

居然之家 (000785.SZ)

疫情下业绩承压，看好数字化转型与产业链延伸战略下的长期成长潜力

事件：公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报：22 年全年公司实现营业收入 129.81 亿元 (-0.69%)，归母净利润 16.48 亿元 (-28.44%)，扣非归母净利润 16.97 亿元 (-23.89%)。23 年 Q1 公司实现营收 32.46 亿元 (+4.53%)，归母净利润 4.53 亿元 (-10.25%)，扣非归母净利润 4.24 亿元 (-25.94%)。

- 22 年在疫情影响下业绩承压，23 年 Q1 改善迹象初显。22 年全年公司实现营业收入 129.81 亿元(-0.69%)，归母净利润 16.48 亿元 (-28.44%)，归母扣非净利润 16.97 亿元 (-23.89%)。23 年 Q1 公司实现营收 32.46 亿元(+4.53%)，归母净利润 4.53 亿元 (-10.25%)，归母扣非净利润 4.24 亿元(-25.94%)。疫情下门店关停与商户租金减免导致 22 年业绩承压，23 年公司在提质增效稳固家居主业经营基本盘的同时，拓展新增长曲线，业绩呈现改善迹象。
- 营收结构变化及研发投入加大使盈利能力略有下滑。22 年公司整体毛利率 44.86%(-3.28pcts)，净利率 13.26%(-5.10pct)；23Q1 公司实现毛利率 39.20%(-6.65pcts)，净利率 14.35%(-2.53pcts)，主要系疫情下毛利率较高的租赁及加盟管理业务营收占比下降。22 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 11.13%(+2.00pcts)、4.22%(-0.01pct)、0.28%(+0.27pct)、8.79%(-0.24pct)，23Q1 销售、管理研发、财务费用率分别为 7.56%(+0.13pct)、4.08%(+0.37pct)、0.20%(+0.19pct)、8.32%(+0.10pct)。研发费用同比增加 2369.41%，主要系公司加大对洞窝数字化研发的投入。
- 推动多渠道建设，数字化转型与门店扩张一同助力市场份额提升。1) 2022 年公司完成 GMV1,053.2 亿元，其中线上渠道超 300 亿元。线上渠道以数字化产业服务平台“洞窝”为核心，截至 2022 年底“洞窝”累计实现平台交易 357 亿元，累计注册用户达到 1,294 万人，助力公司向数字化产业服务平台的转型。2) 公司稳步进行连锁扩张，2022 年公司共签约 24 家门店，开业 21 家门店，22 年底公司在营门店 428 家。在巩固华北等核心区域的同时，开拓新销售区域并加大门店下沉力度，门店覆盖率大幅提升。
- 产业链纵向扩张，提升对消费者的线性服务能力并丰富公司的营收来源。公司在提升家居卖场经营质量的同时，还在积极拓展设计和装修、家具建材销售、智能家居、物流配送、到家服务等业务赛道，其中智能家居服务平台居然智能 2022 年实现销售 27.9 亿元，同比增长 56%，贡献主要收入增量。
- 持续看好家居卖场份额提升，维持“强烈推荐”投资评级。疫情加速家居行业洗牌，市场份额进一步向头部卖场集中。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业总收入 158.36/197.95/239.52 亿元，分别同比增长 22%/25%/21%；实现归母净利润 19.69/24.04/28.42 亿元，分别同比增长 19%/22%/18%，目前股价对应 23 年 PE 为 13.5X，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：房地产市场波动风险；市场竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------	------	------	-------	-------	-------

强烈推荐 (维持)

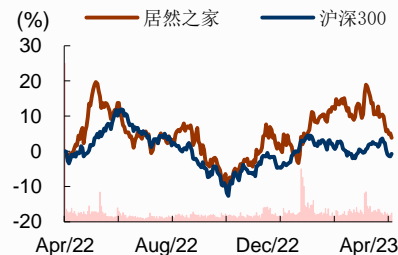
消费品/商业
目标估值：NA
当前股价：4.06 元

基础数据

总股本 (万股)	652904
已上市流通股 (万股)	275088
总市值 (亿元)	265
流通市值 (亿元)	112
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	60.4%
主要股东	北京居然之家投资控股集团
主要股东持股比例	39.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	14	5
相对表现	-6	4	2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《居然之家 (000785) —Q3 业绩短暂承压，新零售数字化转型加速》2022-10-29
- 《居然之家 (000785) —H1 疫情影响短期业绩，新零售持续稳定发力》2022-08-31
- 《居然之家 (000785) —21 年业绩靓丽，新零售领跑，龙头地位继续巩固》2022-04-23

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
丁浙川 S1090519070002
✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn
毕先磊 S1090523030001
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	13071	12981	15836	19795	23952
同比增长	45%	-1%	22%	25%	21%
营业利润(百万元)	3266	2502	2973	3611	4254
同比增长	64%	-23%	19%	21%	18%
归母净利润(百万元)	2325	1648	1969	2404	2842
同比增长	71%	-29%	19%	22%	18%
每股收益(元)	0.36	0.25	0.30	0.37	0.44
PE	11.4	16.1	13.5	11.0	9.3
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9067	7932	6394	9610	13134
现金	5636	4618	2383	4587	7045
交易性投资	242	163	163	163	163
应收票据	5	1	1	1	1
应收款项	709	1083	1297	1622	1962
其它应收款	219	302	368	460	557
存货	379	586	729	943	1170
其他	1877	1180	1453	1835	2236
非流动资产	47143	45456	44895	44416	44005
长期股权投资	1013	857	857	857	857
固定资产	3052	2863	2682	2516	2362
无形资产商誉	737	767	690	621	559
其他	42342	40970	40665	40422	40228
资产总计	56210	53388	51289	54026	57140
流动负债	9571	8812	5962	6781	7648
短期借款	882	1094	0	0	0
应付账款	450	506	638	826	1024
预收账款	1913	1615	2037	2635	3270
其他	6326	5597	3288	3320	3354
长期负债	26397	23797	23797	23797	23797
长期借款	2618	2464	2464	2464	2464
其他	23778	21333	21333	21333	21333
负债合计	35968	32609	29760	30578	31445
股本	6529	6529	6529	6529	6529
资本公积金	8211	8225	8225	8225	8225
留存收益	4458	5018	5681	7495	9616
少数股东权益	1044	1008	1095	1200	1325
归属于母公司所有者权益	19198	19771	20435	22248	24369
负债及权益合计	56210	53388	51289	54026	57140

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5701	3795	3696	3994	4378
净利润	2400	1721	2056	2510	2967
折旧摊销	583	614	601	518	450
财务费用	1205	1200	1000	1000	1000
投资收益	13	134	161	161	161
营运资金变动	1463	164	(126)	(203)	(208)
其它	38	(38)	5	8	8
投资活动现金流	(2397)	(892)	(199)	(199)	(199)
资本支出	(1333)	(951)	(38)	(38)	(38)
其他投资	(1064)	59	(161)	(161)	(161)
筹资活动现金流	(5181)	(3895)	(5732)	(1591)	(1721)
借款变动	(20063)	775	(3426)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(115)	14	0	0	0
股利分配	(340)	(1058)	(1306)	(591)	(721)
其他	15336	(3626)	(1000)	(1000)	(1000)
现金净增加额	(1877)	(992)	(2235)	2204	2458

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13071	12981	15836	19795	23952
营业成本	6778	7158	9027	11679	14491
营业税金及附加	160	164	200	250	302
营业费用	1193	1445	1762	2203	2665
管理费用	553	548	668	836	1011
研发费用	1	37	45	56	68
财务费用	1182	1141	1000	1000	1000
资产减值损失	(113)	174	0	0	0
公允价值变动收益	127	(80)	(80)	(80)	(80)
其他收益	61	53	53	53	53
投资收益	(13)	(134)	(134)	(134)	(134)
营业利润	3266	2502	2973	3611	4254
营业外收入	27	64	64	64	64
营业外支出	96	94	94	94	94
利润总额	3197	2472	2943	3581	4223
所得税	797	751	887	1071	1256
少数股东损益	75	72	86	106	125
归属于母公司净利润	2325	1648	1969	2404	2842

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	45%	-1%	22%	25%	21%
营业利润	64%	-23%	19%	21%	18%
归母净利润	71%	-29%	19%	22%	18%
获利能力					
毛利率	48.1%	44.9%	43.0%	41.0%	39.5%
净利率	17.8%	12.7%	12.4%	12.1%	11.9%
ROE	12.0%	8.5%	9.8%	11.3%	12.2%
ROIC	13.1%	9.8%	11.2%	13.2%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	64.0%	61.1%	58.0%	56.6%	55.0%
净负债比率	10.4%	11.0%	4.8%	4.6%	4.3%
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率	24.2	14.8	13.7	14.0	13.7
应收账款周转率	19.9	14.4	13.3	13.6	13.4
应付账款周转率	12.6	15.0	15.8	16.0	15.7
每股资料(元)					
EPS	0.36	0.25	0.30	0.37	0.44
每股经营净现金	0.87	0.58	0.57	0.61	0.67
每股净资产	2.94	3.03	3.13	3.41	3.73
每股股利	0.16	0.20	0.09	0.11	0.13
估值比率					
PE	11.4	16.1	13.5	11.0	9.3
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.8	14.2	12.0	10.7	9.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。