

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

邮箱: liujiaren@cindasc.com

相关研究

- 1、《居然之家(000785):发布员工持股计划,共享公司成长》

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

全年稳健收官,数字化转型成效颇丰

2023年04月28日

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现收入 129.81 亿元, 同比下降 0.69%, 单 Q4 收入为 35.52 亿元, 同比增长 8.8%; 22 年实现归母净利润 16.48 亿元, 同比下降 28.44%, 单 Q4 归母净利为 1.14 亿元, 同比下降 80.8%。2023 年一季度公司实现收入 32.46 亿元, 同比增长 4.53%, 实现归母净利润 4.53 亿元, 同比下降 10.25%。公司 2022 年拟每 10 股派发现金股利 2 元(含税)。

点评:

- **家居卖场主业经营稳健, 数字化转型成效颇丰。** 2022 年公司实现收入 129.8 亿元, 同比下降 0.69%, 全年公司完成销售额(GMV) 1053.2 亿元, 同比增长 1.24%, 其中基于线上销售渠道的 GMV 超 300 亿元, 公司成功打造了以数字化产业服务平台“洞窝”为核心、以同城站、淘宝直播等方式为前端营销抓手、赋能本地经销商、最终转化线上消费者到线下实体店的线上线下融合的消费闭环。**分板块看, 租赁管理**实现收入 72.37 亿元, 同比下降 2.4%, 根据年报, 主要由于全国直营门店因外部特定因素平均停业 31 天, 对直营卖场内商户减免租金、物业管理费等。截止 22 年底公司直营店数为 91 家, 同比下降 4 家。**加盟管理**实现收入 6.29 亿元, 同比下降 20.5%, 根据年报, 主要由于外部特定因素导致加盟店签约和数量较上年同期的计划有所减少使得加盟费收入下降, 加盟拓展速度受限, 另外加盟店减免商户租金和出租率下降导致向加盟店收取的权益金减少。截止 22 年底公司加盟店数量为 337 家, 同比增加 11 家, 公司积极发力西南、华东、华南等地区, 加大三线及以下城市的下沉力度, 新开门店多数位于三线及以下的城市。**商品销售**实现收入 42.18 亿元, 同比增长 14.6%。
- **23 年盈利修复可期, 数字化投入提升赋能集团。** 毛利率方面, 公司 2022 年实现毛利率 44.86%, 同比-3.28pct; 23 年 Q1 实现毛利率 39.2%, 同比-6.7pct。期间费用方面, 公司 2022 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 11.1%、4.2%、0.3%、8.8%, 分别同比+2.0pct、+0pct、+0.3pct、-0.3pct。销售费用率同比提升, 主要由于受外部特定因素影响, 线下促销活动减少, 收取的临时促销费减少所致; 研发费用率同比提升主要为加大洞窝数字化研发投入所致。**净利润方面**, 公司 2022 年归母净利润 16.48 亿元, 同比下降 28.44%, 净利率为 12.7%, 同比下降 5.09pct。23Q1 公司实现归母净利润 4.53 亿元, 同比下降 10.25%, 净利率为 14%, 同比-2.3pct。**现金流方面**, 公司 2022 年实现经营活动现金流 37.95 亿元, 同比-33.4%, 主要由于公司对商户优惠减免增加、预收商户租金减少以及加大返款力度所致; 投资活动现金流为-8.92 亿元, 同比-62.8%, 主要为上年同期追加对每平每屋·设计家等公司投资以及增加收购物业投资款导致上年同期投资支出较多; 筹资活动现金流为-38.95 亿元, 同比-24.8%, 主要是支付的租赁款及偿还其他债务和回购股份支出减少。

- **盈利预测：**公司是国内泛家居行业龙头，也是搭建了全国线下零售网络的大型、综合和创新家居零售商，在品牌、服务口碑、规模、商业模式等多个方面具有领先的竞争优势。近年家居卖场业务持续稳健扩张，加快数字化转型，领跑家居行业新零售，同时家装全产业链赛道布局提供动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 24.06 亿元、27.01 亿元、30.93 亿元，同比分别变动+46.0%、+12.3%、+14.5%，目前股价对应 2023 年 PE 为 11x。
- **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13,071	12,981	15,209	16,977	18,929
增长率 YoY%	44.9%	-0.7%	17.2%	11.6%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,303	1,648	2,406	2,701	3,093
增长率 YoY%	69.8%	-28.4%	46.0%	12.3%	14.5%
毛利率%	48.1%	44.9%	46.8%	46.6%	46.3%
净资产收益率ROE%	12.0%	8.3%	10.8%	10.9%	11.1%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.25	0.37	0.41	0.47
市盈率 P/E(倍)	11.51	16.08	11.02	9.81	8.57
市净率 P/B(倍)	1.38	1.34	1.19	1.07	0.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9,068	7,932	10,328	12,771	15,718	
货币资金	5,637	4,618	7,139	8,966	11,942	
应收票据	5	1	6	1	7	
应收账款	709	1,083	977	1,267	1,227	
预付账款	792	329	372	417	468	
存货	379	586	504	718	652	
其他	1,546	1,315	1,330	1,401	1,422	
非流动资产	47,164	45,456	46,117	46,823	47,527	
长期股权投资	1,013	857	857	857	857	
固定资产	3,062	2,863	2,955	2,802	2,552	
无形资产	723	734	752	770	789	
其他	42,366	41,003	41,553	42,394	43,330	
资产总计	56,232	53,388	56,446	59,594	63,244	
流动负债	9,571	8,812	9,737	10,455	11,266	
短期借款	882	1,094	1,256	1,256	1,256	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	450	506	574	637	720	
其他	8,240	7,212	7,908	8,562	9,290	
非流动负债	26,397	23,797	23,408	23,019	22,629	
长期借款	2,618	2,464	2,464	2,464	2,464	
其他	23,778	21,333	20,944	20,554	20,165	
负债合计	35,968	32,609	33,145	33,473	33,895	
少数股东权益	1,044	1,008	1,114	1,232	1,368	
归属母公司	19,219	19,771	22,187	24,888	27,981	
负债和股东权益	56,232	53,388	56,446	59,594	63,244	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	13,071	12,981	15,209	16,977	18,929	
同比 (%)	44.9%	-0.7%	17.2%	11.6%	11.5%	
归属母公司净利润	2,303	1,648	2,406	2,701	3,093	
同比	69.8%	-28.4%	46.0%	12.3%	14.5%	
毛利率 (%)	48.1%	44.9%	46.8%	46.6%	46.3%	
ROE%	12.0%	8.3%	10.8%	10.9%	11.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.25	0.37	0.41	0.47	
P/E	11.51	16.08	11.02	9.81	8.57	
P/B	1.38	1.34	1.19	1.07	0.95	
EV/EBITDA	8.07	7.69	7.29	6.46	5.49	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	13,071	12,981	15,209	16,977	18,929	
营业成本	6,778	7,158	8,087	9,067	10,160	
营业税金及附加	160	164	198	207	231	
销售费用	1,193	1,445	1,673	1,918	2,177	
管理费用	575	548	642	717	799	
研发费用	1	37	30	51	57	
财务费用	1,182	1,141	1,034	938	860	
减值损失合计	-7	-64	-9	0	0	
投资净收益	-13	-134	-152	-170	-189	
其他	83	212	51	-9	-3	
营业利润	3,244	2,502	3,435	3,901	4,453	
营业外收支	-69	-30	-40	-90	-90	
利润总额	3,175	2,472	3,395	3,811	4,363	
所得税	797	751	883	991	1,134	
净利润	2,378	1,721	2,512	2,820	3,229	
少数股东损益	75	72	106	119	136	
归属母公司净利润	2,303	1,648	2,406	2,701	3,093	
EBITDA	6,731	5,972	5,889	6,308	6,804	
EPS(当年)(元)	0.35	0.25	0.37	0.41	0.47	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	5,701	3,795	5,954	5,514	6,660	
净利润	2,378	1,721	2,512	2,820	3,229	
折旧摊销	2,419	2,442	1,225	1,180	1,182	
财务费用	1,205	1,200	1,173	1,152	1,129	
投资损失	13	134	152	170	189	
营运资金变动	-337	-1,570	848	42	781	
其它	23	-132	43	150	150	
投资活动现金流	-2,397	-892	-2,033	-2,146	-2,165	
资本支出	-1,330	-948	-80	-176	-176	
长期投资	-1,100	-7	-1,800	-1,800	-1,800	
其他	33	63	-152	-170	-189	
筹资活动现金流	-5,181	-3,895	-1,401	-1,541	-1,518	
吸收投资	34	2	0	0	0	
借款	2,392	1,551	162	0	0	
支付利息或股息	-595	-1,372	-1,173	-1,152	-1,129	
现金流净增加额	-1,877	-992	2,521	1,827	2,977	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	ji ali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。