1%	30.9%	25.8%
每股收益(元)	0.51	0.45	0.89	1.16	1.46
EBIT Margin	0.7%	0.6%	2.6%	3.1%	3.4%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	2.5%	4.7%	5.9%	7.0%
市盈率 (PE)	42.2	47.7	24.3	18.6	14.8
EV/EBITDA	36.1	33.7	19.9	16.4	14.2
市净率 (PB)	1.22	1.19	1.15	1.10	1.03

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	25.50 - 27.80 元
收盘价	21.52 元
总市值/流通市值	4282/2798 百万元
52 周最高价/最低价	58.47/21.22 元
近 3 个月日均成交额	43.62 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) - 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

## 上半年收入业绩下滑，二季度环比改善

上半年收入业绩整体下滑，二季度环比正向增长。2022H1 实现营业收入 23.05 亿元，同比-27.46%；其中二季度营业收入 12.19 亿元，同比-31.11%，环比净增长 1.3 亿元。归母净利润-1.01 亿元，同比-336.25%；扣非后归母净利润-1.28 亿元，同比-1095.87%；其中二季度归母净利润 0 亿元，同比-101.43%，环比净增长 1.0 亿元，盈利有所改善。上半年公司经营受到疫情、原材料成本上涨等负面影响，二季度相较一季度收入和利润端的环比改善已释放出积极信号，下半年预计将进一步好转。

图1：公司营业收入及增速



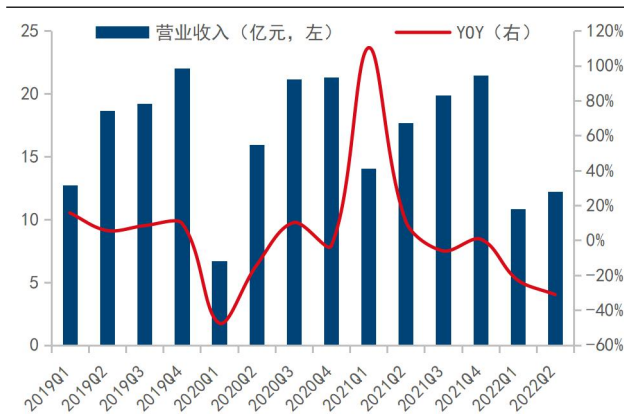
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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4：公司单季度净利润及增速

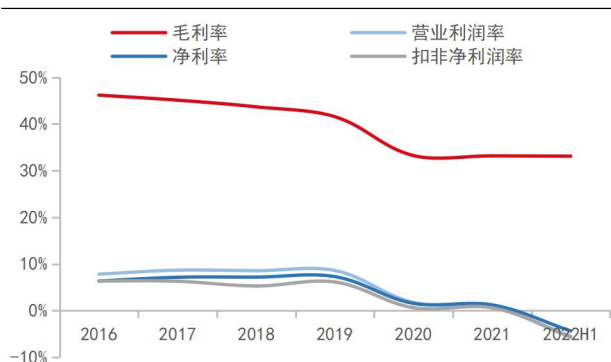


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**成本费用二季度环比优化。**上半年在收入增速放缓的情况下，公司通过组织变革，开源节流效果显著，成本、费用端在二季度环比优化。2022Q2 毛利率为 34.4%，环比+2.8pp。费用率环比下降，其中销售费用率环比-7.8pp 至 23.0%；管理费用率环比-1.0pp 至 7.0%；研发费用率环比-0.7pp 至 3.3%；财务费用率环比+0.5pp 至 1.8%。

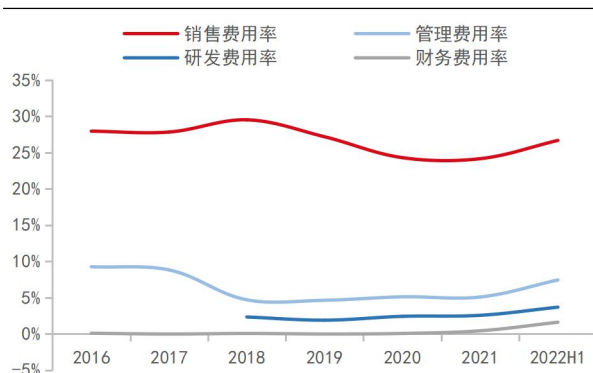
**盈利水平环比改善。**营业利润率环比+11.7pp 至-0.3%；净利润率环比+9.2pp 至-0.1%，基本实现盈亏平衡；扣非净利润率环比+8.5pp 至-1.5%。

图5：公司利润率水平



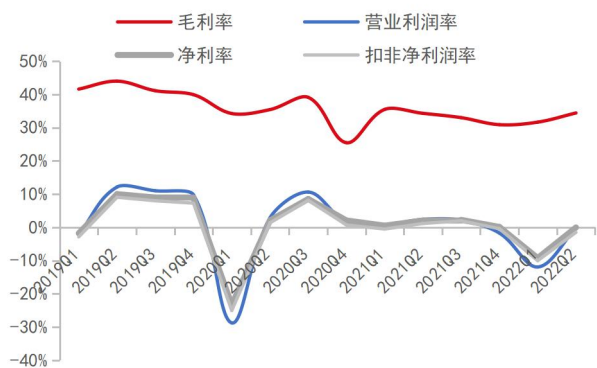
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率水平



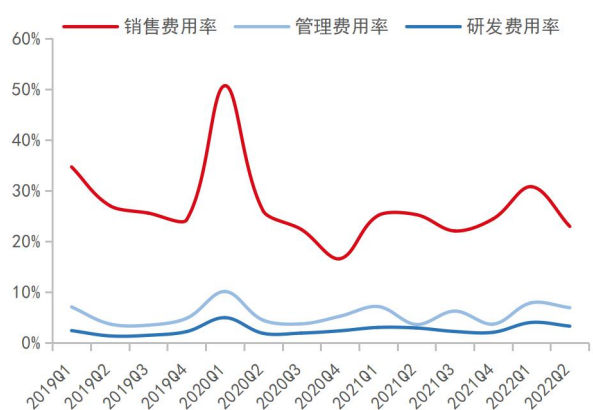
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流好转。**2022H1 经营性现金流净额为-1.75 亿元，相比去年同期-3.99 亿元，同比净流出减少 2.24 亿元。其中一季度、二季度经营性现金流净额分别为-5.13 亿和 3.38 亿元，二季度由负转正。

图9：公司经营净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度经营净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 采取“1+N+Z”开店策略，渠道拓展持续

**“1+N+Z”开店策略：**对于自营城市，坚定执行1个大店（0店）+N个标准直营店/加盟店+装企深度融合店（Z）的城市发展策略，持续推进“直营门店”“直销020”“自营加盟”“拓展（拎包）”“整装（全案）”五大业务。

对于加盟业务，不断下沉市场，大力招商，加快步伐去占据空白市场，坚定执行1个大店（总经销）+N个标准加盟店（分销）+装企深度融合店（Z）等多个销售渠道共存发展的城市发展策略。

报告期内，在自营城市，公司一方面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。另一方面，公司也加大自营加盟的招商力度，由公司负责自营城市的基础建设，让自营加盟商专注销售和设计。截至报告期末，公司直营门店数量为87家，自营城市加盟店数量为295家。

对于加盟业务，公司不断下沉市场，大力招商，在渠道下沉过程中公司产品、店面形态、店面选址因地制宜，“小橙店”“小蓝店”应运而生。报告期内，公司新开加盟店185家，截至报告期末，公司加盟店数量为2186家（含自营加盟店）。

表1：公司门店数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
加盟店	1081	1557	2100	2327	2235	2,236	2186
其中：自营城市加盟店			78	177	232	289	295
直营店	76	85	101	94	91	90	87
合计	1157	1642	2201	2421	2326	2326	2273

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**开设多种创新形式门店：**公司与北京京东合作开设了首个线下试点门店。首个试点门店位于西安京东超级店，该试点门店已于2021年9月份开始试营业。2022年8月，京东携手尚品宅配打造的首家双品牌门店——京东X尚品宅配新奥超集家居体验馆，在北京新奥购物中心盛大开业。作为聚焦年轻消费者的旗舰级城市家居购物店，这座面积近5000㎡的体验馆以两大智慧家居样板间和九大生活方式空间为核心，构建出沉浸式的美好生活情景体验。基于双方供应链的整合互补，以及线上线下场景的深度融合，消费者可享受从设计、定制、家电到售后全链路无缝衔接的一站式解决方案。公司的直营门店也将陆续尝试融入京东元素，将结合消费者需求和动线来做产品融合和展厅设计。

图11：京东X尚品宅配新奥超集家居体验馆



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图12：京东X尚品宅配新奥超集家居体验馆开业



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

同时公司推出定位年轻人的潮流时尚店铺小橙店，图通过潮牌家居店，撬动年轻化消费市场，激活时尚家居经济。目前主打四线及以下城市，投资规模相对传统

店铺低 40%~50%，定价约低于现有产品 10%。

图 13: 尚品宅配小橙店



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好环比改善盈利能力企稳，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，在整装业务上是唯一一家有自营整装经验的公司，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。

短期内公司利润由于公司传统零售渠道受到疫情和地产压力下需求下行，以及公司全面转型整装对零售渠道资源支持有所下降双重影响而表现承压。我们下调收入预测和盈利预测，预测 2022-2024 年的收入分别为 64.4、73.3 和 82.6 亿元（前值为 78.4、88.2 和 98.8 亿元），同比增速-11.9%、13.9%、12.7%；净利润分别为 1.76、2.30 和 2.90 亿元（前值为 2.42、3.11 和 3.87 亿元），同比增速 96.1%、30.9%、25.8%。我们考虑到转型阵痛期利润端压力短期内较难缓解，下调合理估值区间至 25.5~27.8 元（前值为 32.9~34.2 元），合理估值对应 2023 年 22~24x PE。维持“买入”评级。

**表2: 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	6,436	7,333	8,265
(+/-%)	-10.3%	12.2%	-11.9%	13.9%	12.7%
净利润(百万元)	101	90	176	230	290
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	96.1%	30.9%	25.8%
每股收益(元)	0.51	0.45	0.89	1.16	1.46
经营利润率	0.7%	0.6%	2.6%	3.1%	3.4%
净资产收益率(ROE)	2.9%	2.5%	4.7%	5.9%	7.0%
市盈率(PE)	42.2	47.7	24.3	18.6	14.8
EV/EBITDA	36.1	33.7	19.9	16.4	14.2
市净率(PB)	1.22	1.19	1.15	1.10	1.03

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

**表3: 可比公司估值**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2021	EPS	2022E	2023E	2024E	2021	PE	2022E	2023E	2024E
300616	尚品宅配	买入	21.5	0.5	0.9	1.2	1.5	47.8	24.3	18.6	14.76		
<b>同类公司</b>													
603833	欧派家居	买入	124.3	4.4	5.2	6.2	7.1	28.3	24.0	20.2	17.49		
603816	顾家家居	买入	45.9	2.7	2.4	2.9	3.4	17.3	18.8	15.8	13.46		
2572	索菲亚	买入	17.0	0.1	1.4	1.8	2.1	131.0	11.8	9.6	8.06		
603801	志邦家居	买入	20.7	1.6	1.9	2.3	2.7	12.8	10.9	9.1	7.64		
603208	江山欧派	买入	37.6	2.5	6.4	7.6	8.6	15.3	5.9	4.9	4.35		
1999	敏华控股	无评级	5.6	0.5	0.7	0.8	1.0	12.1	8.5	7.0	5.85		
603008	喜临门	无评级	34.0	1.5	1.8	2.4	3.0	23.4	18.7	14.4	11.27		
603313	梦百合	无评级	12.2	-0.6	0.8	1.2	1.7	-21.5	15.6	10.1	7.36		
603818	曲美家居	无评级	8.0	0.3	0.8	1.0	1.3	25.9	10.7	7.9	6.28		
301061	匠心家居	无评级	31.0	4.6	2.7	3.3	4.0	6.7	11.5	9.5	7.81		
603180	金牌厨柜	无评级	23.6	2.3	2.7	3.3	4.0	10.2	8.7	7.1	5.87		
603898	好莱客	无评级	10.9	0.2	1.4	1.2	1.4	51.7	7.9	8.9	7.59		

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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1039	1393	1000	1000	1000	营业收入	6513	7310	6436	7333	8265
应收款项	177	247	196	224	261	营业成本	4349	4885	4228	4806	5393
存货净额	944	887	808	927	1008	营业税金及附加	53	61	52	60	67
其他流动资产	188	87	127	148	143	销售费用	1581	1764	1522	1717	1935
<b>流动资产合计</b>	<b>3477</b>	<b>3745</b>	<b>3263</b>	<b>3430</b>	<b>3543</b>	管理费用	371	433	334	371	415
固定资产	2021	2348	2614	2843	3040	研发费用	156	186	154	172	194
无形资产及其他	481	531	510	489	468	财务费用	3	30	31	31	26
投资性房地产	250	1360	1360	1360	1360	投资收益	36	14	13	4	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)	(1)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>6239</b>	<b>7990</b>	<b>7754</b>	<b>8131</b>	<b>8420</b>	其他收入	69	73	64	70	76
短期借款及交易性金融负债	28	1008	850	748	528	营业利润	113	57	192	251	316
应付款项	691	996	766	855	1002	营业外净收支	(4)	(6)	(2)	(3)	(3)
其他流动负债	1836	1525	1528	1723	1843	<b>利润总额</b>	<b>109</b>	<b>51</b>	<b>190</b>	<b>249</b>	<b>313</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2556</b>	<b>3529</b>	<b>3143</b>	<b>3326</b>	<b>3374</b>	所得税费用	8	(38)	15	20	25
长期借款及应付债券	111	407	407	407	407	少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	67	476	486	496	506	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>101</b>	<b>90</b>	<b>176</b>	<b>230</b>	<b>290</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>179</b>	<b>883</b>	<b>893</b>	<b>903</b>	<b>913</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2734</b>	<b>4412</b>	<b>4036</b>	<b>4229</b>	<b>4287</b>	净利润	101	90	176	230	290
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)	(2)	资产减值准备	3	13	5	2	2
股东权益	3505	3578	3719	3903	4135	折旧摊销	151	215	250	289	321
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6239</b>	<b>7990</b>	<b>7754</b>	<b>8131</b>	<b>8420</b>	公允价值变动损失	(0)	(0)	1	2	2
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	财务费用	3	30	31	31	26
每股收益	0.51	0.45	0.89	1.16	1.46	营运资本变动	(210)	(605)	(125)	130	165
每股红利	0.60	0.29	0.18	0.23	0.29	其它	(3)	(13)	(5)	(2)	(2)
每股净资产	17.64	18.01	18.72	19.64	20.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>43</b>	<b>(301)</b>	<b>302</b>	<b>651</b>	<b>777</b>
ROIC	8%	13%	8%	9%	11%	资本开支	0	(492)	(500)	(500)	(500)
ROE	3%	3%	5%	6%	7%	其它投资现金流	23	(4)	0	0	0
毛利率	33%	33%	34%	34%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>(491)</b>	<b>(502)</b>	<b>(502)</b>	<b>(499)</b>
EBIT Margin	1%	1%	3%	3%	3%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	6%	7%	7%	负债净变化	111	296	0	0	0
收入增长	-10%	12%	-12%	14%	13%	支付股利、利息	(120)	(57)	(35)	(46)	(58)
净利润增长率	-81%	-12%	96%	31%	26%	其它融资现金流	(515)	669	(158)	(102)	(219)
资产负债率	44%	55%	52%	52%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(537)</b>	<b>1145</b>	<b>(193)</b>	<b>(148)</b>	<b>(277)</b>
息率	2.8%	1.3%	0.8%	1.1%	1.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(483)</b>	<b>354</b>	<b>(393)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	42.2	47.7	24.3	18.6	14.8	货币资金的期初余额	1522	1039	1393	1000	1000
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1039	1393	1000	1000	1000
EV/EBITDA	36.1	33.7	19.9	16.4	14.2	企业自由现金流	0	(807)	(221)	129	245
						权益自由现金流	0	158	(408)	(1)	2

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