



证券研究报告

居然之家深度： 家居卖场地位稳固，新零售转型再下一城

证券分析师：陈天蛟 执业资格：S1190517110002
联系人：曹倩雯 时间：2020.9.15

核心观点

- **疫情短期承压不改长期趋势，看好家居零售龙头稳健扩张。**短期，疫情下公司免租稳定商户信心，影响全年净利约20%，致使20H1上市公司净利下滑56%，Q2下滑65%。但疫情后良性恢复，7月经营数据同比回正，预计H2业绩逐季改善。长期，公司具备稳健扩张驱动力——
 - **核心观点1：**线下卖场保有主流地位，疫情催化小卖淘汰，龙头凭卡位优势享集中度提升
 - **核心观点2：**自营卖场高出租率和品牌绑定支撑租金稳健；加盟卖场加速下沉扩店带来收入增量
 - **核心观点3：**品牌渠道优势带来家装等业态延展性，与阿里合作赋能线上引流与线下数字化
- **盈利预测**
 - 居然之家短期疫情承压，长期看好自营卖场稳健、加盟卖场扩张，新业务赋能贡献营收。预计20-22年EPS分别为0.31/0.41/0.44元，对应PE为30X/23X/21X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**
 - 地产竣工大幅下滑，新零售业务不及预期，委管业务扩张不及预期

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9085	10632	11589	12309
YoY	7.94%	17.03%	9.00%	6.21%
归母净利润	3126	1886	2463	2676
YoY	60.08%	-39.7%	30.61%	8.68%
EPS	0.54	0.31	0.41	0.44
PE	17.31	29.85	22.86	21.03

图：盈利预测

目录 / CONTENTS

1 居然之家：家居卖场龙头，业绩稳健向上

2 卖场行业：家居销售线下为主，卖场龙头份额上升

3 传统业务：直营收入稳健，加盟带来增量

4 业态转型：线下多元化改造，线上借阿里引流

5 盈利预测

1.1 公司介绍：居然之家，家居卖场绝对龙头

- 居然新零售是泛家居零售龙头，是国内最有影响力的商业零售品牌之一。居然之家涵盖家居零售、家装服务、家居会展等领域，以中高端为经营定位，为顾客提供家装设计、家居建材一站式服务。2019 年底，公司在 29 个省共经营 355 家卖场（总面积 1205 万平），其中直营 92 家，加盟 263 家。

图：居然之家财务数据

单位：(亿元)	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营业总收入	64.98	73.89	83.69	90.85	23.91
同比		13.72%	13.26%	8.55%	16.63%
归属净利润	8.33	11.23	19.52	31.26	2.44
同比		34.84%	73.87%	60.11%	-42.70%

图：居然之家卖场示意图



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

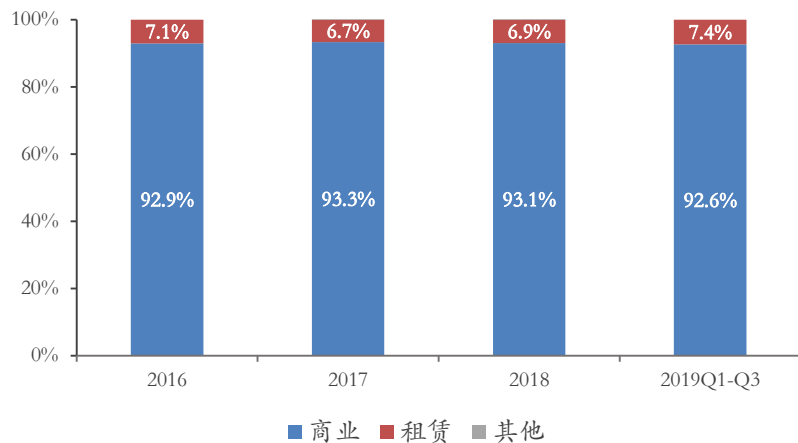
图：居然之家发展历程

时间	大事记
1999	在北京开设第一家门店
2000	在行业内首倡“先行赔付”
2001	第一次 MBO 改制完成
2003	装修公司与建材超市成立；同年开设第二家分店，开始连锁化发展
2005	北京外第一家分店太原春天店开业，开启全国化发展
2014	第 100 家店——兰州雁北路店开业
2016	电商平台居然设计家上线，同年第二次 MBO 改制完成
2017	第 200 家店——长春太阳城店开业
2018	获得阿里、泰康等 130 亿元战略投资，同年 8 月签约门店突破 400
2019	十四年荣膺北京十大商业品牌，签约门店突破 600，同年借壳上市

1.1 公司介绍：武汉中商，稳健的老牌零售企业

- **武汉中商**：来源湖北老牌国有零售企业，包含现代百货、购物中心及超市。1993年以传统百货、超市业务起家，1996年向湖北省二级城市渗透；2005年探索购物中心模式，在大型购物中心开设Shopping Mall。如今发展成多业态商贸集团，入选2018年零售百强名单，位列第51位。拆分收入，商品销售占比达93.19%，其中百货业态占50.16%、超市业态占43.03%；其次，租赁管理占6.81%，主要于武汉中江地产、商业场地出租。

图：武汉中商业务拆分



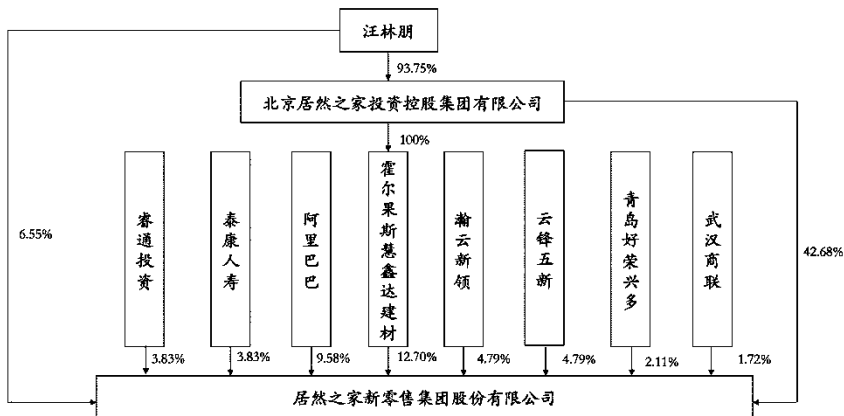
图：武汉中商门店



1.1 公司介绍：借壳上市，业绩承诺增速稳健

- **居然之家借壳上市：**武汉中商通过非公开发行股份方式，购买居然控股等持有的居然新零售100%股权，作价356.5亿元，重组完成后，股权结构稳定，居然控股持有上市公司42.68%股份，实际控制人变更为汪林朋，汪林朋及其一致行动人居然控股、慧鑫达建材合计控制61.94%股份。
- **业绩承诺：**汪林朋等承诺居然在2019/2020/2021年度实现扣非净利分别不低于20.6/24.2/27.2亿元，增速分别需达5.01%/17.27%/12.56%。

图：股权结构



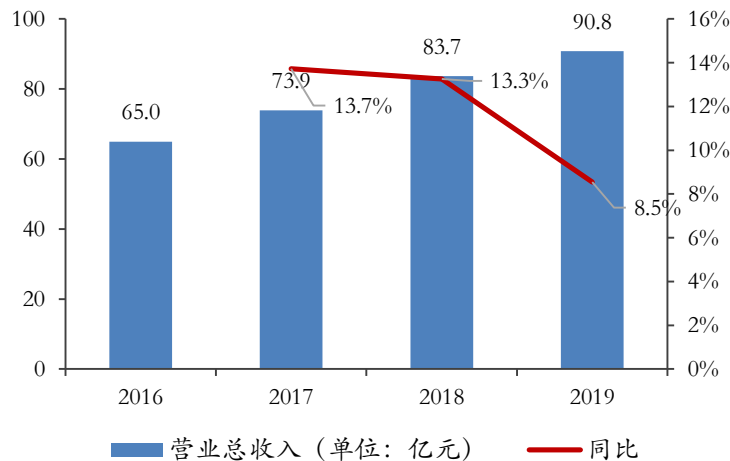
图：公司管理层概览

姓名	性别	年龄	职位	经历
汪林朋	男	52	董事长	硕士学历，1990-2001年先后任职于商业部财会计司、中商企业集团公司、全国华联商厦联合有限责任公司。2001年至今任北京居然之家总裁
王宁	男	48	董事、总裁	博士学历，1994-1999年先后任职于国内贸易部政策法规司、全国华联商厦联合有限责任公司，1999年加入北京居然之家
解涛	男	51	监事会主席	本科学历，2007年加入居然之家，2014年至2016年8月任居然之家西安店总经理，2016年9月至今任居然之家西北分公司总经理。
朱蝉飞	女	38	财务总监	硕士学历，高级会计师。2008年至2018年先后任北京居然之家投资控股集团有限公司财务会计、财务副经理、财务副总监等职。
胡浩松	男	42	大家居事业部招商总监	硕士学历，中级经济师。2008年加入居然之家，2018年至2019年12月先后任北京居然之家家居连锁电商总监兼居然设计家常务副总经理、人力总监。

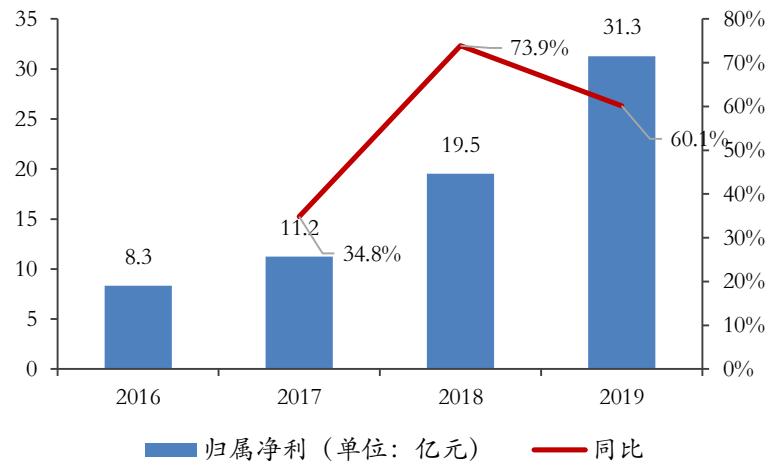
1.2 财务数据：营收稳定增长，净利大幅改善

- **营业收入**：19年上市公司营收90.85亿元，同增8.55%，2016-2019年CAGR达11.82%，增长源自并表武汉中商12月单月业绩、卖场数量增加、租金坪效提升。20Q1上市公司营收同增16.63%，主要因武汉中商并表，居然本身营收下滑26%；20H1武汉中商营收持平，居然本身营收下滑30%
- **净利润**：19年上市公司净利31.51亿，同增60.11%，2016-2019年CAGR为56.05%，增长源自并表以及负商誉一次性兑现3.3亿营业外收入，剔除后同增42.6%。20Q1上市公司净利下滑42.70%，居然本身净利下滑52%，20H1上市公司净利下滑56%，居然本身净利下滑66%，疫情免租所致。

图：居然之家营业总收入（亿元）



图：居然之家归属母公司净利（亿元）



1.2 财务数据：20年疫情免租，影响收入利润

- **免租：**为积极承担社会责任、支持商户发展，疫情下自营卖场商户免除一定租金及管理费，其中湖北2.5个月、北京1.5个月、其他地区1个月。免租维持出租率稳定，营造良好品牌形象。
- **业绩影响：**免租涉及20年营收（租金等）约7.8-8.5亿元，占2019年营收8.59%-9.36%；预计对20年净利影响约5.85-6.38亿元，占2019年净利润18.71%-20.39%，主要结算在20Q1-Q2。
 - 测算H1业绩：**若考虑并表，上市公司整体净利20H1下滑56%，Q2下滑65%，又因武汉中商下滑较低（收入持平），所以若仅考虑居然，则居然之家净利20H1下滑66%，Q2下滑76%。
 - 剔除免租后H1业绩：**如果剔除商户免租对H1净利约6亿元的影响，则上市公司净利整体20H1增长4%，居然之家净利20H1仅下滑6%，证明居然之家经营稳定，出租率和租金维持平稳，净利下滑主要因加盟门店H1无法开出，一次性加盟费同比下降。

图：疫情影响下20Q1与20Q2业绩测算

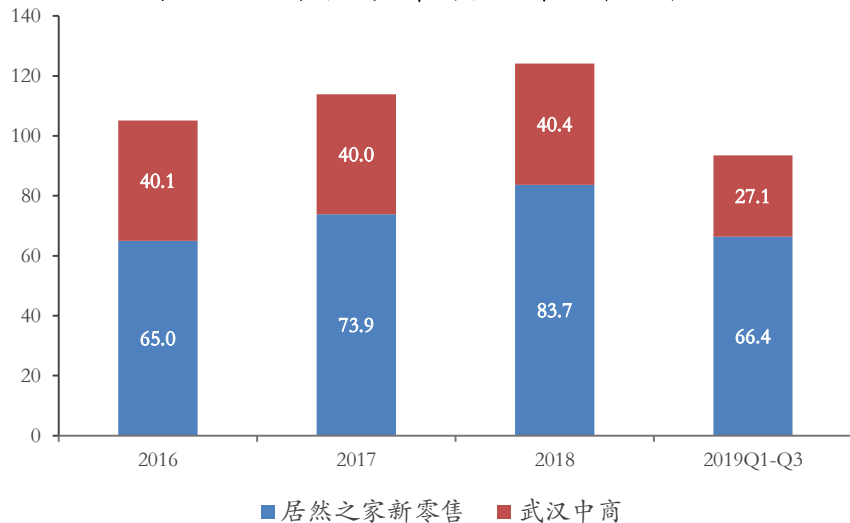
（表格中上市公司按照报表口径，是20年居然+中商净利/19年居然净利）

	20Q1净利增速	20Q2净利增速	20H1净利增速
上市公司	-43%	-65%	-56%
居然之家	-52%	-76%	-66%
剔除免租的上市公司			+4%
剔除免租的居然之家			-6%

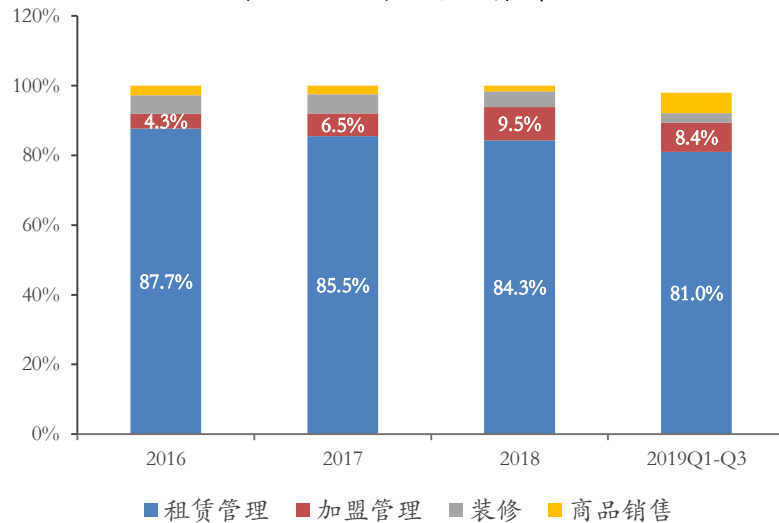
1.2 财务数据：居然占营收七成，自营卖场业务占比最高

- **拆分公司整体收入：**居然新零售和武汉中商营收比例由2:1演变为2019Q1-Q3的3:1左右，其中武汉中商年收入稳定维持在40亿左右，居然之家每年超过10%的增速稳健向上，预计维持趋势。
- **拆分居然之家收入：**租赁及管理收入占总营收的84.3%，即“居然”家居卖场的自营部分。加盟管理/装修分别占9.5%/4.5%，即“居然”家居卖场的加盟部分。商品销售占1.6%，即“丽屋”家居建材超市。其中，加盟管理和商品销售业务占比向上，公司正在探索多元化道路。

图：居然之家和武汉中商营收拆分（亿元）



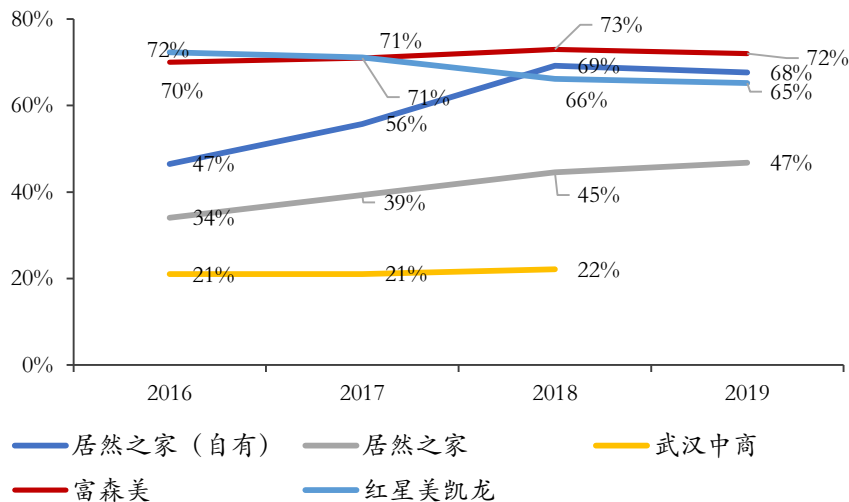
图：居然之家主营业务拆分



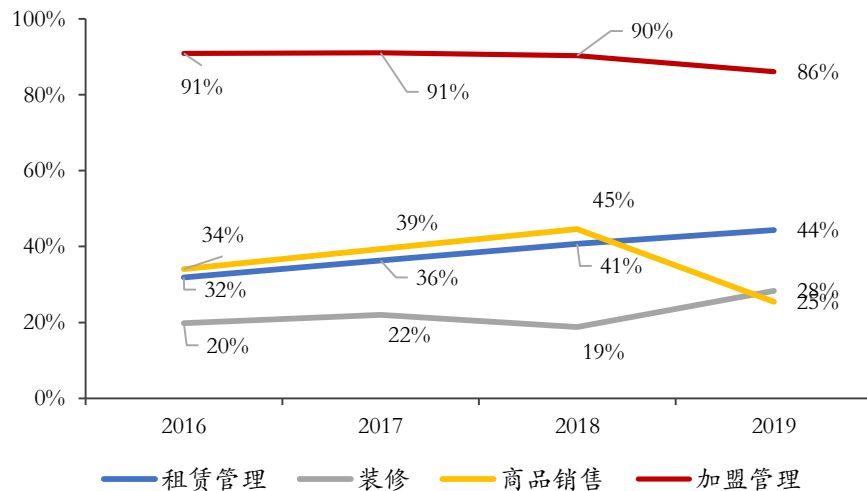
1.2 财务数据：毛利率稳中有升，因轻资产运营而低于同行

- 居然之家毛利率稳中有升。2019年居然整体毛利率46.76%，2016年以来提升10pct+，主要因毛利率高的加盟业务占比持续提升（加盟毛利率86%，租赁44%，其中自有物业租赁68%）。
- 同行相比，居然由于具有轻资产运营特点，自营卖场以租赁物业为主，而美凯龙自营卖场中自有物业占比60%以上，而自有物业毛利率几乎是租赁物业的2倍，导致居然毛利率低于美凯龙。
- 武汉中商毛利率维持在21%左右。相较同行处于较低水平，但盈利稳定性较强。

图：居然之家和武汉中商毛利率



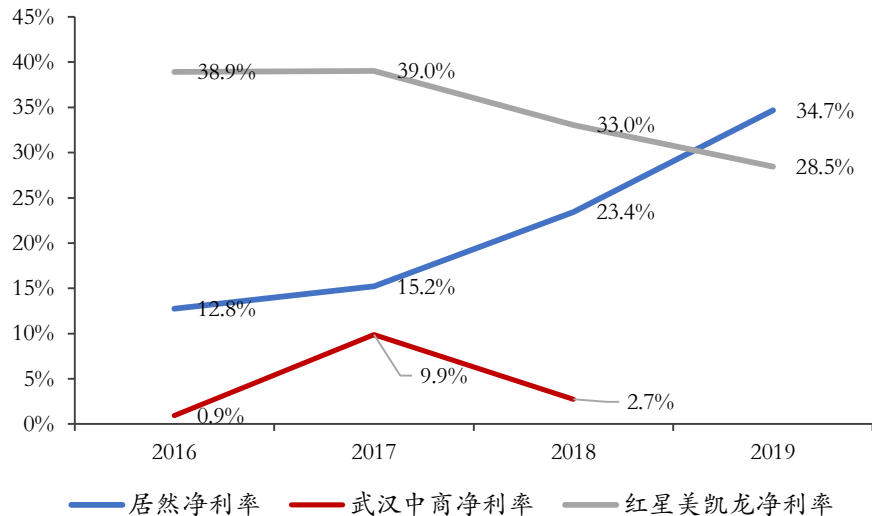
图：居然之家各业务毛利率



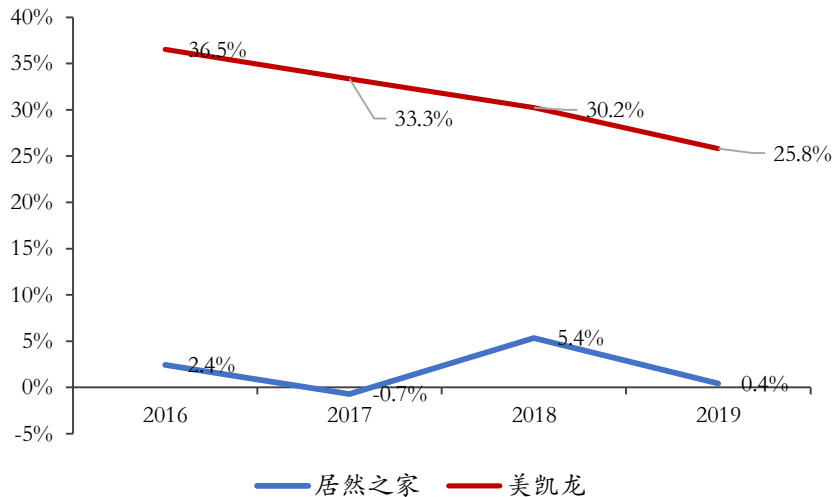
1.2 财务数据：净利率显著提升，精细化运营全面改善

- 居然净利率显著改善。公司精细化运营，毛利费用全面改善，净利率升至20%+，未来将维持。
- 同行相比，居然净利率一度低于美凯龙，2019年超过美凯龙。居然由于自营卖场以租赁物业为主，毛利率相对较低，但各项费用率均低于美凯龙，且呈下降趋势。而且自持物业账务处理上确认为投资性房地产，美凯龙相应投资性房地产公允价值损益占比较高，风险波动较大。
- 武汉中商管理费用率高达15%，公司仅微利，净利率偶然提升主要来自处置资产带来的收益。

图：居然之家和武汉中商净利率



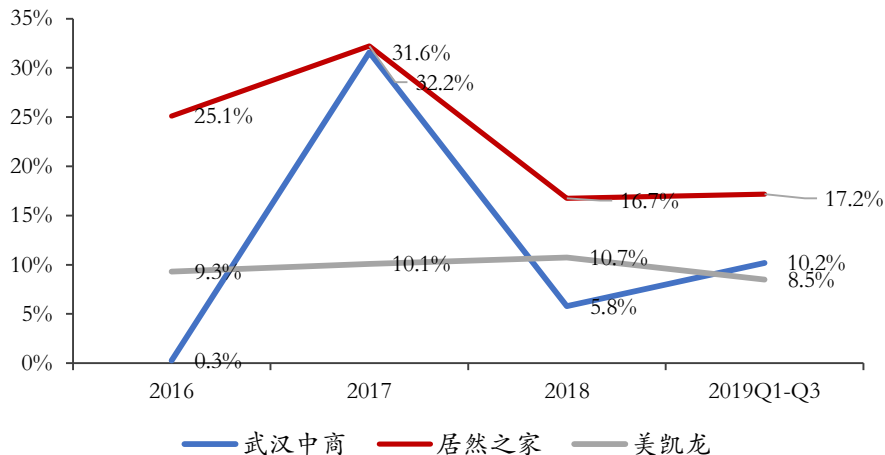
图：投资性房地产公允价值变动损益占利润总额比例



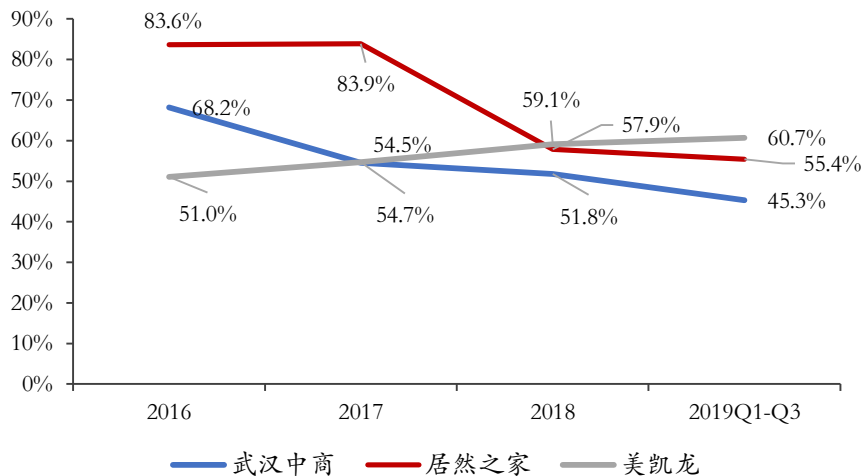
1.2 财务数据：ROE远超同行，资产负债率持续下行

- 居然ROE优越，资产结构有望改善。行业中居然ROE约17%，评级为优秀，未来加盟等轻资产业务占比提升+净利率维持高位，ROE还有向上空间。资产负债率虽评级较差 (>54.5%) 但在逐年下降。
- 同行相比，居然资产负债率较低，采用轻资产模式即租赁物业运营直营店，而租赁物业资产不入表，此外，公司资产周转率高，因而ROE显著高于美凯龙。
- 武汉中商ROE波动较大，主要来自净利率变动。2016年ROE较低主要系新店不及预期、处于亏损、带来撤店损失，2017年ROE高企主要因拆迁补偿款，2018年回落主要系人工成本、租金等费用增长。

图：ROE 净资产收益率



图：资产负债率



目录 / CONTENTS

1 居然之家：家居卖场龙头，业绩稳健向上

2 卖场行业：家居销售线下为主，卖场龙头份额上升

3 传统业务：直营收入稳健，加盟带来增量

4 业态转型：线下多元化改造，线上借阿里引流

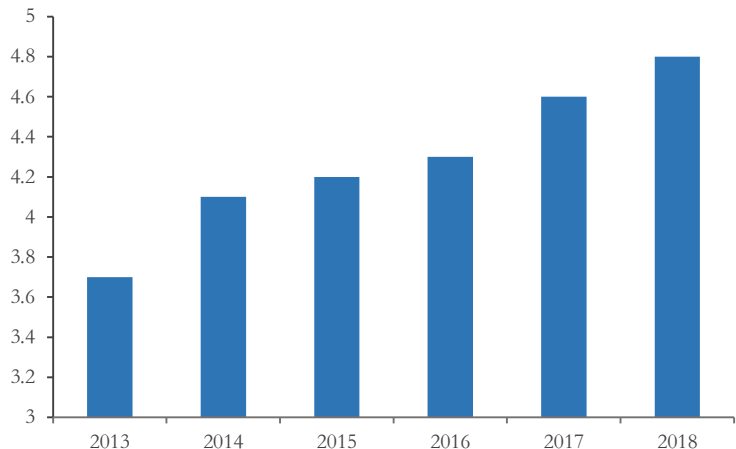
5 盈利预测

2.1 家居卖场行业：泛家居市场空间广阔，规模整体向上

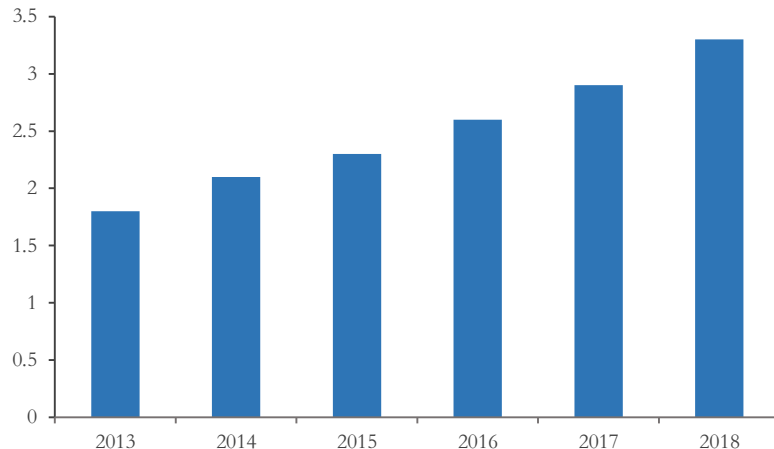
➤ 1、泛家居市场空间广阔，规模整体稳健向上。

- 据中国家装协会，2018年家居建材市场规模近5万亿，2012-2018年CAGR达5%；据弗若斯特沙利文，2018年家居零售市场规模超3万亿元，2011-2018年CAGR达12%。
- 短期受益于地产竣工回暖，长期受地产+消费双重驱动，家居市场规模未来稳健扩张，其中家居零售环节始终保有强势地位，其中线下零售始终占据主流，其中连锁卖场龙头地位日益凸显。

图：家居建材市场规模



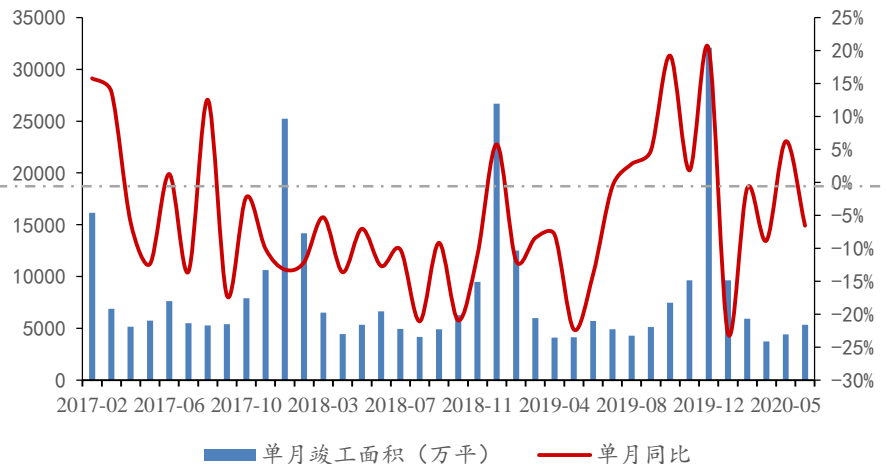
图：家居零售市场规模



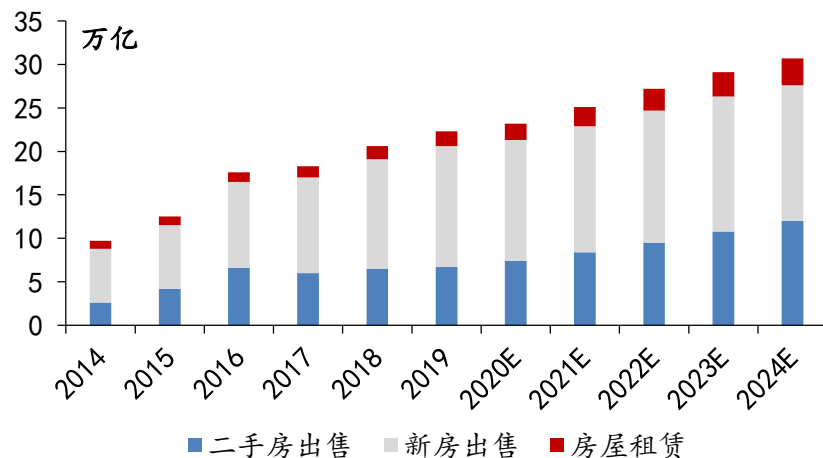
2.1 家居卖场行业：泛家居市场空间广阔，规模整体向上

- 家居市场稳步扩张的原因，短期是地产竣工回暖，长期受地产+消费双重驱动。
- 短期来看，地产竣工回暖带来家居需求。回暖原因：前期地产商融资紧张，将有限资源投入前端开发销售以获回款，而后端竣工周期由1年拖至2-3年。故16年以来地产销售先高增后稳定，但竣工明显下滑直到19Q4，形成剪刀差，但因合同期限的强制约束，20-21年是集中竣工期。
- 长期来看，其一，新房短期因政策承压，但远期还有一定的向上空间，主要系城镇化率的提升（预计由2019年的61%升至2030年的70%）；其二，二手房占比持续提升，置换需求增加（98年开始是新房高峰期，进入翻修区间）；其三，消费升级潜力较大，带来量价齐升。

图：短期竣工有望回暖



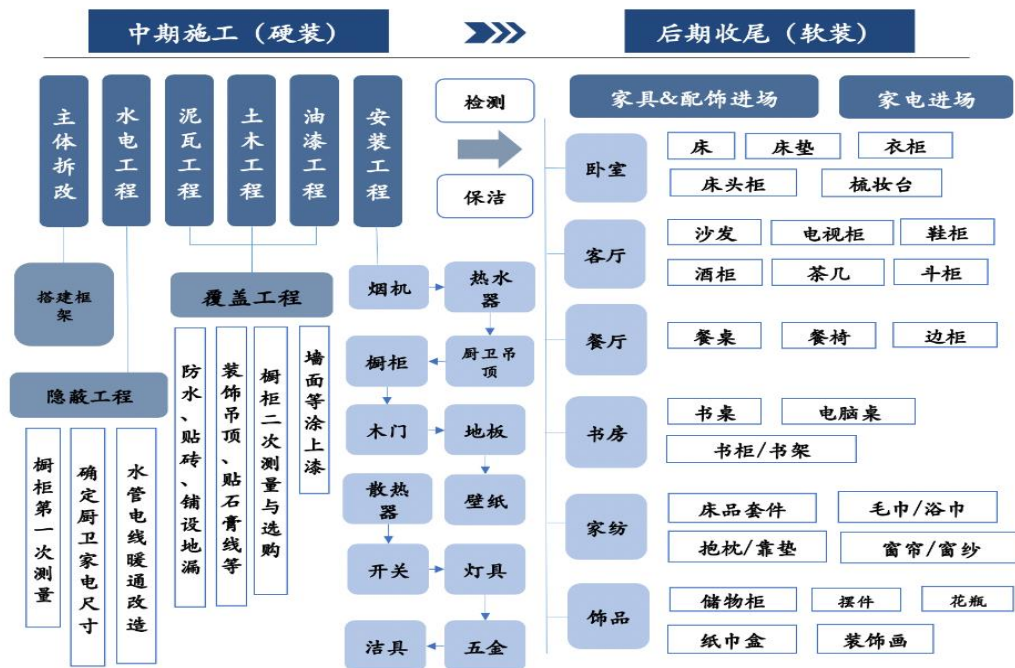
图：长期置换需求向上



2.1 家居卖场行业：零售环节占家居产业链重要地位

- 2、拆分家居产业链，零售环节占据重要地位，议价能力强
- 家居产业链长，制造端品类品牌分散，零售端整合和议价能力强。制造环节，尽管部分企业以品牌渠道提升议价，但家居低生产门槛、弱规模效应和低频高价特征，导致制造环节很难做大，品类多品牌杂、大行业小公司，而零售环节为消费者整合多品类，获取强议价能力。

图：家居制造环节品类琐碎

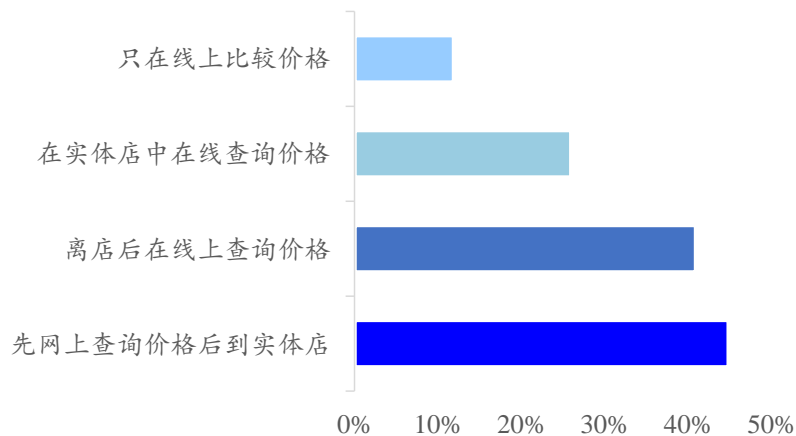


资料来源：Wind，土巴兔，太平洋研究院整理

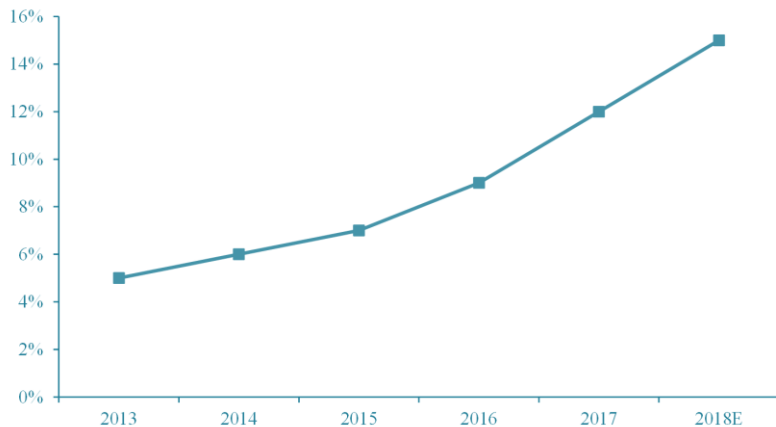
2.1 家居卖场行业：线下渠道是家居零售环节主流

- 3、拆分家居零售环节，低频高价决定线下购买仍是主流渠道
- 家居零售环节中，因为消费低频高价+注重体验，线下仍是主要渠道。家居零售业态多样，但线下因为品质有保障、品牌有背书、产品体验强、样板间直观方便，成为最主流的渠道，占据80%以上的购买行为，而线上渠道只作为补充。

图：家居零售业态多样，卖场为主



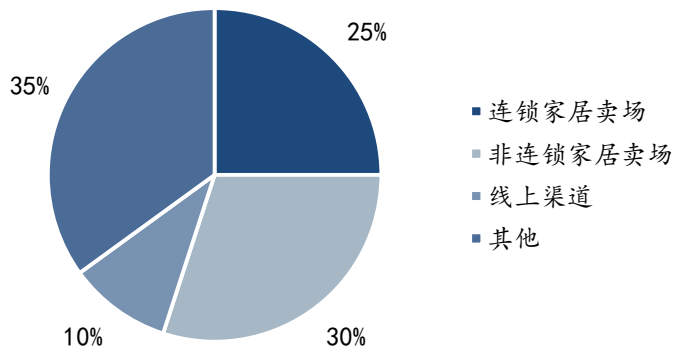
图：家居线上占比始终较低



2.2 家居卖场格局：头部连锁家居卖场地位日益凸显

- 家居线下零售渠道中，家居连锁卖场始终处于主要地位，集中度有望提升。
- 家居卖场集中度提升空间较大：一方面，连锁家居卖场近十年才兴起，对非连锁卖场具备替代效应。据消费者行为调查，当前70%消费者选择家居卖场、其中25%选择连锁卖场，未来连锁家居卖场渠道占比有望提升。另一方面，连锁卖场中，据弗若斯特沙利文，19年红星份额仅15%，居然仅8%，对标美国国家得宝+劳氏合计市占率超过50%，未来将进入整合期，连锁卖场中龙头居然、红星份额也将进一步提升，因为连锁卖场特别是龙头，竞争优势不断凸显：

图：家居零售各渠道占比



图：家居主要零售渠道特点

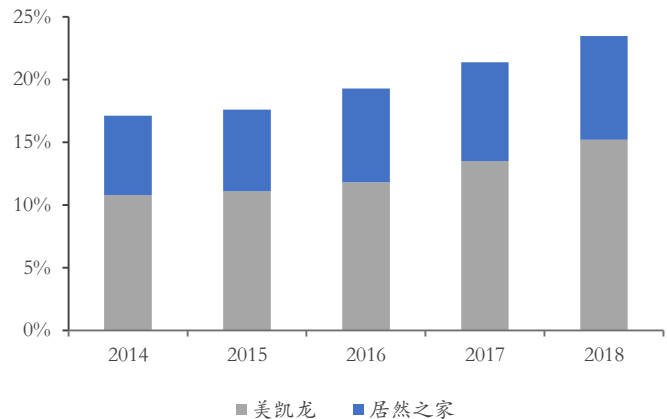
零售渠道类型	渠道特点
连锁家居卖场	提供一站式购物体验、最全的产品品类，较好的品牌声誉，但对资金储备和运营管理能力有较高要求
非连锁卖场	下沉市场居多，品类不够丰富、难以品牌背书
线上网购	是线下的补充，主要起到营销引流作用，主要销售标准化产品
其他	家居品牌专卖店、购物中心店、精装拎包入住、整装等

2.2 家居卖场格局：头部连锁家居卖场地位日益凸显

- 1) **先发优势构筑壁垒，规模效应巩固优势。**红星居然最早最大的全国连锁家居卖场，其一，抢占优质地段资源，后进入者拿地困难且投入成本水涨船高，资本回报率低。其二，多年积累品牌声誉，品牌效应深入人心，可为商户背书。其三，家居卖场具备强规模效应，龙头长期具备资金和规模优势，客流更大从而降低边际成本，并以更低成本带来更好体验。
- 2) **管理运营优秀，支撑异地扩张。**连锁卖场长期积累优质品牌战略关系，从而具备最全的品类和最头部的品牌，同时长期积累营销+招商+物流经验，运营管理能力优异且具备可复制性，支撑异地扩张，具体包括精美的装潢、优越的购物体验、配送安装等一体化服务。

- **家居卖场集中度提升主要两条路径：**一是龙头存量市场中，小卖场经营不善退出、客源转移至连锁龙头，二是龙头拓展增量市场，进一步下沉三四线城市，下沉市场地产资源非稀缺、小卖场无差异化优势，因而龙头下渗挤压小卖场份额。

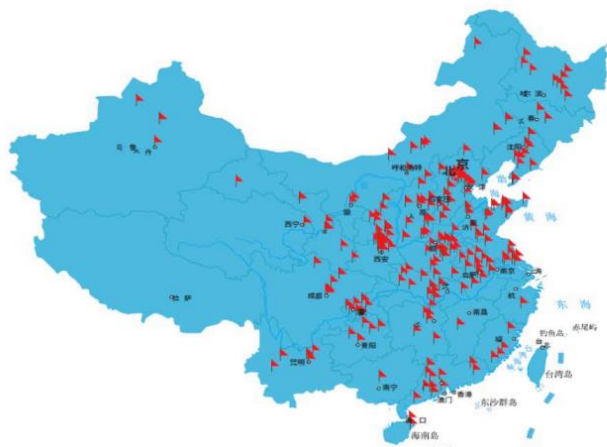
图：家居龙头卖场市占率



2.2 家居卖场格局：居然之家享集中度提升红利

- 居然之家作为连锁家居卖场龙头代表，具备前述竞争力，将享集中度提升：
 - 先发优势和规模优势显著，其一，作为市占率行业第二的龙头卖场，以强势的品牌力抢占消费者心智，作为优质品牌成为家居购买第一站，其二，抢占各城市家居聚集区的核心位置，形成家居卖场集群，其三，通过规模效应实现良性经营运转和成本的缩减。
 - 优质管理模式带来优越的消费端体验：

图：居然之家广布门店具备卡位优势



图：居然之家举办首届北京国际家居展

设计之家 未来之家

Biff 2017 | 首届北京国际家居展
暨中国生活节 [2017年6月15-18日]
北京·中国国际展览中心新馆
BEIJING INTERNATIONAL HOME FURNISHING FAIR
& CHINA NEW LIFESTYLE FESTIVAL

同期举办 “居然设计家杯” 家居设计大奖赛及颁奖盛典
“居然设计家杯” 家居工匠大师奖颁奖盛典

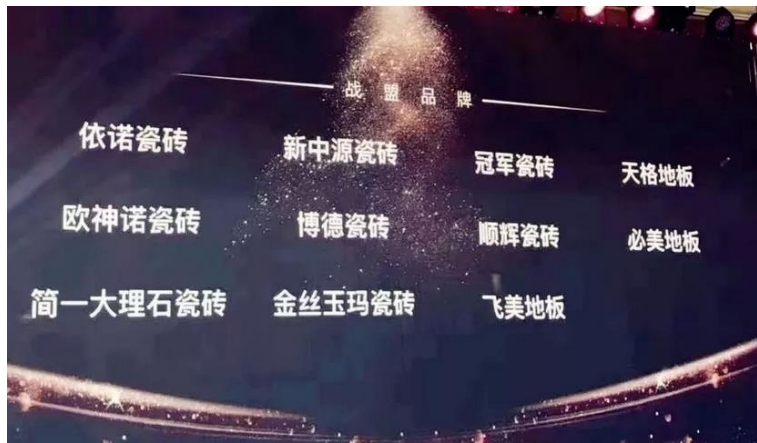
特别支持单位 | 中国家具协会 | 全国工商联家具装饰业商会 | 北京家具行业协会 | 北京国际设计周
主办单位 | 北京居然之家投资控股集团有限责任公司 | 中国国际展览中心集团公司 | 中国家具协会 | 北京家具行业协会
承办单位 | 北京中展居然国际展览有限公司

扫描二维码 免费入场

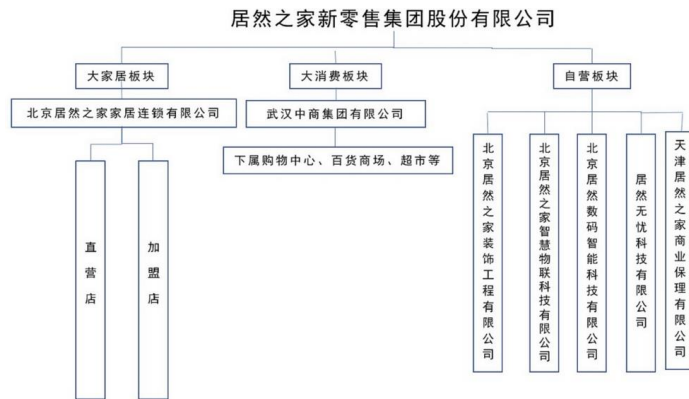
2.2 家居卖场格局：居然之家享集中度提升红利

- ▶ 居然之家作为连锁家居卖场龙头代表，具备前述竞争力，将享集中度提升：
- ①**品牌**：与优质品牌建立战略合作，绑定开店。建立全面的品牌信息库，根据所在城市情况对品牌细化管理（进口/龙头/小厂）。此外及时捕捉行业风向，调整商户入驻名录及布局，因地制宜动态调整
- ②**运营**：具备可复制的优质管理模式，不仅加盟店考核指标细化，而且派驻管理审计等人员确保经营标准化，并给以持续的培训和促销补助，从而提供优越的一站式服务体验。

图：居然之家战略联盟品牌列举



图：居然之家完善的运营架构



目录 / CONTENTS

1 居然之家：家居卖场龙头，业绩稳健向上

2 卖场行业：家居销售线下为主，卖场龙头份额上升

3 **传统业务：直营收入稳健，加盟带来增量**

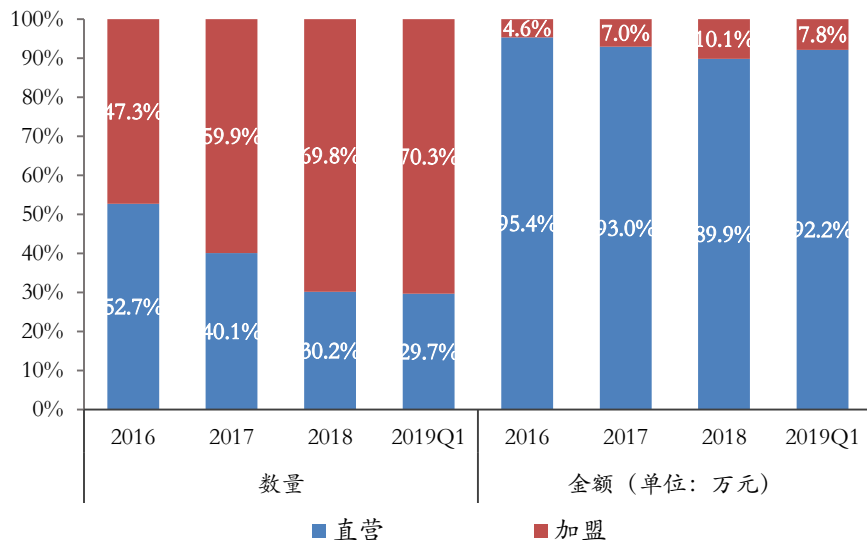
4 业态转型：线下多元化改造，线上借阿里引流

5 盈利预测

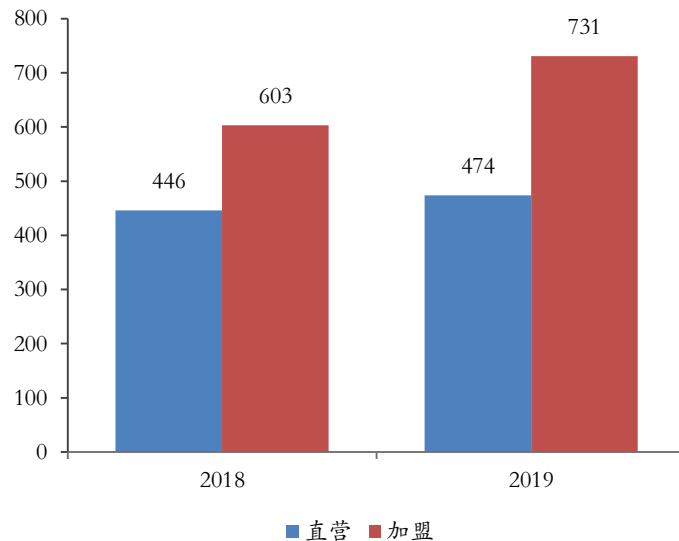
3.1 传统卖场主业：卖场业务直营为主，加盟贡献增量

- ▶ 家居卖场业务为居然新零售最主要的业务模式，以“居然之家”品牌开展连锁卖场经营管理。
- 截至2019年底，居然共经营管理355家“居然之家”门店，其中直营92家（自有物业13家、租赁物业79家），加盟263家（特许加盟153家、委托管理加盟110家）。总经营面积1204.7万平，其中直营474.0万平（39.3%），加盟730.8万平（60.7%）。直营店数量与面积都显著小于加盟店，但盈利模式导致收入远超加盟，2019年收入占卖场整体业务的90.4%。

图：不同模式门店数量和营收



图：不同模式经营面积（万平）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

3.1 传统卖场主业：卖场业务直营为主，加盟贡献增量

- 对比来看，直营模式经营质量有保障，加盟模式提升灵活性与扩张速度
- 直营模式指居然之家通过自有/租赁物业自主运营管理家居卖场，公司直接承担店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、促销活动管理等一系列工作的自主运营管理模式。公司收入来源是向商户收取的租金、物业管理费、市场管理费及广告促销费等，其中租金为主。

图：直营和加盟模式对比

	承担职能	收费模式	商场规划	日常管理	品牌招商
直营	全方位职能，包括店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、促销活动	租金、物业管理费、市场管理费及广告促销费等	统一标准的外观与装修规划；大型城市7-8万平米的选址为主	直接管理	需通过总部审批
委管加盟	以赋能为主，例如市场调研、商场设计、装修规划、招商指导、广告策划、筹备期人员培训等	一次性加盟费+按年度营业收入收取一定比例权益金	装修方案需审核；选址在下沉城市，特许加盟2-3万平、委管加盟4-6万平	委派总经理、业务经理和财务经理	安排自行负责，但方案需审批
特许加盟		一次性加盟费+每年收取一定数额权益金		自行选聘但需书面认可	

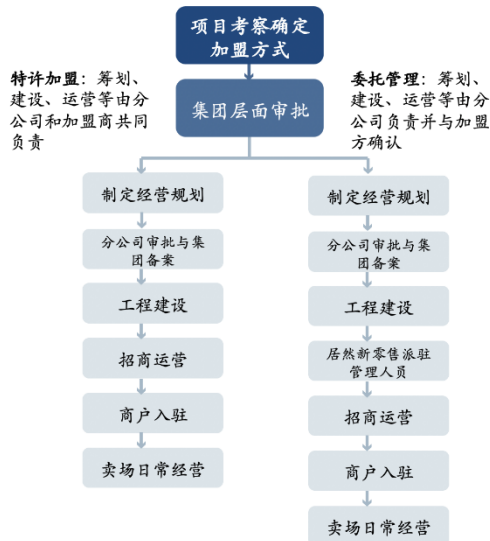
3.1 传统卖场主业：卖场业务直营为主，加盟贡献增量

- 对比来看，直营模式经营质量有保障，加盟模式提升灵活性与扩张速度
- 加盟模式是指居然与加盟方签订加盟协议，授权使用“居然之家”商标与商号等资源开展经营。公司向加盟方收取加盟费及权益金，居然与物业业主和商铺租户无直接关系，加盟方自负盈亏并承担风险。但商场规划装修上仍需依总部标准，品牌招商需总部把控流程，活动方案设置上无太大差异。

图：直营模式扩展流程



图：加盟模式扩展流程



图：门店数量

	2019年度	2018年度
自营	92	86
加盟	263	199
合计	355	285
	2017年度	2016年度
自营	81	77
加盟	121	69
合计	202	146

3.1 传统卖场主业：卖场业务直营为主，加盟贡献增量

- 细分来看，直营模式又分自有物业与租赁物业，加盟模式又分委托管理加盟与特许加盟
- 自有物业享受物业升值，但投资回报周期长；租赁物业投资回收周期短，但无法获取物业升值收益。居然以租赁物业为主，实现保障经营稳定和轻资产扩张的平衡，而且商业地产在国内是门短债长投的差生意，叠加当前拿地升值空间小、投资成本高，公司需要跑马圈地，因而租赁物业是更好的选择。

图：自有物业与租赁物业区别

	自有物业	租赁物业
优势	物业升值，可再融资	初始投资小，投资回收期短
劣势	初始投资大，投资回收周期长 建设/投资周期长，扩张较慢	无法获取物业升值收益 租赁期满可能租金上涨

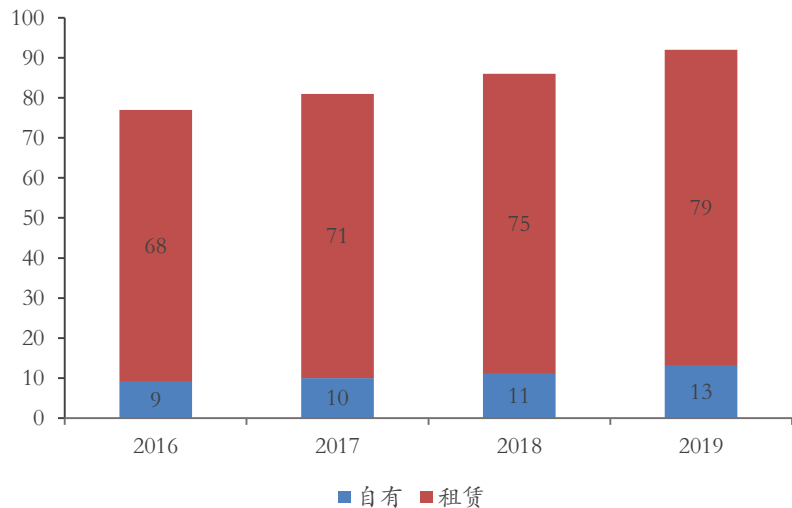
图：委管加盟与特许加盟区别

	选址	人员管理	收费设置
委管加盟	地级市	公司委托总经理、财务经理与业务经理进行管理	一次性加盟费，以及按年营收收取一定比例权益金
特许加盟	县级市	公司不派驻管理人员	一次性的加盟费，以及每年收取一定数额或比例的权益金

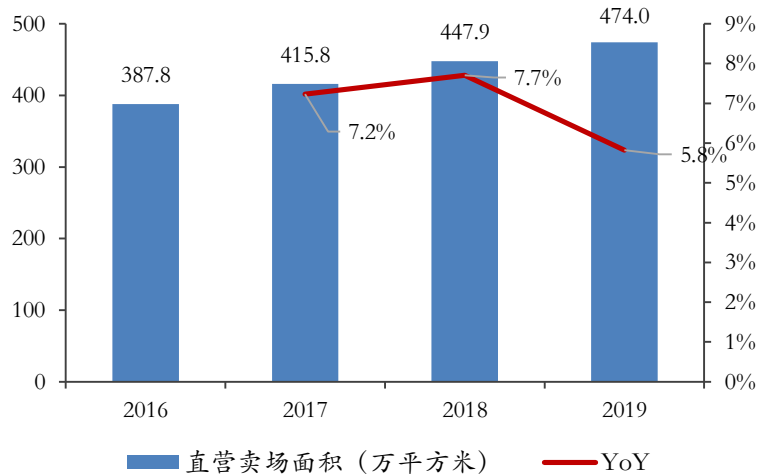
3.2 直营看点：未来新店较少，提租提供主要增量

- 未来增量：新开门店未来贡献较少，增量主要来自已有门店租金与管理费用提升和坪效提高。
- 直营主要收入来自租金，租金可拆分为门店数*经营面积*出租率*单位租金。过去直营增长来自门店持续扩张，16-18年门店数由77家升至92家从而扩张收入。同时，近年平均出租率维持在95%以上。
- 未来直营店开店空间不大，预计门店数和出租率均维持稳定。当前拿地成本和租赁成本水涨船高，而且各级城市基本很少空缺优越位置供新的卖场开出，所以直营卖场数量基本保持稳定。不过95%以上的高出租率业内属领先水平（其他卖场不足2/3），保障门店有效性，未来大概率继续维持。

图：直营卖场数量



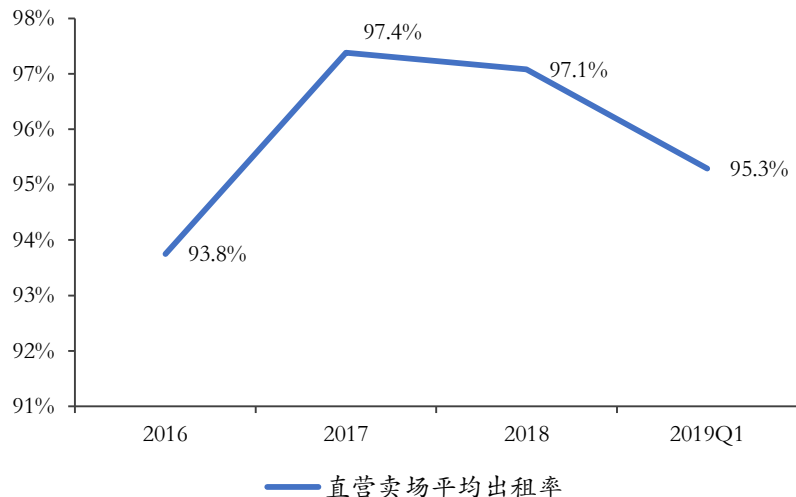
图：直营卖场总经营面积（单位：万平方米）



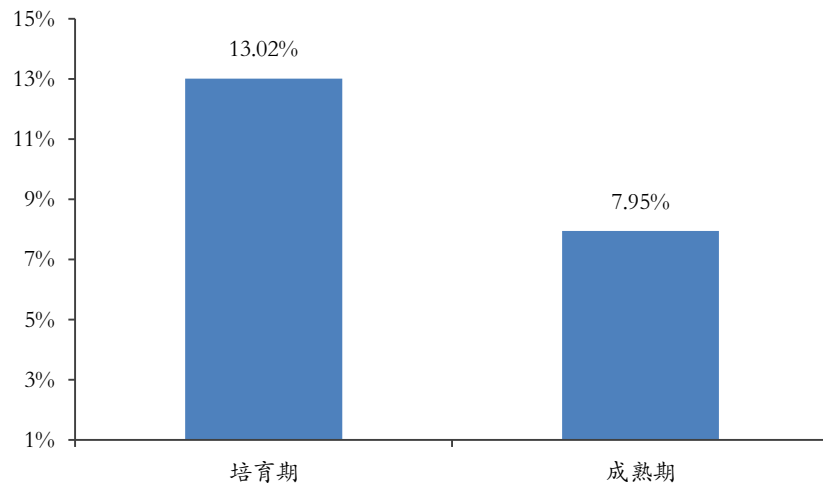
3.2 直营看点：未来新店较少，提租提供主要增量

- 未来增量：新开门店未来贡献较少，增量主要来自已有门店租金提升和坪效提高。
- 拆分来看，单店租金贡献未来主要增量。短期来看，尚在培育期的居然门店有21家；根据历史经验，直营店需3年运营优化期，由培育期提升至成熟期，培育期租金涨度高于成熟期，收入增速较高。
- 长期来看，未来增长驱动力由外延转内生，其一，地价上涨带来商户的自然涨租，而且出租率维持高位+未进场品牌排队进入，保障提租顺利进行；其二，公司对商场的摊位布局和产品结构进行优化，提升单位面积利用效率；其三，对商户进行赋能收取其他费用，提升单位租金与可出租面积。

图：居然直营卖场平均出租率



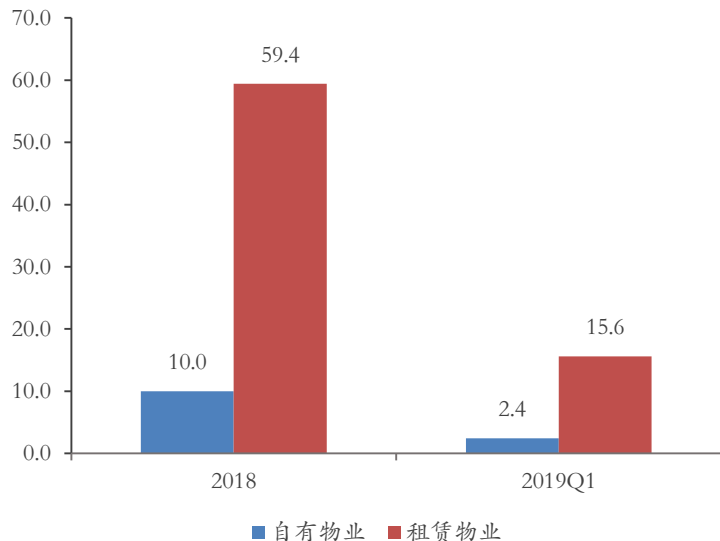
图：居然直营卖场年平均收入增速



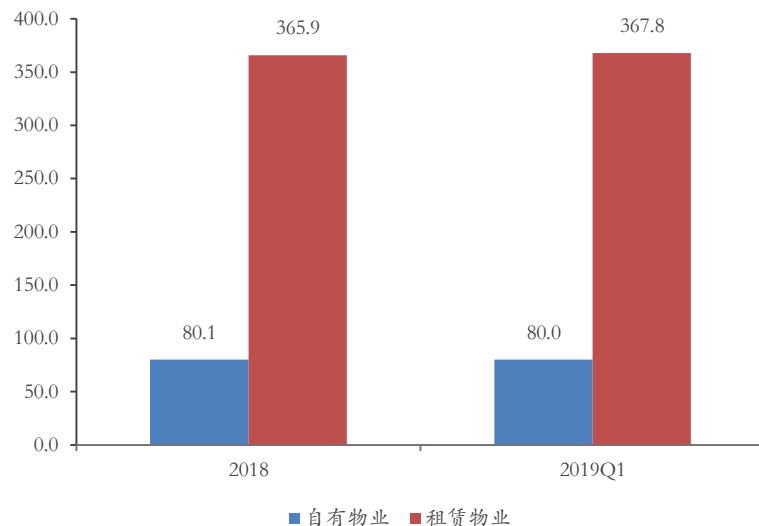
3.2 直营看点：未来新店较少，提租提供主要增量

- 同业对比：居然轻资产运营，低毛利但高周转；居然精细化运营，坪效高于同业
- 一方面，居然的直营卖场以租赁物业为主，其“轻资产”运营模式可以有效提升资产周转率，同时具备规模扩张基因，通过标准化、流程化作业模式可在全国快速建立连锁零售网络。公司当前租赁物业占直营收入的86%和面积的82%，而自有和租赁物业毛利率分别为68%/36%

图：自有和租赁物业营收对比（单位：亿元）



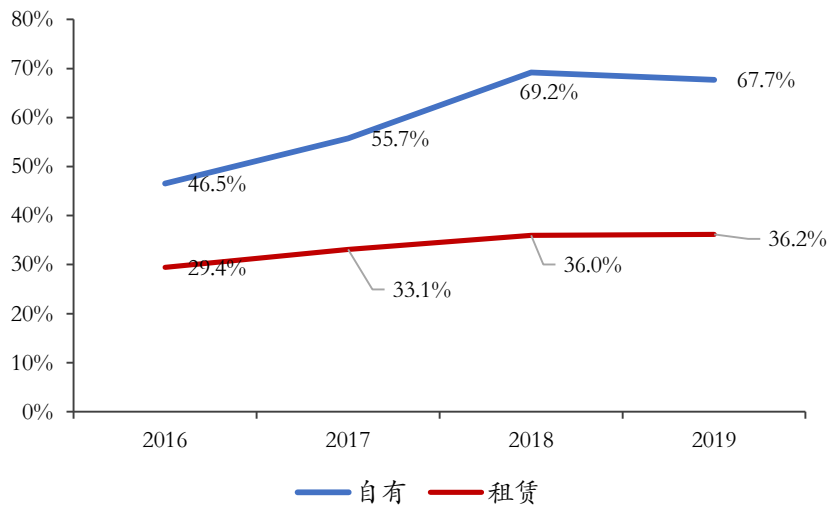
图：自有和租赁面积对比



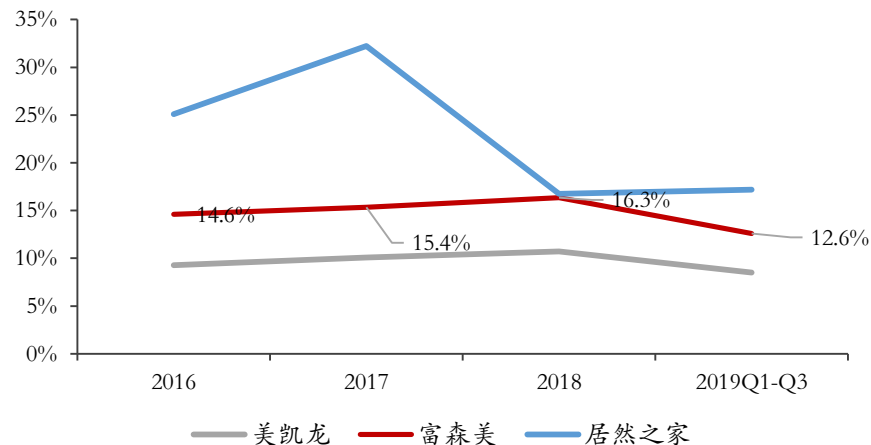
3.2 直营看点：未来新店较少，提租提供主要增量

- 同业对比：居然轻资产运营，低毛利但高周转；居然精细化运营，坪效高于同业
- 因此相对同业，居然直营模式毛利率较低，但资产回报率高。自有卖场成本主要是员工薪酬、装修摊销，而租赁卖场成本还包括租赁费用，因此居然毛利率低于同业（美凯龙自有物业占直营的66%）。但轻资产运营使居然资产回报率高于美凯龙。租赁物业入表资产改良支出，列支为长期待摊费用，19年居然ROE为25.4%，美凯龙10.3%。而且拿地成本水涨船高，租赁物业3-5年回本，自有物业10-15年，红星部分商场需要20-30年才可回本。

图：自有和租赁毛利率对比



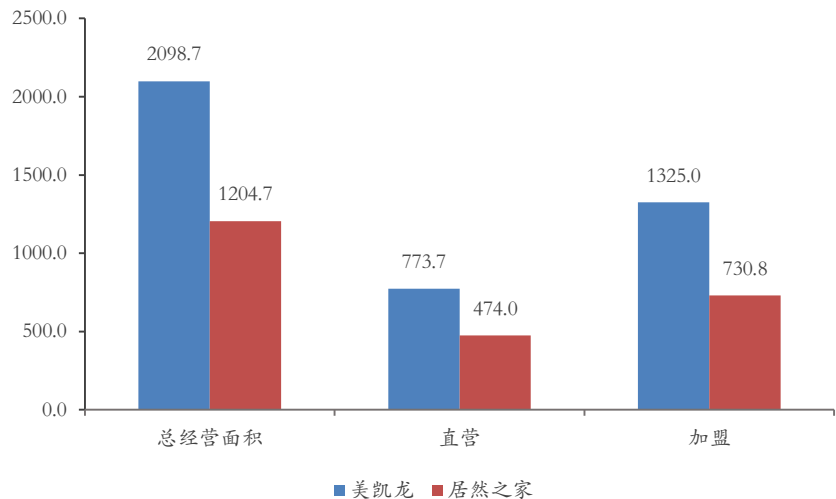
图：同行业ROE对比



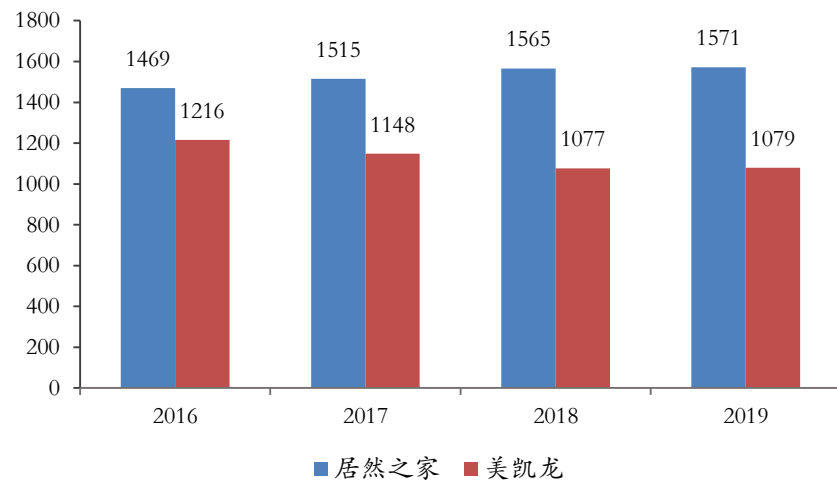
3.2 直营看点：未来新店较少，提租提供主要增量

- ▶ 同业对比：居然轻资产运营，低毛利但高周转；居然精细化运营，坪效高于同业
- 另一方面，居然的直营卖场坪效高于红星。得益于商户管理、品牌管理、卖场运营等方面的精细化运营，居然之家直营店坪效高于同业竞争对手。从整体数量来看，居然直营店与竞对美凯龙相当；从地域分布来看，二者分布各有侧重，但均集中在一二线城市；从单店面积来看，居然之家显著小于美凯龙。综上，居然之家直营店2016-2019年坪效均显著高于美凯龙。

图：红星与居然经营面积对比



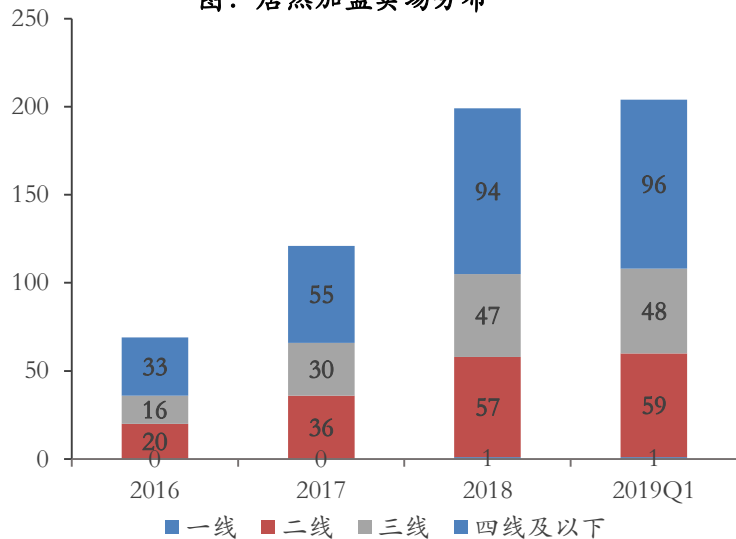
图：居然和美凯龙直营店坪效对比



3.3 加盟看点：提供传统业务主要增量，实现持续扩张

- ▶ **未来增量：门店数快速扩张，高运营质量带来权益金逐年上涨**
- **量增：加盟店大规模扩张成为未来趋势。**居然通过加盟大规模扩张门店，2017-2019 年新开加盟门店 52/78/64 家，今年预计开店70家（集中在H2），目前仍有 325 家意向商户正在与公司洽谈。
- 直营模式保障经营质量，但人员成本高、选址要求高、运营流程长；加盟提升灵活性与扩张速度。公司一二线城市直营、其他区域以品牌管理输出的加盟为主，因而加盟主要布局三四线及以下城市，未来公司加快扩张，远期实现千店计划，特别疫情后小卖场流量下滑寻求赋能，为加盟提供契机。

图：居然加盟卖场分布



图：居然直营和加盟卖场分布

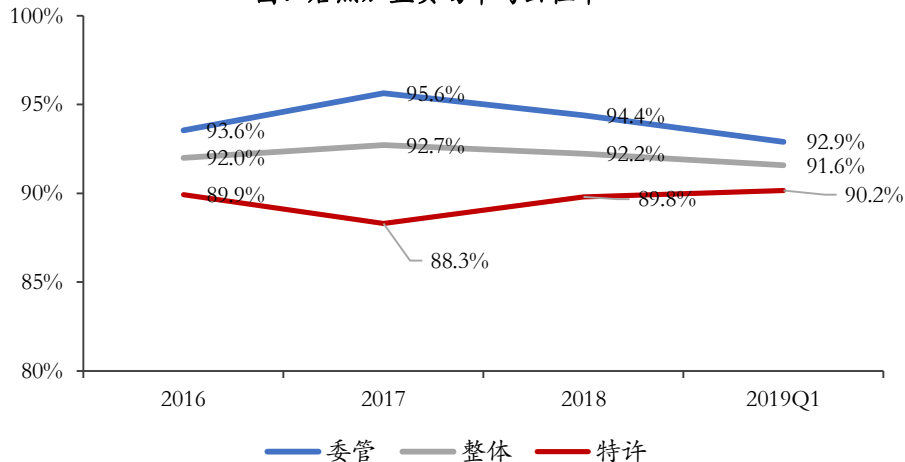


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

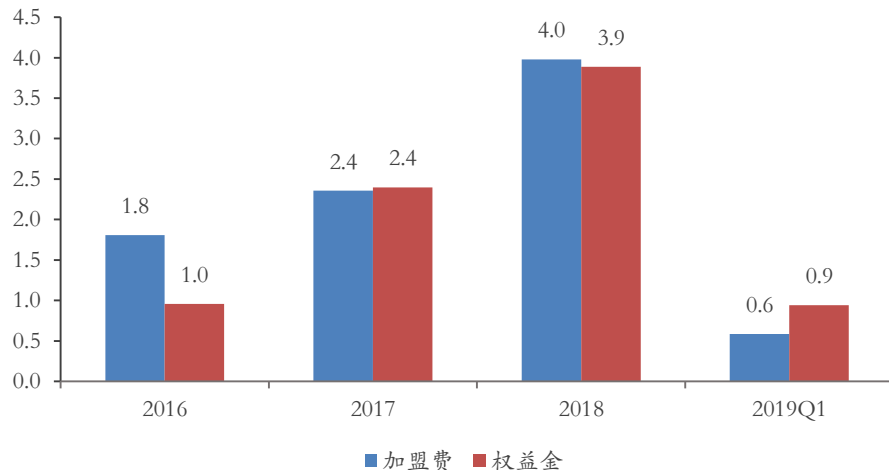
3.3 加盟看点：提供传统业务主要增量，实现持续扩张

- ▶ 未来增量：门店数快速扩张，高运营质量带来权益金逐年上涨
- 价升：凭借高出租率与高运营质量，权益金逐年上涨。凭借出色的品牌与管理输出，加盟店保持较高出租率（90%以上）。居然具备先进的可复制的管理经验，而且为保证加盟商运营质量，公司制定一系列措施：招商前期从选址、规模、产权方面对就加盟商制定严格要求，对其资质进行严格审查；投入运营前通过培训会等赋能经销商、培养其运营管理能力；运营过程中对大型营销活动进行统一协调管理，依据门店需求可派驻管理人员；加盟商发生违约后居然方面有权干涉甚至中断合作。一系列措施为“居然”品牌价值保驾护航。

图：居然加盟卖场平均出租率



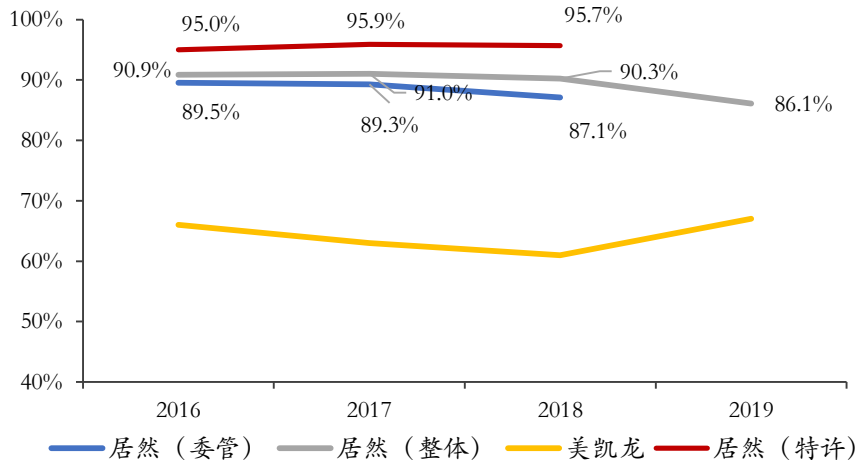
图：居然权益金逐年上涨（单位：亿元）



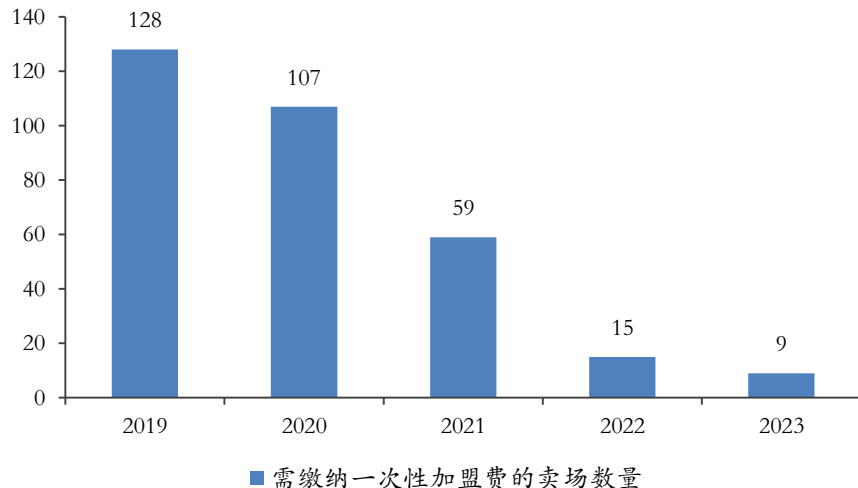
3.3 加盟看点：提供传统业务主要增量，实现持续扩张

- 同业对比：居然加盟业务毛利率高，降本控费尽量减少人员输出
- 居然之家毛利率领先红星美凯龙，主要是讲加盟分为委管加盟与特许加盟，委管店派遣 2-3 名管理人员，人员薪酬费用计入成本，而特许店仅输出品牌价值和管理经验，因此委管毛利率低于特许加盟。美凯龙加盟均为委管模式，而且每 1 万平配 9-10 名员工，以 2019 年店均 5.3 万平测算，美凯龙平均每店需配 48-53 个员工。居然以更少员工撬动优质的经营，源于降本控费的精细化管理。

图：居然加盟模式毛利率



图：居然新加盟卖场数量



目录 / CONTENTS

1 居然之家：家居卖场龙头，业绩稳健向上

2 卖场行业：家居销售线下为主，卖场龙头份额上升

3 传统业务：直营收入稳健，加盟带来增量

4 业态转型：线下多元化改造，线上借阿里引流

5 盈利预测

4.1 卖场改造：多元化转型+产业链延伸

- 家居卖场当前仍占据主要地位，但消费习惯变化与地产需求低迷，无可避免会降低卖场自然流量以及转化效率。而居然之家积极谋求多元化拓展，降低单一主业带来的风险依赖。
- **1、产业链延伸：**基于品牌渠道优势向价值链上下游延伸，由经营渠道向经营空间+流量转型。
- **面向上游：**整合优质分散的制造商，深度参与供应链改革，提升产业效率；
- **面向下游：**打破零售限制，向测量设计、配送安装、售后等环节延伸，提供一站式解决方案。
——设计家业务，利用居然品牌背书吸引客户，利用全国渠道释放规模优势，利用品牌联盟夯实供应链落地产品，带来收入增量，**20H1装修业务营收约1.7亿元，疫情下订单仍达同比持平。**
——智慧物流园建设，实现工厂到仓储、仓储到顾客的全物流链布局。以家居大件、落地配送为特色，实现配送安装到家服务，提升供应链效率，加速产业链延伸。

图：居然业务延伸探索



图：居然之家设计家



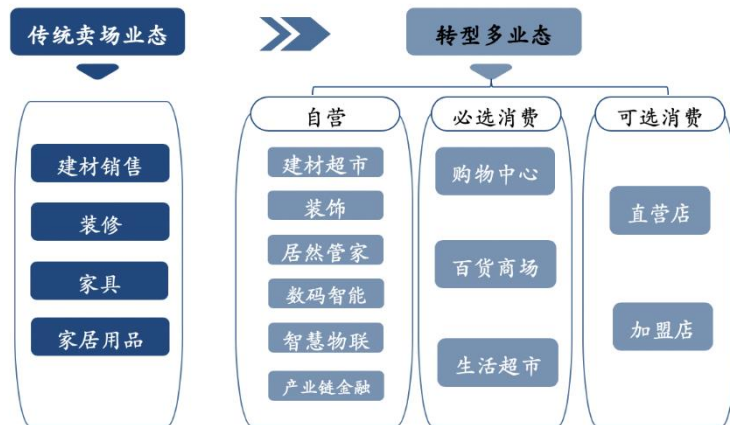
4.1 卖场改造：多元化转型+产业链延伸

- **2、品类延展：**由家居销售向生活方式销售转型，进行覆盖产品服务领域的多元化
 - 一方面，着手装修改造现有门店。利用现有门店实施跨界升级，引入超市影院、餐饮娱乐、数码产品、儿童培训等经营业态。新业态提升门店坪效，不仅因新业务本身坪效较高，而且可实现高频带低频的引流，增加消费者停留时间，提升转化率，进而提升家居店的坪效。
 - 另一方面，新开卖场具备业态延展性，今年在县级城市罗田试点开设Shopping mall，品类因地制宜，销售情况好。居然在品牌口碑、运营服务、团队管理等领先，可复制家居卖场优秀经验，未来或将在免税等业态方面有所融合尝试。

图：居然新零售卖场



图：居然卖场业态转型



4.2 新零售改革：线下数字化改造+线上借阿里引流

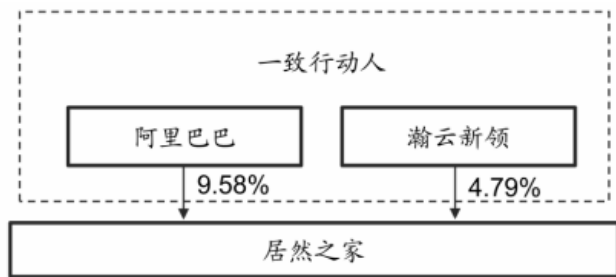
➤ 1、线下渠道面临流量变革

- 尽管如前所述，线上渠道占据家居销售主流地位，连锁卖场集中度提升趋势显著。但渠道的多元化趋势或多或少对家居零售形成冲击，其中硬装主要受精装影响，软装主要受线上影响。
- **硬装方面**，居然应对精装冲击，减少建材品类陈列，同时B端同时对接工程渠道如房企、装企
- **软装方面**，培养私域流量（微信小程序），打造新媒体营销，同时阿里入股赋能居然新零售。

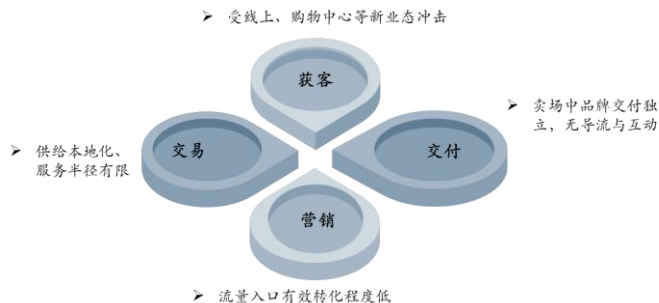
➤ 2、阿里入股带来新零售改造

- **阿里入股**：2018年2月11日阿里以54.53亿元收购居然之家15%股份，借壳上市后阿里持股9.58%成为第三大股东，此外持有公司4.79%股份的瀚云新领与阿里巴巴为一致行动人。

图：阿里入股居然之家



图：居然原本流量痛点

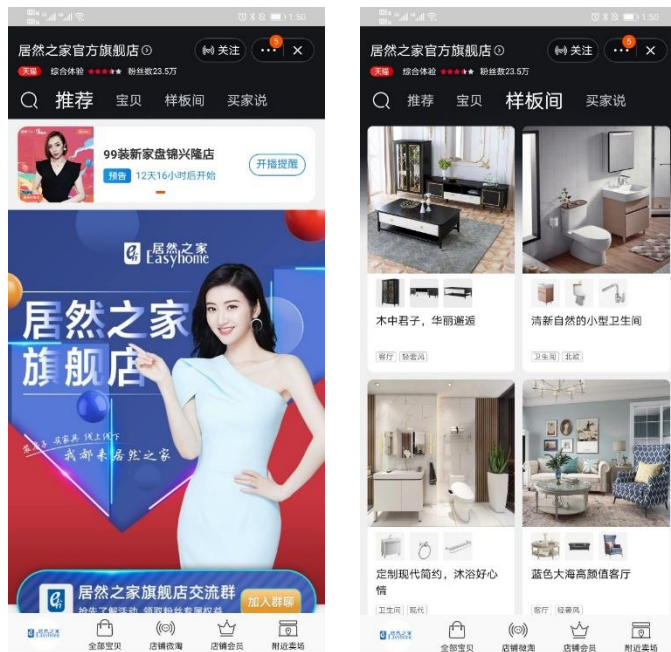


4.2 新零售改革：线下数字化改造+线上借阿里引流

➤ 2、阿里入股带来新零售改造

- **阿里赋能：**目前阿里派驻团队，提供数据和技术支持，运用其消费者洞察、会员体系、专业云计算、企业服务体系以及物流平台，对居然线上线下载能支持，最大程度获客引流反哺主业。
- **①打造线上店铺引流：**联手阿里打造天猫旗舰店，以本地化平台“同城站”为主要形式，以淘宝直播为营销端口，精准推广线下活动，精准匹配消费者和门店，赋能本地经销商与品牌，实现线上线下融合的消费闭环。
- ——19年旗舰店上线5个城市同城站，当前增至128家，年底计划250家。
- ——今年截至6月30日，线上交易量4.8亿元，引导量31亿元（例如线上拿券线下购买），显示线上引流地位。

图：旗舰店改造成引流线下的同城站（仅部分城市开放）



4.2 新零售改革：线下数字化改造+线上借阿里引流

➤ 2、阿里入股带来新零售改造

- ②**数字化改造卖场**：阿里助力向大数据驱动转型，在交易/营销/服务/导购等全方面运营实现数字化，从而实现赋能，提升体验效率。挖掘客户画像，提供更好的消费体验；赋能精准营销，提供更好的销售平台。截至2019年底完成110家智慧门店的改造。
- ③**3D关联提升门店存量转化**：与阿里合作推出3D关联场景导购项目，利用技术赋能，培养商行导购的设计能力与销售技巧，挖掘顾客全家装、多品类需求，引导完成跨品类、跨品牌消费，最终提升卖场联单率和商户转化率。20年计划在重点城市铺开。

图：公司与阿里战略线下合作内容

合作领域	合作内容
门店	试点门店进行新零售探索
物流	推动菜鸟物流协同布局
金融	支付宝相关产品在门店落地
业态	引入盒马鲜生等新零售业态
支付	收银系统与阿里新零售智能POS系统融合

图：阿里与居家的线上合作举例

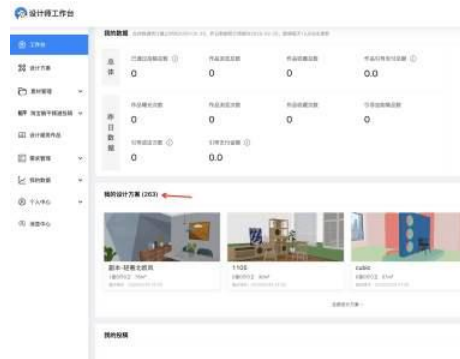


4.2 新零售改革：线下数字化改造+线上借阿里引流

➤ 2、阿里入股带来新零售改造

- ④躺平设计家引流：公司与阿里共同投资在线3D云设计平台躺平设计家，投后估值18.5亿元。
- 投资背景：17年6月居然收购Autodesk旗下的室内设计软件Homestyler（美家达人）并改名为居然设计家。19年5月阿里向设计家增资3.5亿元，同时居然以7.6亿元向阿里出售设计家增资前50%权益，从而阿里持有设计家60%股权，居然设计家更名为“躺平设计家”。
- 躺平实现引流与数字化赋能：躺平产品研发占比重，团队人数占一半以上，提供专业工具、渲染服务和3D云内容给设计师或消费者。量房后一键生成施工设计图，产品关联淘宝1.5万个品牌，依托阿里电商生态打通设计与商品。躺平赋能设计师与制造商并从中盈利。

图：躺平设计家操作界面



目录 / CONTENTS

1 居然之家：家居卖场龙头，业绩稳健向上

2 卖场行业：家居销售线下为主，卖场龙头份额上升

3 传统业务：直营收入稳健，加盟带来增量

4 业态转型：线下多元化改造，线上借阿里引流

5 盈利预测

5 短期看点

- **目前情况：**7-8月经营数据好转，单月销售额全国23个省市完全恢复或同比向上，6个省市恢复到去年同期70%到90%，GMV与营收同比向上，经营出现拐点。
- **短期趋势：**
 - 其一，家居消费由地产交房而来，具备一定刚性，所以需求会延迟到H2兑现。
 - 其二，而且疫情后无疫情免租影响盈利，收入利润均将逐月好转。
 - 其三，疫情之后新零售发展优异，且趋势有望延续。一方面，直播表现密度大、质量高，2月以来联合非同、华日、左右、慕思等百余品牌直播，同时鼓励品牌和经销商进行线上KOL带货等，尽可能引流。另一方面，促销节点表现亮眼。五一活动线下客流显著回升，618直播超万场、累计时长近4万小时，官网旗舰店成交额增长248%，天猫线上订单30万笔。

图：居然之家直播



5 盈利预测

- **盈利预测：**居然之家短期疫情承压，长期看好自营卖场稳健、加盟卖场扩张，新业务贡献营收。预计20-22年EPS为0.31/0.41/0.44元，对应PE为30X/23X/21X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**地产竣工大幅下滑，新零售业务不及预期，委管业务扩张不及预期

图：盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9085	10632	11589	12309
YoY	7.94%	17.03%	9.00%	6.21%
归母净利	3126	1886	2463	2676
YoY	60.08%	-39.7%	30.61%	8.68%
EPS	0.54	0.31	0.41	0.44
PE	17.31	29.85	22.86	21.03

图：估值对比

公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
居然之家	9.35	554	0.31	0.41	0.44	29.85	22.86	21.03
美凯龙	10.19	351	1.17	1.38	1.51	8.71	7.38	6.75
富森美	15.27	116	0.98	1.12	1.21	15.58	13.63	12.62

资产负债表(百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4319	8342	11360	14619
应收和预付款项	1361	1547	1642	1744
存货	204	313	330	351
其他流动资产	599	518	532	543
流动资产合计	6482	10719	13864	17256
长期股权投资	673	673	673	673
投资性房地产	14562	14562	14562	14562
固定资产	2270	2208	2123	2027
在建工程	1686	1716	1736	1746
无形资产开发支出	613	590	559	530
长期待摊费用	0			
其他非流动资产	27217	27161	27065	26950
资产总计	33699	37880	40929	44206
短期借款	30	30	30	30
应付和预收款项	2398	2839	3072	3263
长期借款	2305	2305	2305	2305
其他负债	12930	14766	15093	15476
负债合计	17663	19940	20501	21074
股本	6020	6020	6020	6020
资本公积	5440	5440	5440	5440
留存收益	3668	5553	8016	10693
归母公司股东权益	15128	17013	19476	22153
少数股东权益	995	1014	1039	1065
股东权益合计	16123	18027	20515	23218
负债和股东权益	33786	37967	41015	44292

利润表(百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9085	10632	11589	12309
营业成本	4836	6592	6953	7385
营业税金及附加	133	156	170	181
销售费用	727	829	869	862
管理费用	459	1223	1217	1292
财务费用	57	54	-26	-87
资产减值损失	4	0	0	0
投资收益	719	500	600	600
公允价值变动	18	0	0	0
营业利润	3607	2278	3006	3275
其他非经营损益	327	100	100	100
利润总额	3934	2378	3106	3375
所得税	783	473	618	672
净利润	3151	1904	2487	2703
少数股东损益	25	19	25	27
归母股东净利润	3126	1886	2463	2676

现金流量表(百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	2574	3664	2518	2740
投资性现金流	-466	500	640	660
融资性现金流	-1934	-141	-141	-141

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

