



营收高增长反衬净利增速掉队 高销售费用侵蚀业绩

“全屋家具龙头”尚品宅配的IPO痛点

广州尚品宅配家居股份有限公司(以下简称“尚品宅配”)近期在证监会官网更新披露了招股书,而2016年上半年净利润表现出的业绩同比下滑苗头则增加了公司闯关IPO的不确定性。与此同时,尚品宅配的营收虽然持续保持高速增长的态势,但相比之下净利润的增速却呈现出明显的“掉队”情形,加之销售费用的居高不下一直侵蚀着公司的业绩,让尚品宅配似乎陷入了一种“只赚吆喝不赚钱”的尴尬境地。



营收高增长背后的隐忧

据了解,目前监管层正在研究针对拟上会的和过会后待发行企业的业绩下滑分类处理的措施,具体要求将于近期发布。其中最近一期业绩下滑超过50%的将暂停后续工作,待更新最新的财务数据后再就具体业绩决定是否继续受理。下滑超过30%但是小于50%的,会计师要出具审核的盈利预测报告,盈利预测报告中利润总额预测数据如较上一期数据下滑超过30%,需要参照“下滑超过50%”,暂停审核。对于IPO企业的业绩,监管层态度发生了重要变化。

而这项政策对于尚品宅配来说则显得至关重要,因为公司2016年上半年业绩同比很可能出现大幅度下滑的迹象。据尚品宅配招股书显示,公司近三年及今年上半年分别实现营业收入11.75亿元、19.12亿元、30.88亿元和16.46亿元,从营业收入来看,公司近年来营业收入增长非常明显。2014年度营业收入较2013年增长约7.37亿元、增幅约为62.72%,2015年营业收入较2014年增长约11.75亿元、增幅约为61.47%,连续两年的营收增速都超过了60%。

但是公司的净利润却并没有表现出高增长。据尚品宅配财务数据显示,公司近三年及今年上半年实现的归属于母公司所有者的净利润分别约为1.17亿元、1.3亿元、1.4亿元和2900万元,净利润在2013-2015年营收高增长的情况下表现出增长缓慢的迹象,年复合增长率仅为9.29%,相比于营收的62.1%年复合增长率并不相称。虽然尚品宅配并没有公布公司2016年上半年实现的净利润情况,因此无法算出公司2016年上半年的业绩实际增长比例,但1.76%的净利润率则难免让投资者对公司的盈利能力感到担忧。

尚品宅配所处的家具行业具有一定的季节性,主要与国内居民的房屋装饰装修的季节性密切相关。2013-2015年,尚品

宅配定制家具及配套家居产品上半年实现的营业收入分别为3.77亿元、6.31亿元和11.32亿元,占当年家具产品主营业务收入的比例分别为34.32%、34.56%和38.16%。

高销售费用侵蚀业绩

从尚品宅配的招股书中可以看到,公司近三年及今年上半年的综合毛利率分别为47.01%、44.82%、44.96%和46.11%,尚品宅配的综合毛利率虽然略有波动,但整体处于较高水平。然而,如此高的毛利率下,尚品宅配净利润率却非常之低,2015年净利润率只有约4.5%。从尚品宅配的利润表可以看到,最终拖累业绩的是高销售费用。

据尚品宅配合并利润表显示,公司近三年及今年上半年的销售费用分别为2.73亿元、4.89亿元、9.25亿元和5.42亿元。报告期对应的销售费用率分别为23.19%、25.59%、29.96%和32.93%。尚品宅配同时对标了同行业四家公司的销售费用率,同行业四家公司同期销售费用率的平均值则为11.95%、11.85%、12.84%和13.9%,显然尚品宅配的销售费用率要高出许多。尚品宅配2016年上半年实现的毛利约7.59亿元中就有约5.42亿元要用于销售费用,高销售费用侵蚀了公司的业绩。

对于公司销售费用率远高于行业平均值的原因,尚品宅配解释为主要是因为公司的经营模式与其他同行业上市公司存在差异所致,其中体现在尚品宅配采取直营与加盟相结合的销售模式,而同行业公司主要采取经销商销售模式。直营店租赁经营店面会产生较大的租金费用。同时,公司新增直营店所带来的装修费、样品费及相关销售人员、设计师的薪酬福利等支出的增加远高于同行业。

除了销售模式外,尚品宅配还列举了其他几种加大公司销售费用的经营模式。首先是尚品宅配可实现全屋家具整体方案解决及产品设计,而同行业公司通常是单品类家具的定制。使得公司销

售人员的工资较其他同行业公司高。其次定制家具市场正处于快速增长阶段,公司处于成长阶段,为扩大市场份额、提高品牌知名度,公司加大了销售费用投入,目前主要依靠投放各种平台广告。尤其是,公司进行着“尚品宅配”、“维意定制”双品牌的推广,较同行业其他公司单品牌的费用较多。

业绩不如主打经销商同行

在销售费用率的对比中,尚品宅配主要对比了四家公司,分别为索菲亚、曲美家居、好莱客和欧派集团,前三家公司已经在A股完成上市,欧派集团则和尚品宅配一样为正在排队的公司。

对比的四家家居公司销售模式都主要是经销商专卖店为主,尚品宅配以销售模式及经营模式不一样来解释销售费用率远高于行业其他公司,但是显然公司主打的直营+加盟店的形式最终经营的业绩对比却并不如这些主打经销商专卖店的同行业公司。

就2015年业绩对比来看,尚品宅配只好过曲美家居的1.17亿元,但是曲美家居2016年上半年实现的归属于上市公司股东净利润为7262万元,则要高出尚品宅配150%。而相比于索菲亚、好莱客和欧派集团,尚品宅配的业绩就要逊色得多。索菲亚2016年上半年实现归属于上市公司股东净利润为2亿元,好莱客2016年上半年实现归属于上市公司股东净利润为6944万元,而欧派集团招股书中2015年全年实现归属于上市公司股东所有者净利润约为4.9亿元。

不管尚品宅配在招股书中如何认为公司的经营模式多么有前景,但是就目前同行业公司业绩对比来看,公司的直营店为主的销售模式显然是比不上以经销商专卖店为主的销售模式。

持续高投入风险难测

尚品宅配2015年末直营店总数为79家,2016年上半年则变为74家,今年上半

年关闭了7家,新开了2家,而公司的第二大募投就是要新增40家直营店。

尚品宅配此次拟在创业板发行不超过2700万股,拟募集资金约18.09亿元。募投项目主要有4个,分别为智能制造生产线建设项目(拟使用募集资金约8.23亿元)、营销网络建设项目(拟使用募集资金约6.67亿元)、互联网营销O2O推广平台项目(拟使用募集资金约2.08亿元)和家居电商华南配售中心建设项目(拟使用募集资金约1.11亿元)。其中,智能制造生产线建设项目主要是用于扩大公司产能,就目前来看,尚品宅配的产能利用率基本上达到了饱和,的确有扩大的必要。

而营销网络建设项目则主要是扩大公司的直营店,该项目拟建设直营店40家,其中10家旗舰店、30家标准店。北京一位家居行业分析师表示,“直营店模式是生产企业直接投资开设零售店面,采取纵向的管理方式。优点是生产企业可以更加有效地控制渠道;缺点是直营店的投入大、见效慢,后续管理成本较高。经销商专卖店模式是生产企业将自己所拥有的品牌、商标等授予经销商使用,由经销商设立专卖店销售企业生产的产品,并由经销商自行承担经营风险。优点是企业可以充分利用经销商的经验和社会资源,快速建设销售渠道;缺点是公司对经销商管理难度较大,经销商配合公司战略和政策的执行力难以得到保证,就目前竞争较大的家居市场,显然后者被更多企业采用”。

上述分析师同时担忧,大手笔扩充直营店很可能再度提高公司的销售费用,而公司低净利润率的情况如果无法得到改善,尚品宅配很可能陷入“只赚吆喝不赚钱”的尴尬境地,甚至还可能对公司业绩形成拖累。北京商报记者曾就相关问题向公司进行采访,但是相关工作人员以IPO静默期不方便为由拒绝了采访。

北京商报记者 彭梦飞