



## 买入（首次）

所属行业：轻工制造  
当前价格(元)：7.40

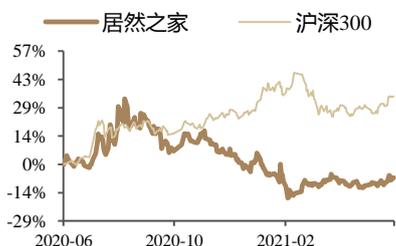
### 证券分析师

花小伟  
资格编号：S0120521020001  
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

### 研究助理

毕先磊  
邮箱：bixl@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M   | 2M    | 3M   |
|---------|------|-------|------|
| 绝对涨幅(%) | 4.52 | 1.51  | 4.08 |
| 相对涨幅(%) | 1.28 | -3.14 | 4.18 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 居然之家(000785.SZ)：引领家居零售变革，新渠道新业态新成长

## 投资要点

- 居然之家：泛家居卖场龙头扬帆起航。**居然之家为国内连锁家居卖场龙头，2019年反向购买武汉中商登录资本市场，业务涵盖大家居、自营以及武汉中商旗下的商超百货三大业态，持续推进大家居、大消费融合。秉持直营+加盟双轮驱动的轻资产扩张战略，截至2020年末共拥有门店382家，其中直营90家，加盟292家。疫情影响下，公司2020年实现营收89.93亿元，同比下滑-1.01%，归母净利润13.63亿元，同比下滑56.81%。21Q1公司营收实现超预期增长，营收33.42亿元，同比增长39.05%，利润快速回升，实现归母净利润6.15亿元，同比增长144.58%，业绩拐点明显。
- 行业：疫情催化，家居卖场整合在即，新模式、新渠道涌现。行业变革：伴随连锁卖场龙头加速向四、五线城市扩张，收编地方卖场，叠加疫情对市场出清的加速机制，市场份额向龙头集中的逻辑确定性凸显。需求渠道变革：1)消费升级、理念迭代下，一站式线下多品+服务的家居体验成主流；2)需求重构，精装渗透率加速提升，整装渠道兴起，跨界合作成主流，两者共同分流平台卖场零售需求；3)疫情形成倒逼机制，线下客流减少、消费者习惯重塑，家居卖场加速数字化转型。**
- 破局：渠道门店下沉，轻资产运营，携手阿里布局新零售，居然之家抢占先机。**1)顺应消费理念和升级趋势，持续挖掘、扩充新品类，实现低频家居和高频消费业态融合，打造一站式线下家居购物体验。2)一方面加盟模式加速四、五线城市渠道下沉挖掘增量客流，另一方面跨界合作家居品牌商，以躺平设计家为前端流量入口涉足整装。3)线下获得阿里54.53亿元战略投资，把握“流量、运营、技术”三大新零售核心，助力卖场数字化转型，线上六大赛道齐开跑：躺平设计家前端引流，居然装饰提供标准化家装服务，丽屋建材超市对标家得宝打造国内高端建材零售商，尚屋智慧家布局智能家居，智慧物流园打造自营物流配送体系，居然管家提供后家装服务维持客户粘性。六大赛道共同打造家居全链条数字化服务平台，开拓家居卖场新未来。
- 他山之石：强供应链，广门店覆盖，全球家居卖场连锁龙头 Home Depot 提供成功模式。**家得宝 (Home Depot) 为全球家居卖场连锁龙头，公司的成功为我们提供诸多可借鉴之处：1)强化供应链成本优势明显；2)门店广覆盖；3)紧跟电商消费趋势，持续完善线上线下一体化布局；4)加强企业信息化建设，打造仓储IT系统平台。对标家得宝，居然之家：1)通过“智慧物流园”直接带来10%物流成本下降；2)轻资产模式高效拓展三四线空白市场，门店数、店效稳步提升；3)坚持新零售赋能数字卖场战略，携手阿里线上六大赛道并进，GMV增长显著。居然之家经营策略与家得宝的崛起之路有诸多相似，且处于高速增长阶段，未来可期。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司2021~2023年营业总收入分别为121.19、138.99、158.50亿元，同比增长34.76%、14.69%、14.04%，2021~2023年归母净利润分别为24.28、27.52、31.77亿元，同比增长78.18%、13.33%、15.46%，2021~2023年EPS分别为0.37、0.42、0.49元，对应2021~2023年PE分为19.90X、17.56X、15.21X。我们选取国内业务品类相似的家居公司富森美、美凯龙、顾家家居、欧派家居作为可比公司，2021-2023年可比公司PE均值为41.26X、34.31X、29.18X。我们考虑到公司线下持续挖掘新品类、新品牌，推动低频家居和高频消费的多业态融合，以加盟模式实现四、五线渠道下沉挖掘增量客流，跨界



合作涉足整装；六大赛道打造全链条数字化服务平台，加速数字化转型，开拓家居卖场新未来，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：** 新冠疫情反复；门店拓展不及预期。

| 股票数据          |            | 主要财务数据及预测   |       |        |        |        |        |
|---------------|------------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股):     | 6,529.04   |             | 2019  | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 流通 A 股(百万股):  | 251.09     | 营业收入(百万元)   | 9,229 | 8,993  | 12,119 | 13,899 | 15,850 |
| 52 周内股价区间(元): | 6.59-10.56 | (+/-)YOY(%) | 9.6%  | -2.6%  | 34.8%  | 14.7%  | 14.0%  |
| 总市值(百万元):     | 48,314.87  | 净利润(百万元)    | 3,155 | 1,363  | 2,428  | 2,752  | 3,177  |
| 总资产(百万元):     | 54,910.36  | (+/-)YOY(%) | 61.6% | -56.8% | 78.2%  | 13.3%  | 15.5%  |
| 每股净资产(元):     | 2.52       | 全面摊薄 EPS(元) | 0.48  | 0.21   | 0.37   | 0.42   | 0.49   |
| 资料来源: 公司公告    |            | 毛利率(%)      | 46.8% | 40.4%  | 41.1%  | 41.5%  | 41.9%  |
|               |            | 净资产收益率(%)   | 20.9% | 6.9%   | 10.9%  | 10.9%  | 11.0%  |

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 投资五要素

### 驱动因素：

1) 行业集中度提升：家居卖场行业分散，行业集中度低，疫情催化下，中小卖场因规模劣势、地域壁垒、运营低效，将加速出清，行业格局不断优化，份额向头部卖场集中。

2) 公司新战略驱动：线下持续挖掘新品类、新品牌，推动低频家居和高频消费的多业态融合，以加盟模式实现四、五线城市下沉挖掘增量客流，跨界合作涉足整装；线上利用疫情的倒逼机制，六大赛道打造全链条数字化服务平台，加速数字化转型，开拓家居卖场新未来。

### 关键假设与投资建议：

1) 加盟管理业务：加盟管理业务收入主要来自加盟模式家居卖场，考虑到公司未来将大力发展加盟业务，渗透三、四线城市空白地区，打造千店计划，我们预测 2021-2023 年加盟模式家居卖场净新增门店数分别为 100、80、80 家。

2) 租赁管理业务：租赁管理业务收入主要来自公司直营模式家具卖场，2020 年直营门店收到疫情影响，门店数有所下滑，我们预计 2021-2023 年公司将加快扩店步伐，我们预测 2021-2023 年净新增门店数分别为 6、2、3 家。

3) 商品销售业务：商品销售业务收入主要来自武汉中商销售收入及建材销售收入。武汉中商方面，门店升级改造带动超市单店收入提升，湖北地区门店扩张步伐加快，我们预测 2021-2023 年武汉中商超市净新增门店数分别为 80、35、25 家。建材销售收入方面，新零售赋能叠加泛家居上下游融合红利。

4) 装修服务业务：公司与阿里战略合作稳步推进，“躺平设计家”为公司装修服务业务精准引流，协同效应显著。

### 我们与市场的不同观点

市场观点普遍关注地产销售边际改善带来公司业绩的提升，我们认为公司作为家居卖场龙头，将充分受益于中小卖场出清，行业集中度提升带来的行业红利，同时公司六大战略稳步推进，门店有序拓展，渠道加速向三四先渗透，自身  $\alpha$  增长属性明显。同时疫情影响逐步减弱，线下流量有序恢复，公司今年业绩有望持续超出市场预期。

我们对标全球家居卖场龙头家得宝的崛起之路，居然之家与家得宝的成功模式存在相似性：门店积极扩张、供应链信息化降本、新零售赋能打造数字卖场等。同时，居然之家的发展阶段可对标 90 年代家得宝，处于成长期，业绩有望迎来高速增长。

### 股价表现的催化剂

公司线上线下一订单融合靓丽，销售数据快速增长。

### 主要风险因素

新冠疫情反复；门店拓展不及预期。

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 居然之家：家居连锁龙头扬帆起航.....                    | 6  |
| 1.1. 发展历程：深耕家居二十余载，彰显居然之美 .....            | 6  |
| 1.2. 上市之路：借壳武汉中商，登陆资本市场.....               | 6  |
| 1.3. 经营业绩：整体营收稳步增长，疫情影响下利润有所下滑 .....       | 8  |
| 1.4. 盈利能力：毛利维持较高水平，ROE 逐年下降.....           | 8  |
| 1.5. 经营战略：直营加盟双驱动，轻资产模式加速扩张 .....          | 9  |
| 2. 新驱动：家居卖场整合在即，居然之家多举措破局.....             | 12 |
| 2.1. 行业驱动：家居零售行业万亿规模，卖场整合在即 .....          | 12 |
| 2.1.1. 家居零售市场规模达 4.5 万亿，整合逻辑确定性凸显 .....    | 12 |
| 2.1.2. 家居零售市场持续扩容，整合逻辑确定性凸显 .....          | 13 |
| 2.1.3. 地产：竣工迎集中交付周期，提振短期零售需求 .....         | 15 |
| 2.2. 卖场升级：家居零售迎变局，家居卖场加速转型.....            | 16 |
| 2.2.1. 一站式服务：消费升级、理念迭代，一站式线下家居服务体验成主流..... | 16 |
| 2.2.2. 整装、精装：需求重构，精装、整装渠道分流.....           | 16 |
| 2.2.3. 数字化转型：疫情重塑消费者习惯，倒逼家居卖场数字化转型.....    | 17 |
| 2.3. 居然破局之路：多业态融合+渠道下沉+数字化.....            | 18 |
| 2.3.1. 顺应消费理念挖掘新品类，多业态融合实现低、高频购物结合.....    | 18 |
| 2.3.2. 四五线扩张挖掘增量客流，跨界合作家居品牌商涉足整装.....      | 18 |
| 2.3.3. 六大赛道扩展自营、IP 业务，数字化转型破局新零售 .....     | 19 |
| 3. 他山之石：对标 90 年代家得宝，居然之家未来可期 .....         | 22 |
| 3.1. 家得宝概况：40 年历史，北美建材家居用品零售龙头 .....       | 22 |
| 3.2. 经营情况：居然之家对标 90 年代家得宝，门店爬坡期 .....      | 23 |
| 3.3. 品类对标：业务扩张为王，协同效应显著.....               | 25 |
| 3.4. 供应链管理对标：信息化改造供应链，合理规划配送中心以降本增效 .....  | 26 |
| 3.5. 新零售对标：线上线下一体化战略推进，打造新增长点.....         | 28 |
| 4. 盈利预测及投资建议.....                          | 29 |
| 4.1. 盈利预测 .....                            | 29 |
| 4.2. 投资建议 .....                            | 31 |
| 5. 风险提示.....                               | 31 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 居然之家发展历程 .....                          | 6  |
| 图 2: 武汉中商各业态零售店数量持续增长 (单位: 家) .....          | 7  |
| 图 3: 借壳后, 公司股权结构集中, 实控人为汪林朋先生 .....          | 7  |
| 图 4: 居然之家聚焦两大主线, 三大业态 .....                  | 8  |
| 图 5: 营收稳步增长, 2020 年略有下降 .....                | 8  |
| 图 6: 公司营收稳步增长, 疫情影响下 20 年净利润大幅下滑 .....       | 8  |
| 图 7: 毛利率维持较高水平 .....                         | 9  |
| 图 8: 销售费用、财务费用略有增长 .....                     | 9  |
| 图 9: 直营+加盟门店加速扩张 .....                       | 10 |
| 图 10: 直营模式以租赁物业为主 .....                      | 10 |
| 图 11: 加盟模式主要分布在三、四线城市 (单位: 家) .....          | 10 |
| 图 12: 2020 年公司租赁管理收入 60.23 亿元, 为主要营收来源 ..... | 11 |
| 图 13: 2020 年直营单店收入 6465.96 元 .....           | 11 |
| 图 14: 商业用途平均地价持续上涨 .....                     | 11 |
| 图 15: 直营卖场出租率维持高位 (单位: %) .....              | 11 |
| 图 16: 直营店坪效上升 .....                          | 11 |
| 图 17: 加盟卖场出租率维持高位, 且委管高于特许经营 (单位: %) .....   | 12 |
| 图 18: 加盟费和权益金具备增量空间, 权益金收入占比上升 .....         | 12 |
| 图 19: 加盟平均单店收入出现负增长 .....                    | 12 |
| 图 20: 2020 年家居建材行业市场规模预计达 4.5 万亿 .....       | 13 |
| 图 21: 2020 年家具制造业企业数量达 6544 家 .....          | 13 |
| 图 22: 2020 年中国家居装饰及家居市场规模达 4.5 万亿 .....      | 14 |
| 图 23: 连锁家居卖场市场份额占比依然较低 .....                 | 14 |
| 图 24: 改善型家装需求占比达 37%, 成家装行业新的增长点 .....       | 14 |
| 图 25: 2019 年零售渠道中连锁家居卖场销售占比达 30% .....       | 15 |
| 图 26: 新开工、竣工增速背离, 竣工趋势性修复拐点现 (单位: %) .....   | 15 |
| 图 27: 家具零售增速处于上行通道, 持续回暖 .....               | 16 |
| 图 28: 人均可支配收入持续提升 .....                      | 16 |
| 图 29: 可支配收入提升带动居住消费支出增加 .....                | 16 |
| 图 30: 精装、整装渠道兴起, 分流零售需求 .....                | 17 |
| 图 31: 精装渗透率不断提升 .....                        | 17 |
| 图 32: 中美两国家具行业线上渠道渗透率对比 (单位: %) .....        | 18 |

|   |    |
|---|----|
| 图 33: 躺平设计家官网展示 .....                         | 19 |
| 图 34: 躺平设计家成果.....                            | 20 |
| 图 35: 居然装饰商业模式 .....                          | 20 |
| 图 36: 丽屋建材超市定位、模式及竞争优势 .....                  | 21 |
| 图 37: 尚屋智慧家商业定位 .....                         | 21 |
| 图 38: 天津宝坻智慧物流园情况 .....                       | 22 |
| 图 39: 居然管家业务成果 .....                          | 22 |
| 图 40: 家得宝股价历史新高 .....                         | 23 |
| 图 41: 家得宝估值表现均衡稳定向上 .....                     | 23 |
| 图 42: 家得宝营业收入同比增长分为三个阶段 .....                 | 24 |
| 图 43: 家得宝门店扩张从 1999 年开始放缓, 2007 年以来基本稳定 ..... | 24 |
| 图 44: 居然之家门店仍在扩张期间, 且三四线仍有巨大空白市场 .....        | 24 |
| 图 45: 家得宝门店坪效从 1999 年出现下滑, 2010 年起回复正增长 ..... | 25 |
| 图 46: 除去 2020 年疫情影响, 居然直营店坪效仍在攀升 .....        | 25 |
| 图 47: 居然之家业务岁泛家居产业链融合不断扩张 .....               | 26 |
| 图 48: 家得宝存货周转率稳步提升.....                       | 27 |
| 图 49: 家得宝销售及管理费率持续下降.....                     | 27 |
| 图 50: 躺平设计家赛道突破 2000 万收入.....                 | 29 |
| 图 51: 4 大赛道 GMV 实现突破性增长.....                  | 29 |
| <br>  |    |
| 表 1: 自营模式和加盟模式对比 .....                        | 9  |
| 表 2: 家得宝发展的历史阶段.....                          | 22 |
| 表 3: 家得宝分产品收入一览表 .....                        | 25 |
| 表 4: 居然之家分业务营收 .....                          | 25 |
| 表 5: 家得宝物流体系.....                             | 27 |
| 表 6: 家得宝自有和租赁设施.....                          | 27 |
| 表 7: 家居行业销售业态模式一览表 .....                      | 28 |
| 表 8: 家得宝网上客户服务模式 .....                        | 28 |
| 表 9: 分业务营收测算.....                             | 29 |
| 表 10: 门店数目测算 (单位: 家) .....                    | 30 |
| 表 11: 单店收入测算 .....                            | 30 |
| 表 12: 可比公司估值 .....                            | 31 |

## 1. 居然之家：家居连锁龙头扬帆起航

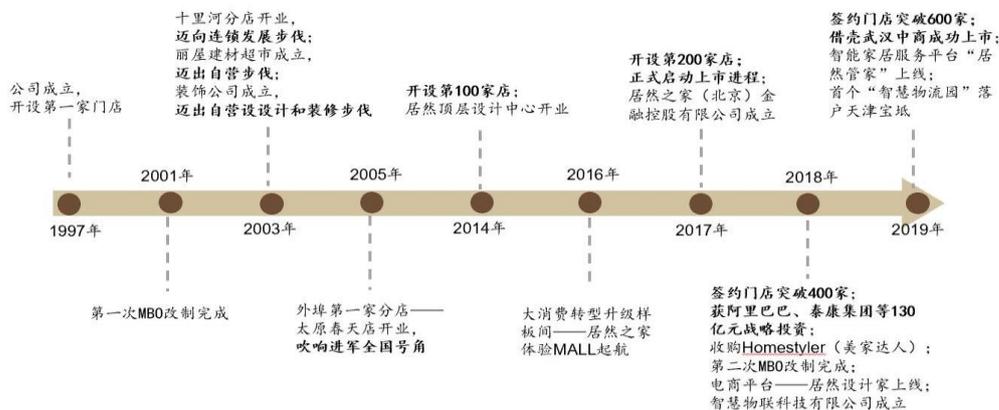
### 1.1. 发展历程：深耕家居二十余载，彰显居然之美

**提前布局泛家居全产业链，打造泛家居行业龙头。**居然之家成立于1999年，是中国泛家居行业龙头之一。自成立伊始便持续深耕泛家居产业，积累了丰富的家居卖场经验，系中国市场内少数率先进行泛家居全产业链布局、搭建全国线下零售网络的大型、综合、创新家居零售商之一，在品牌、服务口碑、规模、商业模式、团队管理等多个方面具有领先的竞争优势。

**历经二十余载，成就居然之美。**公司于1999年开设第一家分店，2003年开设第二家分店，并成立丽屋建材超市和装饰公司，迈出连锁发展、自营设计和装修的步伐；2014年开设第100家分店；2016年上线居然设计家电商平台，致力于提供家居设计、装修施工、材料采购和物流配送等一站式家居装修服务；2017年正式启动上市进程；2018年获阿里巴巴、泰康集团等130亿元战略投资，并于2019年借壳武汉中商成功上市。细数这二十余载，居然之家始终致力于为客户提供全链条一站式家装服务体验，将居然之美传至全国。

**阿里54.53亿元参股，居然构建新零售转型之路。**2018年2月，居然之家获得阿里54.53亿元战略投资，从“流量、运营、技术”三大核心入手，加速发家居产业链上下游整合，在家居卖场线上线下一体化的必然趋势下一马当先。2020年，居然同城站数量增长20倍以上；日均访客18万，获取流量能力同比增长3倍以上；引导成交额85亿，同比增长7倍以上。2021年5月，居然家居销售运营平台上线，打通线上核心流量通路。

图1：居然之家发展历程

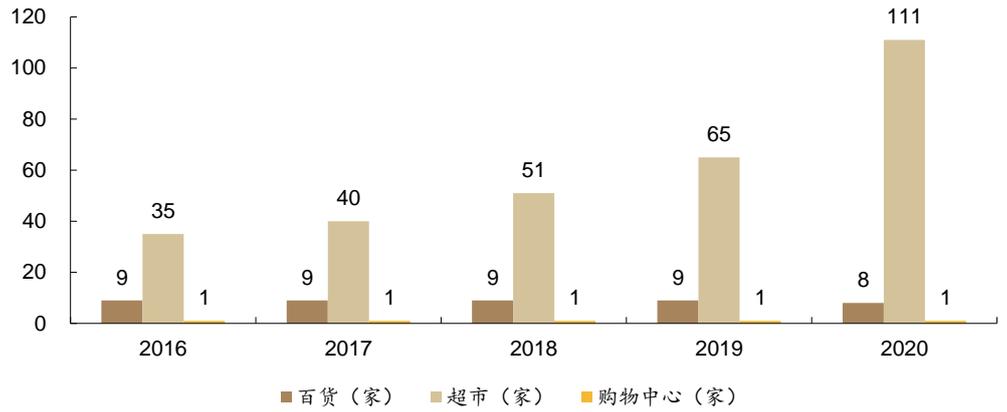


资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

### 1.2. 上市之路：借壳武汉中商，登陆资本市场

**武汉中商：连锁百强，扎根湖北。**武汉中商为湖北本土的商业零售企业，主要从事零售业务，同时涉足商业物业开发、电商服务等产业。主营业态包括现代百货、购物中心、超市等。2020年拥有8家现代百货店、1家购物中心、111家各类超市（公司将原有大超市代管的小型社区超市单列出来，导致数量大幅增加），主要分布于武汉市核心商圈，荆州、黄石、黄冈、十堰、咸宁、孝感、荆门等10个主要城市。2020年公司位列武汉百强企业39位，并荣获武汉市法治建设示范企业称号。公司积极抢占市场先机，实现多业态协同联动发展，目前已形成以武汉为中心、辐射周边城市的连锁网络，各业态门店发挥经营互补优势以全方位满足区域市场消费需求。

图 2：武汉中商各业态零售店数量持续增长（单位：家）

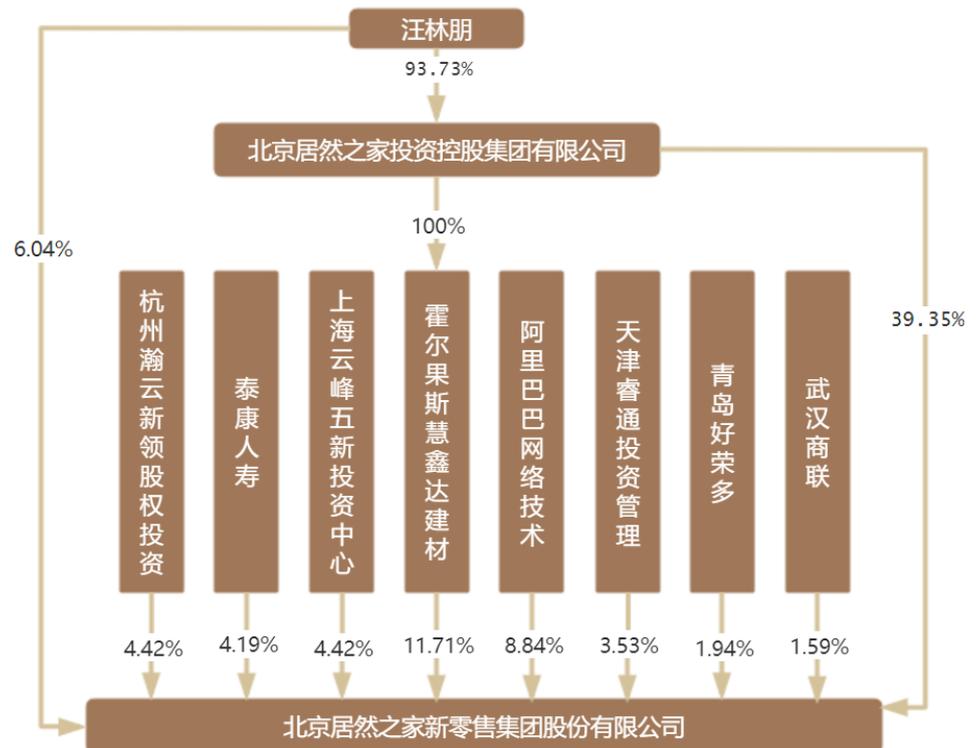


资料来源：公司公告，德邦研究所

**借壳武汉中商，登录 A 股市场。**2019 年 11 月武汉中商通过非公开发行股份的方式购买居然新零售 100% 股权并更名为居然之家。居然之家通过此次反向购买，借壳武汉中商，成功上市 A 股，登陆资本市场。

**实控人变更为汪林朋，股权结构稳定。**截至 2021 年一季度，其实际控制人为汪林朋，其与一致行动人居然控股、慧鑫达建材合计持有公司 57.1% 的股份，股权结构较为稳定。

图 3：借壳后，公司股权结构集中，实控人为汪林朋先生

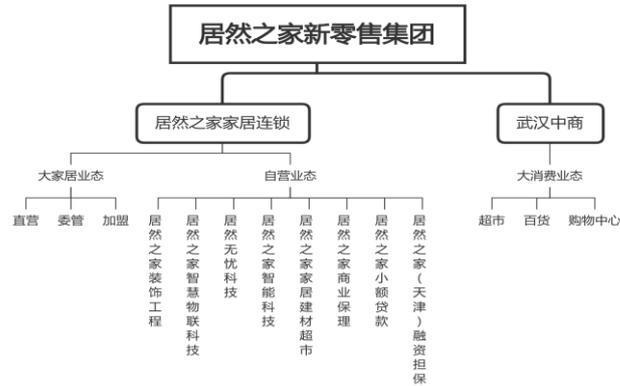


资料来源：公司公告，德邦研究所

**业态融合，新零售落地加速转型升级。**本次借壳上市成功后，武汉中商在原有零售业务的基础上，注入居然新零售旗下盈利能力较强、发展前景广阔的家居建材商场、建材零售超市、家庭装饰装修等业务，实现百货业态和家居零售业态的跨界融合。目前公司业务板块分为三大部分：居然之家家居连锁下辖的市场业态和自营业态以及武汉中商下的百货业态。同时居然新零售引入了阿里巴巴等战

略投资者，形成强强联合，进一步推进家居零售业态的线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合以及产业链上下游融合三大融合战略，持续推动转型升级。

图 4：居然之家聚焦两大主线，三大业态



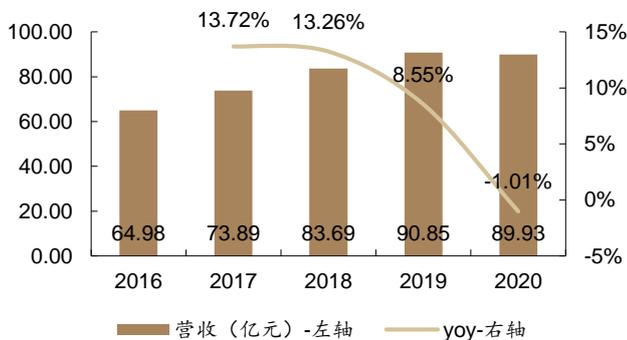
资料来源：公司公告；德邦研究所

### 1.3. 经营业绩：整体营收稳步增长，疫情影响下利润有所下滑

公司营业收入稳步增长，利润增速快于营收增速。公司营业总收入从 2016 年的 64.98 亿元增长至 2019 年的 90.85 亿元。受疫情影响，公司积极贯彻国家政策，扶持小微企业渡过难关，主动对卖场内商户减免租金、物业管理费等费用。2020 年营业收入 89.93 亿元，略有下降，近四年的 CAGR 为 8.46%。公司归属于母公司的净利润从 2016 年的 8.33 亿元增长至 2019 年的 31.26 亿元，2020 年大幅下降至 13.63 亿元，近四年的 CAGR 为 13.10%。2017-2019 年利润增速显著高于营收增速，公司营收增长同时，盈利质量也在快速提升。但归属于母公司利润受疫情影响显著大于营业收入。2021 年 Q1 公司实现营收 33.42 亿元，同比增长 39.05%，实现归属于母公司净利润 6.15 亿元，同比增长 144.58%，明显恢复。

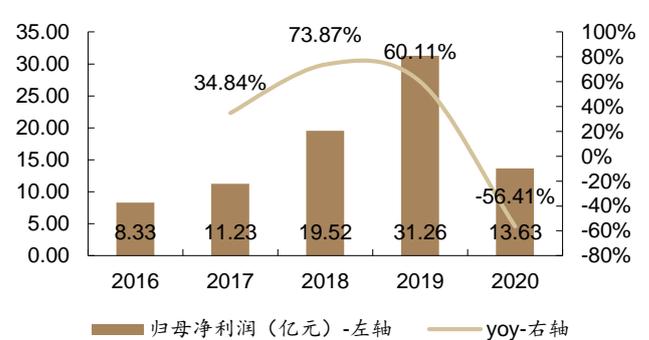
分行业来看，2020 年公司租赁及加盟管理服务收入较 2019 年下降 -20.73%，商品销售收入较 2019 年增长 +330.73%，主要是由于报告期内合并武汉中商全年的商品销售收入所致。2020 年度营业成本为 53.62 亿元，较上年增加 10.87%，增加金额 5.26 亿元，主要是合并武汉中商商品销售成本及疫情影响业务成本减少所致。

图 5：营收稳步增长，2020 年略有下降



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 6：公司营收稳步增长，疫情影响下 20 年净利润大幅下滑



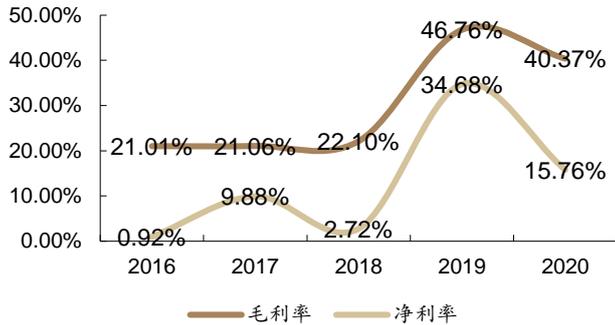
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 1.4. 盈利能力：毛利维持较高水平，ROE 逐年下降

公司毛利率维持在较高水平。2016-2019 年，居然之家总体毛利率保持稳定增长，期间费用率略有下降，财务费用增长。2020 年，居然之家总体毛利率约为

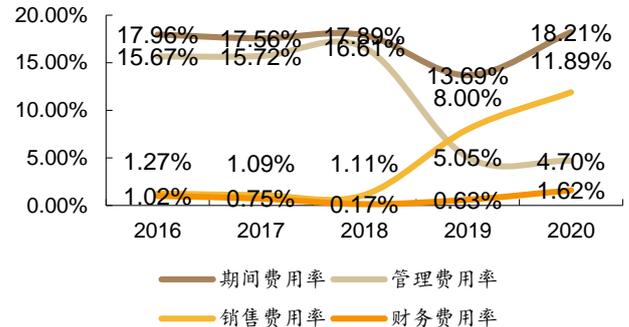
40.37%，期间费用中，销售费用、财务费用率有较大的增长，主要是由于报告期内合并武汉中商全年费用所致。

图 7：毛利率维持较高水平



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 8：销售费用、财务费用略有增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

**销售费用率增长，带动 ROE 上升，疫情影响下 ROE 下行：**公司销售净利率快速增长，由 2017 年 9.88% 增长至 2019 年 34.68%，2020 年公司净利率出现大幅下降。由于疫情的不可抗力因素，家居连锁 2020 年实际实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 12.98 亿元，其中因疫情影响直接导致营业收入减少 21.61 亿元，因政策优惠和物业方租金减免等节约成本 4.43 亿元，家居连锁 2020 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润减少 12.77 亿元。权益乘数逐年减小，总资产周转率基本稳定。2020 年 ROE 由 2017 年 28.99% 降低至 2020 年 8.58%，较上年减少 16.79%。

### 1.5. 经营战略：直营加盟双驱动，轻资产模式加速扩张

**(1) 直营模式：**可分为自有物业和租赁物业。直营模式是指公司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的自主运营管理模式。根据卖场物业权属，直营模式门店可以划分为自有物业门店及租赁物业门店两种。

**(2) 加盟模式：**可分为委托管理和特许加盟。加盟模式是指公司与加盟方签订加盟协议，授权加盟方使用“居然之家”的商标与商号等资源开展经营商业模式。公司的加盟模式可分为委托管理加盟及特许加盟两种。两者差异主要在于人员管理，委托管理加盟下公司将委派总经理、财务经理与业务经理；特许加盟下公司通常不会派驻管理人员。但是在两种模式下，均由加盟方负责提供经营物业并与商铺租户签署招商合同。

表 1：自营模式和加盟模式对比

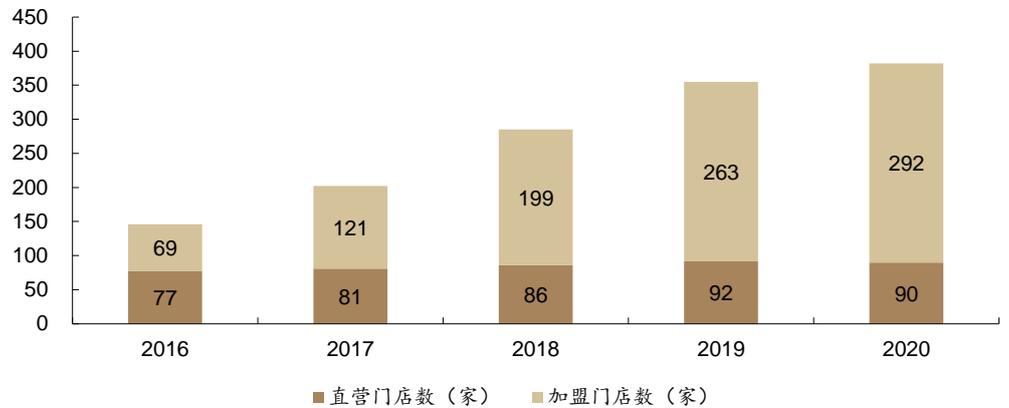
| 模式   | 类型   | 特点  | 收入收取对象           | 收入来源                        |
|------|------|---|------------------|-----------------------------|
| 直营模式 | 自有物业 | 公司通过自有或租赁物业自主运营家居卖场，直接承担店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、促销活动管理等一系列工作的自主运营管理模式。              | 商户（家居产品的品牌商、经销商） | 租金、物业管理费、市场管理费及广告促销费        |
|      | 租赁物业 |   | 加盟方              |                             |
| 加盟模式 | 委托管理 | 公司与加盟方签订加盟协议，授权加盟方使用“居然之家”商标与商号等资源开展经营的商业模式。加盟方负责项目投资，自负盈亏并承担经营风险。委托加盟会派驻人员管理，特许加盟不派驻人员 | 加盟方              | 一次性加盟费+按门店年度营业收入收取一定比例权益金   |
|      | 特许加盟 |   | 加盟方              | 一次性的加盟费+每年对门店收取一定数额或比例的权益金。 |

资料来源：公司年报，德邦研究所

**直营+加盟双轮驱动，轻资产模式加速扩张。**公司秉持轻资产扩张策略，一、二线城市以直营为主，保障经营质量；三、四线以加盟为主，提升灵活性并加速品牌扩张。**直营模式方面**，鉴于租赁物业模式具备相对投资少、投资回收周期短的优点，为了保障经营稳定以及稳定实现轻资产扩张，公司选择以租赁物业为主，2020 年公司拥有租赁门店 76 家，占总直营门店比例为 84.44%。**加盟模式方面**，

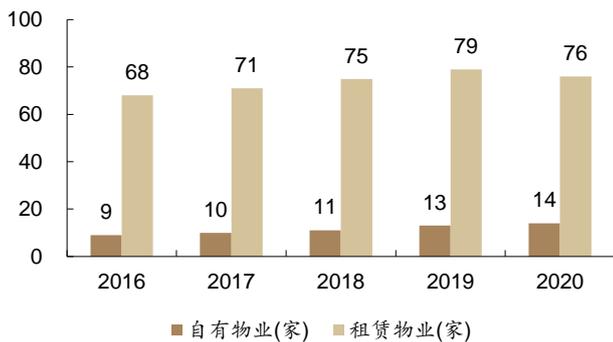
公司采取地市级委管加盟、县级市特许加盟的扩张策略，2020 年委管和特许门店分别为 125 家和 167 家，中长期来看，公司持续打造千店计划，预计未来 5 年将实现每年新签约 100 家和开业 80 家以上分店的目标，并于 2025 年，开业分店将超过 1000 家。

图 9：直营+加盟门店加速扩张



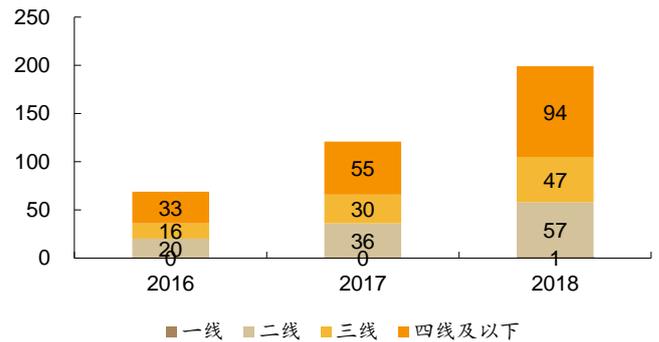
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 10：直营模式以租赁物业为主



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 11：加盟模式主要分布在三、四线城市 (单位：家)



资料来源：公司公告，德邦研究所

**直营模式未来增量来自已有门店的租金提价以及坪效提高。**公司租赁管理收入主要来自直营模式下收取的租金、物业管理费、市场管理费和广告促销服务等，2020 年公司实现租赁管理收入 60.23 亿元，同比下降 19.46%。公司直营模式未来收入增量主要来自两方面：一方面为已有门店的收入持续增长；另一方面为新开门店贡献的增量收入。根据武汉中商发行股份购买资产暨关联交易报告书，公司于 2020 年之后便不再新增直营门店，因此我们认为已有门店的租金提价以及坪效提高为公司直营模式未来的主要收入增量。受益于提租和坪效提升的双重驱动，公司单店收入持续增长，虽然 2020 年受到疫情冲击，但是公司直营模式下平均单店收入仍旧保持较高水平，为 6465.96 元。

图 12: 2020 年公司租赁管理收入 60.23 亿元, 为主要营收来源



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

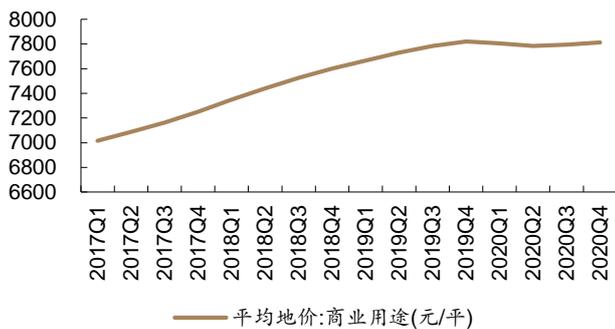
图 13: 2020 年直营单店收入 6465.96 元



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**地价上涨确立自然提租逻辑, 出租率维持高位保障提租:** 截至 2020 年末, 我国商业用途的平均地价为 7813 元/平, 商业地价总体形成持续上涨趋势, 而公司与商户签订的租赁合同多为一年期, 在合同到期进行续签时往往会根据地价对租金进行调整, 因此地价上涨确立了自然涨租的逻辑, 同时在租金上涨情况下, 公司的出租率依然维持在 90% 以上, 大量品牌商等待入驻, 保障了提租的顺利进行。

图 14: 商业用途平均地价持续上涨



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

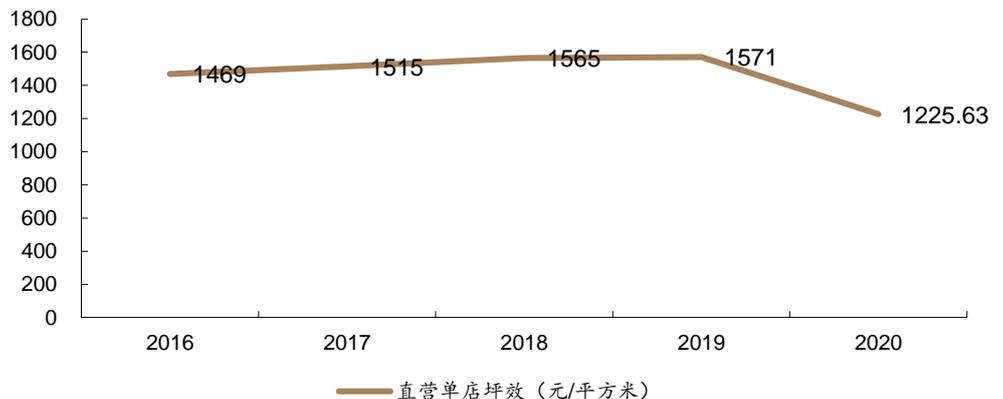
图 15: 直营卖场出租率维持高位 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**现有门店改造叠加新业态引入, 坪效持续抬升:** 一方面, 随着公司对商场摊位布局和产品结构的持续优化, 单位面积利用效率提升。另一方面, 公司通过引入超市影院、餐饮娱乐、数码产品、儿童培训等本身便具备较高坪效的经营业态, 同时实现高频带低频的引流, 对家居店形成协同效应。两大因素共同助推坪效提升。2020 年, 受疫情影响坪效有所降低。

图 16: 直营店坪效上升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

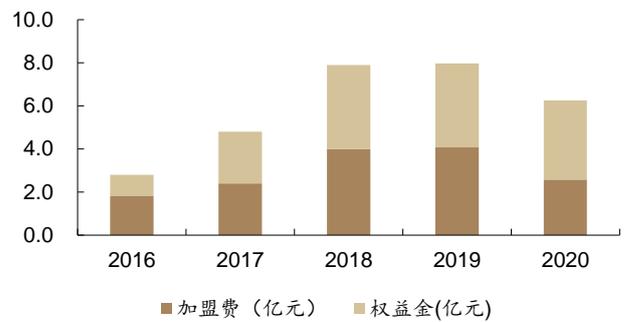
**加盟模式出租率保持高位，权益金收入占比上升。**从出租率来看，依赖于居然出色的品牌输出与先进的管理经验，加盟出租率持续维持在高位，并且由于委管模式下公司派驻高管进行管理，出租率高于特许经营模式。从加盟收入来看，主要为新增加盟门店的一次性加盟费 and 现有加盟店的权益金收入，两者共同提升驱动加盟收入持续增加。受疫情冲击有所下降，但总体呈现上涨趋势，未来有望进一步增加。2020年加盟管理收入5.67亿元，其中下半年占比较大，为3.25亿元。长期来看权益金收入占比将持续提升，成为公司加盟收入的主要增量。

图 17: 加盟卖场出租率维持高位，且委管高于特许经营(单位:%)



资料来源：公司公告，德邦研究所

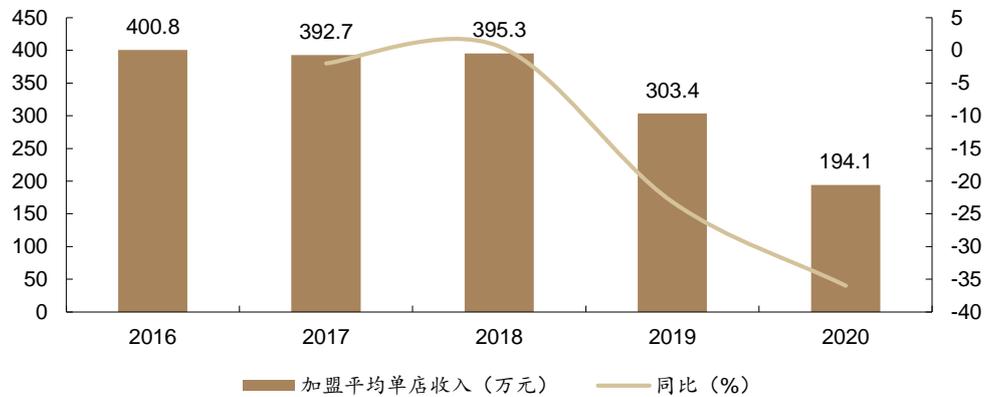
图 18: 加盟费和权益金具备增量空间，权益金收入占比上升



资料来源：公司公告，德邦研究所

**加盟模式未来收入增量来自门店的快速扩张。**从公司加盟单店收入增速来看，近几年持续出现负增长，可见公司加盟模式的收入增量并非来自单店收入的上升，而是主要来自门店的快速扩张。公司未来将向四、五线加速实现加盟门店的品牌、管理输出，一方面带来一次性加盟费的增加，另一方面现有加盟门店数量的增加以及同店收入的增长将带来权益金增加。

图 19: 加盟平均单店收入出现负增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2. 新驱动：家居卖场整合在即，居然之家多举措破局

### 2.1. 行业驱动：家居零售行业万亿规模，卖场整合在即

#### 2.1.1. 家居零售市场规模达 4.5 万亿，整合逻辑确定性凸显

**产业链：迎合供需逻辑，平台型卖场应运崛起**

上游为各大家居品牌商，行业规模大，竞争格局散乱。平台型家居卖场的上游为各大家居建材品牌厂商。各大企业分布在建材、家具、地板、木门等细分赛道中，市场规模大。根据艾媒数据，2019年我国家居建材行业市场规模达4.4万亿元，预计2020年将达到4.5万亿。但同时由于家居多赛道竞争、低制造门槛、难

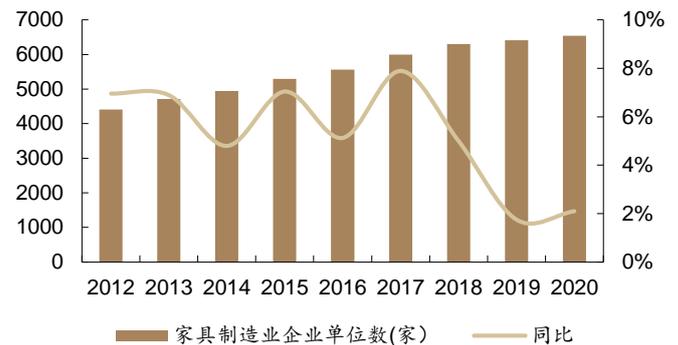
以形成规模效应的特点，行业竞争格局零散而无序。2020 年仅家具制造业规模以上企业数量便达到了 6544 家。

图 20：2020 年家居建材行业市场规模预计达 4.5 万亿



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

图 21：2020 年家具制造业企业数量达 6544 家



资料来源：国家统计局，德邦研究所

**家居企业缺乏流量入口，物流成本高。**泛家居产业链包括原材料供应、家居产品制造、产品销售几大环节。从家居产品制造到产品销售面临两大问题：**一方面**，家居制造企业缺乏流量入口，无法获取大的客流，虽然目前部分优质制造商通过品牌力设立自营渠道，但营销费用过于高昂。**另一方面**，家居产品大多具备较强的“非标”属性，大件、易损的特性带来了极高的物流成本。反观国内家居企业的布局，大多集中在东南沿海地区，难以辐射偏远的西北地区。因而在物流成本高昂、缺乏流量入口的背景下，家居建材品牌商需要家居卖场作为前端的流量入口，同时众多品牌产品的整合也进一步实现了流量的协同效应。

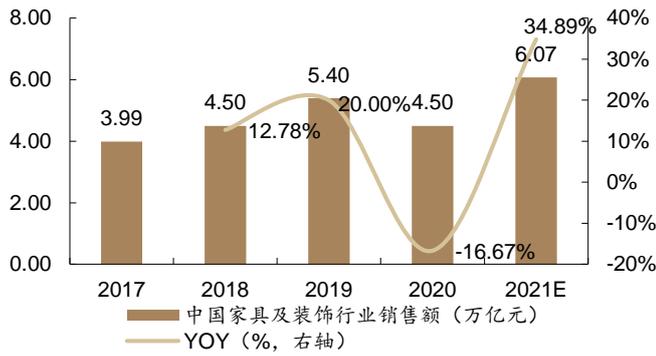
**下游：面向终端消费者，低频高单价，偏好一站式购物体验。**家居卖场的需求结构主要以 C 端零售需求为主。首先从消费特点来看，家居产品尤其是诸如沙发、床等家具，具备较高的单价以及较长的使用寿命，因而其消费频次较低。消费者在采购前往往倾向于线下体验，决策谨慎链条较长。同时由于家居产品赛道繁多、涵盖建材、木门、家纺等，为了满足室内家具风格的一致性，消费者偏好多品类选择、一站式采购，因此线下的体验和消费场景是家居消费不可或缺的部分。

**迎合供需逻辑，平台型家居卖场崛起。**诸如居然之家在内的平台型家居卖场恰恰迎合了家居产业链的供需逻辑。**一方面**，其与各大品牌商达成协议，让分处不同细分赛道的家居品牌商入驻，成为品牌商获取 C 端客户的流量入口，**另一方面**，其满足了消费者决策前的线下体验以及多品类的对比选择。因此平台型家居卖场顺应时代趋势，迅速崛起。

### 2.1.2. 家居零售市场持续扩容，整合逻辑确定性凸显

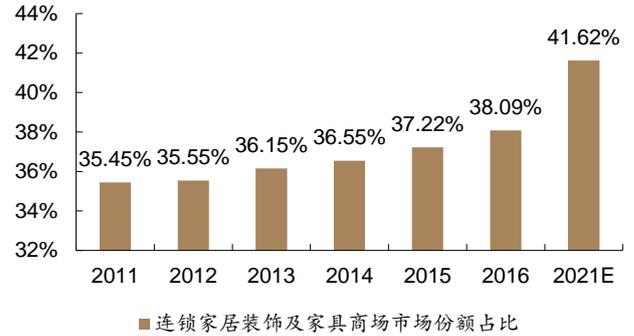
**集中度低，规模大。**泛家居行业具备典型的“小企业、大行业”特征，一方面行业集中程度相对较低，市场上依然存在大量的建材一条街以及地域性的家居卖场；另一方面行业规模较大。根据国家统计局数据，2019 年中国家居装饰及家具行业销售额 5.4 万亿元，同比增长 20.00%，2020 年受疫情影响小幅波动，销售额达到 4.5 万亿元，预计 2021 年可达 6.07 万亿。但是连锁家居卖场市场预计到 2021 年也仅为 41.62%，和美国连锁卖场龙头劳氏与家得宝的市场份额相比依然处于较低水平。

图 22: 2020 年中国家居装饰及家居市场规模达 4.5 万亿



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 23: 连锁家居卖场市场份额占比依然较低

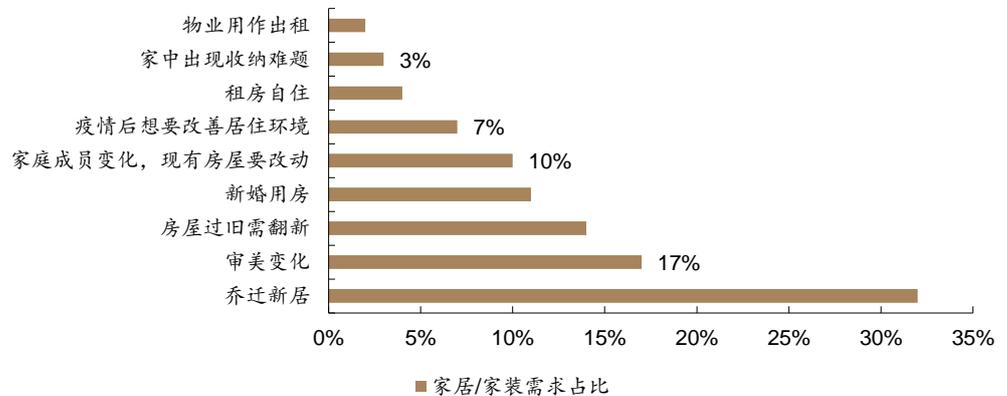


资料来源: 弗若斯特沙利文, 德邦研究所

**新房增速放缓, 存量房需求崛起。**在房产调控政策持续趋严下, 我国新房增速放缓, 2020 年我国房屋建筑竣工面积为 40.24 亿平, 同比下降 2.68%。此外根据《2019 年互联网家装用户洞察白皮书》, 我国 52% 的装修需求来自旧房翻新和局部装修, 同时结合发达国家的经验, 预计未来我国房地产市场需求将以存量房需求为主。

**家装动机多元化, 升级改善型家装需求成新增长点。**诸如居然之家在内的平台型卖场隶属家居零售环节, 根据 2020 年腾讯家居家装行业洞察白皮书调研数据, 消费者的装修动机呈现多元化趋势。新房装修、新婚用房以及旧房翻新三项属于典型刚性需求, 仍是家居家装市场主流; 但因审美变化、家庭成员变化或收纳等难题激发的“升级型家装需求”整体占比达到了 37%, 可见消费者愈发注重居住环境的功能性和舒适性, 改善型家装成为行业新的增长点, 从而带动家居的增长。

图 24: 改善型家装需求占比达 37%, 成家装行业新的增长点



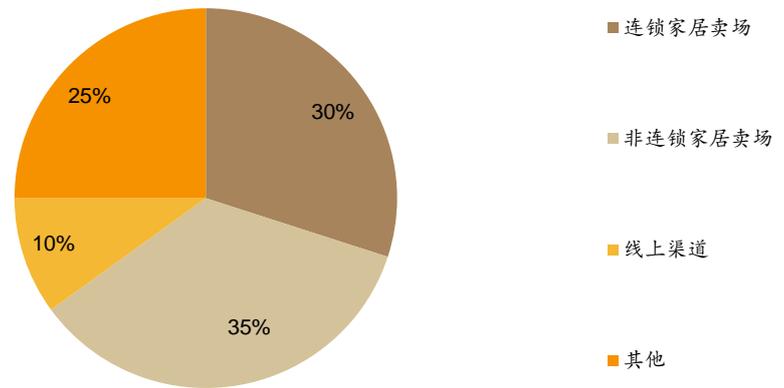
资料来源: 2020 年腾讯家居家装行业洞察白皮书, 德邦研究所

**居然之家需求主要来自存量楼盘的改善型需求, 新房需求占比小。**根据居然之家统计, 其在一、二线城市销售主要来自于存量楼盘的改善型需求, 来自新房的需求占比较小。而一、二线城市销售占比连年保持在 80% 以上, 因此在升级改善型需求放量下, 公司营收将持续受益。同时由于来自新房装修需求占比较低, 因此地产调控政策对公司的影响不大。

**家居零售加速整合, 连锁卖场为未来主流。**目前家居零售渠道大体为三分天下格局: 以红星美凯龙、居然之家大型卖场龙头为代表的连锁卖场、各省市地区的地方性家居卖场以及建材家具一条街。从各渠道占比来看, 2019 年连锁家居卖场占比为 30%, 非连锁家居卖场为 35%, 包含建材家具一条街的其他渠道占比为 25%。线上渠道占比仅为 10%, 相对较低。伴随以美凯龙、居然之家为代表的连锁卖场加速扩张与收编地方卖场, 形成更加庞大的物业集团版图, 叠加疫情加速

市场出清，我们预计未来线下卖场将加速向龙头集中，连锁卖场渠道销售额占比将保持上升趋势。

图 25：2019 年零售渠道中连锁家居卖场销售占比达 30%

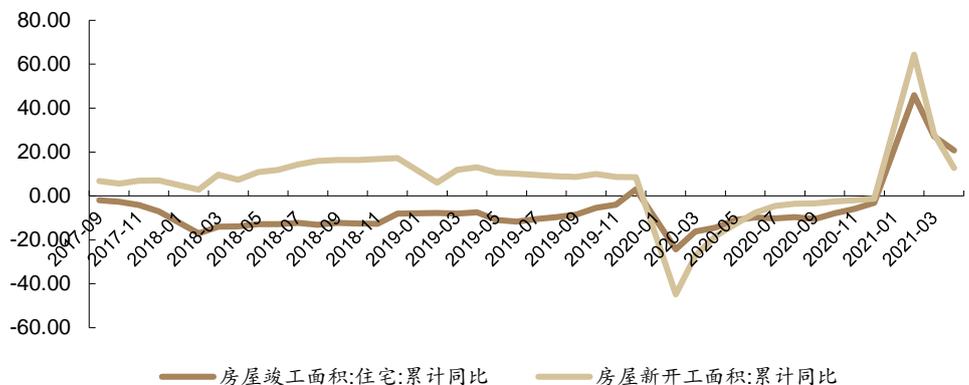


资料来源：弗若斯特沙利文，德邦研究所

### 2.1.3. 地产：竣工迎集中交付周期，提振短期零售需求

**竣工周期拉长，新开工、竣工形成剪刀差。**自 2016 年下半年开始，受房地产行业整体融资收紧的影响，房企采取抢开工、抢销售的方式来实现快现金周转弱化融资受限的影响，导致施工强度下滑，开工前置、竣工后移，竣工、新开工增速持续背离，形成剪刀差。

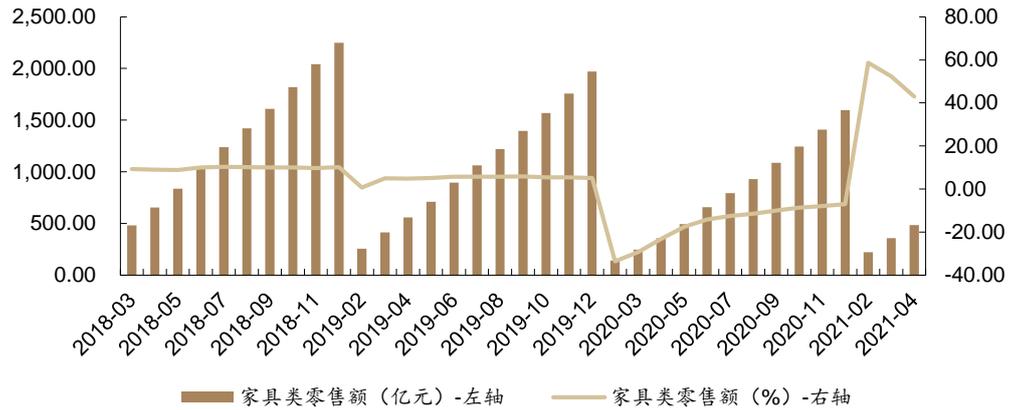
图 26：新开工、竣工增速背离，竣工趋势性修复拐点现（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

**疫情推后竣工集中交付周期的到来，2021 年 Q1-Q2 为集中交付周期。**2020 年初，竣工增速转正，但在疫情冲击下，新开工和竣工增速双双大幅下滑，2020 年 2 月录得新开工增速为-44.40%，竣工增速为-24.30%，此后延续回暖趋势。结合历史竣工周期来看，从竣工底部到竣工峰值往往会经历 1 年左右的时间。从数据来看，2021 年竣工同比增长率普遍超过 20%。根据行业经验，从竣工高峰到装修高峰会有半年至一年的延迟，因此我们预计 2021 年家居行业的收入有稳定的保障。

图 27: 家具零售增速处于上行通道, 持续回暖



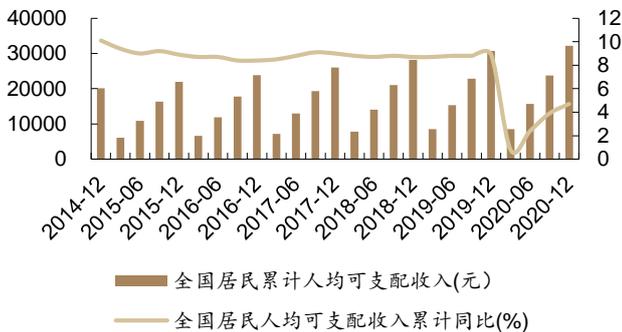
资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2.2. 卖场升级: 家居零售迎变局, 家居卖场加速转型

### 2.2.1. 一站式服务: 消费升级、理念迭代, 一站式线下家居服务体验成主流

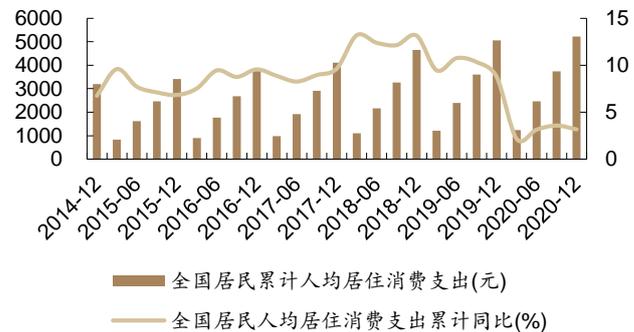
**消费升级趋势下, 服务重要性上升。**2020 年居民人均可支配收入为 32,189 元, 较 2019 年增长 4.7%, 居民可支配收入的上升带动了居住消费支出的增加。2020 年全国居民人均居住消费支出为 5215 元, 同比增长 3.17%。消费升级趋势下, 人们愈发注重家居生活的线下体验, 服务重要性上升。

图 28: 人均可支配收入持续提升



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 29: 可支配收入提升带动居住消费支出增加



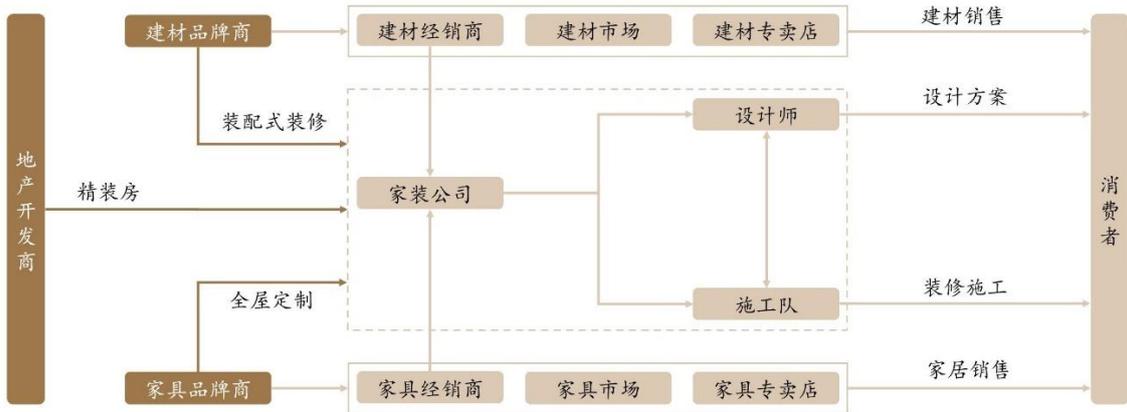
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

**单品销售思维弱化, 一站式家居服务体验成主流。**根据第七次人口普查数据, 80 后、90 后约 4.07 亿人, 约占中国人口总数 29%, 随着 80 后、90 后日益成为家居消费的主力人群, 它们的消费理念逐渐占据社会主流。他们的消费诉求由基本的功能型商品逐渐转向具有良好购物体验的高品质商品, 同时伴随家居概念的持续泛化、多品类的持续拓展, 单品销售思维弱化。在消费升级、理念迭代趋势下, 提供多品类+服务的一站式线下体验愈发成为目前平台型卖场的主要转型点。

### 2.2.2. 整装、精装: 需求重构, 精装、整装渠道分流

**精装、整装兴起, 分流零售需求。**从家装产业链来看, 在传统零售渠道下, 建材、家具品牌商通过进驻家居建材卖场、通过经销商和专卖门店来对终端消费者实现产品的销售。但是近几年随着精装、整装渠道的兴起, 需求结构出现重构, 地产开发商直接通过家装公司对消费者提供最终的设计和施工服务, 诸如尚品宅配、欧派家居在内的多家家具品牌商也正逐步开拓全屋定制市场, 两大渠道持续拓展下, 对传统线下家居卖场的需求形成一定的分流。

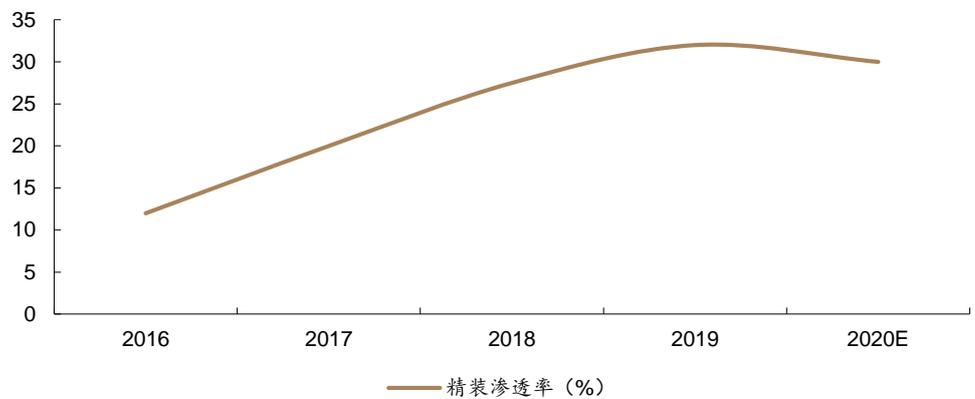
图 30: 精装、整装渠道兴起, 分流零售需求



资料来源: 亿欧智库, 德邦研究所

**精装渗透率加速提升。**一方面, 全装修政策加速出台奠定顶层设计, 加速了精装的发展, 另一方面, 毛坯房限价背景下, 房企具备提供精装来增厚利润的动机, 而消费者也具备拎包入住的需求, 精装具备由市场供需的底层逻辑。顶层设计、底层逻辑完善, 精装渗透率加速提升, 根据奥维云网数据, 2019 年我国精装渗透率为 32%, 2020 年受疫情影响, 精装渗透率有所波动, 但仍旧保持在 30% 以上。

图 31: 精装渗透率不断提升



资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

**整装市场规模可达万亿, 跨界合作为主流。**整装是指以客户为中心进行整体设计, 将基础装修、主材产品、固装家具、活动家具、软装配饰、厨房电器进行有机结合提供的整体家居解决方案。其具备由市场供需奠定的底层逻辑: **从消费者来看**, 整装具备风格统一性、一站式采购便利性、售后便捷、成本可控四大优点。**从家装公司来看**, 其具备通过整装做大客单价的目的, 同时整装具备一定的标准化程度, 可以降低成本。因此我们预计未来整装渠道将快速兴起, 市场规模可达万亿。但由于整装需要流量、设计、服务等多方面共同协调, 单一的家装公司不具备如此强大的综合实力, 因此跨界合作为未来主流。

### 2.2.3. 数字化转型: 疫情重塑消费者习惯, 倒逼家居卖场数字化转型

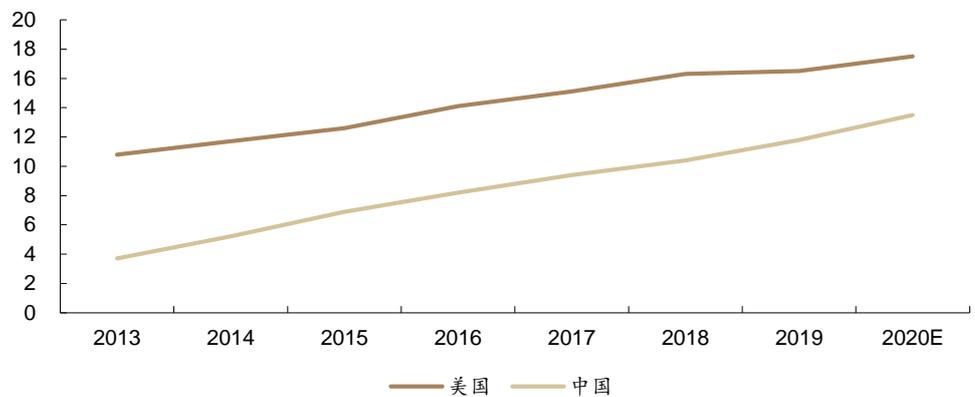
**何为数字化转型:**家居行业数字化转型是指以用户价值为中心, 利用云计算、大数据、人工智能、物联网等新一代信息技术, 促进建材家具和装修行业引流获

客、设计生产、销售渠道、管理运营等全链条的智能改造,实现企业业务的降本增效和创新升级,加速产业业态的变革与重构。

**数字化渗透程度低,数字化为未来主流。**作为传统行业,家居家装行业的数字化程度一直不高且发展较慢,由于家居非标、高单价、重线下体验、决策谨慎链条长的特点,以往厂家对线下门店更为依赖,而线上仅限于获得线索、和客户维系最基础的联系以及售卖一些标准件。以家具行业为例,2020年中国家具行业的线上渠道渗透率仅为13.5%,渠道数字化建设约落后美国四年。

**疫情冲击卖场客流大幅下滑,重塑消费者习惯,家居数字化渠道建设成效初显。**2020年2月,在疫情冲击下,房地产景气程度大幅下行,住宅商品房累计销售面积和销售额分别同比下滑39.2%、34.7%,居民装修需求被滞后,卖场客流大幅下滑,过去高度依赖线下客流的模式受损惨重,同时消费者消费习惯发生改变,不再拘泥于线下。根据亿欧智库数据,2020年中国家居家装行业在主要电商平台的GMV同比增长12.3%,家装相关手机APP的使用总时长同比增长56.5%,也从侧面表明家居家装企业的数字化渠道建设初显成效。疫情的发生加速了数字化在家装领域的渗透,原本在线下获取信息、方案设计、初步沟通以及最后的购买行为转移到了线上。后疫情时代线上战略价值的重要性前所未有地凸显。

图 32: 中美两国家具行业线上渠道渗透率对比 (单位: %)



资料来源: 欧睿国际, 德邦研究所

## 2.3. 居然破局之路: 多业态融合+渠道下沉+数字化

### 2.3.1. 顺应消费理念挖掘新品类, 多业态融合实现低、高频购物结合

**顺应消费需求趋势挖掘新品类, 新品牌, 拓展招商平台。**公司围绕85、90后主流消费群体个性化需求趋势, 主动发掘新品类、新品牌, 一方面在巩固行业基础品类的同时, 发展设计家装、智能家居、定制家居、软体软装和进口原创家居等5大热点品牌; 另一方面不断扩展经营品类, 将家电、家纺、家居饰品纳入经营范围同时公司助力品牌工厂组织线上招商推介会, 截至2020年11月底, 共举办全国现场营销商会67场, 成功签约1403单, 并快速在分店落地。在有效推动厂家招商同时, 也促进了卖场招商率的提升。

**多业态提高转化, 实现低频购物和高频购物的有机融合。**大家居属于低频消费, 而大消费相对消费频次较高, 公司顺应未来商业业态发展融合的趋势, 在稳定家居主业的基础上加快生鲜超市、餐饮院线、儿童培训、青少年娱乐、沉浸式游戏、新能源汽车和免税店等多种体验型生活业态的招商引进, 主动适应从“衣食住行”向“娱教医养”消费升级的发展趋势, 实现低频客户与高频客户的有机融合。

### 2.3.2. 四五线扩张挖掘增量客流, 跨界合作家居品牌商涉足整装

**四五线城市精装渗透率较低，分流效果不显著。**根据奥维云网数据，目前一线城市精装率在90%以上，二线为80%，但是三、四、五线只有30%左右，且一二线占据60%的精装开盘；三四线城市精装开盘仅占据36%左右，四、五线精装渗透率依然较低，分流效果并不显著。

**加盟模式以县城为中心，加速四、五线城市扩张，挖掘增量客流。**公司目前在直辖市及省会城市门店的数量占比达到87%，地级城市占比达到66%，而县级市占比仅为13%。一方面，随着公共资源向县城集中，农村人口向县城流动，带动县城消费攀升，另一方面，县城的商业设施相对落后，现代化商业空间巨大。公司以县城为中心，以品牌和管理输出形式，加速四、五线的渠道下沉，挖掘增量客流。根据高德地图数据，截至目前，公司拥有门店394家，其中加盟店约300多家，无论是在布局的广度和深度方面均处于行业领先地位，根据公司未来5年的连锁目标，将在三、四线城市实现每年新签约100家和开业80家以上的分店，预计将于2025年实现千店计划。

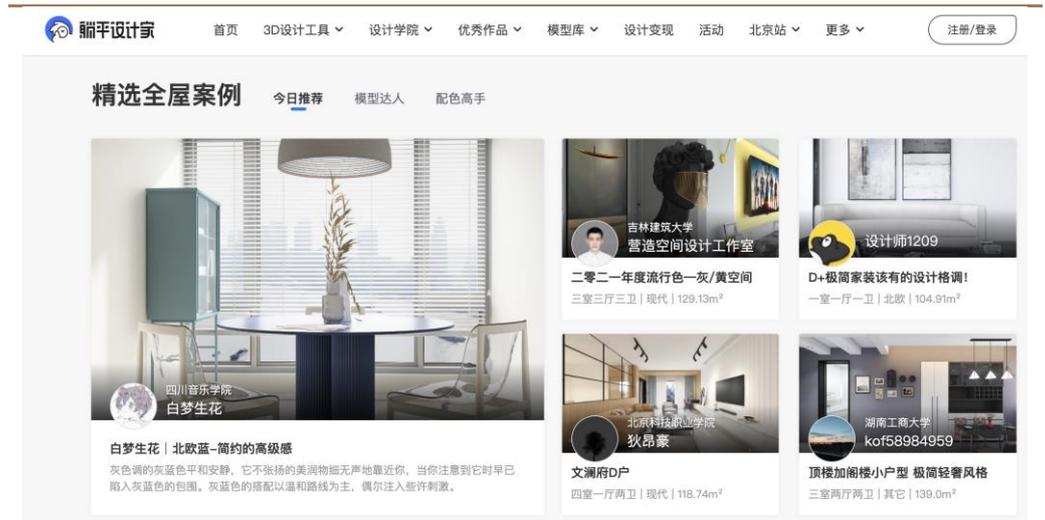
### 2.3.3. 六大赛道扩展自营、IP业务，数字化转型破局新零售

**线下卖场数字化。**公司有计划地推进卖场改造工作，目前已构建了销售系统与阿里新零售POS系统连通的交易体系。同时公司着力改造订单系统及收银系统以实现卖场内的产品数字化，建立3D关联导购系统，为开设智慧卖场进行新零售实践，截至2020年末，公司已拥有智慧门店279家。

**六大赛道拓展自营、IP业务，打造数字化全链条服务平台。**公司通过六大赛道躺平设计家、数字化智能家装平台、辅料建材销售平台、智慧物流服务平台、尚屋智慧家和后家装智能服务平台拓展自营、IP业务，加速数据化转型，打通全链条服务平台，破局新零售。

**(1) 躺平设计家：作为前端流量入口，为线下卖场引流。**躺平设计家是居然六大赛道中最为重要的一环，其带来了获客方式的根本性变革。作为阿里巴巴电商生态官方家装家居设计平台，由阿里和居然之家共同投资成立，依托于阿里电商平台生态，躺平设计家基于不同设计师提供不同的销售场景，从而实现以设计为线上入口，向线下引流的商业模式，打通线上线下，形成新的交易场，推动家居设计全流程数字化。

图 33：躺平设计家官网展示



资料来源：公司官网，德邦研究所

**高渲染能力叠加新场合探索，提高用户转化率。**结合专业3D云设计工具，实时+离线混合渲染8秒渲染高清全景图，模型+场景一键生成，现在已经可以实现3秒钟一套3D样板间，在双十一中共计产出10万个3D样板间，为消费者节省设计费用超一亿。同时在产品营销上加入新的场合探索，包括真实户型的

一键匹配、直播等，提高用户的转化率和浏览时长。同时公司会在每个卖场基于不同的门店设计新的基于 iPad 的解决方案，实现线下卖场的数字化赋能。

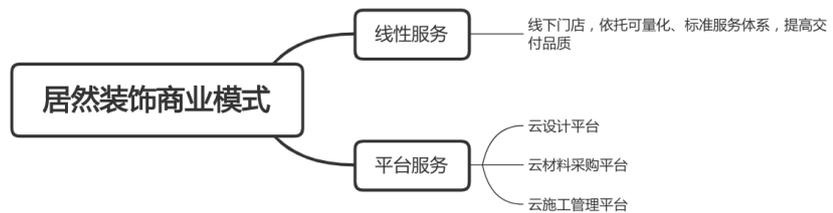
图 34：躺平设计家成果

|                   |                   |                          |
|-------------------|-------------------|--------------------------|
| 1000万<br>全球注册设计师数 | 5万+<br>行业合作商家数    | 100万+<br>真实商品模型量         |
| 280万<br>全国真实户型图库  | 3秒<br>极速搭建AI智能样板间 | 6000万<br>双十一6000万人体验3D渲染 |

资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

**(2)居然装饰：打造数字化智能家装服务平台。**居然装饰致力于解决家装难、利益分配模式不透明、运营效率低的问题，提供线性和平台双服务：线下门店加速扩张，构建可量化的工作流程和标准，降低服务半径；线上平台数字化赋能，实现从拆除到交付的全链路上化，完成签约、设计、施工、验收、交付全过程。目前居然装饰已经覆盖全国 26 个城市，拥有 1000 多个合作设计师、355 家合作品牌，预计 2020 年产值达到 4.8 个亿。截至目前累计服务 20 万客户，满意度高达 95%。

图 35：居然装饰商业模式



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

**(3)丽屋建材超市：以施工为主要服务对象，打造智能化装修辅料销售平台。**对标美国最大的建材零售商家得宝 Home-Depot，一方面整合上游资源，对于品牌知名度不是很大的企业提供生产标准、包装标准，通过 OEM 合作，焕发过剩产能，对于诸如东方雨虹等具备细分市场较高知名度的企业，直接跟厂家合作获得低于一级代理商的拿货价。从而在提升基材、辅材的标准质量的同时要到更大利润空间；另一方面，下游面对施工队，构建快速配送体系，利用大数据营销减少工厂的退换、补货。

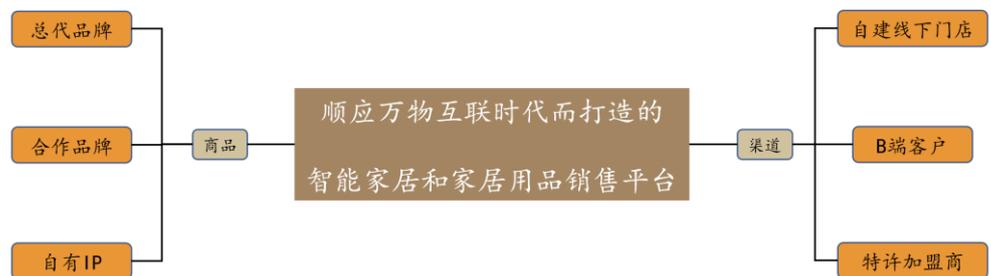
图 36: 丽屋建材超市定位、模式及竞争优势



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

**(4) 尚屋智慧家：布局智能家居，打造智能家居用品销售平台。**公司以苹果、华为、小米等品牌手机和智能家居系统代理为依托，对标宜家家居，以城市体验方式对智能家居和家居用品进行融合，实现智慧生活产品体验和美学生活展示。2020年开出8家居然智能店，实现营收4.2亿元。

图 37: 尚屋智慧家商业定位



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

**(5) 智慧物流园：提供物流保障，解决“最后一公里”问题。**由于家具具备“非标、大件、易损”的特点，物流为家居消费的一大痛点。居然打造集仓储、加工、配送为一体的家居大件智慧物流平台“智慧物流园”，以智能仓储物流园为载体，定制加工和送配装一体化为核心竞争力，采用B2B2C的运营模式，为家装全链路提供家居大件的一站式仓储，定制加工、配送安装以及保税服务。直接带来10%以上物流成本的降低，并协同产业链其他环节和资源，作为构建数字化时代新零售商业模式的基础支撑，形成设计家装、家居、建材、销售到家服务全产业链的闭环。

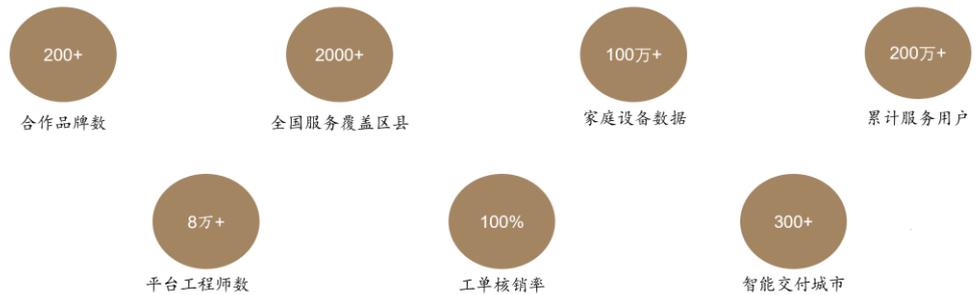
图 38: 天津宝坻智慧物流园情况



资料来源: 公司官网, 公司公告, 德邦研究所

**(6) 居然管家: 一站式后家装服务平台, 提高客户粘性。**定位家居管家, 提供智能家居的解决方案设计以及后续的安装、维修、保养、清洁等服务, 涵盖家居设备全生命周期, 一方面依托居然的平台优势以及躺平设计家的线上引流资源拓展客户, 一方面通过为客户提供长周期的后家装服务, 提高客户粘性。

图 39: 居然管家业务成果



资料来源: 公司公告, 公司官网, 德邦研究所

### 3. 他山之石: 对标 90 年代家得宝, 居然之家未来可期

#### 3.1. 家得宝概况: 40 年历史, 北美建材家居用品零售龙头

**家得宝 (Home Depot)** 成立于 1978 年, 是排在沃尔玛之后的全美第二大零售商, 连续 9 年被《财富》杂志评为最受欢迎的专业零售商。公司主营建材家居用品的零售, 主打一站式采购、自助家装 (DIY) 概念, 后端通过全球采购、优化供应链, 前端通过仓储式门店连锁经营, 有效地控制成本, 价格优势明显, 从而迅速发展壮大。

截至 2020 财年末, 公司于美国、加拿大、墨西哥共拥有 2296 家门店, 2020 财年收入为 1321.10 亿美元, 归母净利润为 128.66 亿美元。

表 2: 家得宝发展的历史阶段

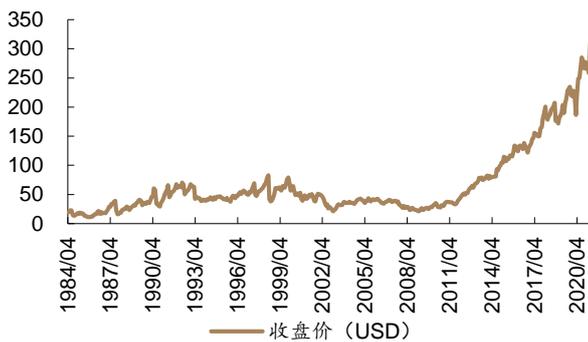
| 时间   | 主要发展概况                     |
|------|----------------------------|
| 1979 | 于美国亚特兰大成立, 2 家门店开业         |
| 1984 | 于纽交所上市                     |
| 1990 | 门店突破 100 家, 成为美国最大的家居装饰零售商 |
| 1994 | 进入加拿大市场                    |

|      |  |
|------|--|
| 2000 | 家得宝创始人退休, 聘用通用电气高管 Bob Nardelli 出任 CEO   |
| 2001 | 进入墨西哥市场  |
| 2002 | 门店突破 1500 家  |
| 2006 | 进入中国市场   |
| 2007 | Frank Blake 出任 CEO, 建立首个快速分配中心 RDC   |
| 2008 | 停止门店扩张, 转向提高同店增长   |
| 2010 | 推出 FIRST Phone 移动设备, 助力线上零售及供应链优化  |
| 2011 | 第 19 个快速分配中心 RDC 建成, 对全美的家得宝商店完成覆盖   |
| 2014 | 第一个直接配送中心 DFC 建立, 有力支撑线上销售, Craig Menear 出任 CEO                                  |
| 2015 | 收购 Interline Brands, Inc., 开拓维护、维修和运营 (MRO) 市场的机构类客户                             |
| 2017 | 收购 Compact Power Equipment, Inc. 开拓设备租赁和维修业务<br>收购 The Company Store. 拓展线上家居类纺织品 |

资料来源: 德邦研究所

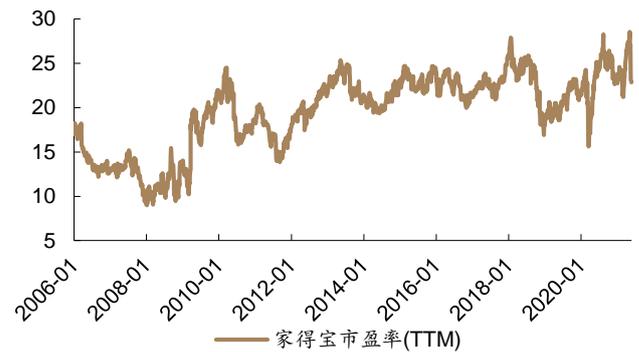
**股价新高, 近 10 年估值上移。**家得宝公司自 1984 年上市以来, 公司前复权股价由 0.27 美元增至 316.72 美元, 增长 1130 倍, 当前市值 3410 亿美元。2012 年之后, 公司逐步走出金融危机所带来的影响, 进入发展的成熟期阶段, 股票价格也相应地快速上涨。估值方面家得宝公司历史 PE 稳中上行, 2012 年后公司 PE 长期维持在 20-25 之间, 截至 2021 年 5 月 26 日, 家得宝公司 PE、PS 分别为 26.54、1.63。

图 40: 家得宝股价历史新高



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 41: 家得宝估值表现均衡稳定向上



资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3.2. 经营情况: 居然之家对标 90 年代家得宝, 门店爬坡期

家得宝收入、利润增速经历三个历史阶段:

**成长期 (1981-1999):** 公司营业收入从 0.52 亿上升至 384.34 亿美元, 年均复合增长率为 44.34%; 归母净利润从 0.01 亿元上升至 23.20 亿美元, 年均复合增长率为 53.81%。收入及利润的快速上涨主要是由于公司门店快速拓展、坪效稳步提高。

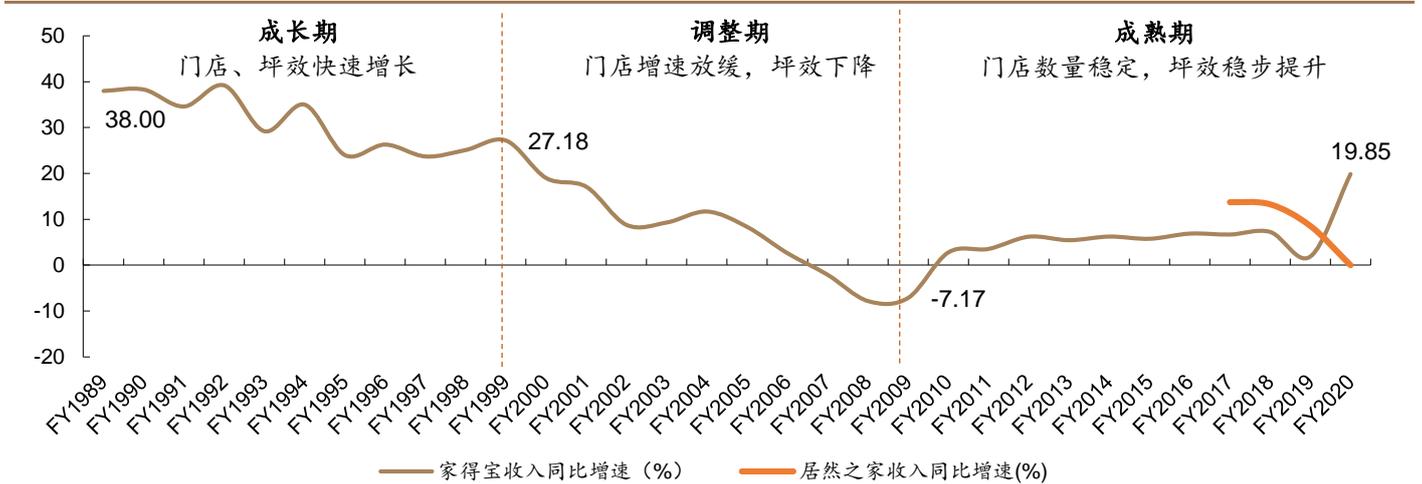
**调整期 (2000-2009):** 公司营收入、利润增速平缓至降至 20% 以下, 一方面主要是由于 2000 年美国互联网经济泡沫破裂、2007 年金融危机爆发均严重影响美国整体经济需求水平, 使得公司门店业绩受到牵连; 另一方面, 公司自身门店的拓展速度相比前期亦有所放缓。

**成熟期 (2010-2020):** 公司收入复合增速为 6.87%、净利润复合增速为 14.44%, 公司发展进入平稳期。这一阶段, 公司门店数量基本稳定, 收入的增长主要来源于通过增加客户类型 (DIFM 客户群)、线上线下一体化发展而带来的单店收入的增长。

居然之家可对标家得宝 90 年代高速成长期:

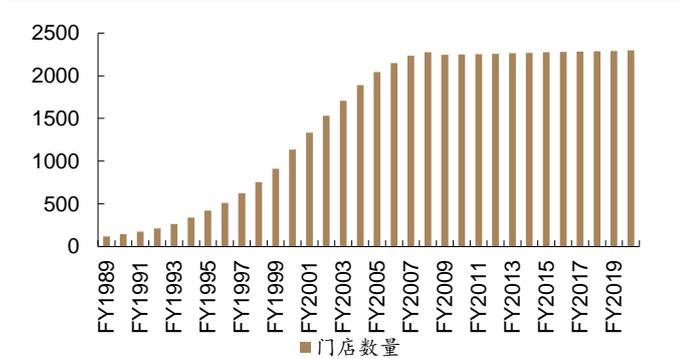
依托轻资产模式，门店高速扩张、坪效持续提升，预计 2025 年实现千店计划。业绩方面，居然营业收入从由 2016 年的 64.98 亿元上升至 2020 年的 89.93 亿元，年化增速 8%；归母净利润 2019 年达 31.26 亿元，同比增速 60.08%，受疫情影响，2020 年归母净利润为 13.63 亿元。门店方面，公司门店由 146 家增加至 382 家，依托轻资产运营模式，扩店速度快、灵活度高，同时，三、四线空白市场仍有巨大增量空间，结合公司下沉市场采用的加盟拓店策略，未来门店数量仍有大幅提升空间。坪效方面，由 2016 年的每平方米 1469 元提升至 2019 年的每平方米 1597 元，提升趋势明显。

图 42：家得宝营业收入同比增长分为三个阶段



资料来源：家得宝公司年报，德邦研究所

图 43：家得宝门店扩张从 1999 年开始放缓，2007 年以来基本稳定

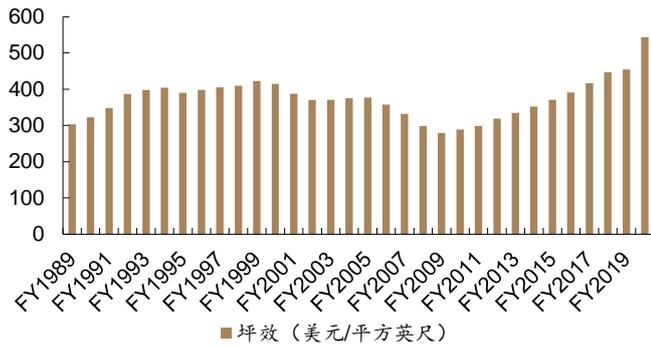


资料来源：家得宝公司年报，德邦研究所

图 44：居然之家门店仍在扩张期间，且三四线仍有巨大空白市场



资料来源：居然之家年报，德邦研究所

**图 45: 家得宝门店坪效从 1999 年出现下滑, 2010 年起回复正增长**


资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

**图 46: 除去 2020 年疫情影响, 居然直营店坪效仍在攀升**


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.3. 品类对标: 业务扩张为王, 协同效应显著

家得宝产品覆盖广泛的建材家居类产品, 包含建筑材料、五金用品、家居用品、园艺用品和各类工具等。木材、照明、家电、工具类产品收入增长速度明显。其中, 照明类产品 2020 年收入较 2015 年收入累计增长一倍左右; 木材、家电、工具类产品近几年同比增长均超过 10%。主要原因是家得宝以优惠的价格推出了一系列创新和独特的产品, 例如: LED 边缘平板照明、蓝牙智能 LED 灯泡、LED 安全灯、电动工具系统、高需求的 9.0Ah 电池等产品。

**表 3: 家得宝分产品收入一览表**

|        | FY2020 |        |        | FY2019  |        |        | FY2018   |        |        |
|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|--------|
|        | 收入     | 占比 (%) | 同比 (%) | 收入      | 占比 (%) | 同比 (%) | 收入       | 占比 (%) | 同比 (%) |
|        | (亿美元)  |        |        | (亿美元)   |        |        | (亿美元)    |        |        |
| 室内园艺用品 | 142.96 | 10.8   | 30.09  | 109.89  | 10     | 5.16   | 104.5    | 9.7    | 8.41   |
| 油漆     | 100.57 | 7.6    | 16.67  | 86.2    | 7.8    | 2.12   | 84.41    | 7.8    | 5.64   |
| 厨卫     | 84.65  | 6.4    | 18.94  | 71.17   | 7      | -7.91  | 77.28    | 7.1    | 4.76   |
| 室外园艺用品 | 96     | 7.3    | 26.92  | 75.64   | 6.9    | 4.2    | 72.59    | 6.7    | 3.26   |
| 家电     | 118.6  | 9      | 20.38  | 98.52   | 8.9    | 9.14   | 90.27    | 8.3    | 10.8   |
| 建筑材料   | 86.82  | 6.6    | 12.58  | 77.12   | 7      | -0.75  | 77.7     | 7.2    | 5.83   |
| 管道     | 89.11  | 6.7    | 9.59   | 81.31   | 7.4    | 1.36   | 80.22    | 7.4    | 9.05   |
| 木材     | 113.1  | 8.6    | 43.27  | 78.94   | 7.2    | -5.95  | 83.93    | 7.8    | 7.74   |
| 室内地面材料 | 81.55  | 6.2    | 9.57   | 74.43   | 6.8    | -0.68  | 74.94    | 6.9    | 5.88   |
| 工具     | 106.13 | 8      | 23.94  | 85.63   | 7.8    | 5.26   | 81.35    | 7.5    | 10.25  |
| 硬件产品   | 76.56  | 5.8    | 19.98  | 63.81   | 5.8    | 2.87   | 62.03    | 5.7    | 5.3    |
| 木制品    | 64.6   | 4.9    | 12.21  | 57.57   | 5.2    | 0      | 57.57    | 5.2    | 6.97   |
| 家饰     | 48.72  | 3.7    | 29.46  | 37.58   | 3.4    | 4.88   | 35.83    | 3.3    | 17.21  |
| 照明     | 111.73 | 8.5    | 13.5   | 98.44   | 8.9    | -0.98  | 99.41    | 9.2    | 125.47 |
| 合计     | 1321.1 | 100    |        | 1102.25 | 100    |        | 1,082.03 | 100    |        |

资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

居然之家业务随泛家居产业链融合不断外延, “躺平设计家”精准引流。公司作为家居卖场龙头, 充分利用泛家居产业链上下游融合带来的业务扩张机会, 巩固原有建材销售业务, 深耕家装服务平台。同时, 公司将“躺平设计家”作为线上获客入口, 向线下引流, 打通线上引流线下消费模式, 协同效应显著。

**表 4: 居然之家分业务营收**

|             | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 泛家居业务营收(亿元) | 64.98 | 73.89 | 83.69 | 90.85 | 87.99 |
| 同比(%)       |       | 13.71 | 13.26 | 8.56  | -3.15 |

|            |       |       |        |        |        |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 租赁管理收入(亿元) | 56.98 | 63.00 | 69.81  | 74.78  | 60.23  |
| 同比(%)      |       | 10.57 | 10.81  | 7.12   | -19.46 |
| 加盟管理收入(亿元) | 2.77  | 4.75  | 7.87   | 7.98   | 5.67   |
| 同比(%)      |       | 71.79 | 65.60  | 1.45   | -28.95 |
| 装修收入(亿元)   | 3.46  | 4.06  | 3.76   | 2.59   | 2.54   |
| 同比(%)      |       | 17.31 | -7.33  | -31.17 | -2.15  |
| 商品销售收入(亿元) | 1.77  | 1.84  | 1.34   | 4.54   | 19.56  |
| 同比(%)      |       | 3.70  | -27.32 | 239.62 | 330.73 |
| 主营业务合计(亿元) | 64.98 | 73.65 | 82.78  | 89.89  | 87.64  |
| 其他业务合计(亿元) |       | 0.24  | 0.92   | 0.96   | 0.35   |
| 同比(%)      |       |       | 286.21 | 4.18   | (0.64) |

资料来源: Wind, 德邦研究所

图 47: 居然之家业务岁泛家居产业链融合不断扩张



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

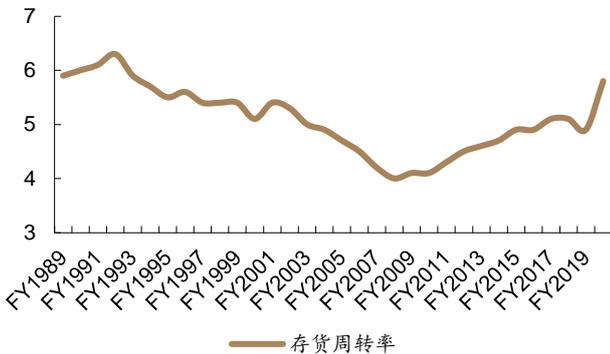
### 3.4. 供应链管理对标: 信息化改造供应链, 合理规划配送中心以降本增效

**家得宝: 供应链与信息化持续优化, 降本增效效果明显。**

家得宝在优化供应链方面持续投资, 寻求最优的商品流通路径。2007 年开始建立的快速调度中心 (RDC) 在公司物流体系里发挥最关键的作用, 因为其聚集不同门店订单需求, 完成统一采购后快速分配至各个商店, 改变以往由供应商直接向多个门店配送的模式, 使得物流成本、存货周转不断改善。目前, 家得宝拥有 200 余个自营的配送中心, 门店中 95% 以上的商品是向自营的配送中心下单的。

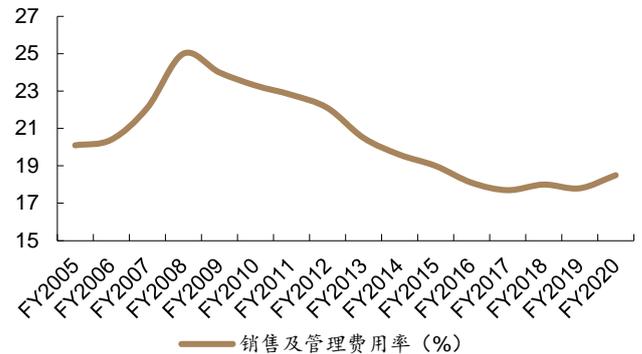
对于建材家居产品零售来说, 供应链的信息化至关重要, 家得宝具备先进的存货信息管理系统, 帮助公司决策何时、何地以及如何配送订单, 使速度、效率和顾客体验达到最优化, 97% 左右的产品由该系统预测并补充。在 2017 财年, 公司继续优化了客户订单管理平台 (COM), 并推出支付管理系统, 大大提高销售和配送能力。2019 年, 公司完成了自助支付系统的升级, 2020 年公司对商店进行了店面装饰更新。

图 48: 家得宝存货周转率稳步提升



资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

图 49: 家得宝销售及管理费用率持续下降



资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

表 5: 家得宝物流体系

| 分销中心类型                                      | 目的   | 数量(2016 年报) |     |     |
|---|--|-------------|-----|-----|
|   |  | 美国          | 加拿大 | 墨西哥 |
| Rapid Development Centers (RDCs) 快速配送中心     | 聚集不同门店订单需求, 完成统一采购和快速分配至各个商店。改进运输, 简化供应商的订单处理, 减少商店补货时间和交货周期, 提高存货管理能力 | 18          | -   | -   |
| Stocking Distribution Centers (SDCs) 库存配送中心 | 存放成品的仓库设施, 将成品重新分发给零售商、批发商或直接分发给消费者。                                   | 23          | 1   | -   |
| Bulk Distribution Centers (BDCs) 批发配送中心     | 主要处理卡车运送的货品  | 30          | 4   | -   |
| Specialty Distribution Centers 专业配送中心       | 离岸整合, 退货处理等  | 12          | 1   | -   |
| Transload Facilities 转运设施                   | 通过靠海口岸处理进口货物, 运输到 RDC 或者 SDC   | 4           | -   | -   |
| Direct Fulfillment Centers (DFCs) 直接配送中心    | 能够降低网上订单交货成本和交货时间, 改善了网上客户的体验  | 5           | 2   | -   |
| Stock-Flow Centers                          | 位于加拿大, 拥有 RDC 和 SDC 的功能  | -           | 2   | -   |
| Multi-Channel Distribution Centers          | 位于墨西哥, 拥有 RDC, BDC 和 SDC 的功能   | -           | -   | 2   |
| Interline 配送中心                              | 提供快速配送保养及维修产品的配销点 (通过收购 Interline 取得)                                  | 90+         | -   | -   |

资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

表 6: 家得宝自有和租赁设施

| 名称      | 自有  | 租赁  | 面积合计 (万平方米) |
|---------|-----|-----|-------------|
| 门店      | 90% | 10% | 2217        |
| 仓库和分销中心 | 5%  | 95% | 705         |
| 办公场所    | 23% | 77% | 47          |

资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

### 居然之家: 供应链模式本土化改造, 数字化赋能产业链

公司多措并举, 解决本土化家居零售供应链管理上的痛点: 一是加强企业信息化建设, 打造仓储 IT 系统平台。家得宝的成功正是借助了先进的存货信息管理系统, 提高公司决策和配送效率、提升服务水平。在我国的建材家居行业, 虽然有企业在信息化方面做出了有益的尝试, 但整体而言国内仓库中的管理、出入库、盘点等操作相当程度上还依赖人工操作, 加上 SKU 分类不够精细化, 储位划定不明确, 导致劳动强度大、效率低且出错率高; 二是合理规划、建设配送中心, 引

入“智慧物流园”业务。家得宝引进快速调度中心 (RDC) 之后, 存货大幅下降、库存周转率明显好转, 且有效改善了物流成本, 家得宝也因此能向顾客提供更廉价的商品。居然打造集仓储、加工、配送为一体的家居大件智慧物流平台“智慧物流园”, 以智能仓储物流园为载体, 定制加工和送配装一体化为核心竞争力, 采用 B2B2C 的运营模式, 为家装全链路提供家居大件的一站式仓储, 定制加工、配送安装以及保税服务, 直接带来 10% 以上物流成本的降低。

表 7: 家居行业销售业态模式一览表

| 业态   | 仓储超市式家居卖场  | 摊位式家居卖场  | 自有品牌专卖店   |
|------|--|--|---|
| 简介   | 卖场自营, 将商场内多种品牌的橱柜、卫浴、瓷砖等家居建材产品开放陈列, 顾客自由选择、排队结算的一种消费者自助选购、统一收银的业态形式。                             | 市场所有者或管理者将一定范围的区域(市场)划分为若干个经营区间, 产品的经营者租用这些经营区间的物业使用权, 服从商场的统一管理                                       | 自有品牌厂商采用自有资金开设直营店、或与市场经验丰富的经销商合作, 开设经销商专卖店进行销售的业态模式。  |
| 收入来源 | 销售收入   | 租金、管理咨询费收入   | 销售收入  |
| 优势   | 1. 商品采取开架式陈列, 价格一目了然。<br>2. 卖场规模大、投入少、价格低, 大多利用闲置的仓库、厂房运行。<br>3. 经营规范化, 统一采购、统一经营、统一收银, 不存在随意定价。 | 1. 顾客服务全面, 消费者与商家直接接触, 便于交易达成。<br>2. 产品的展示效果强。多楼层分布、店内宽松, 品牌专柜展示。<br>3. 市场容量大, 含高、中、低各档商品, 满足不同层次客户需求。 | 1. 拥有从设计、采购、生产到销售的全流程的控制权。<br>2. 自有品牌生产压缩中间环节、节约沟通成本, 获取价格优势。<br>3. 形成品牌效应, 具备差异化特色和竞争优势, 塑造品牌形象。 |
| 代表厂商 | 家得宝、劳氏公司   | 红星美凯龙、居然之家、月星集团、富森美  | 自主生产为主: 欧派家居、索菲亚等<br>代工生产 (OEM): 宜家家居   |
| 示意图  |                |                      |               |

资料来源: 德邦研究所

### 3.5. 新零售对标: 线上线下一体化战略推进, 打造新增长点

家得宝近年来紧跟电商消费趋势, 持续完善线上线下一体化布局。在硬件、软件、物流方面均作了大量投入。硬件和软件方面, 公司推出 FIRST Phone 移动设备, 实现让员工通过此手持设备协助顾客在店内进行商品定位、在线下单、快速结算; 不断更新和完善网页和移动 App, 在商品精确导航、库存反馈、线上咨询、查看用户评价、价格比较、快速结算等方面持续加强; 物流设施方面, 建立直接配送中心 DFC, 专门处理线上订单。此外, 公司凭借在美国的近 2000 家门店, 通过四种物流机制 (BODFS、BOPIS、BOSS、BORIS) 实现线上订单的交付。FY2020 年, 超过 60% 的在线订单通过商店完成。

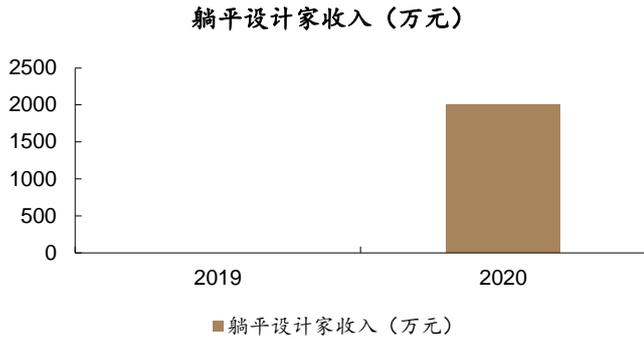
表 8: 家得宝网上客户服务模式

| 名称                                     | 作用                          |
|--|-----------------------------|
| BODFS (Buy Online, Deliver From Store) | 网上购买, 商店发货 (从商店直接配送至顾客指定地点) |
| BOPIS (Buy Online, Pickup In Store)    | 网上购买, 门店自提                  |
| BOSS (Buy Online, Ship to Store)       | 网上购买, 运送到店 (从仓库配送至门店)       |
| BORIS (Buy Online, Return In Store)    | 网上购买, 门店退还                  |

资料来源: 家得宝公司年报, 德邦研究所

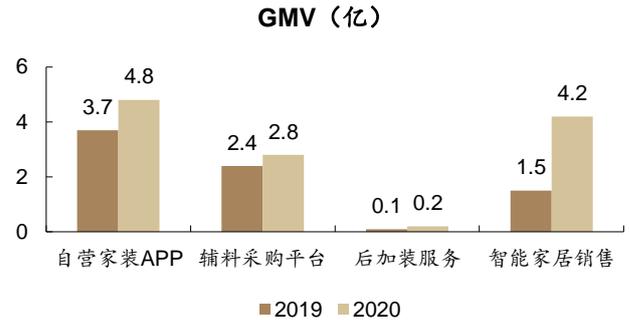
居然之家卖场数字化转型战略不改, 新零售赋能 6 大赛道高速增长。公司在巩固实体店的经营, 加快向四五线城市进行渠道下沉的同时拓展自营和 IP 业务, 全链路地提升线上线下一体化的设计和施工、材料和家具采购、物流配送、到家服务等能力, 并赋能生态链上的设计师、施工队、经销商工厂、物流服务商等合作伙伴, 成为数字化时代家装家居行业的第一产业服务平台。

图 50: 躺平设计家赛道突破 2000 万收入



资料来源: 公司公告, 德邦研究所 (“躺平设计家”为 2020 年新业务)

图 51: 4 大赛道 GMV 实现突破性增长



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们对 2021-2023 年主要品类营业收入做出以下假设:

1) 租赁管理业务: 租赁管理业务收入主要来自公司直营模式家具卖场, 2020 年直营门店收到疫情影响, 门店数有所下滑, 我们预计 2021-2023 年公司加快扩店步伐, 我们预测 2021-2023 年净新增门店数分别为 6、2、3 家。我们预测租赁管理业务 2021-2023 年增速分别为 36.99%、10.00%、11.08%, 营收分别为 82.51、90.76、100.81 亿元;

2) 商品销售业务: 商品销售业务收入主要来自武汉中商销售收入及建材销售收入。武汉中商方面, 门店升级改造带动超市单店收入提升, 湖北地区门店扩张步伐加快, 我们预测 2021-2023 年武汉中商超市净新增门店数分别为 80、35、25 家。建材销售收入方面, 新零售赋能叠加泛家居上下游融合红利, 我们预测 2021-2023 年建材销售收入同比增速分别为 70%、12%、10%。我们预测 2021-2023 年商品销售业务增速分别为 11.51%、24.50%、17.16%, 营收分别为 21.81 亿、27.16 亿、31.82 亿元。

3) 加盟管理业务: 加盟管理业务收入主要来自加盟模式家居卖场, 考虑到公司未来将大力发展加盟业务, 打开三、四线城市空白地区, 我们预测 2021-2023 年加盟模式净新增门店数分别为 100、80、80 家。2021-2023 年增速分别为 141.61%、27.68%、23.95%, 营收分别为 13.69 亿、17.49 亿、21.67 亿元。

4) 装修服务业务: 公司与阿里战略合作稳步推进, “躺平设计家”为公司装修服务业务精准引流, 协同效应显著, 我们预计装修服务业务 2021-2023 年增速分别为 25.00%、13.00%、17.00%, 营收分别为 3.17、3.59、4.19 亿元;

表 9: 分业务营收测算

| (亿元)        | 2019   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 90.85  | 89.93   | 121.19 | 138.99 | 158.50 |
| yoy         |        | -1.01%  | 34.76% | 14.69% | 14.04% |
| 综合毛利率       | 46.76% | 40.30%  |        |        |        |
| <b>租赁管理</b> |        |         |        |        |        |
| 收入          | 74.78  | 60.23   | 82.51  | 90.76  | 100.81 |
| yoy         |        | -19.46% | 36.99% | 10.00% | 11.08% |

|             |        |         |         |        |        |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 毛利率         | 44.36% | 39.56%  | 39.56%  | 39.56% | 39.56% |
| 收入占比        | 82%    | 67%     | 68%     | 65%    | 64%    |
| <b>商品销售</b> |        |         |         |        |        |
| 收入          | 4.54   | 19.56   | 21.81   | 27.16  | 31.82  |
| yoy         |        | 330.73% | 11.51%  | 24.50% | 17.16% |
| 毛利率         | 5.00%  | 21.75%  | 21.75%  | 21.75% | 21.75% |
| 收入占比        | 5%     | 22%     | 18%     | 20%    | 20%    |
| <b>加盟管理</b> |        |         |         |        |        |
| 收入          | 7.98   | 5.67    | 13.69   | 17.49  | 21.67  |
| yoy         |        | -28.95% | 141.61% | 27.68% | 23.95% |
| 毛利率         | 77.98% | 86.10%  | 86.10%  | 86.10% | 86.10% |
| 收入占比        | 9%     | 6%      | 11%     | 13%    | 14%    |
| <b>装修服务</b> |        |         |         |        |        |
| 收入          | 2.59   | 2.54    | 3.17    | 3.59   | 4.19   |
| yoy         |        | -2.15%  | 25.00%  | 13.00% | 17.00% |
| 毛利率         |        | 21.29%  | 21.29%  | 21.29% | 21.29% |
| 收入占比        | 3%     | 3%      | 3%      | 3%     | 3%     |
| <b>其他</b>   |        |         |         |        |        |
| 收入          | 0.96   | 1.93    |         |        |        |

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 10：门店数目测算（单位：家）

|      |          | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 直营模式 | 自有物业     | 13   | 14   |       |       |       |
|      | 租赁物业     | 79   | 76   |       |       |       |
|      | 总计       | 92   | 90   | 96    | 98    | 101   |
|      | 北京门店     | 8    | 8    | 8     | 8     | 8     |
|      | 其他直辖市、省会 | 84   | 82   | 88    | 90    | 93    |
|      | 新增门店     | 6    | -2   | 6     | 2     | 3     |
| 加盟模式 | 委托加盟     | 110  | 125  |       |       |       |
|      | 特许加盟     | 153  | 167  |       |       |       |
|      | 总计       | 263  | 292  | 392   | 472   | 552   |
|      | 二年店      |      |      | 29    | 100   | 80    |
|      | 三年店      |      |      | 64    | 29    | 100   |
|      | 三年以上店    |      |      | 199   | 263   | 292   |
|      | 新增门店     | 64   | 29   | 100   | 80    | 80    |
| 武汉中商 | 百货       | 9    | 8    |       |       |       |
|      | 超市       | 65   | 111  | 191   | 226   | 251   |
|      | 新增门店     |      |      | 80    | 35    | 25    |
|      | 购物中心     | 1    | 1    |       |       |       |

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 11：单店收入测算

|                      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E    |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <b>直营店单店收入（万元/店）</b> |         |         |         |         |          |
| 北京直营卖场               | 8128.26 | 6465.96 | 8535.07 | 8961.82 | 9409.91  |
| yoy                  |         |         | 32%     | 5%      | 5%       |
| 其他直辖市、省会卖场           | 8128.26 | 6465.96 | 8599.73 | 9287.71 | 10030.72 |

|                        |      |      |      |       |        |
|------------------------|------|------|------|-------|--------|
| yoy                    |      |      | 33%  | 8%    | 8%     |
| <b>加盟店单店收入 (百万/店)</b>  |      |      |      |       |        |
| 加盟费                    | 4.1  | 2.58 | 4.00 | 5.00  | 5.00   |
| 三年以上权益金                | 3.9  | 3.67 | 3.67 | 4.0   | 4.3    |
| 权益金 yoy                |      |      |      | 8%    | 8%     |
| 三年权益金                  |      |      | 2.82 | 3.0   | 3.3    |
| 权益金 yoy                |      |      |      | 8%    | 8%     |
| 两年权益金                  |      |      | 2.02 | 2.2   | 2.4    |
| 权益金 yoy                |      |      |      | 8%    | 8%     |
| <b>武汉中商单店收入 (百万/店)</b> |      |      |      |       |        |
| 收入                     | 4.82 | 4.91 | 7.86 | 8.65  | 9.34   |
| yoy                    |      | 2%   | 60%  | 10%   | 8%     |
| <b>建材收入 (百万)</b>       |      |      |      |       |        |
| 收入                     | 136  | 400  | 680  | 761.6 | 837.76 |
| yoy                    |      |      | 70%  | 12%   | 10%    |

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4.2. 投资建议

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 121.19、138.99、158.50 亿元, 同比增长 34.76%、14.69%、14.04%, 2021~2023 年归母净利润分别为 24.28、27.52、31.77 亿元, 同比增长 78.18%、13.33%、15.46%, 2021~2023 年 EPS 分别为 0.37、0.42、0.49 元, 对应 2021~2023 年 PE 分为 19.90X、17.56X、15.21X。我们选取国内业务品类相似的家居公司富森美、美凯龙、顾家家居、欧派家居作为可比公司, 2021-2023 年可比公司 PE 均值为 41.26X、34.31X、29.18X。我们考虑到公司线下持续挖掘新品类、新品牌, 推动低频家居和高频消费的多业态融合, 以加盟模式实现四、五线城市渠道下沉挖掘增量客流, 跨界合作涉足整装; 六大赛道打造全链条数字化服务平台, 加速数字化转型, 开拓家居卖场新未来, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

| 股票代码      | 股票简称 | 当前股价<br>(元) | 当前市值<br>(亿元) | 总股本<br>(亿) | PE    |       |       |       | EPS  |       |       |       |
|-----------|------|-------------|--------------|------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|           |      |             |              |            | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 002818.SZ | 富森美  | 12.98       | 97.58        | 7.52       | 12.23 | 14.45 | 12.06 | 10.69 | 1.06 | 0.90  | 1.08  | 1.21  |
| 601828.SH | 美凯龙  | 9.70        | 334.55       | 39.05      | 14.01 | 10.39 | 7.39  | 6.38  | 0.61 | 0.82  | 1.16  | 1.34  |
| 603816.SH | 顾家家居 | 80.39       | 508.30       | 6.32       | 54.30 | 38.29 | 31.75 | 26.67 | 1.48 | 2.10  | 2.53  | 3.01  |
| 603833.SH | 欧派家居 | 148.24      | 892.90       | 6.02       | 37.08 | 44.23 | 36.88 | 31.69 | 4.00 | 3.35  | 4.02  | 4.68  |
| 平均值       |      |             |              |            | 45.69 | 41.26 | 34.31 | 29.18 |      |       |       |       |
| 000785.SZ | 居然之家 | 7.40        | 483.15       | 65.29      | 35.46 | 19.90 | 17.56 | 15.21 | 0.21 | 0.37  | 0.42  | 0.49  |

资料来源: Wind, 德邦研究所 (本表收盘价为 5 月 31 日收盘价; 本表除居然之家外, 其余公司 PE、EPS 根据万得归母净利润一致预期测算)

## 5. 风险提示

新冠疫情反复; 门店拓展不及预期。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |       |       |       |
| 每股收益      | 0.21   | 0.37  | 0.42  | 0.49  |
| 每股净资产     | 3.01   | 3.42  | 3.88  | 4.41  |
| 每股经营现金流   | 0.31   | 0.54  | 0.77  | 0.84  |
| 每股股利      | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 40.20  | 19.90 | 17.56 | 15.21 |
| P/B       | 2.79   | 2.16  | 1.91  | 1.68  |
| P/S       | 5.37   | 3.99  | 3.48  | 3.05  |
| EV/EBITDA | 19.79  | 11.31 | 9.35  | 7.24  |
| 股息率%      | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 40.4%  | 41.1% | 41.5% | 41.9% |
| 净利润率      | 15.2%  | 20.0% | 19.8% | 20.0% |
| 净资产收益率    | 6.9%   | 10.9% | 10.9% | 11.0% |
| 资产回报率     | 3.5%   | 5.4%  | 5.6%  | 5.8%  |
| 投资回报率     | 6.0%   | 9.9%  | 9.4%  | 9.6%  |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | -2.6%  | 34.8% | 14.7% | 14.0% |
| EBIT 增长率  | -32.4% | 76.8% | 7.9%  | 12.7% |
| 净利润增长率    | -56.8% | 78.2% | 13.3% | 15.5% |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 47.2%  | 47.9% | 46.2% | 44.9% |
| 流动比率      | 1.2    | 1.2   | 1.4   | 1.5   |
| 速动比率      | 1.1    | 1.0   | 1.2   | 1.3   |
| 现金比率      | 0.9    | 0.7   | 0.9   | 1.1   |
| 经营效率指标    |        |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 23.0   | 45.0  | 27.0  | 23.0  |
| 存货周转天数    | 12.3   | 25.0  | 15.0  | 15.0  |
| 总资产周转率    | 0.2    | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 固定资产周转率   | 3.6    | 3.2   | 3.2   | 3.5   |

| 现金流量表(百万元) | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 1,363  | 2,428  | 2,752  | 3,177  |
| 少数股东损益     | 54     | 57     | 87     | 88     |
| 非现金支出      | 637    | 318    | 488    | 753    |
| 非经营收益      | 152    | 205    | 214    | 218    |
| 营运资金变动     | -151   | 487    | 1,494  | 1,270  |
| 经营活动现金流    | 2,055  | 3,496  | 5,035  | 5,506  |
| 资产         | -1,478 | -2,288 | -1,265 | -1,477 |
| 投资         | -93    | -130   | -145   | -80    |
| 其他         | 86     | 2      | 3      | 3      |
| 投资活动现金流    | -1,485 | -2,416 | -1,408 | -1,554 |
| 债权募资       | 2,029  | 200    | 100    | 50     |
| 股权募资       | 3,573  | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | -3,055 | -207   | -216   | -221   |
| 融资活动现金流    | 2,546  | -7     | -116   | -171   |
| 现金净流量      | 3,117  | 1,073  | 3,511  | 3,781  |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 31 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 8,993 | 12,119 | 13,899 | 15,850 |
| 营业成本        | 5,362 | 7,134  | 8,136  | 9,214  |
| 毛利率%        | 40.4% | 41.1%  | 41.5%  | 41.9%  |
| 营业税金及附加     | 116   | 133    | 166    | 222    |
| 营业税金率%      | 1.3%  | 1.1%   | 1.2%   | 1.4%   |
| 营业费用        | 1,069 | 909    | 1,181  | 1,427  |
| 营业费用率%      | 11.9% | 7.5%   | 8.5%   | 9.0%   |
| 管理费用        | 423   | 364    | 556    | 634    |
| 管理费用率%      | 4.7%  | 3.0%   | 4.0%   | 4.0%   |
| 研发费用        | 0     | 4      | 2      | 5      |
| 研发费用率%      | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| EBIT        | 2,022 | 3,576  | 3,857  | 4,349  |
| 财务费用        | 146   | 432    | 201    | 200    |
| 财务费用率%      | 1.6%  | 3.6%   | 1.4%   | 1.3%   |
| 资产减值损失      | -15   | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | -33   | 2      | 3      | 3      |
| 营业利润        | 1,992 | 3,226  | 3,757  | 4,279  |
| 营业外收支       | -79   | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额        | 1,913 | 3,226  | 3,757  | 4,279  |
| EBITDA      | 2,596 | 3,894  | 4,345  | 5,102  |
| 所得税         | 496   | 740    | 918    | 1,014  |
| 有效所得税率%     | 25.9% | 23.0%  | 24.4%  | 23.7%  |
| 少数股东损益      | 54    | 57     | 87     | 88     |
| 归属母公司所有者净利润 | 1,363 | 2,428  | 2,752  | 3,177  |

| 资产负债表(百万元) | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 7,516  | 8,589  | 12,100 | 15,881 |
| 应收账款及应收票据  | 600    | 1,564  | 1,081  | 1,042  |
| 存货         | 180    | 489    | 334    | 379    |
| 其它流动资产     | 2,629  | 3,664  | 3,984  | 4,339  |
| 流动资产合计     | 10,926 | 14,306 | 17,500 | 21,641 |
| 长期股权投资     | 608    | 728    | 863    | 933    |
| 固定资产       | 2,504  | 3,834  | 4,295  | 4,594  |
| 在建工程       | 1,873  | 2,304  | 2,613  | 2,983  |
| 无形资产       | 702    | 1,033  | 1,243  | 1,514  |
| 非流动资产合计    | 28,356 | 30,686 | 31,869 | 32,971 |
| 资产总计       | 39,281 | 44,991 | 49,369 | 54,612 |
| 短期借款       | 771    | 771    | 771    | 771    |
| 应付票据及应付账款  | 623    | 785    | 921    | 1,029  |
| 预收账款       | 1,629  | 2,337  | 2,599  | 3,010  |
| 其它流动负债     | 5,749  | 7,673  | 8,453  | 9,564  |
| 流动负债合计     | 8,772  | 11,566 | 12,743 | 14,374 |
| 长期借款       | 2,587  | 2,787  | 2,887  | 2,937  |
| 其它长期负债     | 7,201  | 7,201  | 7,201  | 7,201  |
| 非流动负债合计    | 9,788  | 9,988  | 10,088 | 10,138 |
| 负债总计       | 18,560 | 21,554 | 22,832 | 24,512 |
| 实收资本       | 6,529  | 6,529  | 6,529  | 6,529  |
| 普通股股东权益    | 19,668 | 22,327 | 25,340 | 28,815 |
| 少数股东权益     | 1,053  | 1,110  | 1,198  | 1,285  |
| 负债和所有者权益合计 | 39,281 | 44,991 | 49,369 | 54,612 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 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><br>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><br>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。