

## 公司研究

## 家居行业延续深度调整，公司 24 年业绩承压，1Q25 盈利能力显著提升

——尚品宅配（300616.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报业绩点评

## 买入（维持）

当前价：12.28 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

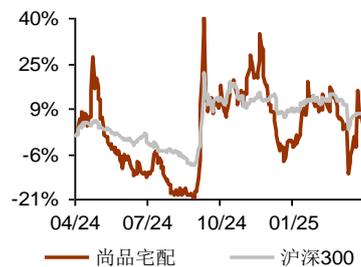
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.25
总市值(亿元):	27.57
一年最低/最高(元):	9.27/19.23
近 3 月换手率:	187.03%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.08	3.24	-7.16
绝对	0.08	2.59	-2.55

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年业绩表现承压，大力开拓自营加盟与渠道下——尚品宅配（300616.SZ）2024 年中报业绩点评（2024-08-30）

“随心选”模式下配套品实现较快增长，公司降本增效成果突出——尚品宅配（300616.SZ）2023 年报及 2024 年一季报业绩点评（2024-05-01）

## 要点

## 事件：

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 37.9 亿元，同比-22.7%，实现归母净利润-2.2 亿元；其中 4Q2024 实现营收 10.6 亿元，同比-23.8%，实现归母净利润-1.0 亿元；1Q2025 实现营收 7.4 亿元，同比-4.5%，实现归母净利润-3886 万元。

## 点评：

**大力推进直营转加盟，加速海外业务布点：**分产品看，2024 年，公司定制家居/配套家居分别实现营收 27.2/4.9 亿元，同比-22.5%/-31.3%。分地区看，2024 年，公司华南/华东/华北/华中分别实现营收 12.9/8.3/5.2/4.6 亿元，同比-8.4%/-35.2%/-27.5%/-32.7%。

公司持续推进直营转加盟战略，并在自营城市推行“1+N”模型，加盟商与当地直营大店共享物流、安装与售后体系，驱动区域资源高效整合，降低加盟商的门槛和风险。截至 2024 年末，公司直营门店数量为 28 家，相比 2023 年末减少 18 家，加盟店数量为 1885 家，其中新开加盟店 346 家。

此外，公司加速海外布点，目前海外品牌 Sunpina 已在中国台湾地区、中国香港地区，以及马来西亚、澳大利亚、文莱、越南、沙特、乌兹别克斯坦、柬埔寨、加拿大等国家和地区成功落地，新增海外展厅超 15 个，覆盖吉隆坡、槟城、胡志明市、悉尼、墨尔本、达曼等核心城市，2024 年公司海外收入为 1686 万元，同比+39.0%。

**渠道结构调整影响 24 年毛利率表现，一季度盈利能力明显提升：**2024 年公司毛利率为 33.1%，同比-1.9pcts。分产品看，定制家具/配套家居的毛利率分别为 31.8%/21.2%，同比-5.0/+1.8pcts。

我们认为，公司毛利率下滑的主要原因系产能利用率降低，以及公司大力发展自营加盟和低线级城市的渠道下沉招商，加盟渠道毛利率有所下滑所致。

2024 年公司期间费用率为 36.1%，同比+3.3pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/7.1%/5.3%/0.2%，分别同比+1.5/+0.8/+1.8/-0.8pcts，销售费用率和管理费用率的提高主要原因系收入规模下滑所致，研发费用率的提高主要系增大研发投入所致，财务费用率降低主要系利息收入增加、汇兑收益增加所致。

1Q2025，公司毛利率为 35.2%，同比+7.4pcts。1Q2025 公司期间费用率为 39.1%，同比-2.1pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/9.1%/5.6%/0.9%，分别同比-2.8pcts/持平/-0.2pcts/+0.9pcts。

**国内定制家居龙头，维持“买入”评级：**考虑到国内地产销售疲软，我们下调公司 2025-2026 年营收预测至 40.11/42.74 亿元（下调幅度分别为 15%/18%），考虑到公司组织架构优化、以及 AI 赋能终端生产应用对生产效率的提升作用，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 0.78/1.52 亿元（上调幅度分别为 18%/43%），新增 2027 年营收和归母净利润预测为 45.69/1.83 亿元，2025-2027 年 EPS 为 0.35/0.68/0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 36/18/15 倍。鉴于公司作为国内定制家居头部企业，AI 应用行业领先，组织架构的优化调整有利于长期发展，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内宏观经济复苏不及预期，原材料价格波动超预期，门店铺设不及预期。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,900	3,789	4,011	4,274	4,569
营业收入增长率	-7.80%	-22.67%	5.86%	6.55%	6.92%
归母净利润（百万元）	65	-215	78	152	183
归母净利润增长率	40.06%	-432.12%	/	96.18%	19.95%
EPS（元）	0.33	-0.96	0.35	0.68	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.79%	-6.31%	2.36%	4.64%	5.57%
P/E	37	/	36	18	15
P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

注：2023-2024 年末公司股本数为 197.9/224.5 百万股，2025E-2027E 公司股本数为 224.5 百万股

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,900	3,789	4,011	4,274	4,569
营业成本	3,186	2,536	2,658	2,800	2,973
折旧和摊销	249	237	232	256	282
税金及附加	54	55	41	43	46
销售费用	1,081	892	802	855	914
管理费用	306	268	249	248	260
研发费用	174	202	160	171	183
财务费用	48	7	17	23	21
投资收益	3	9	10	10	10
营业利润	57	-211	95	180	216
利润总额	55	-214	93	182	218
所得税	-10	1	14	27	33
净利润	65	-215	79	154	185
少数股东损益	0	0	2	2	2
归属母公司净利润	65	-215	78	152	183
EPS(元)	0.33	-0.96	0.35	0.68	0.81

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	799	343	63	132	483
净利润	65	-215	78	152	183
折旧摊销	249	237	232	256	282
净营运资金增加	-21	-713	379	442	164
其他	506	1,034	-625	-718	-146
投资活动产生现金流	-155	-1,083	-977	-665	-640
净资本支出	-695	-234	-500	-450	-450
长期投资变化	5	3	0	0	0
其他资产变化	535	-852	-477	-215	-190
融资活动现金流	-875	94	1,039	664	305
股本变化	-1	27	0	0	0
债务净变化	1,059	-480	1,259	846	512
无息负债变化	-482	166	-489	-254	51
净现金流	-231	-644	126	131	148

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.0%	33.1%	33.7%	34.5%	34.9%
EBITDA 率	9.1%	4.2%	9.0%	10.8%	11.4%
EBIT 率	3.1%	-2.9%	3.3%	4.8%	5.2%
税前净利润率	1.1%	-5.7%	2.3%	4.2%	4.8%
归母净利润率	1.3%	-5.7%	1.9%	3.6%	4.0%
ROA	0.7%	-2.6%	0.9%	1.6%	1.8%
ROE (摊薄)	1.8%	-6.3%	2.4%	4.6%	5.6%
经营性 ROIC	3.3%	-2.4%	2.0%	2.7%	2.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	59%	59%	63%	65%	67%
流动比率	1.01	1.02	0.88	0.82	0.78
速动比率	0.84	0.84	0.74	0.69	0.66
归母权益/有息债务	1.32	1.51	0.94	0.75	0.67
有形资产/有息债务	2.60	2.97	2.04	1.76	1.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,792	8,275	8,922	9,509	10,071
货币资金	2,991	1,879	2,005	2,137	2,285
交易性金融资产	301	950	1,131	1,131	1,131
应收账款	181	239	265	282	302
应收票据	8	5	8	9	9
其他应收款 (合计)	42	39	35	38	40
存货	777	694	665	700	743
其他流动资产	87	213	213	213	213
流动资产合计	4,432	4,050	4,348	4,536	4,752
其他权益工具	53	51	51	51	51
长期股权投资	5	3	3	3	3
固定资产	1,960	1,795	1,838	1,872	1,896
在建工程	301	530	555	574	588
无形资产	1,468	1,391	1,561	1,678	1,793
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	0	9	9	9
非流动资产合计	4,360	4,225	4,573	4,972	5,320
总负债	5,177	4,863	5,632	6,224	6,787
短期借款	2,105	1,501	2,798	3,644	4,156
应付账款	391	370	425	448	476
应付票据	649	617	80	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	85	111	111	111	111
流动负债合计	4,369	3,976	4,960	5,552	6,115
长期借款	461	613	613	613	613
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	57	57	57	57
非流动负债合计	808	887	672	672	672
股东权益	3,615	3,412	3,290	3,285	3,285
股本	198	225	225	225	225
公积金	1,539	1,918	1,926	1,931	1,931
未分配利润	1,878	1,454	1,322	1,310	1,308
归属母公司权益	3,615	3,413	3,288	3,282	3,279
少数股东权益	-1	0	1	3	6

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	22.06%	23.54%	20.00%	20.00%	20.00%
管理费用率	6.25%	7.07%	6.20%	5.80%	5.70%
财务费用率	0.97%	0.18%	0.43%	0.53%	0.47%
研发费用率	3.55%	5.33%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	-18%	0%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.90	0.90	0.71	0.82	0.82
每股经营现金流	4.04	1.53	0.28	0.59	2.15
每股净资产	18.27	15.20	14.65	14.62	14.61
每股销售收入	24.76	16.88	17.86	19.03	20.35

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	37	/	36	18	15
PB	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.7	32.3	14.2	13.0	12.4
股息率	7.3%	7.3%	5.8%	6.7%	6.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP