



买入 (维持)

所属行业: 轻工制造  
当前价格(元): 4.17

证券分析师

徐懿

资格编号: S0120523020002

邮箱: xucai@tebon.com.cn

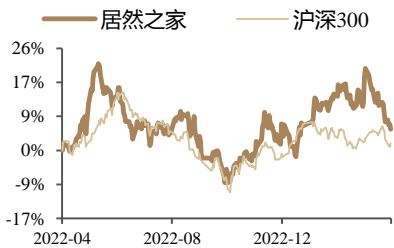
余倩莹

资格编号: S0120523020005

邮箱: yuqy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.14	-7.31	-0.49
相对涨幅(%)	-4.54	-5.94	4.13

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《居然之家(000785.SZ): 业绩总体稳健, 引领家居行业数字化转型》, 2022.9.5

# 居然之家(000785.SZ): 外部不利环境致业绩承压, 数字化转型开花结果

投资要点

- 事件:** (1) 公司发布 2022 年年报。2022 年, 实现营业收入 129.81 亿元, 同比下降 0.69%; 归母净利润 16.48 亿元, 同比下降 28.44%。2022Q4 单季度, 实现营业收入 35.52 亿元, 同比增长 8.76%; 归母净利润 1.14 亿元, 同比下降 80.81%。(2) 公司发布 2023 年一季报。2023Q1 单季度, 实现营业收入 32.46 亿元, 同比增长 4.53%; 归母净利润 4.53 亿元, 同比下降 10.25%。(3) 公司发布公告, 拟收购长春居然之家生活 MALL 部分公寓及商铺资产, 拟收购天津居然智居股权投资基金合伙企业。
- 外部不利环境致业绩承压, 疫情消散后业绩有望进一步回暖。** 营收方面, 宏观经济波动影响下, 消费者购买力和消费意愿下降, 叠加疫情影响下, 全国直营门店停业、卖场客流下降、商品交易情况不及预期、门店加盟拓展速度受限、线下体验和交付受限, 公司业绩出现下滑。2022 年, 分产品来看, 租赁及其管理业务/商品销售/加盟管理业务/装修/贷款保理利息实现收入 72.37/42.18/6.29/3.62/0.87 亿元, 同比变化-2.40%/+14.60%/-20.45%/-7.92%/-24.00%。随着疫情影响逐渐消散, 线下消费复苏, 商场客流回升, 2023Q1 单季度, 公司实现营业收入 32.46 亿元, 同比增长 4.53%, 业绩有望在消费复苏延续的趋势下进一步回暖。**盈利能力方面**, 2022 年/2022Q4/2023Q1 公司综合毛利率分别为 44.86%/42.06%/39.20%, 归母净利率分别为 12.70%/3.20%/13.95%。
- 加速数字化转型升级, 运营服务能力全方位提升。** 在流量运营方面, 2022 年公司同城站业务覆盖 137 座城市, 实现日均访客 22.9 万人, 同比增加 19%; 线上获客 167 万人, 同比增加 120%; 商品成交 75.7 亿元, 完成目标率 116%; 企业微信私域获客 297.9 万人, 目标完成率 115%。在连锁扩张方面, 公司以轻资产连锁加盟的方式, 在持续巩固华北等核心区域的同时积极发力西南、华东、华南等地区, 2022 年公司共签约 24 家门店, 开业 21 家门店, 截至 2022 年底, 公司在营门店 428 家。在 S2B2C 产业服务平台方面, 公司“洞窝”整体业务快速发展, 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, 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%。在智能家居服务平台方面, 2022 年居然智能实现销售 27.9 亿元, 同比增长 56%, 年内新开门店 55 家, 完成年初目标的 137.5%, 轻资产连锁拓展模式稳步推进。
- 积极推进资产收购, 协同效应有望逐步显现。** 公司拟收购长春居然之家生活 MALL 部分公寓及商铺资产, 有望进一步匹配和满足项目周边商务需求, 打造商业综合体平台, 提升项目整体价值。公司拟收购天津居然智居股权投资基金合伙企业, 有望促进公司与被投资的建筑陶瓷、软体家具行业标的协同发展。
- 盈利预测和投资建议:** 公司是中国泛家居行业的龙头企业之一, 围绕供应链、流量和平台搭建数字化管理体系, 不断提升市场竞争力, 有望保持稳健增长。我们预计 23-25 年公司营业收入分别为 161.01/184.65/205.99 亿元, 归母净利润分别为 25.44/30.36/36.89 亿元, EPS 分别为 0.39/0.46/0.57 元, 当前股价对应 PE 为 10.42/8.73/7.19x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 线下店拓展不及预期, 数字化转型不及预期, 市场竞争加剧。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	6,529.04		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	2,750.88	营业收入(百万元)	13,071	12,981	16,101	18,465	20,599
52 周内股价区间(元):	3.54-4.69	(+/-)YOY(%)	44.9%	-0.7%	24.0%	14.7%	11.6%
总市值(百万元):	26,507.89	净利润(百万元)	2,303	1,648	2,544	3,036	3,689
总资产(百万元):	53,602.97	(+/-)YOY(%)	69.8%	-28.4%	54.4%	19.3%	21.5%
每股净资产(元):	3.10	全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.25	0.39	0.46	0.57
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	48.1%	44.9%	40.5%	41.3%	43.1%
		净资产收益率(%)	12.0%	8.3%	12.1%	13.3%	14.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.39	0.46	0.57
每股净资产	3.03	3.23	3.50	3.86
每股经营现金流	0.58	0.97	0.89	0.77
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	16.36	10.42	8.73	7.19
P/B	1.35	1.26	1.16	1.05
P/S	2.10	1.69	1.47	1.32
EV/EBITDA	7.69	8.56	6.99	5.64
股息率%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.9%	40.5%	41.3%	43.1%
净利润率	13.3%	16.4%	17.1%	18.6%
净资产收益率	8.3%	12.1%	13.3%	14.6%
资产回报率	3.1%	4.4%	4.9%	5.8%
投资回报率	5.5%	5.5%	6.4%	7.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.7%	24.0%	14.7%	11.6%
EBIT 增长率	-18.2%	0.5%	19.4%	22.2%
净利润增长率	-28.4%	54.4%	19.3%	21.5%
偿债能力指标				
资产负债率	61.1%	61.3%	61.1%	58.2%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.1
现金比率	0.5	0.7	0.8	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.9	21.2	23.0	22.1
存货周转天数	24.3	19.6	21.9	20.8
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	4.5	4.7	5.0	5.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,648	2,544	3,036	3,689
少数股东损益	72	97	124	146
非现金支出	2,661	1,403	1,430	1,451
非经营收益	984	-166	-190	-185
营运资金变动	-1,570	2,478	1,440	-75
经营活动现金流	3,795	6,355	5,839	5,026
资产	-948	-363	-167	-62
投资	-7	-1,272	-1,471	-1,372
其他	63	-81	-92	-103
投资活动现金流	-892	-1,716	-1,731	-1,536
债权募资	108	0	0	0
股权募资	2	0	0	0
其他	-4,005	-1,205	-1,303	-1,350
融资活动现金流	-3,895	-1,205	-1,303	-1,350
现金净流量	-992	3,435	2,806	2,140

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,981	16,101	18,465	20,599
营业成本	7,158	9,580	10,839	11,721
毛利率%	44.9%	40.5%	41.3%	43.1%
营业税金及附加	164	290	314	330
营业税金率%	1.3%	1.8%	1.7%	1.6%
营业费用	1,445	1,980	2,271	2,472
营业费用率%	11.1%	12.3%	12.3%	12.0%
管理费用	548	725	831	927
管理费用率%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	37	45	54	62
研发费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	3,529	3,547	4,234	5,173
财务费用	1,141	35	20	20
财务费用率%	8.8%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-64	-10	-15	-12
投资收益	-134	-81	-92	-103
营业利润	2,502	3,669	4,390	5,326
营业外收支	-30	0	0	0
利润总额	2,472	3,669	4,390	5,326
EBITDA	5,972	4,940	5,649	6,612
所得税	751	1,027	1,229	1,491
有效所得税率%	30.4%	28.0%	28.0%	28.0%
少数股东损益	72	97	124	146
归属母公司所有者净利润	1,648	2,544	3,036	3,689

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,618	8,053	10,858	12,998
应收账款及应收票据	1,083	843	1,540	1,021
存货	586	456	864	487
其它流动资产	1,645	2,115	2,134	2,276
流动资产合计	7,932	11,467	15,397	16,783
长期股权投资	857	857	857	857
固定资产	2,863	3,454	3,680	3,710
在建工程	665	338	194	122
无形资产	734	678	616	557
非流动资产合计	45,456	45,936	46,427	46,698
资产总计	53,388	57,403	61,824	63,481
短期借款	1,094	1,094	1,094	1,094
应付票据及应付账款	506	893	2,924	1,165
预收账款	1,075	1,519	1,635	1,884
其它流动负债	6,137	7,883	8,300	8,982
流动负债合计	8,812	11,390	13,954	13,125
长期借款	2,464	2,464	2,464	2,464
其它长期负债	21,333	21,333	21,333	21,333
非流动负债合计	23,797	23,797	23,797	23,797
负债总计	32,609	35,187	37,751	36,922
实收资本	6,529	6,529	6,529	6,529
普通股股东权益	19,771	21,111	22,844	25,183
少数股东权益	1,008	1,105	1,230	1,376
负债和所有者权益合计	53,388	57,403	61,824	63,481

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。2018 年加入中泰证券，2020 年起负责轻工团队。2021 年加入国元证券，担任大消费方向负责人，主导轻工、纺织、新零售行业研究。2023 年 2 月入职德邦证券，负责轻工+中小盘研究。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。2020 年 2 月加入开源证券，研究传媒互联网行业。2021 年 9 月加入国元证券，研究轻工和新零售行业。2023 年 2 月入职德邦证券，进行轻工家居板块研究及中小盘研究支持。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。