

居然智家 (000785.SZ)

买入 (首次评级)

创新融合，智能未来

投资要点:

➤ 商场运营效能领先，模式创新盘活运营潜力

家居卖场是我国最重要的线下消费场景、近年向头部集中趋势明显，2023年居然智家、美凯龙合计占我国万平米以上建材卖场的23.5%，头部卖场依托多年积累的规模、区位优势，竞争优势凸显。公司作为家居连锁卖场龙头，直营&加盟全国化布局，2014-2023年直营卖场从66家增至86家，加盟卖场从29家增至328家。其中，直营商场以轻资产租赁为主，单位面积营收持续领先；加盟卖场向三线及以下城市扩张，协同入驻品牌下沉战略。24年以来公司实施“一店两制”赋能招商、整装“样板间”创新融合、成效渐显，1H24公司实现GMV599亿元，同比+16.2%；25年随着国内消费需求复苏，行业景气改善有望带动卖场业务回暖。

➤ 数智化转型升级，三大平台促成长

24年12月公司更名“居然智家”，彰显公司卖场数字化转型、成为实体行业数智化转型升级样板的决心，也有助于市场更清晰识别公司在智能家居产品和服务方面的专业性和创新性。随着数字化时代的到来，传统线下家居卖场需要进行相应的数字化转型，高客单、重体验的产品属性要求较强的线下体验，线上线下相结合的S2B2C数字化产业互联网平台模式为行业发展的主要方向。1)“洞窝”作为公司赋能产业端和服务用户端的核心数字化平台，1H24实现GMV466亿元，同比+11.8%，并持续向各城市层级卖场输出数字化能力，带动客单价、客单量提升，同时以数字化赋能工厂、卖场、品牌、消费者全产业链条。2)“居然智慧家”定位于智慧生活零售服务平台，1H24实现销售额超22.5亿元，同比+30.6%，营收占比达44%，打造“人车家”一体融合的智能家居生态。3)“居然设计家”作为高品质AI家装设计平台，广泛覆盖海外优秀设计师，协同助力公司的出海战略。

➤ 2024出海元年，国际化战略扎实推进

公司以东南亚为起点，计划5年内完成东南亚大部分国家的实体店连锁布局。目前公司金边店、澳门店分别于2024年3月、6月正式开业，截至1H24两个店招商率均在96%以上，逐步打通国际化业务的运营模式。公司数字化核心抓手“洞窝”亦同步推进国际化，以跨境平台模式引领家居产业链出海。2023年，洞窝开通了澳门站和新加坡、柬埔寨2个境外分站，为公司国际化业务发展打造数字化基础，在实体店和“洞窝”出海基础上，居然设计家、居然智慧家也将加速出海。

➤ 盈利预测与投资建议

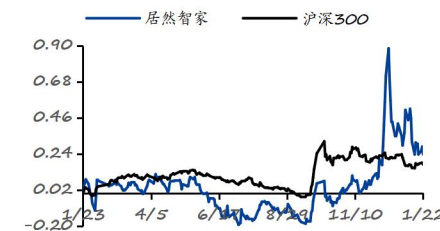
预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.2亿元、11.0亿元、11.9亿元，分别同比-21.4%、7.9%、8.0%，目前股价对应25年PE为19X，略高于可比公司均值，考虑公司智能化转型业内领先、且作为家居零售龙头具有一定溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示：宏观经济波动，行业市场竞争加剧，突发事件风险，数字化转型风险

基本数据

日期	2025-01-22
收盘价:	3.42元
总股本/流通股本(百万股)	6,227.05/5,897.94
流通A股市值(百万元)	20,170.97
每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	58.84
一年内最高/最低价(元)	5.60/2.20

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
	lhp30568@hfzq.com.cn
分析师:	李含稚(S0210524060005)
	lh30597@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,981	13,512	13,744	15,087	16,601
增长率	-1%	4%	2%	10%	10%
净利润(百万元)	1,648	1,300	1,021	1,102	1,190
增长率	-29%	-21%	-21%	8%	8%
EPS(元/股)	0.26	0.21	0.16	0.18	0.19
市盈率(P/E)	12.9	16.4	20.9	19.3	17.9
市净率(P/B)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 公司简介：家居卖场龙头，数字化新零售领先	4
1.1 卖场为家居主要渠道，头部化、数字化、规划化为行业趋势	4
1.2 引入金隅集团重视员工激励，更名“居然智家”数智转型	6
1.3 规模稳步扩张，25 年经营回暖可期	7
2 公司亮点：商场主业锐意创新，家装家居数字化标杆	10
2.1 商场运营效能领先，模式创新挖掘成长潜力	10
2.1.1 直营轻资产运营，加盟赋能下沉	10
2.1.2 多维度汇聚全域流量，多举措创新盘活运营	12
2.2 数智化生态全面赋能，三大平台促成长	14
2.3 依托数字化抓手，国际化战略扎实推进	17
3 盈利预测与投资建议	20
3.1 盈利预测	20
3.2 投资建议	21
4 风险提示	22

图表目录

图表 1：我国规上建材家居商场销售额及增速	4
图表 2：我国泛家居全渠道销售额规模及增速	4
图表 3：万平方米以上建材家居商场占比提升	5
图表 4：我国室内家具消费渠道集中在线下家居门店	5
图表 5：23 年我国万平方米以上建材家居卖场集中度	5
图表 6：22 年建材家居卖场品牌数量变化	5
图表 7：我国主要家居商场情况	6
图表 8：居然智家截止 9M24 股权结构图	7
图表 9：公司员工持股计划业绩考核目标	7
图表 10：居然智家主要发展历程	8
图表 11：近年公司营收及同比增速	8
图表 12：近年公司归母净利润及增速	8
图表 13：近年公司毛利率、归母净利率	9
图表 14：近年公司销售、管理、研发费用率	9
图表 15：公司分业务毛利率	9
图表 16：公司主要业务收入结构（百万元）	10
图表 17：近年公司各业务部门利润（百万元）	10
图表 18：商场分类型门店数量及数量增速	10
图表 19：公司直营商场门店结构	11
图表 20：公司直营商场总面积	11
图表 21：公司直营商场单店面积	11
图表 22：公司直营商场每单店租金/管理费收入	11
图表 23：公司加盟商场数量	12
图表 24：公司加盟商场总面积	12
图表 25：2023 年公司直营商场区域分布	12
图表 26：2023 年公司加盟商场区域分布	12
图表 27：近年公司整体 GMV	13
图表 28：公司中商世界里 MALL	13
图表 29：居然乐屋整装 79800 套餐	14
图表 30：公司数智化平台赋能主业示意图	14
图表 31：公司平台服务收入与占商场业务比重	14
图表 32：“洞窝”家装家居数字化产业服务平台	15
图表 33：洞窝 2023 年入驻卖场分城市线级分布	15
图表 34：洞窝 2023 年各品类的 SKU 数量	15



图表 35:	洞窝 2022-2023 年客单价	16
图表 36:	洞窝 2022-2023 年客单量	16
图表 37:	智慧家销售额及占商品销售业务收入比重	16
图表 38:	智慧家部分合作品牌示意图	16
图表 39:	智慧家全屋智能生态场景示意图	17
图表 40:	居然智慧家小程序示意图	17
图表 41:	大健康博览会居然智家展位图	17
图表 42:	居然柬埔寨金边店示意图	18
图表 43:	洞窝海外版示意图	18
图表 44:	居然设计家功能示意图	19
图表 45:	公司业绩拆分预测表	20
图表 46:	可比公司估值表	21
图表 47:	财务预测摘要	23



1 公司简介：家居卖场龙头，数字化新零售领先

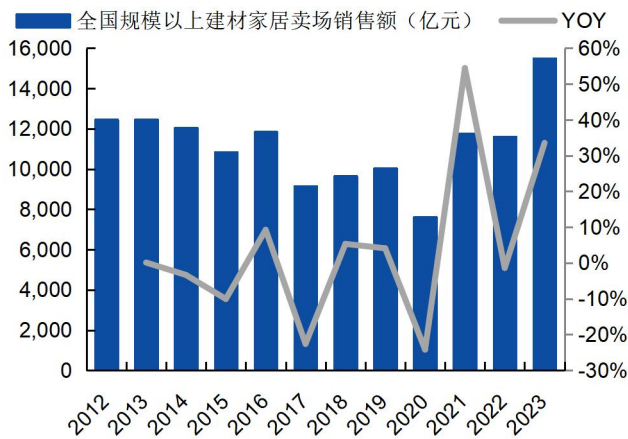
1.1 卖场为家居主要渠道，头部化、数字化、规划化为行业趋势

泛家居市场空间广阔，近年来头部卖场集中，数字化、线上化加速。2023 年我国规模以上建材家居卖场销售额达 1.55 万亿元，同比+33.5%。据艾瑞咨询，2023 年我国泛家居全渠道销售额达 4.6 万亿元，据艾瑞咨询预测，到 2027 年我国泛家居全渠道销售额有望达 5.3 万亿元，2023-2027 年泛家居行业 CAGR 约 4%。同时，我国家居渠道持续向头部集中，中小家居卖场、建材街、街边店加速出清；据艾瑞咨询，2023 年万平方米以上建材家居市场销售额占比约 18%，自 2019 年以来保持持续提升趋势。

泛家居行业流通渠道相对多元，包含集合式家居建材市场、大卖场、家装公司、设计师渠道、电商平台、工厂专卖店、家居建材超市七种业态，各渠道竞争激烈。随着电商消费的普及和消费人群的年轻化，“线上搜索信息+线下体验成交”已成为消费者最常采用的购买方式，传统线下渠道数智升级与线上新渠道开拓并驾齐驱。

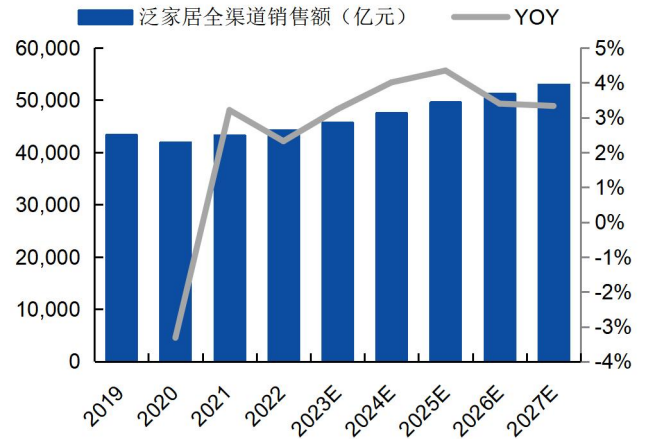
据欧睿，目前我国室内家具销售渠道仍以线下为主，目前家具销售主要渠道仍为线下家居用品专营店，其在家具零售渠道占比自 2021 年以来维持在 66%左右；线上销售占比自 2020 年起提升明显，2023 年线上零售占比约达 20%。

图表 1：我国规上建材家居商场销售额及增速



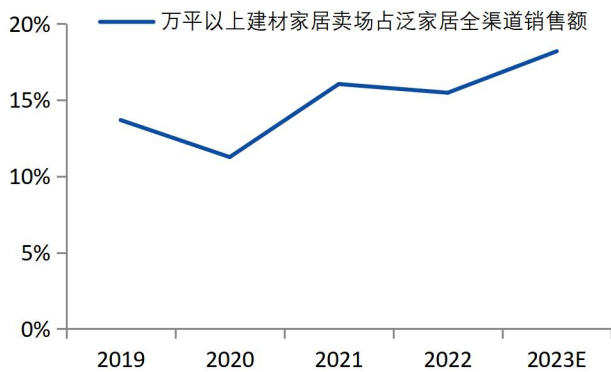
数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 2：我国泛家居全渠道销售额规模及增速



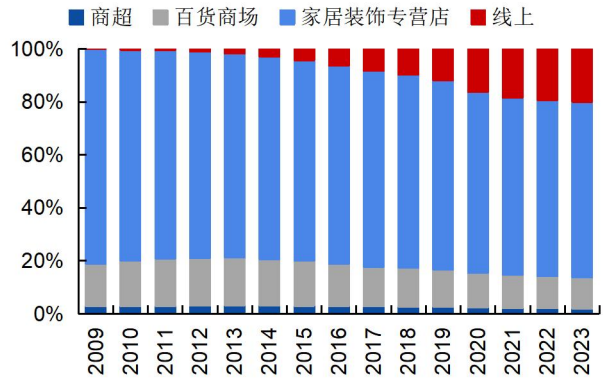
数据来源：艾瑞咨询，国家统计局，住建部，中国建筑材料流通协会，华福证券研究所

图表 3: 万平米以上建材家居商场占比提升



数据来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 住建部, 中国建筑材料流通协会, 华福证券研究所, 华福证券研究所

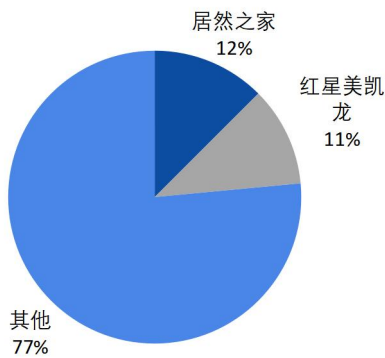
图表 4: 我国室内家具消费渠道集中在线下家居门店



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

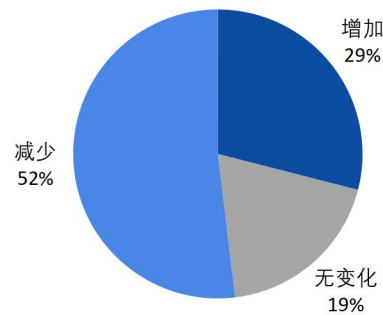
居然智家与美凯龙稳居行业龙头, 家居卖场品牌数量减少, 全行业向规模化发展。从卖场集中度看, 2023 年在全国万平米以上建材家居卖场中, 居然智家、美凯龙市占率分别为 12.5%、11.0%, 行业 CR2 为 23.5%, 伴随行业整合, 行业强者恒强的发展趋势愈发凸显。从入驻品牌看, 2022 年近 52% 的卖场内品牌数减少, 流量持续向头部品牌集中, 在卖场、品牌商户集中度同步提升的大背景下, 卖场有望通过提升品牌/商户合作关系重视度提高卖场经营稳定性, 推动家居全行业规模化发展。

图表 5: 23 年我国万平米以上建材家居卖场集中度



数据来源: 艾瑞咨询, 中国建筑材料流通协会, 华福证券研究所

图表 6: 22 年建材家居卖场品牌数量变化



数据来源: 艾瑞咨询, 中国建筑材料流通协会, 华福证券研究所

全国连锁头部卖场占据区位优势, 覆盖区域及门店数量领先。目前, 我国头部家居卖场已形成一定的规模优势, 以居然智家、美凯龙为代表的全国连锁卖场在区域覆盖及商场数量上均占据显著优势。头部卖场凭借较强消费者心智以及优质商圈占位, 对家居品牌商家吸引力较强; 与区域型卖场相比, 行业相对重资产的特征也使得以居然、美凯龙为代表的全国性卖场具备门槛, 在近年地产下行的背景下, 全国性卖场也具备更强的抗风险能力, 未来市场份额持续向头部集中仍是大势所趋。


图表 7: 我国主要家居商场情况

公司	覆盖区域	商场数量
居然智家	29 个省市区	414 家 (直营 86 家、加盟 328 家)
美凯龙	30 个省、直辖市、自治区	370 家 (自营 87 家、委管 275 家、战略合作 8 家; 46 个特许经营家居建材项目, 共包括 448 家家居建材店/产业街)
月星家居	覆盖全国各大中城市	200+家
欧亚达	武汉、杭州、长沙、济南、辽阳、赣州、延安、莱芜等 100 余个大中城市核心商圈	130+家 (经营总面积近 700 万平方米, 自持物业超 120 万方)
宜家	全国 29 个城市	34 家商场门店、2 家体验店、8 家荟聚中心

数据来源: 公司公告, 公司官网, 36 氪, 新品略财经, 华福证券研究所

1.2 引入金隅集团重视员工激励, 更名“居然智家”数智转型

公司实控人为董事长汪林明, 股东包括金隅集团、阿里等知名企业。2019 年居然智家借壳武汉中商, 完成上市。目前, 公司的实际控制人为汪林朋, 直接/间接持有公司 28.6% 股权。

2023 年, 公司通过《股份转让协议》由居然智家控股转让 6.29 亿股股票, 总对价约 22.32 亿, 引入金隅集团持股 10% 作为战略投资者。金隅集团是北京市属大型国有控股产业集团、A+H 股上市公司, 主业为新型绿色环保建材制造、装备制造及贸易服务、地产开发、物业运营与家装服务等, 位列中国企业 500 强、中国企业效益 200 佳和全国企业盈利能力 100 强。公司与金隅集团在卖场运营、房地产开发、整装业务、物业管理、数字化转型、物流交付网络建设等领域能实现较好的战略和业务协同。

杭州灏月及其一致行动人瀚云新领合计持有公司约 14% 股权, 公司与阿里在 AI 家装设计、互联网引流等方面均存在良好业务协同。


图表 8: 居然智家截止 9M24 股权结构图


数据来源: iFind, 华福证券研究所

发布员工持股计划，2023-2026 年 GMV 考核目标年化增速不低于 10%。2023 年公司发布第一期员工持股计划，员工持股计划的员工总人数不超过 6,000 人，股票规模不超过 4,233 万股，约占公司总股本的 0.65%。持股计划的业绩考核目标为 2023-2026 年间公司各年 GMV 同比增速不低于 10%。员工持股计划有助于充分调动公司员工的主动性和创造性，吸引和保留优秀的人才，多方面打造人力资源优势，为公司的持续快速发展注入新的动力。2023 年公司实现 GMV 为 1176 亿元，同比增长 11.7%，已达成持股计划第一个解锁期目标。

图表 9: 公司员工持股计划业绩考核目标

解锁期	解锁比例	业绩考核目标
第一个解锁期	25%	2023 年度 GMV 增长率同比不低于 10%
第二个解锁期	25%	2024 年度 GMV 增长率同比不低于 10%
第三个解锁期	25%	2025 年度 GMV 增长率同比不低于 10%
第四个解锁期	25%	2026 年度 GMV 增长率同比不低于 10%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2024 年 12 月，公司更名为“居然智家”，随着智能类家居产品已成为公司家居卖场最重要的经营品类，公司的更名有助于更清晰地识别公司在智能家居产品和服务方面的专业性和创新性，推动公司商业模式转型升级。12 月 9 日，公司“智”飞大会上董事长兼 CEO 汪林朋表达了成为数字化智能化转型升级的样板、成为中国家居行业国际化的开路先锋的目标；公司将利用数智化系统优势，打造良好的合作环境。目前公司正在打造智能体验中心，探索 AI 和家装新模式，作为新的流量出口，为业务注入新的活力。

1.3 规模稳步扩张，25 年经营回暖可期

公司自创立至今已实现卖场全国化规模扩张，近年来加速融合&创新，打造家居新零售标杆。居然智家于 1999 年创立，于 2001 年完成第一次 MBO 改制演变为混合所有制。随后的数十年中，居然智家开启从北京向全国扩展的步伐，2014 年公司



第 100 家商场开业，2017 年第 223 家商场开业，截止 2023 年，公司在国内 29 个省市区市经营了 414 家家居卖场，包含 86 家直营卖场及 328 家加盟卖场。

近年来，公司不断进行商业模式创新，平台服务于线性服务结合、线上线下结合，“大家居”、“大消费”相融合，引领家居行业向新零售转型。2016 年公司收购 Homestylar 美家达人，之后以美家达人为基础与阿里共同打造“居然设计家”AI 家装设计平台。2021 年数字化家装家居产业服务平台“洞窝”上线，为家居卖场、工厂、经销商和导购员提供从基础设施到场景应用的全域解决方案。同时，公司在长春、武汉等城市已开业 4 家“中商世界里”购物中心，拓宽消费场景，融合家居与大消费。“居然智慧家”作为智能家居产业服务平台，1H24 年已实现互联互通的合作品牌超 200 家，接入设备超 20 万，已在全国 15 个省市开业门店 128 个。

图表 10: 居然智家主要发展历程

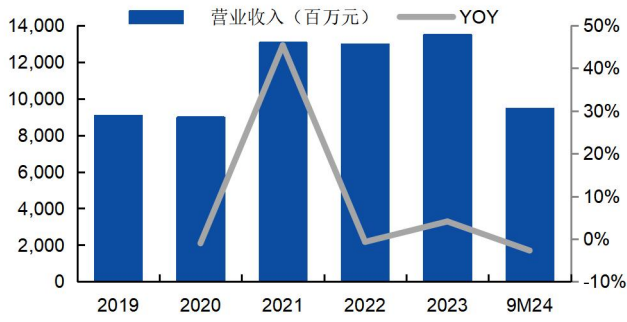


数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

消费环境偏弱、叠加免租政策影响短期经营，25 年经营回暖可期。2024 年前三季度公司实现营收 95 亿元，同比-2.7%，实现归母净利润 7.3 亿元，同比下降 36.4%。公司盈利有所下滑，主要由于，一方面，家居建材作为一类客单价相对较高、决策链条相对较长的消费品类，特定外部因素影响后复苏过程相对缓慢；另一方面，公司为支持商户持续经营，继续对合格商户减免了部分租金及管理费，导致毛利水平高的租金收入、管理费收入出现阶段性下滑。为消化收入下滑的影响，公司不断创新卖场合作新模式，在租赁成本端，推行营业收入分成合作模式，虽然租赁收入阶段性下滑，但固定租赁成本也在逐步下降，租赁业务的毛利率维持稳定水平。同时，公司加强费控管理，管理费用率、销售费用率、财务费用率同比均明显改善。展望 2025 年，我们认为随着国内消费支持政策持续落地，行业需求有望迎来逐步复苏，公司经营回暖值得期待。

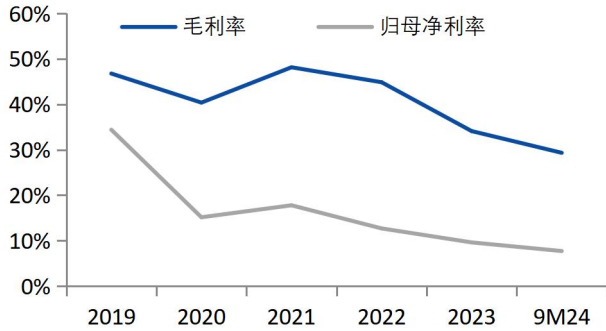
图表 11: 近年公司营收及同比增速

图表 12: 近年公司归母净利润及增速

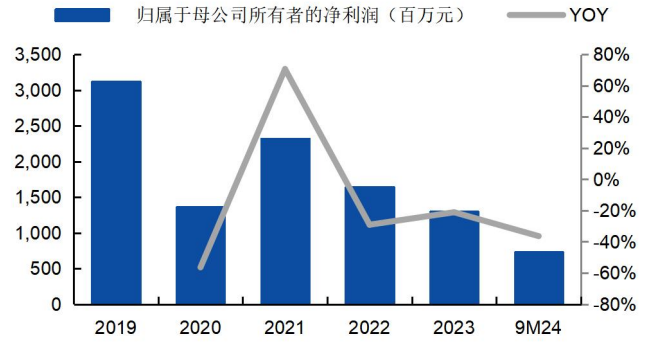


数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 近年公司毛利率、归母净利率

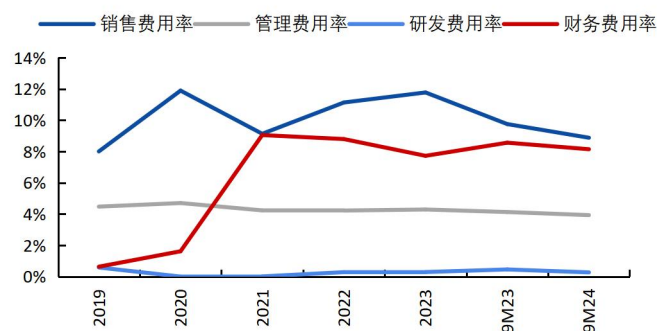


数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所



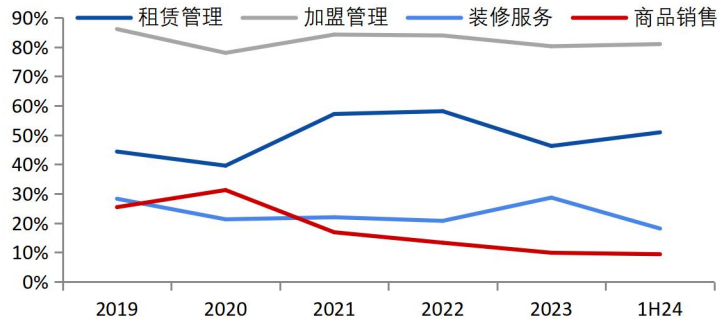
数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 近年公司销售、管理、研发费用率



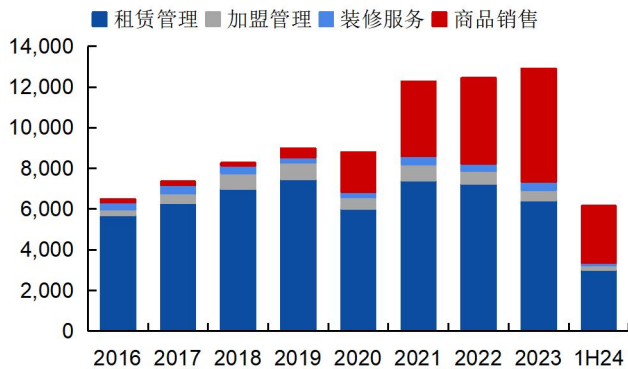
数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 公司分业务毛利率

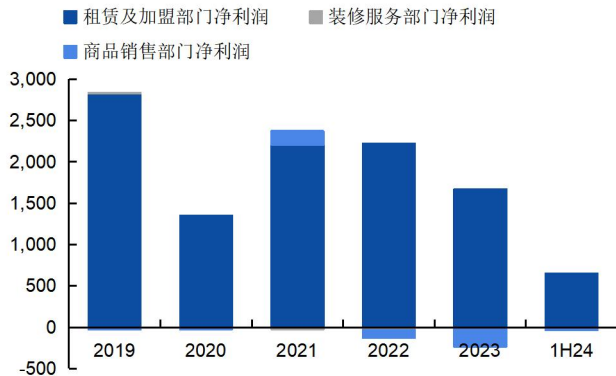


数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

目前公司业务以商场租赁管理为主，商品销售占比快速提升，商场租赁为主要利润来源。营收结构方面，商品销售业务的营收占比自 2020 年显著提升，主要由于报告期内合并武汉中商全年的商品销售收入所致。2020 年后，公司大力发展“居然智慧家”业务，销售电子产品、智能家居产品连接手机、汽车、家电等各种智能终端设备，并与华为合作接入鸿蒙系统，拉动智慧家业务收入快速增长。盈利结构方面，目前公司租赁管理业务为利润主要来源，经营模式为公司向入驻的商户收取租金、市场管理费及广告促销费、平台费等。


图表 16: 公司主要业务收入结构 (百万元)


数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 近年公司各业务部门利润 (百万元)


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

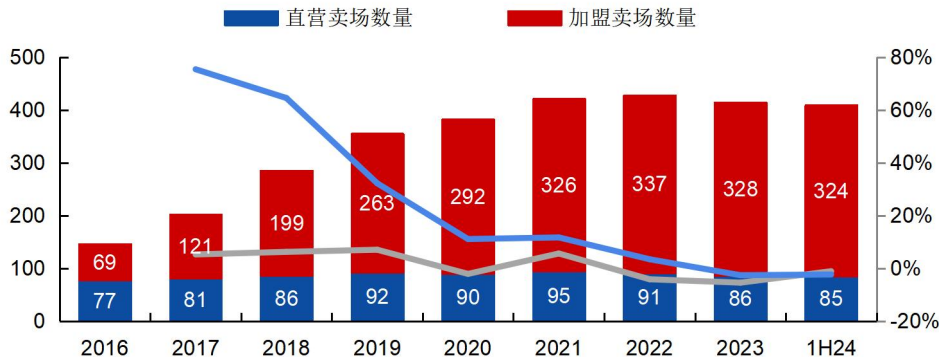
2 公司亮点: 商场主业锐意创新, 家装家居数字化标杆

2.1 商场运营效能领先, 模式创新挖掘成长潜力

2.1.1 直营轻资产运营, 加盟赋能下沉

直营&加盟模式并行, 连锁卖场稳健扩张。1) **直营卖场:** 以租赁物业为主, 数量相对稳定。2016-2023 年公司直营卖场数量从 77 家提升至 86 家, CAGR 为 1.6%, 截止 1H24 自有物业/租赁物业数量为 17/68 家维持稳定。2021 年以前直营门店数呈现稳定上升趋势, 2022、2023 年受外部环境的影响租赁物业数量分别下滑 4、5 家, 自有物业数量保持稳定。

2) **加盟卖场:** 行业下行期逆势扩张, 近年来随外部环境减缓扩张速度。2016-2023 年公司加盟卖场数量从 69 家提升至 328 家, CAGR 为 25%, 呈快速扩张趋势, 截止 1H24 特许加盟/委托管理数量为 150/178 家。

图表 18: 商场分类型门店数量及数量增速


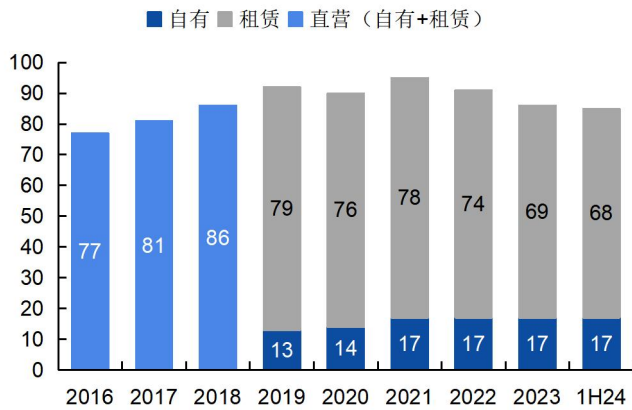
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

直营商场以“轻资产”租赁为主, 稳健扩张。经营模式方面, 公司直营商场通过自有或租赁物业自主运营家居卖场, 直接承担店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、营销活动管理等一系列工作。直营商场的门店多数以



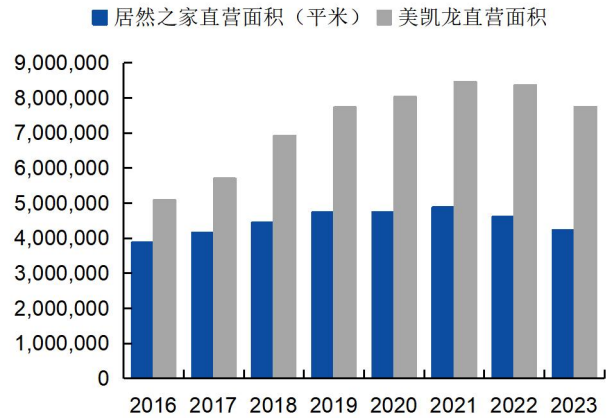
租赁物业为主，且大多位于直辖市、省会级城市等一、二线城市的核心地段。1H24 公司拥有的 85 家直营卖场中，68 家为租赁物业，占直营门店 80%，17 家为自持物业。在以租赁物业为主的模式下，公司受益于“轻资产”得以快速向全国拓展。收入方面，2016-2019 年直营商场产生的租赁管理收入 CAGR 近 10%，2020-2023 年受疫情客流下滑、减租政策影响经营业务波动较大收入 CAGR 为 2%，1H24 租赁管理收入同比-8.5%。同时，横向对比看，公司商场精细化运营，单位面积经营收入持续领先。

图表 19: 公司直营商场门店结构



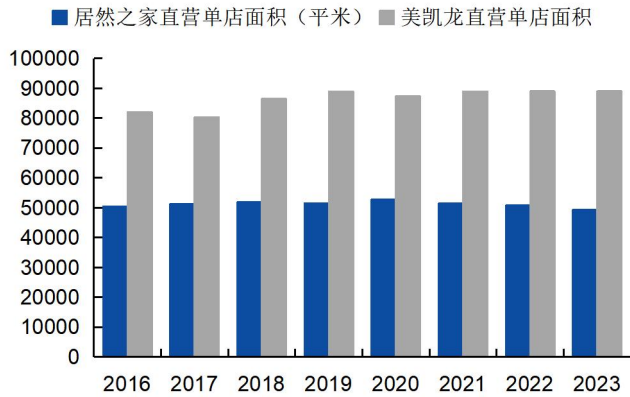
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 公司直营商场总面积



数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 公司直营商场单店面积



数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

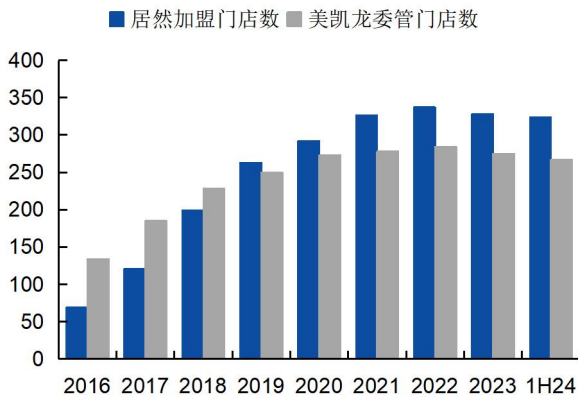
图表 22: 公司直营商场每单店租金/管理费收入



数据来源: 各公司公告, iFind, 华福证券研究所

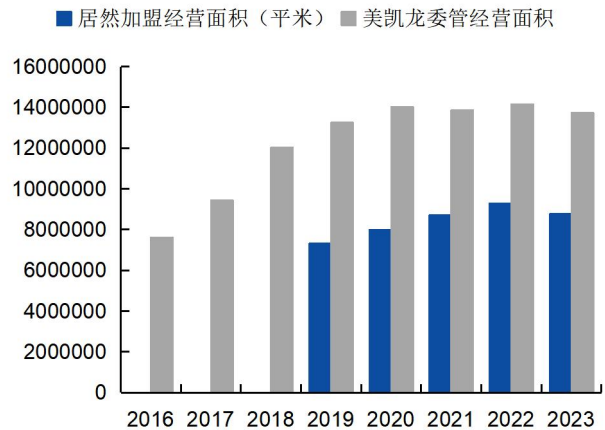
加盟商场助力快速扩张，向下沉市场扩张。经营模式方面，在加盟模式下，公司向加盟方或由其设立的项目公司提供实地考察、人员派驻及培训、市场调研、门店运营管理咨询、招商及宣传推广、广告策划等服务。收入来源主要包括加盟费、权益金类，权益金类一般按年按经营成果的一定比例或按固定金额收取。2023 年公司拥有的 328 家加盟卖场。收入方面，2016-2019 年公司加盟管理收入 CAGR 约 42%，主要为加盟店数量快速扩展。2020-2023 年营收波动，主要与疫情及门店数扩张放缓相关。1H24 加盟管理收入同比-21%。

图表 23: 公司加盟商场数量



数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

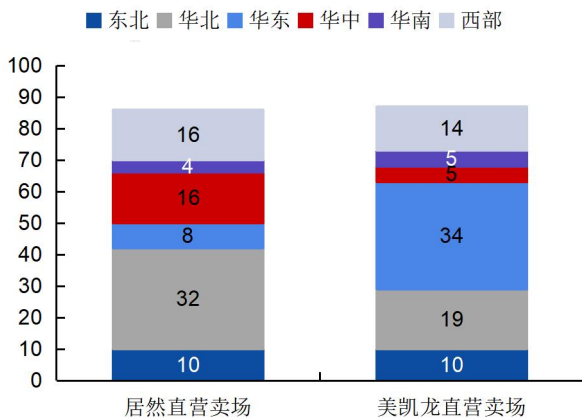
图表 24: 公司加盟商场总面积



数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

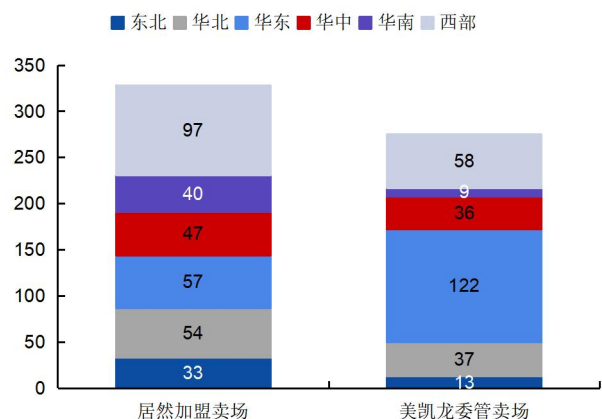
从卖场区域分布看, 公司直营商场在华北、华中布局较多, 加盟卖场在西部相对较多、但在全国其他各区域均匀分布, 同时, 在三线及以下城市连锁门店以加盟模式为主驱动业务扩张, 符合入驻品牌商向下渗透的拓展需求, 实现卖场与入驻商户的共同持续增长。

图表 25: 2023 年公司直营商场区域分布



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 2023 年公司加盟商场区域分布



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.1.2 多维度汇聚全域流量, 多举措创新盘活运营

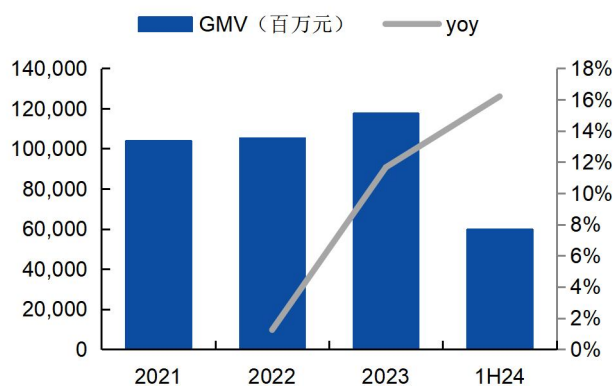
在多维度的营销矩阵驱动下, 公司 GMV 保持稳步成长。公司积极适应市场变化、积极创新, 依托运营能力, 在碎片化流量趋势下积极通过公域私域运营、直播矩阵打造、联合营销 IP 等方式聚合流量。2021-2023 年公司 GMV 从 1040 亿元提升到 1176 亿元, 1H24 年 GMV 达 559 亿元同比增长 16.2%, 线上线下协同引流赋能卖场主业稳步发展。

2024 年上半年, 公司构建了“官方账号+垂直内容账号”流量矩阵, 推进“全员直播拍视频”活动, 并通过开展“旧房换新颜”、“家具家电以旧换新”等营销 IP 活动,

有效激活客流、高效赋能商户。2024 年上半年公司组织开展了六场全国统一大促，其中 3·15 春季家博会活动期间销售额达到 125.8 亿元，较去年同期增长 23.8%，6·18 全域销售额达 143 亿元，同比增长 32.9%。

挖掘商场新业态，打造购物中心、“一店两制”、“整装大店”多元模式。1) 购物中心打造实体店第二增长曲线。截止 1H24，公司在长春、呼和浩特、武汉已开业 4 家“中商世界里”购物中心，购物中心实现销售额 12.67 亿元，同比增长 193.7%，上半年客流达 2,044 万人次，同比增长 156.3%。

图表 27: 近年公司整体 GMV



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 28: 公司中商世界里 MALL



数据来源: 湖北日报, 华福证券研究所

2) **“一店两制”赋能招商。**2023 年，公司在变局下及时应变，率先提出固定租金和销售分成“一店两制”的招商模式，一方面与商户形成风险共担、利益共享的关系；另一方面突破传统固定租金模式下公司营业收入的天花板。截止 1H24，“销售分成”模式在哈尔滨先锋店及四川内江店成功试点，不仅激活了经营不力门店，更在行业内树立了新的标杆，通过“销售分成”模式招商面积占新招商面积的 65.4%，有效带动招商率稳步提升。

3) **家装再升级，整装蓄势待发。**2023 年，居然乐屋完成了“场景化”整装体验中心和“爆品”样板间的研发打磨，产品丰富度和灵活度得到了极大提升，可向消费者提供全屋整装和局部改造自由选择的整装产品。同时，公司整装业务供应链品牌库得到进一步扩充和完善，满足消费者从基础硬装、定制家具，到成品家具、智能家电、软装配饰等全部配齐的一站式消费需求。

2024 年居然智家北京十里河整装体验中心开业仪式中，公司国内首个整装体验中心正式对外亮相——12 间整装实景样板间，涵盖多种设计风格、多类家庭结构、多个年龄阶段。开业当天，居然智家推出了均价 998 元/平方米的爆款整装套餐——80 平方米 79800 元拎包入住，该套餐除水电硬装、装修主材外，还包括家具（13 件）、家电（冰洗电 3 件套）、软装窗帘等，套餐内产品均为入驻居然智家卖场的一线家居建材品牌。截至 1H24，十里河整装体验中心进店客流同比上升 54%，签约转化率

由 17%提高到 28%，实现销售额同比增长 40%。

图表 29: 居然乐屋整装 79800 套餐

◆ 收费标准方式					◆ 主辅材配置																							
基准面积 (m ²)	基准价格 (元)	超出基准面积加价 (元/m ²)	卫生间加价 (元/套)	小于基准面积计价规则	类别	主材	标配品牌	类别	辅材	标配品牌																		
80	79800	599	11800	计价面积<80m ² , 每平方米核减300元 最大核减25m ² , 不足55m ² 按55m ² 计价	定制类产品	整体橱柜	好莱客	水管件	伟星PPR管材及配件	伟星																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>家居品类</th> <th>品牌</th> <th>产品配置明细</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>全屋家具13件套</td> <td>全友家居</td> <td>客厅: 沙发、茶几 餐厅: 餐桌、餐椅 卧室: 双人床、棕垫、床头柜</td> </tr> <tr> <td>10m²-E0定制家具</td> <td>好莱客</td> <td>包含柜体、门板、拉手、收口板、五金、配件, 赠送卡槽背板</td> </tr> <tr> <td>灯具四件套</td> <td>袋鼠优品</td> <td>客厅灯具、餐厅灯具、卧室灯具</td> </tr> <tr> <td>窗帘布18米套</td> <td>帘到家</td> <td>标配窗帘布(不含窗帘纱), 白色窗帘杆, 花色可任选</td> </tr> <tr> <td>家电三件套</td> <td>小米</td> <td>双门冰箱+波轮全自动洗衣机+小米电视</td> </tr> </tbody> </table>					家居品类	品牌	产品配置明细	全屋家具13件套	全友家居	客厅: 沙发、茶几 餐厅: 餐桌、餐椅 卧室: 双人床、棕垫、床头柜	10m ² -E0定制家具	好莱客	包含柜体、门板、拉手、收口板、五金、配件, 赠送卡槽背板	灯具四件套	袋鼠优品	客厅灯具、餐厅灯具、卧室灯具	窗帘布18米套	帘到家	标配窗帘布(不含窗帘纱), 白色窗帘杆, 花色可任选	家电三件套	小米	双门冰箱+波轮全自动洗衣机+小米电视	成品类产品	烟机灶具	亿田	电料	3D四屏超薄数字电视线	普鲁仕
					家居品类	品牌	产品配置明细																					
全屋家具13件套	全友家居	客厅: 沙发、茶几 餐厅: 餐桌、餐椅 卧室: 双人床、棕垫、床头柜																										
10m ² -E0定制家具	好莱客	包含柜体、门板、拉手、收口板、五金、配件, 赠送卡槽背板																										
灯具四件套	袋鼠优品	客厅灯具、餐厅灯具、卧室灯具																										
窗帘布18米套	帘到家	标配窗帘布(不含窗帘纱), 白色窗帘杆, 花色可任选																										
家电三件套	小米	双门冰箱+波轮全自动洗衣机+小米电视																										
定制类产品	木门	龙鼎天著	六类双屏蔽网线	慧远																								
定制类产品	铝扣板吊顶	友邦	卫生间	慧远																								
定制类产品	瓷砖	L&D	卫浴	华菱																								
定制类产品	地板	德尔	开关插座	西门子																								
定制类产品	卫浴	九牧	卫浴五金挂件	莱尔诗丹																								
定制类产品	厨卫五金	地漏	厨卫五金	潜水艇																								
定制类产品	洗衣机地漏及龙头配件(角阀/软管)	潜水艇	腻子	西卡																								
定制类产品	油漆	乳胶漆	立邦	立邦																								

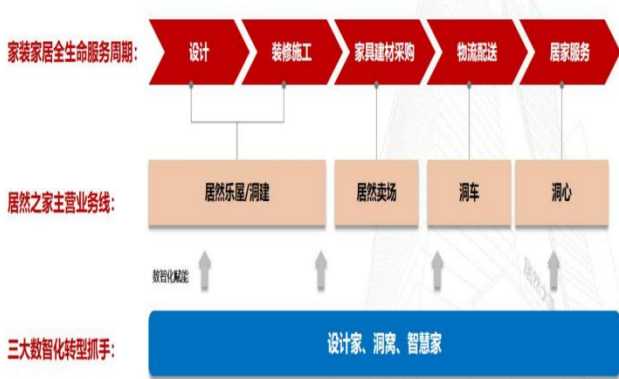
数据来源: 银柿财经, 华福证券研究所

2.2 数智化生态全面赋能, 三大平台促成长

平台服务收入占比持续提升, 拓宽传统卖场收入来源。2020-2023 年公司平台服务收入从 8.4 亿元提升至 12.6 亿元, CAGR 为 14.4%, 且 2023 年在传统卖场业务的营收占比提升至近 20%, 以“洞窝为核心”的数字化平台赋能商户、用户, 拓宽卖场业务营收来源。

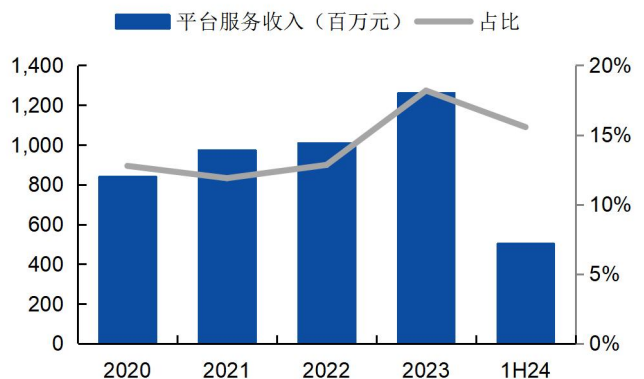
目前, 公司已搭建了“洞窝”、“居然设计家”和“居然智慧家”三大家居产业数智化平台, 全面赋能主业发展。

图表 30: 公司数智化平台赋能主业示意图



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 公司平台服务收入与占商场业务比重



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

“洞窝”家装家居数字化产业服务平台, “洞车”物流交付地网, “洞心”到家服务。公司于 2020 年底开始启动 S2B2C 模式的家居零售产业服务平台——“洞窝”的建设, 并于 2021 年正式上线。截止 1H24, 洞窝累计上线卖场 1016 家(同比+82.4%), 上半年实现 GMV466 亿元(同比+11.8%)。“洞窝”打通工厂、经销商、卖场、顾客、物流、到家服务的全产业链数据, 实现实体家居卖场运营管理全流程的数字化。

“洞车”是智慧物流服务平台，开创“仓储免费、送配装按销售计费”的物流新模式，为家居大件的仓储、加工、配送、安装及售后提供一站式专业物流服务。“洞心”为消费者提供更加贴心与优质全面的到家服务，打造“可信赖”的服务品牌，让“好服务”有标准，搭建职业化培训平台、建立家政家居培训学校。

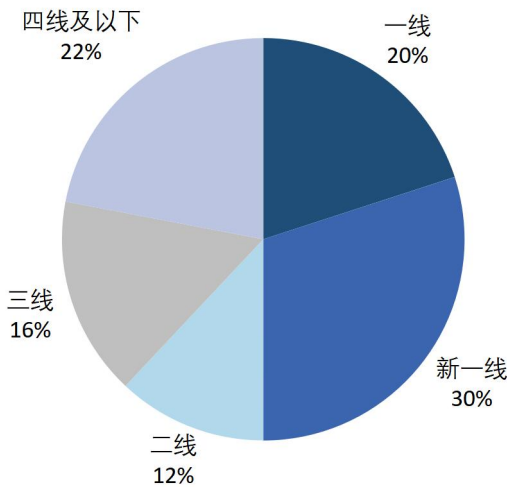
图表 32: “洞窝”家装家居数字化产业服务平台



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

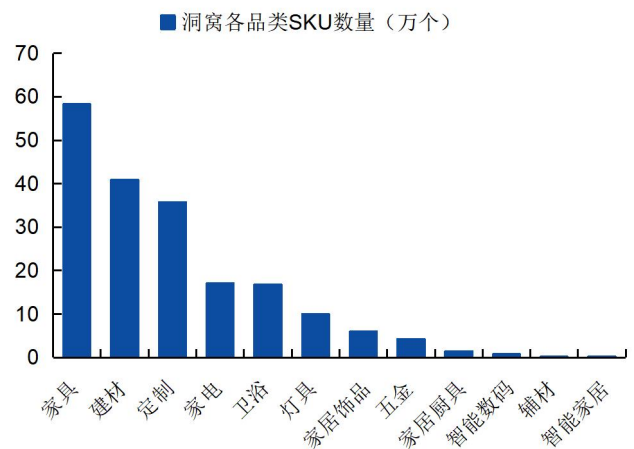
“洞窝”持续向各城市层级卖场输出数字化能力，带动客单价、客单量提升。从入驻商场城市线级分布看，2023年洞窝入驻的一线&新一线城市卖场数量合占50%，同时，洞窝积极拓展下沉城市卖场入驻，四线及以下城市的卖场数量占比达22%，超过二、三线城市。从客单价看，凭借线上线下结合的新购物场景带来的服务和体验升级，带动了客单价及客单量的提升，客单价由2022年的3.7万元增长至2023年的4.1万元。客单量由2022年的2.4单增长至2023年的2.6单。

图表 33: 洞窝 2023 年入驻卖场分城市线级分布



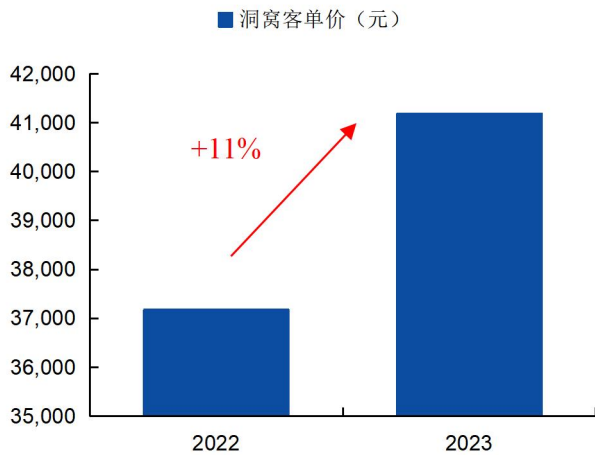
数据来源: 艾瑞咨询, 居然智家洞窝数据, 华福证券研究所

图表 34: 洞窝 2023 年各品类的 SKU 数量



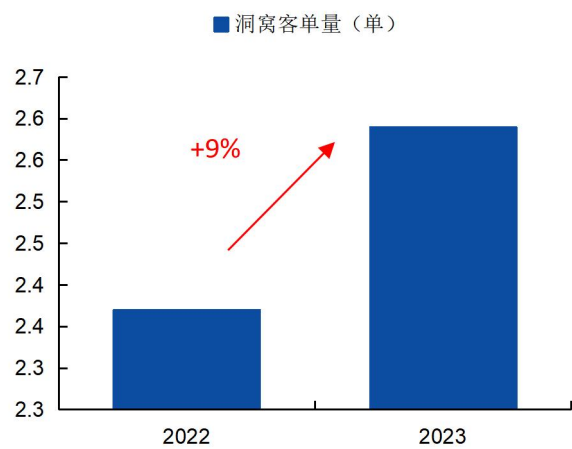
数据来源: 艾瑞咨询, 居然智家洞窝数据, 华福证券研究所

图表 35: 洞窝 2022-2023 年客单价



数据来源: 艾瑞咨询, 居然智家洞窝数据, 华福证券研究所

图表 36: 洞窝 2022-2023 年客单量

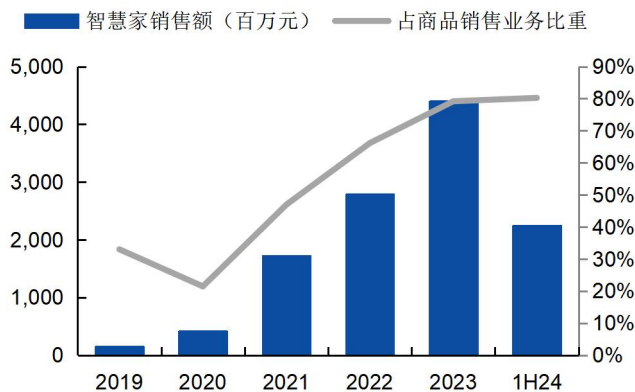


数据来源: 艾瑞咨询, 居然智家洞窝数据, 华福证券研究所

“居然智慧家”带动商品销售营收快速增长, 打造“人车家”一体化生态。居然智慧家定位于智慧生活零售服务平台, 以苹果、华为、小米等品牌手机和智能家居系统代理为依托, 向消费者提供沉浸式智能生活体验和美学生活展示。公司目前逐步整合为居然智慧家, 通过构筑“1+1+8”(1个智慧家庭大脑、1个数字家庭APP以及安防、遮阳、用水、冷暖新风、照明、家电、影音娱乐、智能车机8个子系统)智慧家居数字化解决方案, 连结手机、汽车、家电等各种智能终端设备, 实现消费大数据的互通互联, 打造“人、车、家”三位一体的消费体验场景。

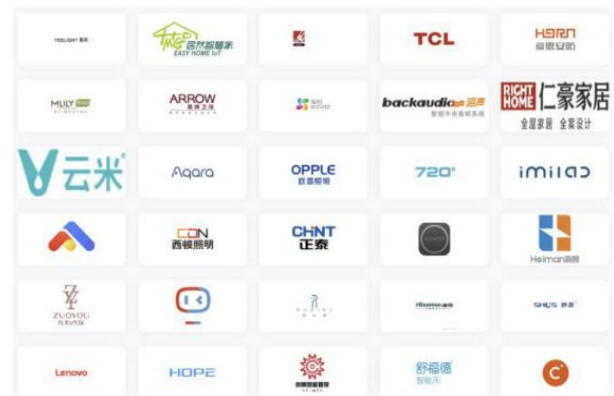
截至 1H24 与居然智慧家实现互联互通的合作品牌超 200 家, 接入设备超 20 万, 已在全国 15 个省市开业门店 128 个, APP 注册用户数超 20 万。居然智慧家上半年实现销售额 22.5 亿元 (同比+30.6%), 拉动公司商品销售业务营收规模快速增长。

图表 37: 智慧家销售额及占商品销售业务收入比重



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 38: 智慧家部分合作品牌示意图



数据来源: 居然智慧家官网, 华福证券研究所

图表 39: 智慧家全屋智能生态场景示意图



数据来源: 居然智慧家官网, 华福证券研究所

图表 40: 居然智慧家小程序示意图



数据来源: 居然智慧家小程序, 华福证券研究所

“人车家一体化”，智慧家卖场加码数字化。2024年1月初，公司揭幕了全国首两家“人车家”一体化旗舰店——居然智慧家东直门总店与通州旗舰店。4月7日，居然智慧家亮相2024年（第六届）世界大健康博览会，通过实现“人车家”三端无缝联动的全生态模式，全方位呈现了家居与大健康产业深度融合的创新智能生活图景。此外，居然智家在北京的玉泉营店与北四环店也在9月底先后转型为智能家居体验中心，经营范围跨越设计、装修及传统家居建材，更跨界引入了智能汽车、智能穿戴设备、智能手机等前沿科技产品，以及智慧家庭操作系统和智能化生活服务平台，为消费者提供了全方位、一站式的未来生活体验。

居然智慧家立下了3年营收百亿、3年500家店的目标，APP用户注册数、AIOT平台连接的设备数预计也计划将在2025年突破1000万。

图表 41: 大健康博览会居然智家展位图



数据来源: 中证网, 华福证券研究所

2.3 依托数字化抓手，国际化战略扎实推进

以东南亚为起点，再造海外版居然智家。公司计划5年内完成东南亚大部分国家的实体店连锁布局。公司目前已在柬埔寨、马来西亚、新加坡等东南亚国家设立了直营店或分公司，并在新加坡设立海外发展部（负责资本管理和人才培养），将以新加坡为重要节点向东南亚及全球辐射。公司计划在2030年之前在海外再建设一

个“居然智家”，不论是营收还是利润都将达到目前居然智家总营收和总利润 30% 以上。

目前公司金边店、澳门店分别于 2024 年 3 月、6 月正式开业，截至 1H24 两个店招商率均在 96% 以上。

推进“洞窝”国际化，拓展家居跨境电商赋能。2023 年 4 月，居然智家宣布打造以洞窝平台为依托的跨境平台，引领家居产业链出海。1H24 跨境电商平台“新窝”上线运营，围绕流量、用户和商品构建完整的运营体系。上线以来，注册用户超 13 万人。

2023 年，洞窝开通了澳门站和新加坡、柬埔寨 2 个境外分站，为公司国际化业务发展打造坚实的数字化基础。居然金边店采用跨境电商的模式，在工厂、经销商配合下，将合作厂家的所有产品上传到海外版“洞窝”APP，并采用 Facebook、Tik Tok、Instagram 等多平台渠道，对“洞窝”APP 进行传播普及。

图表 42: 居然柬埔寨金边店示意图



数据来源：东华日报，华福证券研究所

图表 43: 洞窝海外版示意图



数据来源：新浪财经，乐居财经，华福证券研究所

“居然设计家”高品质 AI 家装设计平台，广泛覆盖海外设计师，协同助力出海。2023 年业务聚焦于以 AI 设计平台为核心的云设计工具业务、3D 业务和精准营销业务。在 3D+AI+VR 技术商业化探索上，居然设计家基于多模态大模型技术，提供所见即所得的装修效果图生成服务，最快 3 秒可设计一套 3D 全屋方案。目前，在居然设计家 (Homestyler) 的 1600 万注册设计师中，有 1400 万来自于海外。海外用户中，约 33% 来自欧洲，28% 来自亚洲，23% 来自北美，特别是在美国、意大利、英国、俄罗斯、中国和巴西等头部国家。居然设计家通过与海外合伙人的紧密合作，一方面可以与当地服务商建立合作伙伴关系、可以快速打开当地市场；另一方面，也可以通过设计工具奠定用户基础、逐步强化居然设计家乃至居然智家在海外的影响力。



图表 44: 居然设计家功能示意图

▶ AI设计工具



数据来源：新浪财经，乐居财经，华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) **租赁及加盟管理：**①商场数量：预计 2024 年商场数量持平，2025-2026 年商场数亦相对平稳。②单店：2023 年-2024 年由于租金减免政策板块营收及盈利均有下降，预计公司 2025 年随着消费环境温和复苏、公司对商户支持政策逐步回归正常且通过“一店两制”试点扩大招商率、线上线下引流盘活流量、“洞窝”体系数字化赋能商户运营提效，预计 2024-2026 营收企稳，平稳增长。③毛利率：主要分析租赁管理业务毛利率，2024 年公司仍有对商户相关支持政策影响业务毛利率，预计 25-26 年在商场主业有所恢复假设下，支持政策逐步优化，业务毛利率逐步恢复至 22 年的较高水平。

(2) **商品销售：**①板块营收主要通过居然智慧家拉动，公司近年来注重智慧家居业务发展，随着居然智慧家入驻商场持续提升，预计该业务 2024-2026 年保持 18% 左右的高增长。②毛利率：预计随着智慧家销售额规模扩大，25-26 年毛利率有提升。

(3) **装修服务：**①2024 年由于消费及地产环境有所下行，装修服务业务营收有所下滑，预计 25-26 年随着宏观环境温和修复，该项业务止跌回稳。②毛利率：预计该业务毛利率基本平稳。

(4) **期间费用率：**24 年销售、管理、研发费率参考前三季度趋势，25-26 年随着主业逐步恢复有一定的摊薄。24-26 年财务费用率考虑到我国总体利率有所下行且公司负债规模保持相对稳定，财务费用率有所下降。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 1.7%、9.8%、10.0%，归母净利润增速分别为-21.4%、7.9%、8.0%。

图表 45：公司业绩拆分预测表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,981	13,512	13,744	15,087	16,601
YOY	-0.7%	4.1%	1.7%	9.8%	10.0%
租赁管理	7,237	6,428	5,865	5,982	6,072
YOY	-2.4%	-11.2%	-8.8%	2.0%	1.5%
毛利率	58.1%	46.3%	50.9%	54.5%	55.0%
加盟管理	629	509	399	418	436
YOY	-20.4%	-19.1%	-21.7%	4.9%	4.2%
毛利率	83.9%	80.2%	81.0%	82.0%	83.0%
装修服务	362	408	286	286	286
YOY	-7.9%	12.7%	-30.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.8%	15.2%	18.0%	18.5%	19.0%



商品销售	4,218	5,556	6,645	7,851	9,258
YOY	10.9%	31.7%	19.6%	18.1%	17.9%
毛利率	13.3%	9.9%	9.2%	11.0%	12.0%
营业成本	7,158	8,903	9,388	10,182	11,350
毛利率	44.9%	34.1%	31.7%	32.5%	31.6%
销售费用率	11.1%	11.8%	10.4%	10.0%	9.8%
管理费用率	4.2%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	8.8%	7.7%	7.3%	6.7%	6.2%
归母净利润	1,648	1,300	1,021	1,102	1,190
YOY	-29.1%	-21.1%	-21.4%	7.9%	8.0%
净利率	12.7%	9.6%	7.4%	7.3%	7.2%

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

3.2 投资建议

公司是国内泛家居行业龙头，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、居然智慧家快速增长，领跑家居行业新零售。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.2 亿元、11.0 亿元、11.9 亿元，分别同比-21.4%、7.9%、8.0%，目前股价对应 25 年 PE 为 19X，略高于可比公司均值，考虑公司智能化转型业内领先、且作为家居零售龙头具有一定溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE (倍)			
		2025-01-22	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002818.SZ	富森美	13.22	8.06	7.52	8.11	9.06	12.27	13.16	12.20	10.93	
600415.SH	小商品城	12.99	26.76	29.22	34.62	45.55	26.62	24.38	20.58	15.64	
平均值							19.44	18.77	16.39	13.28	
000785.SZ	居然智家	3.42	13.00	10.21	11.02	11.90	16.38	20.85	19.32	17.89	

数据来源：ifind 一致预期，华福证券研究所（居然智家为华福证券研究所预测）

注：由于美凯龙盈利预测对应估值水平相对失真，暂不列入可比公司均值



4 风险提示

宏观经济波动风险。家居消费是一类“客单价大、决策链条长”的消费品类，其受到宏观经济发展和人民可支配收入的影响。在宏观经济增速放缓和房地产行业周期性波动的影响下，家居装饰和家具零售业的需求可能会削弱，从而给公司的经营业绩带来一定的负面影响。

行业市场竞争加剧风险。一、二线城市连锁家居卖场扩张的优质区位有限，随着家居卖场开设的密度提升，可能导致优质区位的竞争加剧。同时设计师、整装等渠道对传统家居卖场也形成一定程度的竞争。

突发事件风险。大型商品市场的经营易受到突发性事件的不利影响，重大的经济形势突变、自然灾害等突发性事件的发生都可能导致市场客流量和交易量减少。以上突发事件将会直接影响公司、商户和消费者的财产和人身安全，可能会导致公司面临经营困难和财产损失的风险。

数字化转型风险。公司近年来加强数字化转型、持续拓展线性服务能力。若公司的数字化转型效果不及预期，则可能就公司未来的经营表现带来不利的影响。



图表 47: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,568	4,326	5,120	6,082	营业收入	13,512	13,744	15,087	16,601
应收票据及账款	1,126	1,163	1,147	1,212	营业成本	8,903	9,388	10,182	11,350
预付账款	353	372	404	450	税金及附加	152	168	182	200
存货	438	462	501	558	销售费用	1,590	1,429	1,509	1,627
合同资产	54	52	57	64	管理费用	579	563	611	664
其他流动资产	1,285	1,303	1,425	1,560	研发费用	39	37	41	42
流动资产合计	6,770	7,625	8,596	9,863	财务费用	1,043	1,003	1,009	1,037
长期股权投资	812	812	812	812	信用减值损失	-112	-126	-100	-100
固定资产	2,232	2,466	2,741	3,054	资产减值损失	4	0	0	0
在建工程	496	596	596	496	公允价值变动收益	81	0	0	0
无形资产	699	688	676	657	投资收益	-16	-60	0	0
商誉	176	176	176	176	其他收益	26	39	40	45
其他非流动资产	42,496	41,486	41,510	41,789	营业利润	2,019	1,608	1,727	1,857
非流动资产合计	46,911	46,223	46,510	46,983	营业外收入	13	13	13	13
资产合计	53,681	53,848	55,107	56,846	营业外支出	115	115	115	115
短期借款	1,447	1,797	1,800	1,800	利润总额	1,918	1,506	1,626	1,755
应付票据及账款	519	563	641	749	所得税	578	454	490	529
预收款项	1,125	1,145	1,256	1,383	净利润	1,340	1,052	1,136	1,226
合同负债	439	447	491	540	少数股东损益	40	31	34	36
其他应付款	3,396	3,396	3,396	3,396	归属母公司净利润	1,300	1,021	1,102	1,190
其他流动负债	3,422	3,423	3,449	3,483	EPS (按最新股本摊薄)	0.21	0.16	0.18	0.19
流动负债合计	10,349	10,771	11,034	11,350					
长期借款	3,437	3,437	3,737	4,037					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	18,893	18,321	18,213	18,439					
非流动负债合计	22,330	21,758	21,950	22,476					
负债合计	32,679	32,529	32,984	33,827					
归属母公司所有者权益	19,930	20,216	20,986	21,845					
少数股东权益	1,073	1,104	1,137	1,174					
所有者权益合计	21,002	21,319	22,123	23,019					
负债和股东权益	53,681	53,848	55,107	56,846					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,836	2,288	2,683	2,727
现金收益	2,994	2,573	2,661	2,788
存货影响	148	-24	-39	-57
经营性应收影响	-71	-55	-16	-112
经营性应付影响	1,110	64	190	234
其他影响	-346	-270	-114	-125
投资活动现金流	-2,968	119	-741	-925
资本支出	224	-840	-779	-718
股权投资	45	0	0	0
其他长期资产变化	-3,237	959	38	-206
融资活动现金流	-2,335	-1,650	-1,147	-841
借款增加	1,624	350	303	300
股利及利息支付	-1,452	-1,277	-1,301	-1,351
股东融资	14	-35	-25	0
其他影响	-2,521	-687	-124	210

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	4.1%	1.7%	9.8%	10.0%
EBIT 增长率	-18.1%	-15.2%	5.0%	6.0%
归母公司净利润增长率	-21.1%	-21.4%	7.9%	8.0%
获利能力				
毛利率	34.1%	31.7%	32.5%	31.6%
净利率	9.9%	7.7%	7.5%	7.4%
ROE	6.2%	4.8%	5.0%	5.2%
ROIC	52.3%	37.9%	34.8%	32.1%
偿债能力				
资产负债率	60.9%	60.4%	59.9%	59.5%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	29	30	28	26
存货周转天数	21	17	17	17
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.16	0.18	0.19
每股经营现金流	0.62	0.37	0.43	0.44
每股净资产	3.20	3.25	3.37	3.51
估值比率				
P/E	16	21	19	18
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	50	59	57	54

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn