

2023年04月28日
居然之家(000785.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

专业市场经营III

营收保持持续稳健回升， 数字化新零售转型加速

■ **事件：**居然之家发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 129.81 亿元，同比下滑 0.69%；归母净利润 16.48 亿元，同比下滑 28.44%；扣非后归母净利润 16.97 亿元，同比下滑 23.89%。其中 2022Q4 公司实现营收 35.52 亿元，同比增长 8.76%；归母净利润 1.14 亿元，同比下滑 80.81%；扣非后归母净利润 0.69 亿元，同比下滑 86.69%。

此外，2023Q1 公司实现营收 32.46 亿元，同比增长 4.53%；归母净利润 4.53 亿元，同比下滑 10.25%；扣非后归母净利润 4.24 亿元，同比下滑 25.94%。

■ 以销售为核心稳固家居主业，积极努力完成家居连锁业绩承诺

2022 年公司实现营业收入 129.81 亿元，同比减少 0.69%；实现净利润 17.21 亿元，同比下降 27.64%，主要由于全国直营门店因外部因素平均停业 31 天，公司对直营卖场内商户减免租金、物业管理费等，并且客流下降影响门店加盟拓展速度有所受限。公司积极努力应对近几年复杂多变的整体环境与严峻挑战，家居连锁 2019 年度、2021 年度及 2022 年度经审计的扣非后归母净利润合计为 689,413.58 万元，承诺数合计为 719,569.00 万元，差额仅为 -30,155.42 万元，累计实现业绩承诺金额的比例达 95.81%，业绩承诺人汪林朋、居然控股和慧鑫达建材预计将按照《盈利预测补偿协议》及其补充协议的约定向公司履行补偿义务。截至 2022 年 12 月 31 日，家居连锁对应股东权益价值的评估结果为 3,774,630.00 万元，较重大资产重组交易时家居连锁 100% 股权之交易价格 3,565,000.00 万元，并扣除补偿期限内标的资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响后，家居连锁 100% 股东权益价值期末未发生减值。

2022 年公司一方面以“居然之家”为品牌开展连锁卖场经营管理，并以“洞窝”为核心打造数字化家居产业服务平台，围绕产业服务平台积极拓展设计、装饰、智能家居、物流配送、到家服务等线性服务。另一方面，公司主要以“中商·世界里”为品牌经营购物中心等生活业态，促进大家居和大消费融合，打造实体店第二增长曲线。全年公司完成销售额（GMV）1053.2 亿元，同比增长 1.24%。公司持续推进轻资产连锁加盟，2022 年公司共签约 24 家门店、开业 21 家门店，连锁扩张步伐稳健；此外，公司加速渠道下沉，新开 21 家门店中 14 家位于三线及以下城市。截至 2022 年底，公司在国内 29 个省区市经营 428 个家居卖场，包含 91 个直营卖场及 337 个加盟卖场，同时在

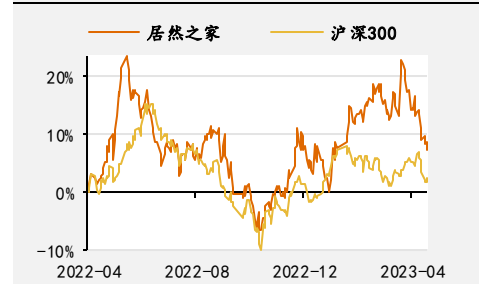
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **6.0 元**
股价 (2023-04-27) **4.06 元**

交易数据

总市值(百万元)	26,507.89
流通市值(百万元)	11,168.87
总股本(百万股)	6,529.04
流通股本(百万股)	2,750.95
12 个月价格区间	3.53/4.68 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	4.1	0.9
绝对收益	-5.1	-0.5	3.3

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

疫情扰动致 22Q3 业绩暂承压，持续引领家居新零售转型 2022-11-01

湖北省武汉、荆州、黄石、黄冈、十堰、咸宁、孝感、荆门等主要城市的核心商圈经营 6 家现代百货店、2 家购物中心、142 家各类超市。

目 洞窝逆势快速发展，数字化转型领跑，S2B2C 模式渐成雏形

2022 年公司数字化产业服务平台——洞窝逆势发展，累计实现平台交易 357 亿元，累计注册用户达到 1294 万人，上线 342 个卖场，5.1 万个商户以及 114 万件去重商品，其中外部的卖场及商户在平台上的占比均超过 35%。同时，公司通过卖场数字化经营系统、直播招商开放平台、“洞见”系列 IP 等核心产品的商业化运营，对产业全链路进行全方位数字化赋能。“洞窝”成功构建公司的私域流量平台，为众多消费者客户重构了在线咨询、到店体验、离店决策、付款交易和售后服务的全链路家居消费闭环，提升用户体验并充分沉淀海量数据资产；在满足用户基础消费习惯的同时，洞窝还打造了公司的底层数字化商业基础设施，为链接“物流交付平台”和“到家服务平台”提供了坚实的基础，有利于公司打造“天网”“地网”合一的家居零售新模式。

目 盈利能力短期承压，23Q2 开始有望底部回升

盈利能力方面，22 年公司毛利率为 44.86%，同比下降 3.28pct。其中 22Q4 公司毛利率为 42.06%，同比下滑 9.50pct；23Q1 公司毛利率为 39.20%，同比下降 6.65pct。22 年公司净利率为 13.26%，同比下降 4.94pct；22Q4 公司净利率为 3.96%，同比下降 15.00pct；23Q1 公司净利率为 20.16%，同比增长 0.78pct。23Q2 伴随门店客流持续恢复，以及前端营销活动加速落地，盈利能力有望逐步回升。

期间费用方面，22 年公司期间费用率为 24.42%，同比增长 1.84pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.13%/4.22%/0.28%/8.79%，同比分别 2.00/-0.17/0.27/-0.26pct。销售费用率同比增长，主要系公司受外部因素影响，线下促销活动减少，收取的临时促销费减少；研发费用率同比有所增长，主要系主要是公司加大对洞窝数字化研发的投入所致。其中，22Q4 公司期间费用率为 28.62%，同比增长 2.91pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.71%/3.93%/0.64%/8.35%，同比分别 +5.90/-2.45/+0.70/-1.24pct。此外，23Q1 公司期间费用率为 20.16%，同比增长 0.78pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.56%/4.08%/0.20%/8.32%，同比分别+0.13/+0.37/+0.17/+0.10pct。

现金流方面，22 年公司经营性现金流为 37.95 亿元，同比下降 33.43%，主要系外部特定因素影响，公司“稳商养商”，给予商户优惠减免等增加致家居业态现金收入降低；同时预收商户租金减少并加大返款力度，致代收款净流出增加。

投资建议：居然之家为国内泛家居行业龙头，“直营+加盟”轻资产模式高效发展，引领家居行业新零售，同时拓展自营 IP 业务提供家装家居一体化服务。我们预计居然之家 2023-2025 年营业收入为 146.14、161.06、179.79 亿元，同比增长 12.58%、10.21%、

11.63%；归母净利润为 25.93、29.88、34.69 亿元，同比增长 57.32%、15.21%、16.10%，对应 PE 为 10.2x、8.9x、7.6x，给予 23 年 15xPE，目标价 6.0 元，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**家居卖场开拓不及预期风险，数字化转型进程不及预期风险；疫情反复风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	13,071.0	12,980.6	14,613.5	16,105.6	17,978.7
净利润	2,325.0	1,648.3	2,593.2	2,987.7	3,468.6
每股收益(元)	0.36	0.25	0.40	0.46	0.53
每股净资产(元)	2.94	3.03	3.35	3.70	4.15

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.4	16.1	10.2	8.9	7.6
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	17.8%	12.7%	17.7%	18.6%	19.3%
净资产收益率	12.1%	8.3%	11.9%	12.4%	12.8%
股息收益率	4.0%	0.0%	2.3%	2.6%	2.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,071.0	12,980.6	14,613.5	16,105.6	17,978.7	成长性					
减: 营业成本	6,778.3	7,157.7	7,881.2	8,335.7	9,226.8	营业收入增长率	45.3%	-0.7%	12.6%	10.2%	11.6%
营业税费	159.5	163.8	184.0	200.8	225.3	营业利润增长率	63.9%	-23.4%	44.7%	18.1%	15.2%
销售费用	1,193.1	1,444.5	1,420.7	1,530.0	1,636.1	净利润增长率	70.6%	-29.1%	57.3%	15.2%	16.1%
管理费用	553.0	547.9	599.2	673.8	733.5	EBITDA 增长率	99.0%	-19.7%	25.5%	17.4%	13.3%
研发费用	1.5	36.7	14.3	21.0	30.6	EBIT 增长率	109.7%	-21.3%	26.8%	18.4%	14.0%
财务费用	1,182.4	1,141.0	786.2	885.8	978.0	NOPLAT 增长率	110.8%	-24.0%	26.7%	16.5%	14.7%
资产减值损失	-118.4	-218.3	-100.0	-145.6	-154.6	投资资本增长率	275.6%	-9.7%	-9.3%	12.6%	5.0%
加: 公允价值变动收益	127.4	-80.2	65.7	37.6	7.7	净资产增长率	-2.3%	2.7%	10.0%	10.4%	11.9%
投资和汇兑收益	-13.3	-134.2	-73.7	-73.7	-73.7						
营业利润	3,265.5	2,502.3	3,619.9	4,276.7	4,927.6	利润率					
加: 营业外净收支	-68.7	-30.3	-59.5	-52.8	-47.5	毛利率	48.1%	44.9%	46.1%	48.2%	48.7%
利润总额	3,196.8	2,472.0	3,560.4	4,223.8	4,880.1	营业利润率	25.0%	19.3%	24.8%	26.6%	27.4%
减: 所得税	797.1	751.4	964.3	1,160.3	1,331.1	净利润率	17.8%	12.7%	17.7%	18.6%	19.3%
净利润	2,325.0	1,648.3	2,593.2	2,987.7	3,468.6	EBITDA/营业收入	37.4%	30.2%	33.7%	35.9%	36.5%
						EBIT/营业收入	35.3%	28.0%	31.5%	33.9%	34.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	77	82	70	63	53
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-98	-75	-82	-81	-74
货币资金	5,636.4	4,618.2	5,521.4	7,102.6	12,180.9	流动资产周转天数	275	236	217	229	278
交易性金融资产	241.5	162.9	228.6	266.2	274.0	应收账款周转天数	24	32	28	28	30
应收账款	928.0	1,384.6	923.9	1,587.2	1,361.5	存货周转天数	8	13	9	10	10
应收票据	5.0	0.5	33.9	15.3	12.7	总资产周转天数	1,315	1,520	1,278	1,173	1,140
预付账款	791.8	329.5	1,666.9	183.5	1,760.1	投资资本周转天数	-356	-539	-433	-397	-386
存货	379.1	586.0	172.9	698.5	333.9						
其他流动资产	1,085.5	850.5	1,097.5	1,011.2	986.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.1%	8.3%	11.9%	12.4%	12.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	3.2%	5.2%	5.6%	6.0%
长期股权投资	1,012.7	856.8	856.8	856.8	856.8	ROIC	-61.4%	-12.4%	-17.4%	-22.4%	-22.8%
投资性房地产	17,148.5	18,818.7	18,818.7	18,818.7	18,818.7	费用率					
固定资产	3,051.5	2,862.9	2,859.4	2,744.4	2,571.7	销售费用率	9.1%	11.1%	9.7%	9.5%	9.1%
在建工程	1,736.8	665.4	665.4	665.4	665.4	管理费用率	4.2%	4.2%	4.1%	4.2%	4.1%
无形资产	737.0	762.4	696.3	630.3	564.3	研发费用率	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
其他非流动资产	23,456.6	21,489.9	16,816.9	20,027.4	18,832.9	财务费用率	9.0%	8.8%	5.4%	5.5%	5.4%
资产总额	56,210.4	53,388.3	50,358.6	54,607.6	59,219.2	四费/营业收入	22.4%	24.4%	19.3%	19.3%	18.8%
短期债务	881.6	1,094.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	3,270.3	2,855.2	3,975.1	4,013.6	4,231.6	资产负债率	64.0%	61.1%	54.6%	53.8%	52.3%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	177.7%	156.9%	120.4%	116.4%	109.6%
其他流动负债	5,419.1	4,862.3	6,092.8	4,509.9	6,865.6	流动比率	0.95	0.90	0.96	1.27	1.52
长期借款	2,618.5	2,464.0	-	-	-	速动比率	0.91	0.83	0.94	1.19	1.49
其他非流动负债	23,778.5	21,333.2	17,437.6	20,849.8	19,873.5	利息保障倍数	3.91	3.18	5.86	6.16	6.35
负债总额	35,967.9	32,608.8	27,505.6	29,373.3	30,970.7	分红指标					
少数股东权益	1,044.5	1,008.3	1,011.0	1,085.6	1,164.2	DPS(元)	0.16	-	0.09	0.10	0.08
股本	6,529.0	6,529.0	6,529.0	6,529.0	6,529.0	分红比率	45.1%	0.0%	23.3%	22.8%	15.4%
留存收益	12,751.0	13,324.1	15,313.0	17,619.6	20,555.3	股息收益率	4.0%	0.0%	2.3%	2.6%	2.0%
股东权益	20,242.4	20,779.5	22,853.1	25,234.3	28,248.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	2,399.7	1,720.7	2,593.2	2,987.7	3,468.6
						加: 折旧和摊销	582.6	613.6	319.5	331.0	338.7
						资产减值准备	7.4	64.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-127.4	80.2	65.7	37.6	7.7
						财务费用	1,204.6	1,200.1	786.2	885.8	978.0
						投资收益	13.3	134.2	73.7	73.7	73.7
						少数股东损益	74.7	72.3	2.9	75.9	80.4
						营运资金的变动	362.7	-2,268.4	2,898.0	-1,289.1	1,892.2
						经营活动产生现金流量	5,700.9	3,795.0	6,739.3	3,102.7	6,839.3
						投资活动产生现金流量	-2,396.9	-891.9	-454.1	-301.2	-188.0
						融资活动产生现金流量	-5,181.2	-3,894.8	-5,382.0	-1,220.3	-1,573.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.36	0.25	0.40	0.46	0.53
						BVPS(元)	2.94	3.03	3.35	3.70	4.15
						PE(X)	11.4	16.1	10.2	8.9	7.6
						PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						P/FCF	1.4	-91.1	-8.3	4.9	6.1
						P/S	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
						EV/EBITDA	-1.2	-2.9	-2.4	-2.8	-3.1
						CAGR(%)	8.5%	27.3%	22.4%	8.5%	27.3%
						PEG	1.3	0.6	0.5	1.0	0.3
						ROIC/WACC	-9.7	-2.0	-2.8	-3.6	-3.6
						REP	-	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034