

## 公司研究

## 加盟推动门店持续扩张，打造泛家居消费链服务全覆盖

## ——居然之家（000785.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**发迹北京，成就家居卖场领先者。**居然之家于1999年在北京成立，经过20余年的发展，已经成为泛家居行业的领先者，业务涵盖家居卖场业务、家居产品销售业务、装修设计业务、商超业务以及贷款保理业务等。截至2021年末，居然之家在全国拥有421个家居卖场门店，2021年GMV达到1040.3亿元。除了家居卖场业务，居然之家还为消费者提供家居消费链条上的配套服务，为消费者带来“一站式”的家居消费体验。

**加盟模式驱动门店扩张，新零售理念打开增长空间。**加盟店为公司的主要拓店手段。截至2021年末的421家门店中，加盟店共有326家，占比77.4%。业务范围持续扩大的同时，居然之家亦凭借线上线下融合的新零售理念拓宽增长空间。居然之家与阿里巴巴合作推出了居然之家同城站作为线上导流入口。同城站结合居然之家的线下门店，为消费者提供基于位置的线上线下一体化服务，消费者可以在线上进行初步筛选后直接到配套线下店进行体验下单，同时也可以在同城站线上渠道购买各种优惠券，实现从线上到线下的导流。2021年，公司在同城站及天猫等销售平台的GMV达到133亿元，同比增长57.4%。居然之家也同微信合作加强私域流量留存，2021年微信平台沉淀客户21万人，引导成交额达到103亿元。

**泛家居消费链业务全覆盖推动收入结构多元化。**居然之家在自身家居卖场业务的基础上，为消费者打造了一系列家居消费衍生服务。在设计装修方面，居然之家打造了SaaS平台每平每屋·设计家，设计师可以在云端利用现有户型进行装修，完成后可以直接渲染导出及分享。截至2021年末，设计家平台合作商家超过9万家，平台国内设计师110余万人；在家居产品销售方面，居然之家推出“洞窝”APP，为用户提供从线上选品到线下体验与购买配送的一条龙服务。截至2021年末，“洞窝”已经吸引了27个非居然卖场与超过4000家的非居然商家进驻，GMV突破亿元。

**盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为27.5/29.5/31.2亿元，对应EPS分别为0.42/0.45/0.48元。结合相对估值与绝对估值，我们给予公司目标价5.05元，对应2022年12倍PE。线上化为公司进一步打开获客空间，且泛家居消费链业务协同将进一步加强公司在行业的竞争力，稳固公司行业领先地位。公司目前正处于估值底部区间，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复影响门店营业、竞争加剧风险、新业务发展不及预期风险、地产产业链风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,993	13,071	14,934	16,945	19,092
营业收入增长率	-1.01%	45.35%	14.26%	13.46%	12.67%
净利润(百万元)	1,363	2,325	2,747	2,950	3,124
净利润增长率	-56.41%	70.62%	18.16%	7.36%	5.90%
EPS(元)	0.21	0.36	0.42	0.45	0.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.93%	12.11%	13.15%	12.98%	12.68%
P/E	20	12	10	9	9
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-28

## 买入（首次）

当前价/目标价：4.13/5.05元

## 作者

分析师：唐佳睿

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

联系人：田然

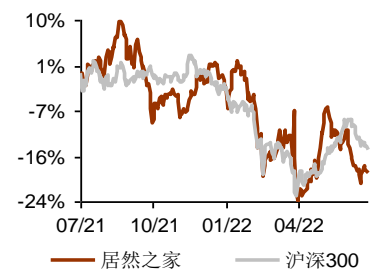
021-52523799

tianran@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	65.29
总市值(亿元)	269.65
一年最低/最高(元)	3.59/5.54
近3月换手率	11.07%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.41	-4.26	-7.15
绝对	-5.49	7.48	-15.25

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

公司直营门店扩张较为稳定，我们预计公司 2022-2024 年直营门店数分别为 98/101/104 家，同比增速为 3.2%/3.1%/3.0%；随着公司持续挖掘新合作品牌与调整经营布局，我们预计 2022-2024 年公司直营门店单店收入增速为 3.0%/2.5%/2.0%，对应公司租赁及管理收入同比增速分别为 6.3%/5.6%/5.0%。由于相关业务模式成熟，我们预测 2022-2024 年租赁及管理业务毛利率保持稳定，为 54%/54%/54%。

公司目前主要以加盟模式扩张，我们预计公司 2022-2024 年加盟门店数分别为 371/416/461 家，同比增速为 13.8%/12.1%/10.8%。在新店扩张以及公司对加盟门店质量管控加强的推动下，我们预计公司 2022-2024 年加盟门店单店收入增速为 5.0%/4.5%/4.0%，对应公司加盟管理业务收入同比增速为 19.5%/17.2%/15.3%。公司加盟扩张模式成熟，我们预计 2022-2024 年加盟管理业务毛利率较为稳定，为 80%/80%/80%。

商品销售与装修方面，公司持续发展泛家居产业链业务，随着公司家居消费链全周期服务不断完善，客户消费意愿将持续提升。我们预计 2022-2024 年公司商品销售业务收入同比增速为 31%/27%/24%，毛利率为 16%/16%/16%；同期装修业务收入同比增速 24%/19%/14%，毛利率为 22%/22%/22%。

贷款保理业务方面，公司相关业务多服务于家居业务相关客户，随着公司家居业务持续发展，其规模也将持续提升。我们预计 2022-2024 年公司贷款保理利息收入同比增速为 3%/2%/2%，同期毛利率保持稳定，为 90%/90%/90%。预计其他业务规模保持稳定，2022-2024 年收入同比增速为 1%/1%/1%，毛利率为 80%/80%/80%。

### 我们区别于市场的观点

市场多认为公司业绩催化剂为家居卖场门店扩张，我们认为除此之外，公司的数字化探索提升了公司的竞争力，同时泛家居业务的延伸也开拓了公司的业务边界。

“同城站”为公司线上引流，“洞窝”APP 提供 S2B2C 模式家居零售服务平台，吸引非居然系商场入驻，提供新的增长空间。

### 股价上涨的催化因素

我们认为股价上涨的催化因素主要为以下几点：

- 1) 数字化持续，“同城站”打开公司线上获客空间；
- 2) 公司以加盟模式为主保证其家居卖场业务的扩张速度，从而扩大业务规模；
- 3) 公司在泛家居消费链全链条开展业务，例如“洞窝”APP 提供线上到线下一站式消费服务，吸引非居然系商场入驻，开拓增长空间。

### 估值与目标价

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 27.5/29.5/31.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.45/0.48 元。结合相对估值与绝对估值，我们给予公司目标价 5.05 元，对应 2022 年 12 倍 PE。线上化为公司进一步打开获客空间，且泛家居消费链业务协同将进一步加强公司在行业的竞争力，稳固公司行业领先地位。公司目前正处于估值底部区间，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、居然之家：泛家居行业领先者</b> .....	<b>6</b>
1.1、“一站式”泛家居消费平台，打造家居闭环消费 .....	6
1.2、发迹于北京，紧跟数字化趋势转型 .....	8
1.3、借壳武汉中商上市，引入阿里泰康投资 .....	10
<b>2、家居行业前景广阔，家居卖场集中度有待提升</b> .....	<b>12</b>
2.1、家居市场零售额回暖，城镇化扩大市场空间.....	12
2.2、家居卖场业态升级，用户侧消费能力持续提升 .....	15
2.3、家居建材市场持续发展，连锁家居卖场零售额集中度提升 .....	19
<b>3、卖场持续扩张，家居链路消费全覆盖</b> .....	<b>20</b>
3.1、直营贡献核心收入，加盟渠道快速扩张 .....	20
3.2、借力新零售，线上线下渠道加速融合.....	24
3.3、打造全链路能力，提供家居闭环服务.....	28
<b>4、盈利能力有所恢复，疫情反复持续承压</b> .....	<b>31</b>
4.1、2021 年归母净利润恢复至疫情前水平，净利率水平仍有差距 .....	31
4.2、现金流水平好转，净资产收益率领先.....	32
<b>5、盈利预测与投资评级</b> .....	<b>35</b>
5.1、关键假设 .....	35
5.2、相对估值 .....	37
5.3、绝对估值 .....	37
5.4、估值结论与投资评级 .....	39
<b>6、风险分析</b> .....	<b>39</b>

## 图目录

图 1: 居然之家旗下品牌及负责业务 .....	7
图 2: 居然之家营收持续恢复 .....	8
图 3: 居然之家租赁及管理收入占比最高 (2021 年) .....	8
图 4: 居然之家收入结构日趋多元化 .....	8
图 5: 居然之家历史进程.....	9
图 6: 居然之家股权结构图 (截至 2022 年 3 月 31 日) .....	10
图 7: 居然之家业绩承诺完成情况.....	11
图 8: 居然之家积极引入战略投资 .....	12
图 9: 居然之家联合泰康集团提升保险能力 .....	12
图 10: 家居装饰及家居零售市场零售额逐渐回暖 .....	12
图 11: 建材家居景气指数有所回升 .....	12
图 12: 我国家具零售额占比仍有提升空间 .....	13
图 13: 新房销售面积增长承压 .....	13
图 14: 我国城镇化率持续提升 .....	14
图 15: 二手房成交量有所回暖 .....	14
图 16: 2022 年应届生预期租房时间有所延长.....	15
图 17: 家具建材产业链 .....	16
图 18: 疫情催化线上消费习惯养成 .....	17
图 19: 家居建材线上渗透率仍有发展空间 .....	17
图 20: 我国居民消费能力持续提升 .....	17
图 21: 互联网普及率持续提升 .....	17
图 22: 农村居民收入维持较高增速 .....	18
图 23: 居然之家加盟门店高占比 (截至 2021 年 12 月 31 日) .....	19
图 24: 家居商场业态连锁化率持续提升 .....	19
图 25: 2016 年连锁家居卖场零售额 CR5 为 28.5% .....	20
图 26: 2021 年连锁家居卖场零售额 CR5 提升至 53.1% .....	20
图 27: 委管加盟模式流程.....	21
图 28: 居然之家加盟家居卖场持续扩张.....	22
图 29: 居然之家家居卖场较多分布于华北和华中地区 .....	22
图 30: 居然之家卖场面积华北地区较大 .....	22
图 31: 直营收入占比持续下降 .....	23
图 32: 华北地区直营卖场收入占比较高 .....	23
图 33: 居然之家持续扩充合作伙伴 .....	23
图 34: “居然大咖秀” 营销活动.....	24
图 35: 领袖思辨会活动 .....	24
图 36: 居然之家直营卖场收入和坪效持续恢复 .....	24
图 37: 居然之家持续扩张租赁形式商超业务.....	24
图 38: 居然之家线下门店数字化转型.....	25
图 39: 居然之家 3D 场景关联导购系统.....	25

图 40: 居然之家同城站 .....	26
图 41: 居然之家线上内容结合线下门店 .....	26
图 42: 居然之家通过淘宝直播营销获客 .....	26
图 43: 居然之家家居卖场天猫平台 GMV 快速增长 .....	27
图 44: 居然之家微信小程序 .....	27
图 45: 居然之家打造一体式购物中心 .....	27
图 46: 居然之家打造家居消费链全链条服务能力 .....	28
图 47: 每平每屋 设计家提供完善的设计工具 .....	29
图 48: “洞窝” APP 提供家具建材一站式购买 .....	29
图 49: 居然智慧家 APP 提供智能家居控制 .....	30
图 50: 居然智慧家 APP 提供智能家居购买 .....	30
图 51: “洞心” 小程序提供全面家居服务 .....	31
图 52: 居然之家归母净利润短期承压 .....	31
图 53: 居然之家毛利率与净利率持续恢复 .....	32
图 54: 居然之家税率近期保持稳定 .....	32
图 55: 1Q2022 居然之家营销费用率同比上升 .....	33
图 56: 1Q2022 居然之家管理费用率同比抬升 .....	33
图 57: 居然之家研发费用率保持较低水平 .....	33
图 58: 居然之家经营性现金流持续改善 .....	34
图 59: 新租赁准则导致居然之家资产负债率上升 .....	34
图 60: 居然之家有息负债率保持稳定 .....	34
图 61: 居然之家净资产收益率有所恢复 .....	35
图 62: 居然之家净资产收益率领先家居卖场 .....	35
图 63: 公司近 3 年来 PE Band .....	37

## 表目录

表 1: 借壳上市前后股权结构变化 .....	10
表 2: 部分二线城市政策调节效果显著 .....	15
表 3: 家居卖场多业态发展 .....	16
表 4: 部分共同富裕相关政策 .....	18
表 5: 部分家居卖场 2021 年经营情况 .....	20
表 6: 直营模式和加盟模式的对比 .....	21
表 7: 公司业务经营情况预测表 .....	36
表 8: 可比公司估值比较 .....	37
表 9: 绝对估值核心假设表 .....	38
表 10: 公司现金流折现及估值表 .....	38
表 11: 敏感性分析表 .....	38
表 12: 绝对估值法结果汇总表 .....	38
表 13: 公司盈利预测与估值简表 .....	39

# 1、居然之家：泛家居行业领先者

## 1.1、“一站式”泛家居消费平台，打造家居闭环消费

**卖场业务领头，泛家居拓展业务边界。**居然之家成立于 1999 年，目前已经发展成为为顾客提供家庭设计和装修、家居建材消费等“一站式”服务的大型泛家居消费平台，覆盖家居产品零售、家居设计与装修、保理、贷款等金融业务以及商超零售业务，形成了家居设计、购买、配送、服务的家居消费链闭环。截至 2021 年末，居然之家在国内 29 个省、自治区及直辖市经营有 421 个家居卖场，在湖北省经营 7 家现代百货店、1 家购物中心及 137 家各类超市，2021 年总体 GMV 达到 1040.3 亿元。

从业务架构看，居然之家的业务大体可以分为家居相关业务、金融相关业务及商超业务。**家居相关业务**主要包括居然门店、居然装饰、建材超市、智慧物联、居然智能以及居然管家：

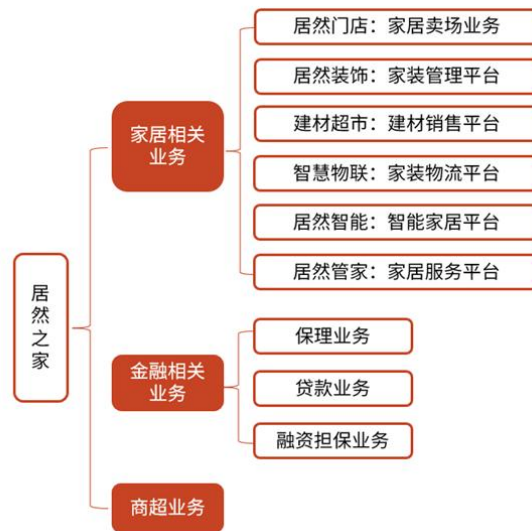
- 1) **居然门店**：主要由居然之家新零售集团负责，涉及家居大卖场的经营管理，统一市场准入标准、收银与售后服务；
- 2) **居然装饰**：由居然数装负责，系服务消费者的全链路 S2B2C 数字化家装管理平台，旗下包括专注别墅大宅的顶层设计中心、服务个性化定制的乐屋、整装套餐的快屋、以及向第三方开放的章鱼买手和辅材+主辅材供应链平台以及小象监理平台等。
- 3) **建材超市**：由居然之家建材超市有限公司负责，提供五金涂料销售，并汇集了国内外装修辅料类的知名品牌打造了辅料销售中心；
- 4) **智慧物联**：由居然之家智慧物联科技有限公司负责，系 S2B2C 数字化物流服务平台，且为中国第一家为家居大件的仓储、加工、配送、安装提供一体化服务的服务商；
- 5) **居然智能**：主要为居然智慧家平台，以苹果、华为智能家居系统代理为依托，搭建智能家居通用 SaaS 系统；
- 6) **居然管家**：由居然海星科技有限公司负责，系居然之家旗下智能家居服务平台，提供收纳、家政、保洁、家电清洗等一系列家居服务。

**金融相关业务**主要包括保理业务、贷款业务和融资担保业务：

- 1) **保理业务**：主要由居然之家商业保理有限公司负责，其主要服务家居产业链上下游企业；
- 2) **贷款业务**：为居然小贷，由居然之家小额贷款有限责任公司负责，为居然之家产业群内的中小微企业和个人消费者提供贷款；
- 3) **融资担保业务**：主要由居然之家融资担保有限公司负责，为居然之家产业群内客户提供融资担保服务。

**商超业务**由武汉中商有限公司负责，其业务以湖北省为核心，涵盖现代百货、购物中心、超市等业态，营业总面积近 60 万平方米。

图 1: 居然之家旗下品牌及负责业务



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

从收入分类来看, 居然之家的收入包括: 租赁及其管理业务收入、商品销售收入、加盟管理业务收入、装修收入、贷款保理利息收入及其他收入:

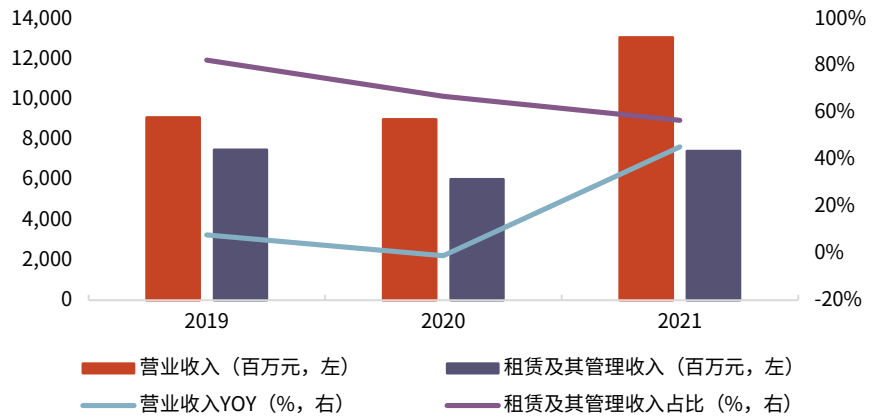
- 1) **租赁及其管理业务收入**: 主要涉及到公司自有/租赁商场收入, 分为商场租赁收入和管理收入。其中租赁收入系公司为签约入驻自有/租赁商场的商户提供展位租赁而取得的收入, 管理收入系公司为上述商户提供管理服务取得的收入。
- 2) **加盟管理收入**: 主要涉及到加盟模式下向加盟商收取的收入, 包括商业咨询费及招商服务收入和权益金类收入。商业咨询费及招商服务收入为公司向加盟商提供相应服务时取得的收入, 而权益金类收入包括权益金和委托管理费, 分别为使用“居然之家”商标商号支付的品牌使用费及公司对加盟店进行指导取得的收入。
- 3) **装修收入**: 主要为公司为客户提供家居设计和装修工程服务所取得的收入。
- 4) **商品销售收入**: 包括经销收入与联营收入。其中经销收入为公司超市、数码产品、百货和家居建材产品销售取得收入, 联营收入为百货与超市业态以联营形式销售商品所取得的收入分成。
- 5) **贷款保理利息收入**: 主要包括利息收入和担保业务收入。
- 6) **其他收入**: 包括联合营销收入、战略咨询费收入, 系公司为品牌厂家或商户提供经营帮助或进行联合营销时取得的收入, 以及其他未列出收入。

在 2021 年, 公司营业收入达 130.7 亿元, 同比增长 45.3%, 主要得益于疫情得到控制, 线下经营逐渐恢复以及公司业务持续扩张。其中, 租赁及其管理业务收入 74.2 亿元, 占比 56.7%; 商品销售收入 36.8 亿元, 占比 28.2%, 加盟管理收入 7.9 亿元, 占比 6.1%; 装修服务收入 3.9 亿元, 占比 3%。

租赁及其管理业务仍是公司收入占比最大的业务, 但公司收入来源正持续多元化。公司租赁及管理收入占比持续下降, 由 2019 年的 82.3% 下降 25.6pct 至 56.7%, 同样涉及到卖场业务的加盟管理收入占比亦从 2019 年的 8.8% 下降 2.7pct 至 2021 年的 6.1%。而公司的商品销售收入占比大幅增长, 由 2019 年的 5% 提升

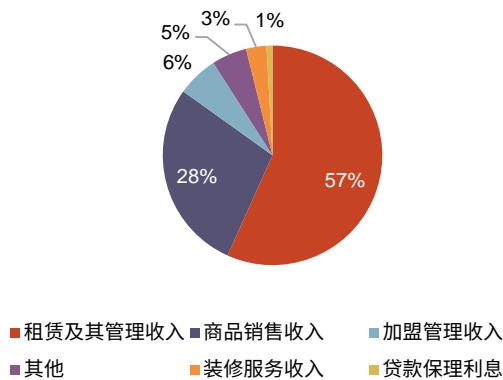
23.2pct 至 2021 年的 28.2%，主要是由于：1) 2019 年底收购武汉中商带来的商超业务收入，2) 公司家居产品销售收入持续增长的推动，2021 年公司商品销售收入同比增长 88.1%，主要就是得益于公司居然智能业务的迅速扩张。

图 2：居然之家营收持续恢复



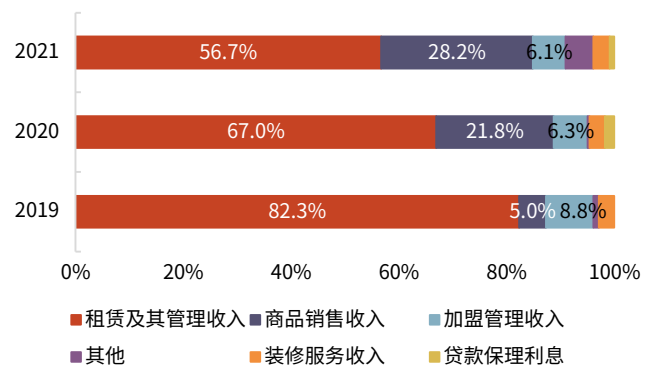
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 3：居然之家租赁及管理收入占比最高 (2021 年)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：居然之家收入结构日趋多元化



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

## 1.2、发迹于北京，紧跟数字化趋势转型

居然之家自 1999 年成立以来，发展已有二十余载，公司从北京出发，门店逐渐遍布全国，并逐渐由传统线下家居卖场转型为数字化、科技赋能的线上线下一体化智慧卖场，同时在家居消费链条上延伸发力，力图完成消费者在居然之家的家居消费闭环。纵观居然之家的发展历史，其历程大致可以分为三个阶段：

**1) 1999-2004：扎根北京，业务初起步。**2004 年及以前，公司业务发展主要集中在北京地区。2000 年，公司于业内首先提出了“先行赔付”的政策，当消费者在居然之家购买的家居产品出现质量问题时，居然之家将先行向消费者进行赔偿，而后再对商家追责。同年，福乐暖通公司的产品质量不合格导致大量用户家中暖气漏水，损失巨大，但福乐在各大卖场的专卖店却迅速撤离，部分卖场以自身平台属性为由拒绝赔付。居然之家则践行自身“先行赔付”的理念，拿出 150 万元进行赔付，在北京市场树立起自身名声。到 2003 年，公司一方面扩宽业务线，于 2003 年 3 月成立了装饰公司 and 丽屋建材超市，开始自营、自营设计和装修业务；另一方面迈出连锁发展步伐，在十里河开设第二家分店。

2) **2005-2015: 迈向全国, 业务持续拓展。**2005年, 公司在外埠的第一家分店——太原春天店开业, 公司立足北京, 逐渐向全国扩张; 同时, 公司业务亦稳步发展, 于2009年3月落成居然大厦, 于2014年7月建成居然顶层设计中心并开业。截至2014年11月, 借由公司兰州雁北路店的开业, 居然之家门店正式达到100家。

3) **2016至今: 加速扩店, 数字化转型开启。**在数字化、新零售升级方面, 2016年3月, 公司智慧物联科技有限公司成立, 同年9月, 公司电商平台——居然设计家上线, 标志着公司走上数字化升级道路。2018年2月, 居然之家获得阿里巴巴、泰康集团等130亿元的战略投资, 开始了与阿里巴巴和泰康的合作; 同年6月, 居然之家携手天猫“618美好生活狂欢季”, 北京地区3天实现销售10.68亿元。2019年3月, 居然之家智能家居服务平台“居然管家”上线, 公司与华为达成战略合作; 同年10月居然之家迎来首个天猫超级品牌日, 新零售门店单日销售额达7.2亿元, 且同年双11全国销售额亦达208.81亿元。2021年6月, 公司数字化家装家居服务平台——洞窝APP上线, 公司数字化程度进一步提升。同时, 公司于2019年12月借壳武汉中商正式上市。

图5: 居然之家历史进程

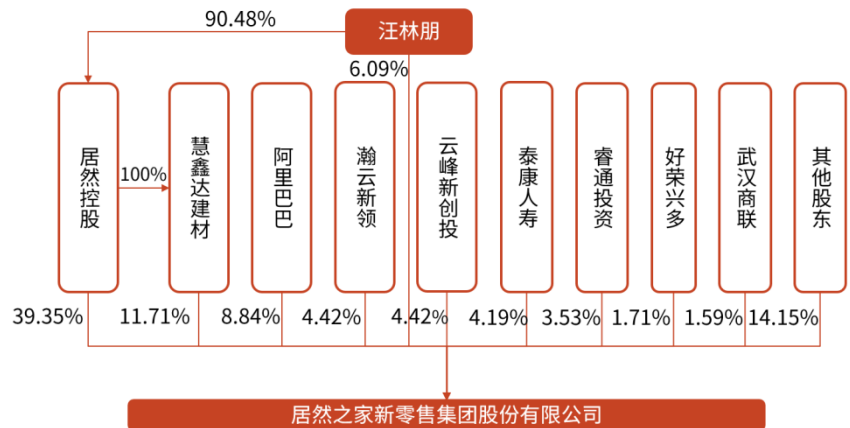


资料来源: 公司官网、公司公告、光大证券研究所整理

### 1.3、借壳武汉中商上市，引入阿里泰康投资

公司股权结构稳定，实际控制人是汪林朋，截至 2022 年 3 月 31 日，公司第一大股东为居然之家投资控股集团有限公司，其比例为 39.35%；实控人汪林朋直接持有公司 6.09% 股份，直接或间接持有公司共计 52.29% 股份。阿里巴巴和泰康人寿作为居然之家引进的战略投资方，分别持有 8.84% 与 4.19% 股份。

图 6：居然之家股权结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告、iFind、光大证券研究所整理

**居然之家借壳上市，解决同业竞争问题。**2019 年 11 月 28 日，证监会核准了武汉中商与居然新零售之间的交易，武汉中商以向特定对象非公开发行股份的方式购买居然新零售 100% 的股权，交易价格为 356.5 亿元。该交易构成了重组上市，交易前武汉中商的控股股东为武汉商联，实控人为武汉国资公司，而交易后控股股东为居然控股，实控人变更为汪林朋；交易完成后，公司主营业务将由零售业务变更为家居卖场业务、家居建材超市以及家庭装饰装修业务，公司名称也由“武汉中商集团股份有限公司”（简称“武汉中商”）变更为“居然之家新零售集团股份有限公司”（简称“居然之家”）。交易前后的股权架构变化如下所示：

表 1：借壳上市前后股权结构变化

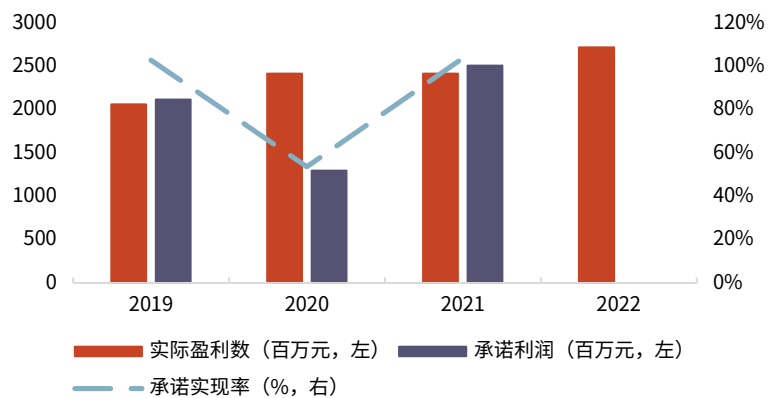
股东名称	交易之前		交易发行股份数量 (股)	交易之后	
	持股数量 (股)	持股比例		持股数量 (股)	持股比例
武汉商联	103,627,794	41.25%	-	103,627,794	1.72%
其他	147,593,904	58.75%	-	147,593,904	2.45%
汪林朋	-	-	394,572,826	394,572,826	6.55%
居然控股	-	-	2,569,147,817	2,569,147,817	42.68%
慧鑫达建材	-	-	764,686,721	764,686,721	12.70%
阿里巴巴	-	-	576,860,841	576,860,841	9.58%
瀚云新领	-	-	288,430,465	288,430,465	4.79%
云峰五新	-	-	288,430,420	288,430,420	4.79%
泰康人寿	-	-	230,744,345	230,744,345	3.83%
睿通投资	-	-	230,744,345	230,744,345	3.83%
好荣兴多	-	-	126,949,751	126,949,751	2.11%
其他新发行股股东	-	-	298,040,872	298,040,872	4.93%
合计	251,221,698	100.00%	5,768,608,403	6,019,830,101	100.00%

资料来源：公司官网、公司公告、光大证券研究所整理

此次借壳上市是武汉商联解决其下属控股的三家上市公司（武汉中商、武商集团和中百集团）同业竞争问题的行动之一。2014年7月，武汉商联承诺将在5年以内逐步解决武商集团、武汉中商和中百集团的同业竞争问题，其中武汉中商即采取资产重组的方式调整，中百集团则专注于食品超市、邻里生鲜绿标店和中百罗森便利店等新业态，武商集团则专注于大购物中心。

根据公司与业绩承诺人签署的《盈利预测补偿协议》及补充协议，汪林朋、居然控股、慧鑫达建材承诺在交易完毕后，居然新零售在2019/2020/2021年度实现扣非归母净利润分别不低于20.6/24.2/27.2亿元。若任一年度末累计实现净利润未达到承诺要求，业绩承诺人将需要对原股东进行补偿。2019年，公司实际盈利数为21.2亿元，高于承诺利润数20.6亿元，承诺实现率为102.8%；2020年，受疫情影响，公司实际盈利数为12.98亿元，低于承诺利润数，公司将业绩承诺调整为2019/2021/2022年扣非归母净利润分别不低于20.6/24.2/27.2亿元；2021年公司实际盈利数25.1亿元，承诺实现率为103.8%。

图7：居然之家业绩承诺完成情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

**引入阿里泰康投资，多业务协同发展。**2018年2月11日，居然大厦举行了居然之家&阿里巴巴&泰康集团战略投资签约仪式。居然集团此次引进超过130亿元的战略投资，除领投人阿里巴巴、泰康集团、云锋基金、加华伟业资本外，投资人红杉资本、中信建投资本、博瑞资本等也有参加。在阿里巴巴的协助下，居然之家持续推动家居智能化与新零售能力建设，完成了线下292家门店的智慧门店改造；同时参加阿里平台线上营销，并在618、双11等大型营销活动中取得较好成绩。**借由与泰康集团的合作，居然之家的保险服务能力持续提升。**2022年7月6日，居然之家“居家保”发布会在泰康集团大厦举行，居然之家和泰康在线联合开发的“居家保”将于8月1日正式上线，消费者在居然之家消费即可免费获得一份保单，若产品质量或服务出现问题，消费者均可在线申请赔付或相关售后服务。该保险由泰康在线承保，由居然之家旗下公司承接服务。与阿里巴巴和泰康的合作助力了居然之家在不同业务上的持续发展。

图 8：居然之家积极引入战略投资



资料来源：公司官网、光大证券研究所

图 9：居然之家联合泰康集团提升保险能力



资料来源：北京商报、光大证券研究所

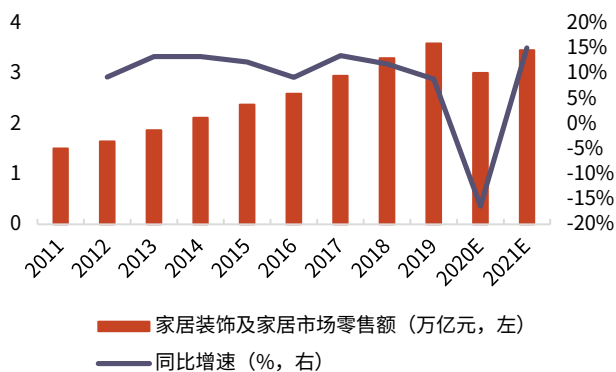
## 2、家居行业前景广阔，家居卖场集中度有待提升

### 2.1、家居市场零售额回暖，城镇化扩大市场空间

家居市场零售额回暖，景气度受疫情冲击较大。根据弗若斯特沙利文数据以及我们的测算，2021 年我国家居装饰及家居零售市场零售额约 3.47 万亿元，同比增长 15.1%。我国家居装饰及家居市场零售额自 2011 年以来以年复合增长率 8.7% 的速度持续增长，除 2020 年受疫情影响同比下降外，其余年份同比均有所增长。2021 年零售额已经接近疫情前 2019 年零售额 3.6 万亿元，基本恢复至疫情前水平。

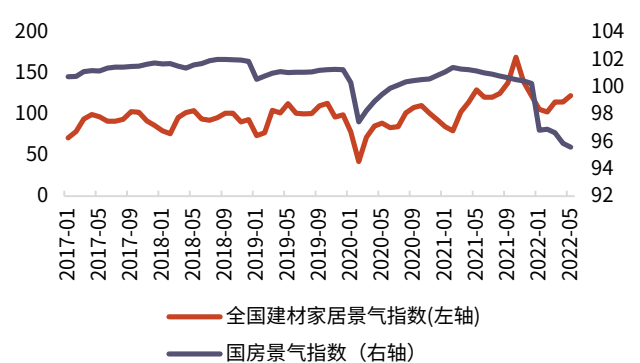
从景气指数来看，疫情反复影响市场表现，在 2020 年初及 2021 年末受疫情影响期间，建材家居景气指数和国房景气指数均呈现迅速下滑的态势，但随着疫情得到控制，建材家居景气指数有所回升，2022 年 5 月建材家居景气指数达到 123.07，为 2022 年以来最高值。

图 10：家居装饰及家居零售市场零售额逐渐回暖



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所测算，2020/2021 年数据为光大证券研究所测算值

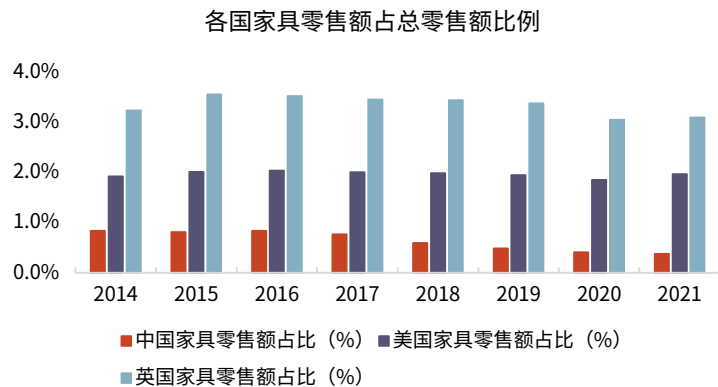
图 11：建材家居景气指数有所回升



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

**家具建材零售占比仍有较大提升空间。**国家统计局数据显示，2021年我国社消零售总额44.1万亿元，家具建材市场零售额占比0.82%，相比2020年下降了0.03pct。而美国人口调查局和英国统计局数据显示同期美国家具装饰零售额占零售总额比例为1.97%，英国家具及照明设备零售额占零售总额比例为3.10%。相比英美，我国家具建材零售额占比仍有较大的提升空间。展望未来，在政策激励、新业态发展和下沉市场开拓的推动下，家具建材市场依然有着广阔空间。

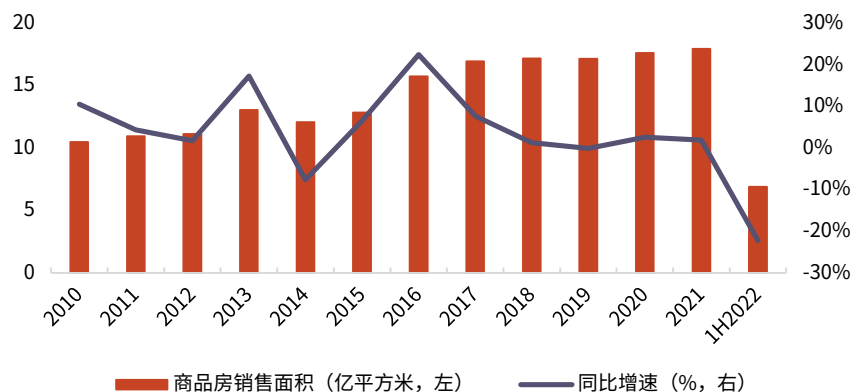
图 12：我国家具零售额占比仍有提升空间



资料来源：国家统计局，美国人口调查局，英国统计局，光大证券研究所整理

家具建材产品的消费群体可以分为三类：新房市场购房者、二手房市场购房者以及房产拥有者或租赁者。**新房交易上，2017年以来商品房销售面积增速大幅下降。**2010-2017年，我国年商品房销售面积由10.5亿平方米以CAGR=7.1%的增速增长至16.9亿平方米；而2017-2021年仅增长1亿平方米至17.9亿平方米，CAGR=1.4%。同时，2022年上半年商品房销售面积6.9亿平方米，同比2021年下降22.2%。

图 13：新房销售面积增长承压

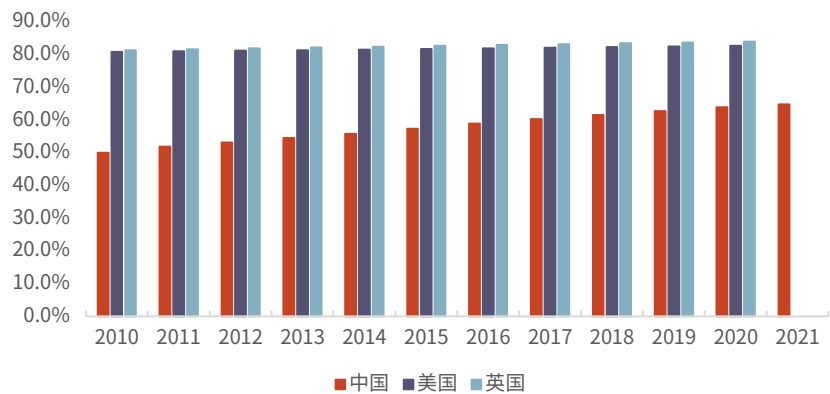


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

**城镇化率提升刺激住房需求。**据国家统计局数据显示，截至2021年末，我国城镇化率达到64.7%，相比2020年的63.9%上升0.8pct，且我国城镇化率持续保持上升趋势，相比2010年的50%提升了14.7pct。同时，2020年中国城镇化率63.9%，而同期英国和美国的城镇化率分别为83.9%与82.7%，相比发达国家，我国城镇化率仍有较大的上升空间。城镇化率的不断提高将带来大量人口

迁移, 进而带来大量的新增住房需求与住房装修、家具置办等需求, 从而推动家具建材市场发展。

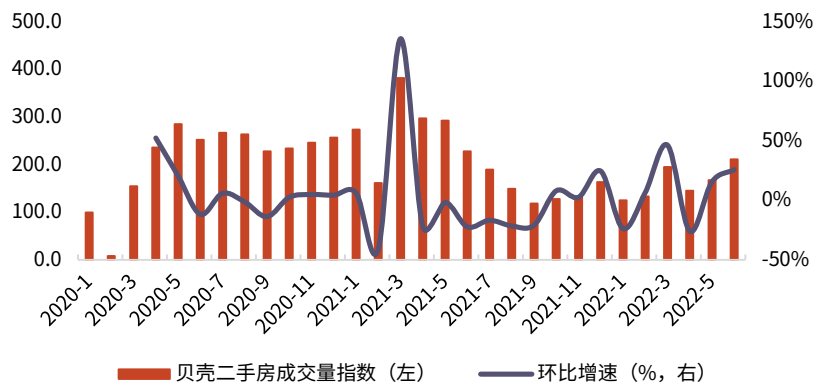
图 14: 我国城镇化率持续提升



资料来源: 国家统计局, statista

**房地产政策刺激二手房交易恢复。**3月以来, 各地出台了一系列住房刺激政策, 二手房市场在5-6月出现改善迹象。根据贝壳研究院数据, 5-6月贝壳50城二手房成交量连续环比增长, 环比增幅分别为14%与25%, 2Q2022成交量环比提升15%。以成都和苏州为例, 成都5月31日推出政策后, 6月二手房成交量环比提升80%; 苏州5月9日推出相应政策后, 5月二手房成交量环比提升185%, 6月成交量亦环比提升22%, 政策效果仍有一定持续性。

图 15: 二手房成交量有所回暖



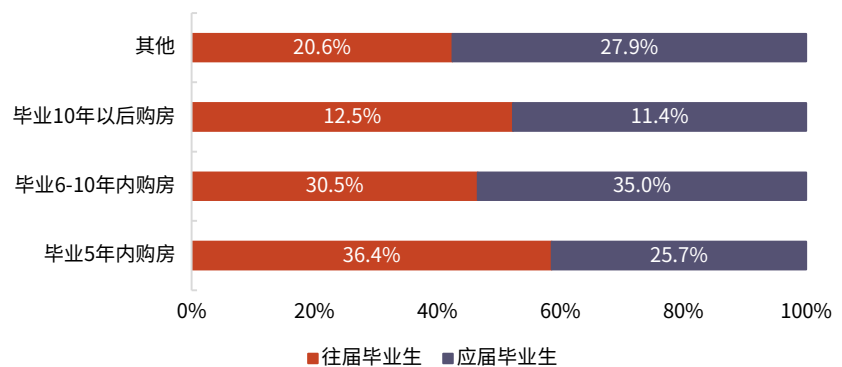
资料来源: 贝壳研究院, 光大证券研究所

**表 2：部分二线城市政策调节效果显著**

城市	政策日期	政策内容	二手房成交量环比			
			3月	4月	5月	6月
兰州	4.12	降首付、认贷不认房、放松限购	1%	27%	51%	-9%
南京	4.27	全市放松限购，部分区域取消限购	35%	-20%	60%	5%
长春	5.6	降首付、发补贴、认贷不认房	-50%	-97%	4438%	95%
苏州	5.9	取消二手房限售，放松限购	106%	-61%	185%	22%
合肥	5.10	全市放松限购，部分区域取消限购	39%	-40%	69%	-10%
杭州	5.17	放松限购，优化税收	126%	-18%	15%	75%
济南	5.23	降首付、认贷不认房、放松限购	56%	-49%	51%	51%
哈尔滨	5.23	放松限售	0%	-62%	212%	18%
西安	5.28	放松限购、限售，公积金降首付	50%	-17%	14%	18%
成都	5.31	放松限购、限售，公积金降首付	76%	-25%	9%	80%

资料来源：贝壳研究院，光大证券研究所

**住房改造与租房兴起开拓存量房市场空间。**我国 2000 年以前建造的老旧居住小区近 16 万个，建筑面积达 40 亿平方米，而我国自 2017 年以来陆续在各地开展老旧小区改造工作，将持续带来家具建材消费；同时，租赁住房也成为越来越多年轻人的选择。贝壳研究院调查显示，相比往年应届生，2022 年的应届毕业生有更强烈的租房意愿以及推迟买房的意愿，一线城市应届生中，计划毕业 5 年内购房的占比由 36.4% 降低至 25.7%。随着人们在租赁住房市场停留的意愿加大，其对所租房屋进行基于自身喜好的改造装修的意愿也会更高。

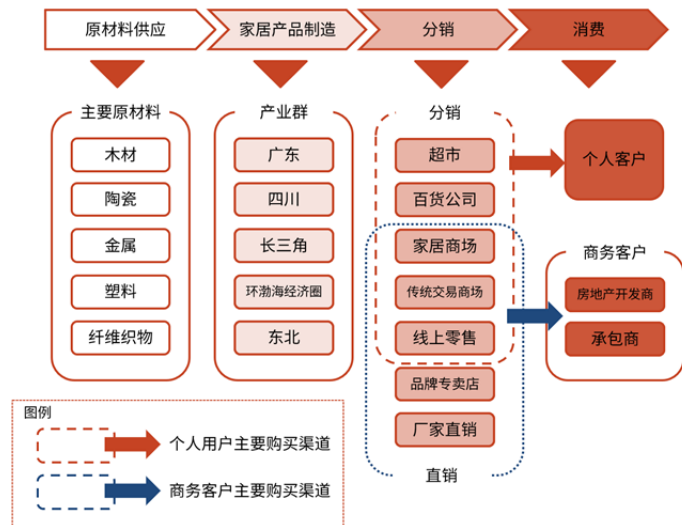
**图 16：2022 年应届生预期租房时间有所延长**

资料来源：贝壳研究院，光大证券研究所

## 2.2、家居卖场业态升级，用户侧消费能力持续提升

家具建材行业的产业链主要包括原材料供应商、产品制造商、产品分销商以及消费者四个环节，其中分销商起到承上启下的作用，负责将制造成品在全国各地进行分销，是家具建材产品流通的重要环节。家具建材的主要原材料有木材、陶瓷、金属、塑料等，产业集群集中在广东、四川、长三角、环渤海经济圈以及东北，其销售渠道则涵盖超市、百货、商场、专卖店以及线上等多个渠道，向个人消费者或房地产开发商及承包商等企业渠道销售。

图 17: 家具建材产业链



资料来源: 美凯龙招股书, 弗若斯特沙利文, 光大证券研究所整理

**多业态融合提供增长空间。**在传统的线下家居卖场形式已经较为成熟的背景下, 多销售渠道融合为家居分销商带来了新的增长空间。在线下渠道上, 分销商既致力于向多业态购物中心转化, 也在家居产业链上进行扩展, 进行产业链融合。**通过多业态结合**, 家居卖场可以为消费者提供包括家居、美食、影院等多重体验, 例如集美家居提出要把家居店逐步发展为囊括消费者食、住、行的多业态综合购物中心, 居然之家也提出“大家居”+“大消费”的结合。**通过产业链上继续深耕**, 家居卖场可以为消费者提供更完善的家居购买体验。例如红星美凯龙提出“家装家居一体化”, 致力于打造集设计、选材、施工、智能、环保和服务于一体的家装国民品牌, 提供从装修到家居的一站式服务; 居然之家也提出要进行产业链上下游融合, 打通从工厂到入户的全物流链。

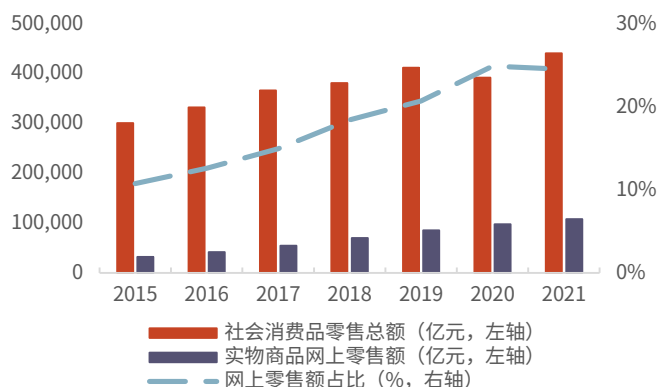
表 3: 家居卖场多业态发展

公司	发展策略
集美家居	向体验式购物中心转型, 目前商场经营项目涵盖家居体验、千人影院、教育培训、时尚美食、健身娱乐、博物馆、儿童乐园等业态, 从单一家具卖场发展为多业态商业综合体
红星美凯龙	家装家居一体化、线上线下一体化
居然之家	家居消费融合、产业链融合、线上线下融合

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

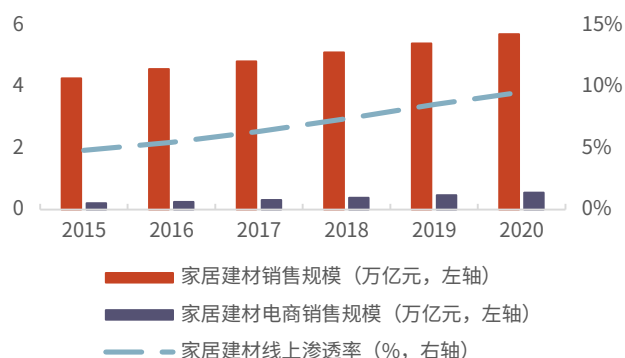
**线上渠道完善消费者家居线下体验。**国家统计局数据显示, 2021 年我国实物商品网上零售额 108042.4 亿元, 占社会消费品零售总额 24.5%, 与 2020 年的 24.9% 接近, 同时显著高于 2019 年的 20.7%, 说明疫情催化下, 网上零售已经成为消费品零售的重要渠道。而根据《万师傅: 2020 年家居售后服务行业报告》数据显示, 2020 年我国家居建材电商销售额为 5440 亿元, 线上渗透率 9.5%, 相比整体零售超过 20% 的线上渗透率仍有一定差距, 主要是由于家居产品往往具有高单价、重体验的特性。但随着数字化转型的深入, 家居建材零售的线上化将助力家居卖场完善引流渠道, 利用线上庞大的流量转化线下客流, 并利用线上交易的便捷性提高用户消费体验。

图 18: 疫情催化线上消费习惯养成



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所整理

图 19: 家居建材线上渗透率仍有发展空间

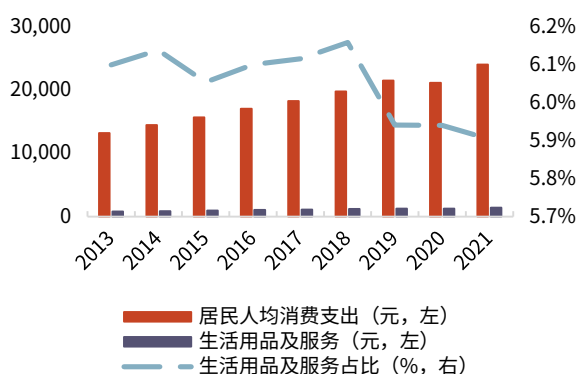


资料来源: 《万师傅: 2020 年家居售后服务行业报告》, 光大证券研究所整理

从用户侧来看, 居民消费能力持续提升, 线上消费习惯逐渐养成。根据国家统计局数据, 我国人均可支配收入自 2013 年以来持续增长, 2021 年我国人均可支配收入达到 35128 元, 同比增长 9.1%。从消费结构角度看, 2021 年居民人均消费支出 24100 元, 其中涵盖家居相关消费的生活用品及服务项支出 1423 元, 占总支出 5.9%, 虽占比近三年微幅下降 0.04pct, 但从绝对值角度看, 受益于消费能力提升, 该项支出同比 2019 年的 1281 元仍有 11.1% 的提升。

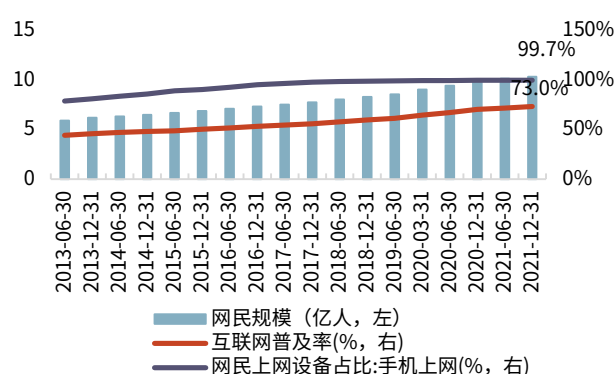
互联网的高普及率为家居线上化进程提供了良好的基础。iFind 数据显示, 截至 2021 年末, 我国网民达 10.3 亿人, 互联网普及率已达 73%, 其中移动互联网用户占总体网民比例已达 99.7%。通过触达线上用户, 进而完成其销售的线下转化, 线上流量为家居卖场提供了更大的获客空间。

图 20: 我国居民消费能力持续提升



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所整理

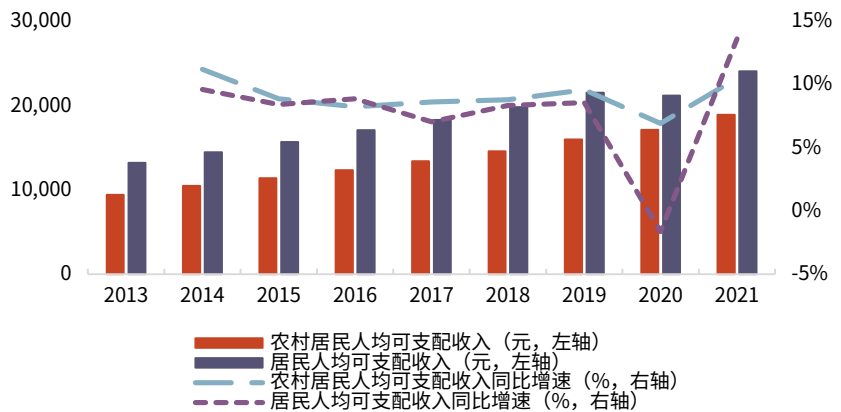
图 21: 互联网普及率持续提升



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

农村居民收入年复合增速高于全国平均, 下沉市场加速发展。根据国家统计局数据, 2021 年我国农村居民人均年可支配收入 18931 元, 同比增长 10.5%, 自 2013 年以来年复合增长率达 9.1%, 高于全国居民人均年可支配收入同期年复合增长率 7.8%。随着农村居民收入不断提高, 消费能力持续提升, 对消费品品质要求亦将有所提升。从政策端看, 2020 年以来共同富裕相关政策相继推出。随着共同富裕相关政策进一步部署, 下沉市场消费能力或将加速提升。

图 22: 农村居民收入维持较高增速



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

表 4: 部分共同富裕相关政策

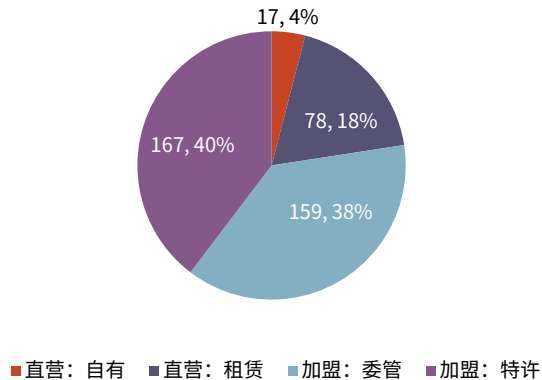
颁布时间	会议/文件名称	相关内容
2021 年 8 月	中央财经委员会第十次会议	共同富裕是社会主义的本质要求, 是中国式现代化的重要特征, 要坚持以人民为中心的发展思想, 在高质量发展中促进共同富裕。
2021 年 6 月	《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》	赋予浙江重要示范改革任务, 先行先试、作出示范, 为全国推动共同富裕提供省域范例。意见紧扣推动共同富裕和促进人的全面发展等, 围绕构建有利于共同富裕的体制机制和政策体系, 提出 6 方面、20 条重大举措。
2021 年 4 月	中共中央政治局会议	制定促进共同富裕行动纲领, 以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。
2021 年 3 月	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标》	“十四五”时期经济社会发展主要目标包括: 逐步优化收入分配结构, 全体人民共同富裕迈出坚实步伐。
2021 年 3 月	十三届全国人大四次会议《政府工作报告》	“十四五”时期主要目标任务之一为持续增进民生福祉, 扎实推动共同富裕, 坚持尽力而为, 量力而行, 加强普惠性、基础性、兜底性民生建设, 制定促进共同富裕行动纲领, 让发展成果更多更公平惠及全体人民。
2020 年 12 月	中央经济工作会议	扩大消费最根本就是促进就业, 完善社保, 优化收入分配结构, 扩大中等收入群体, 扎实推进共同富裕。
2020 年 10 月	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》	到 2035 年远景目标实现社会主义现代化远景目标: 人民生活更加美好, 人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。坚持共同富裕是“十四五”时期经济发展必须遵循的原则。

资料来源: 中华人民共和国政府网, 国务院, 新华社, 新华网等, 光大证券研究所整理

**消费政策进一步推动家居市场下沉。**2021 年 12 月 8 日的国务院政策吹风会上提出, 要推动农村居民消费梯次升级。随后在 2022 年 2 月 11 日, 国务院正式印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》(下称《规划》), 《规划》中明确提出扩大农村消费, 实施农村消费促进活动。鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡, 促进农村居民耐用消费品更新换代。

**居然之家不断加强下沉市场布局。**例如, 居然之家 2021 年年报显示, 其在三线及以下城市门店连锁以加盟模式为主, 截至 2021 年 12 月 31 日, 其家居卖场业态的加盟门店数已达 326 家, 占总体家居门店数的 77.4%。加盟模式可以利用居然之家的品牌优势及管理体系赋能加盟商, 协助其进行招商, 使得品牌扩张更加灵活, 进而达到加速下沉县级城市的效果。

图 23: 居然之家加盟门店高占比 (截至 2021 年 12 月 31 日)



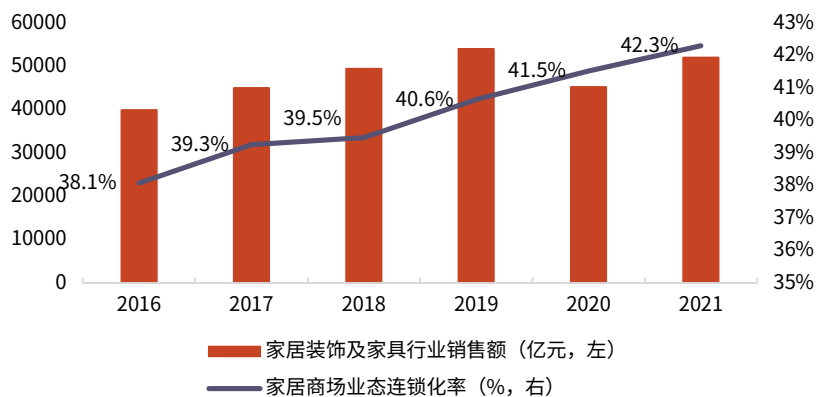
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

### 2.3、 家居建材市场持续发展, 连锁家居卖场零售额集中度提升

弗若斯特沙利文数据显示, 2021 年我国家居装饰及家具行业销售额达 5.2 万亿元, 同比增长 15.1%, 自 2016 年以来以 CAGR=5.4% 的速度持续增长。同期连锁家居商场销售额达 7834 亿元, 同比增长 24.0%, 而整体家居商场零售额达 18520 亿元。家居商场业态的连锁化率持续提升, 连锁家居商场零售额占整体家具商场零售额的比例由 2016 年的 38.1% 提升 4.2pct 至 2021 年的 42.3%, 家居商场份额逐渐向连锁业态集中。

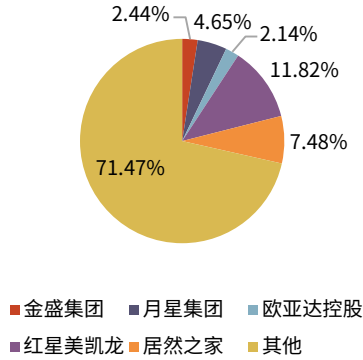
在连锁家居商场业态内, 零售额集中度亦持续提升。美凯龙招股书显示, 我国经营家居装饰及家具卖场的相关公司中, 零售额排名靠前的 5 家公司分别为美凯龙、居然之家、欧亚达控股、月星集团以及金盛集团, 其中上市公司仅有美凯龙 (601828.SH) 及居然之家 (000785.SZ) 两者。根据相关公司官网、公司公告及历史数据测算, 2021 年上述 5 家公司销售额合计达到 4162 亿元, 占 2021 年连锁家居商场零售额总和的 53.1%, 相比 2016 年的占比 28.53% 有较大的提升。

图 24: 家居商场业态连锁化率持续提升



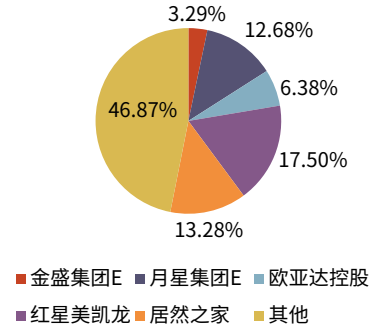
资料来源: 弗若斯特沙利文, 光大证券研究所整理, 家居商场业态连锁化率=连锁家居商场零售额/家居商场零售额

图 25: 2016 年连锁家居卖场零售额 CR5 为 28.5%



资料来源: 弗若斯特沙利文, 光大证券研究所, 统计指标为零售额占比

图 26: 2021 年连锁家居卖场零售额 CR5 提升至 53.1%



资料来源: 弗若斯特沙利文, 各公司官网, 各公司公告, 光大证券研究所测算, 统计指标为零售额占比, 金盛集团与月星集团数据为测算值

美凯龙和居然之家在家居卖场相关公司中占据领先地位。从门店数看,截至 2021 年 12 月 31 日(下同),美凯龙门店数达到 485 家,在 5 家公司中排名第一,而居然之家则以 421 家门店排名第二;从经营面积来看,美凯龙的门店总面积达到 2230 万平方米,居然之家的门店经营面积达 1358.8 万平方米,而金盛集团仅达到 300 万平方米;从销售额来看,美凯龙 2021 年销售额达 1371 亿元,居然之家 2021 年销售额达 1040 亿元,欧亚达控股 2021 年销售额为超 500 亿元,美凯龙和居然之家处于行业领先地位。

表 5: 部分家居卖场 2021 年经营情况

公司	经营情况
金盛集团	营业面积超 300 万平方米,在北京、上海、南京、武汉等重点城市完成了战略布局
香江控股	经营面积达 500 万平方米,拥有“香江家居”、“金海马家居”两大家居流通连锁品牌
月星集团	近 200 座月星国际家居生活 MALL,将 Shopping Mall 业态和家居关联商品引入家居商场
欧亚达控股	超 170 家门店,总面积 700 万平方米,年销售额超 500 亿元
红星美凯龙	485 家门店,总面积 2230 万平方米,年销售额 1370.95 亿元
居然之家	在营门店 421 家,销售额达 1040.3 亿元

资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 光大证券研究所整理

### 3、卖场持续扩张,家居链路消费全覆盖

#### 3.1、直营贡献核心收入,加盟渠道快速扩张

在家居连锁卖场业务上,居然之家采取了直营+加盟的模式进行卖场的建设和扩张。**直营模式**是指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。**直营模式以租赁物业为主**,截至 2021 年 12 月 31 日,公司拥有的 95 家直营卖场中,有 78 家为租赁物业,17 家自持物业。**直营卖场多位于直辖市、省会级城市等较发达城市**。直营模式下,公司的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。

**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的商业模式。公司的加盟模式可分为**委托管理加盟及特许加盟**两种。对于委托管理加盟店,公司将委派总经理、财务经理与业务经理进行

管理。对于特许加盟店，公司则通常不会派驻管理人员。在两种模式下，均由加盟方负责提供用于经营的物业并与商铺租户签署招商合同。公司加盟模式收入主要来自收取加盟方一次性加盟费，并按加盟门店年度营业收入的一定比例收取权益金。

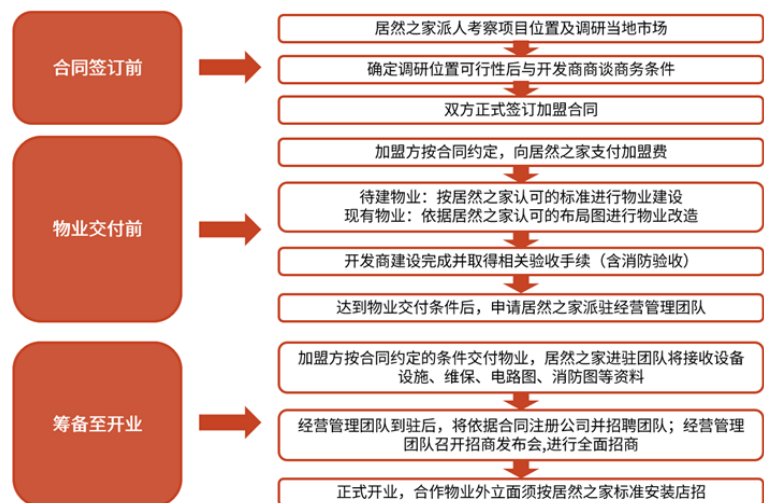
表 6：直营模式和加盟模式的对比

业务模式	选址	物业归属	商户招租	门店管理	收入来源
直营模式	自有物业 租赁物业	公司负责	公司自有 公司租赁	公司负责	商户租金、物业管理费、市场管理费及广告促销费等
加盟模式	委托加盟 特许加盟	加盟方选择， 公司审核	加盟方所有 加盟方负责	公司派驻总经理、财务总监与业务经理 加盟方负责	一次性加盟费、年度营业收入一定比例的权益金

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

**直营占据一二线城市打造品牌力，加盟加速下沉拓店。**相比直营模式，开设加盟店无需公司自身进行选址、招商、门店运营等一系列工作，仅委管模式需要派驻相应管理人员进行店铺管理，对公司负担较小，扩张速度较快，适用于低线城市快速开展业务。但相对地，由于加盟模式系授权使用商标，管理不当也可能会对公司声誉造成影响。直营模式虽然需要自行选址、装修、招商、运营等，但管控力较强，有助于打响品牌，提高品牌口碑。**因此居然之家结合直营与加盟两种模式，在一、二线城市，选取核心优势地段开设直营门店，通过战略布局打造“居然之家”优秀服务口碑。在三线及以下城市则以加盟模式为主，通过输出优质的品牌资源、强大的管理体系以及完善的招商系统等优势赋能加盟商，以委托管理加盟和特许加盟两种模式灵活加速品牌扩张，加速下沉县级城市。**

图 27：委管加盟模式流程

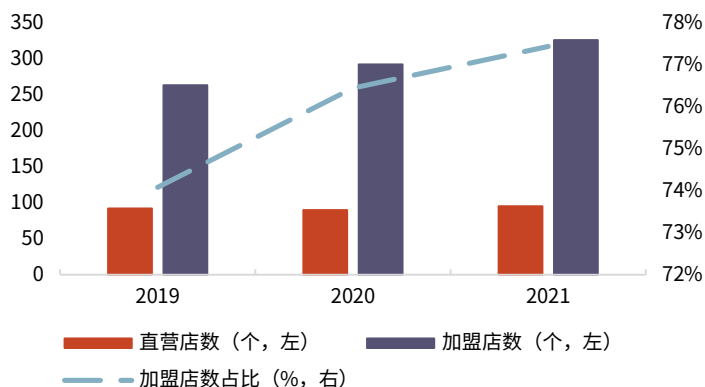


资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

**直营门店数量保持稳定，加盟店持续扩张。**截至 2021 年 12 月 31 日，居然之家的总门店数为 421 家，其中加盟门店 326 家，占总门店 77%。直营门店以租赁物业门店为主，共 78 家，占直营门店 82%；加盟门店中，委托管理与特许加盟模式门店占比相近，其中委托管理模式门店 159 家，占加盟门店 49%。**2019 年**

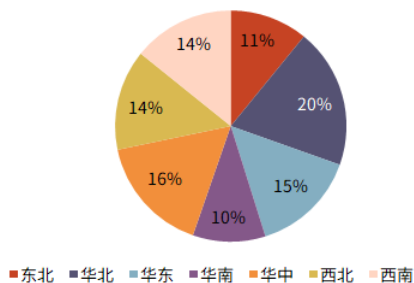
以来，公司直营门店数量保持稳定，2019/2020/2021 年分别为 92/90/95 家，加盟门店占比缓慢提升，从 2019 年的 74% 提升 3pct 至 2021 年的 77%，门店数由 2019 年的 263 家提升至 2021 年的 326 家。从地域分布看，居然之家的家居卖场业务集中在华北和华中地区。截至 2021 年末，公司的 421 家门店中，门店数排名前二的地区分别为华北/华中地区，门店占比分别为 19.5%/16.4%，华北地区的经营面积占比达 22.2%，位居首位。

图 28：居然之家加盟家居卖场持续扩张



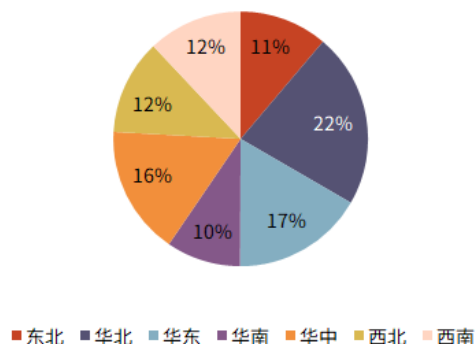
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 29：居然之家家居卖场较多分布于华北和华中地区



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年 12 月 31 日，统计口径为地区卖场数量占比

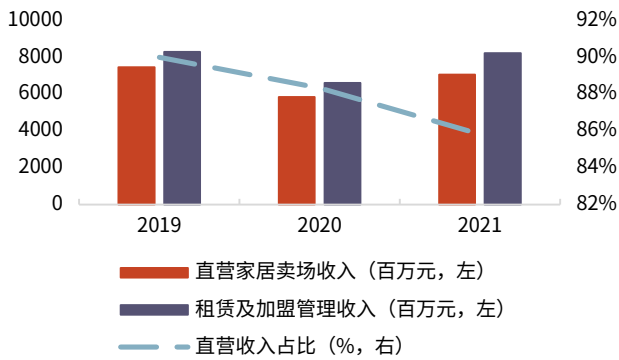
图 30：居然之家卖场面积华北地区较大



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年 12 月 31 日，统计口径为地区卖场面积占比

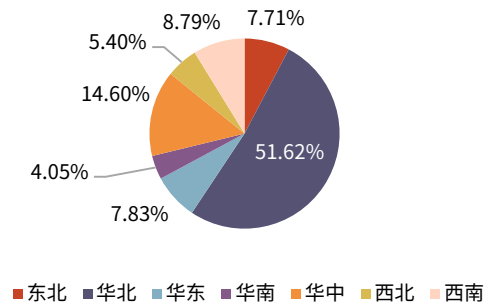
直营卖场是居然之家收入的主要来源。在 2021 年，公司直营家居卖场收入 70.4 亿元，同比增长 21%，占公司“租赁及加盟管理收入（以卖场收入为主）”达 85.8%。随着公司加盟业务不断扩张，直营家居卖场收入的占比逐渐下降。公司直营卖场收入占比由 2019 年的 90% 持续下降至 2021 年的 86%，但依然维持在较高水平。分地区来看，公司直营家居卖场收入集中在华北和华中市场，2021 年公司华北地区直营家居卖场收入 36.3 亿元，占有所有直营家居卖场收入 51.6%；华中地区直营家居卖场收入 10.3 亿元，占比 14.6%。

图 31: 直营收入占比持续下降



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 32: 华北地区直营卖场收入占比较高



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理, 统计指标为 2021 年收入占比

商家供给上, 居然之家持续发力, 加强招商力度, 开拓品类。2020 年起, 居然之家确定了“瓷砖、洁具、地板、橱柜、门窗”五大基础品类与“设计和家装、定制家居、智能家居及电器、软体软装、进口和原创家具”五大热点品类, 并围绕上述品类进行招商和经营布局调整。公司于 2020 年举办了 39 场线上统一招商会, 且于 2021 年持续扩展新品类与新品牌, 全年新增全国性连锁品牌 162 个、区域连锁性品牌 572 个。截至 2022 年 6 月 30 日, 居然之家合作品牌数已经超过 7000 个, 卖场品类的持续丰富为消费者提供了更多样化的消费选择, 促进卖场交易额的持续上升。

图 33: 居然之家持续扩充合作伙伴



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

营销方面, 居然之家联合合作品牌, 持续开展各类营销活动。加深品牌合作的同时, 提升行业影响力。2018 年以来, 居然之家开展“居然大咖秀”、“品牌大牌日”等营销活动, 并联合头部家居品牌开展热点品类家居领袖思辨会系列论坛等活动。在公司的持续推进下, 居然之家卖场的全国性营销活动场数持续增加, 2021 年达到 140 场, 同比增加 87 场, 销售额达 85 亿元。

在丰富的营销活动、多样性的家居品类以及轻资产的租赁模式的助力下, 公司的卖场收入持续恢复: 2021 年直营卖场收入达到 70.4 亿元, 接近疫情前 2019 年水平 74.5 亿元。同时, 坪效也有所恢复, 2021 年直营家居卖场坪效 1442 元, 同比增长 17.6%, 接近 2019 年水平 1571 元。加盟卖场方面, 公司 2021 年加盟管理收入 7.91 亿元, 同比增长 40%, 亦接近疫情前 2019 年水平 7.98 亿元。

图 34：“居然大咖秀”营销活动



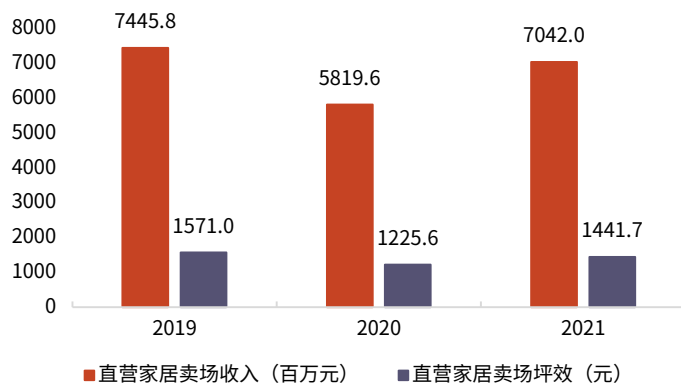
资料来源：三江房产网，光大证券研究所整理

图 35：领袖思辨会活动



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

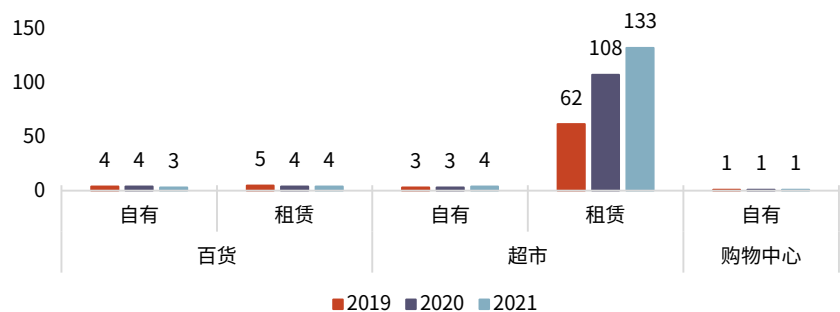
图 36：居然之家直营卖场收入和坪效持续恢复



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

商超业务方面，居然之家保持“轻资产”战略。超市门店大多以租赁形式持有，截至 2021 年 12 月 31 日，居然之家的百货、超市、购物中心门店共计 145 家，相比 2020 年净增 25 家门店，均为租赁门店。

图 37：居然之家持续扩张租赁形式商超业务



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，截至 2021 年 12 月 31 日

### 3.2、借力新零售，线上线下渠道加速融合

居然之家与阿里巴巴的合作加速业务线上线下的融合，从而实现“线下数字化，线上本地化”：对线下渠道，居然之家推动卖场数字化工作，将自身销售系统与

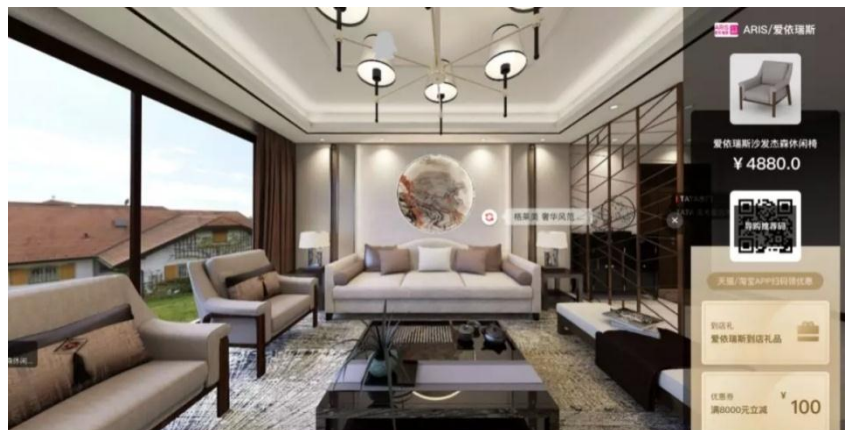
阿里巴巴新零售 POS 系统连通，并在阿里巴巴的帮助下改造公司的订单及收银系统，着力实现卖场内产品数字化，建立 3D 关联导购系统，打造智慧家居馆。**对线上平台**，“居然之家”线上旗舰店进行升级改造，与天猫合作推出了“居然之家”同城站，将线上旗舰店货品与本地线下门店匹配，推动线上线下载道的融合。

图 38: 居然之家线下门店数字化转型



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

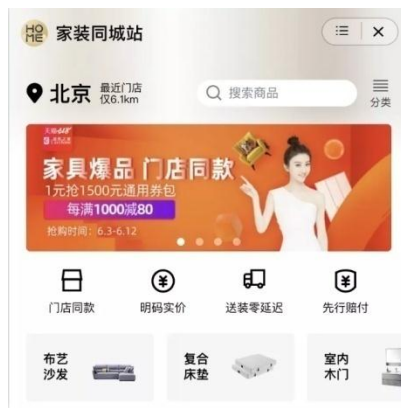
图 39: 居然之家 3D 场景关联导购系统



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

居然之家同城站融合了居然之家的线下卖场，弥补了线下卖场开放时间有限的缺点。用户经由线上的 LBS 入口进入居然之家同城站后，可以在线上 24 小时游览居然之家，使用其在线咨询、预约、查询、评价、投诉及理赔功能。居然之家同城站为消费者提供了卖场权益可供领取，从而促进消费者完成从线上观察到线上下单的转化过程。依托于阿里提供的同城站平台以及线下门店的数字化建设，居然之家在淘宝平台上利用淘宝直播进行前端营销，实现了营销——经销商赋能——消费者线上种草——线下消费的线上线下一体化消费闭环。2021 年，居然之家同城站的日均访客达 19.2 万人，线上获客 75.8 万人；居然之家的 234 家门店开展了共计 2.9 万场直播活动，获客总人数 20.9 万人。

图 40: 居然之家同城站



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 41: 居然之家线上内容结合线下门店



资料来源: 淘宝, 光大证券研究所

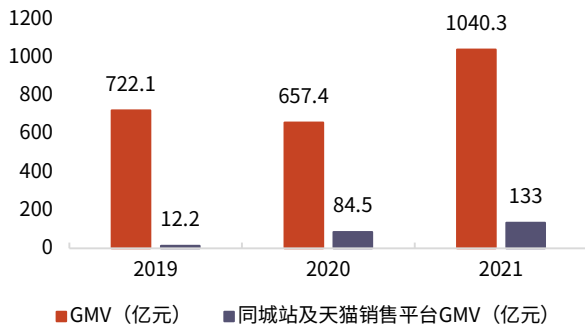
图 42: 居然之家通过淘宝直播营销获客



资料来源: 淘宝, 光大证券研究所

**公司线上销售 GMV 持续提升。**2021 年, 居然之家在同城站及天猫等销售平台的 GMV 达到 133 亿元, 同比增长 57.4%。2019 年以来, 居然之家的线上 GMV 快速增长, 从 2019 年的 12.2 亿元增长至 2021 年的 133 亿元, CAGR 达到 230.2%, 远高于同时期总 GMV 的 CAGR 20%。除了天猫平台, 居然之家也同微信合作, 利用小程序+企业微信进行营销宣传, 构造私域流量种草、获客、分发转化的营销体系, 进而提高用户粘性和转化效率。在 2021 年, 微信平台沉淀客户达 21 万人, 引导成交额达 103 亿元。

图 43: 居然之家家居卖场天猫平台 GMV 快速增长



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 44: 居然之家微信小程序



资料来源: 微信, 光大证券研究所整理

公司同时持续推动商超业务数字化建设。2020 年, 武汉中商方面全年直播带货 1154 场, 且于 10 月份上线“i 中商”小程序, 2020 年交易笔数达 10921 笔, 积累企业微信客户 17.6 万人; 2021 年公司持续推动门店升级, 启动了光谷店、中商销品茂和中商广场的升级改造计划, 并探索一体式消费的购物中心业态, 于 2021 年 7 月和 12 月分别在呼和浩特与长春开设了中商世界里购物中心, 并将于 2022 年 7 月开设光谷店, 新型购物中心的建设为打造企业实体店第二增长曲线奠定了管理和人才基础。

图 45: 居然之家打造一体式购物中心



资料来源: 北京商报、光大证券研究所

### 3.3、 打造全链路能力，提供家居闭环服务

基于家居卖场业务，居然之家向家居消费链横向延伸。致力于在家居消费的全链条为消费者提供服务，完整的家居消费链包括五个环节：设计和装修、家具建材销售、智能家居、物流配送与到家服务五大节点。居然之家以智能化为核心，结合线上 APP、SaaS 等技术，在家居消费链各大节点连接消费者与供应商，从而提升对消费者家装家居全生命周期的线性服务能力，进一步加强自身家居业务的竞争力。

图 46：居然之家打造家居消费链全链条服务能力



资料来源：公司公告，光大证券研究所

#### 1) 设计和装修：每平每屋·设计家与智能家装服务平台

每平每屋·设计家是为设计师和家装公司提供的从设计、施工图、报价预算到施工管理的 SaaS 服务。借由设计家平台，设计师可以在云端完成户型的搜索和导入、并在网页直接利用现有户型的平面图或 3D 视角来进行进一步装修，如吊顶、背景墙、地台、水电等等。同时，设计家平台也有丰富的公共库模型供设计师调用，加之与淘宝的合作允许设计师所见即可买，帮助设计变现。设计完成后，平台提供完善的渲染和导出功能，并允许设计师在平台发表自身作品，从而提高自身知名度并了解整体行业风向。

截至 2021 年 12 月 31 日，设计家合作商家已经超过 9 万家，国内设计师 110 余万人，境外用户超 890 万人，国内商品模型库 468 万件，海外商品模型库 220 万件，案例库 766 万件。同时，家装 APP 累计注册用户 4.15 万人，通过家装门店与设计家的生态共建，居然之家逐步建立了集营销获客、CRM 管理、报价、合同签订、电子签章、结算、工单和数据看板等一整套数字化和智能化集成系统，改善顾客装修体验。

图 47：每平每屋·设计家提供完善的设计工具



资料来源：每平每屋·设计家官网，光大证券研究所

## 2) 家具建材销售：家居零售产业服务平台“洞窝”

“洞窝”是居然之家打造的 S2B2C 模式的家居零售产业服务平台，在商家侧，“洞窝”APP 的出现帮助家居商家实现线上化，并由此形成庞大的供给协助引流，从而为每一个线上商家提供丰富的客源；在用户侧，“洞窝”致力于为消费者提供在线选品、到店体验、离店决策和到家等多项服务。用户可以按照商品类别进行分类查找，也可以寻找离自身较近的卖场分卖场查看商品。“洞窝”APP 为消费者提供了不同卖场的具体商品类别、数量等。在线上完成前期选品后，用户可依靠“洞窝”提供的商品所在卖场进行线下体验，进而在 APP 上完成一键下单即可配送至家。“洞窝”不仅是居然之家卖场的线上化产品，也吸引了大量非居然之家的卖场或品牌入驻。截至 2021 年底，“洞窝”吸引了 27 家非居然卖场和 4000 家以上非居然商家进驻并实现商业化，累计注册用户达到 217 万，覆盖 17 个城市 60 家卖场，店铺数突破 1 万家，月活用户 75 万，GMV 破亿元。

图 48：“洞窝”APP 提供家具建材一站式购买



资料来源：“洞窝”APP，光大证券研究所

### 3) 智能家居：居然智慧家

居然智慧家是打造万物互联的数字化 S2B2C 平台，以苹果、华为智能家居系统代理为依托，搭建智能家居通用 SaaS 系统，实现不同系统数据的互联互通。同时，居然之家与京东联合推出了居然智慧家 APP，用户可以在 APP 上对家中多品牌的智能家居进行统一管理，或是设定不同场景实现自动调整。此外，APP 提供商城功能，用户可以在 APP 内购买智能家居设备。2021 年居然智能公司实现销售 17.3 亿元，同比增长 321.7%，业务迅速发展。

图 49：居然智慧家 APP 提供智能家居控制



资料来源：居然智慧家 APP，光大证券研究所

图 50：居然智慧家 APP 提供智能家居购买



资料来源：居然智慧家 APP，光大证券研究所

### 4) 物流配送：智慧物流服务平台

居然之家智慧物流服务平台通过与经销商数据的互联互通与智能配单，开创了仓储免费、按销售计费的物流新模式。2021 年，天津宝坻智慧物流园一期于 12 月开业，面积达 35 万平方米，业务涵盖瓷砖、卫浴、门类、定制家居、成品家具、家电 6 大品类，并在智能合单、智能配载、线路优化、业务信息自动化流转等环节进行了数字化系统开发，持续加强物流配送能力。

### 5) 到家服务：后家装服务平台

居然之家“洞心”平台为消费者提供家装后的一系列配套服务。用户可以借由“洞心”小程序进入服务界面选择服务。“洞心”既提供家庭日常的保养与清洗服务，也可以帮助消费者在完成家居购买后的安装与维修，同时亦有高端定制服务提供。“洞心”提出“不准时就赔付”、“不满意就免单的”承诺，力求为消费者提供优质的服务体验，从而完成家装消费链的最后一环。

图 51: “洞心” 小程序提供全面家居服务



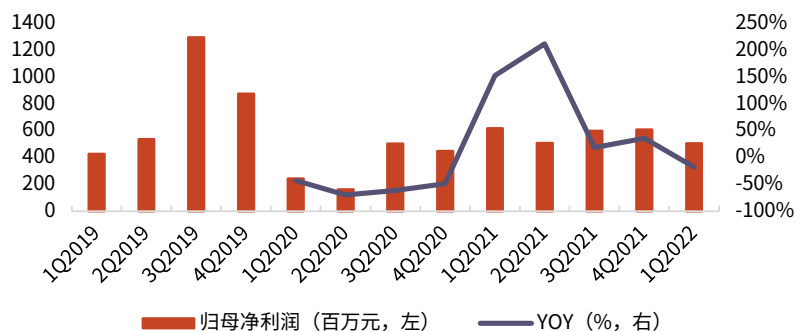
资料来源: “洞心” 小程序, 光大证券研究所

## 4、盈利能力有所恢复，疫情反复持续承压

### 4.1、2021 年归母净利润恢复至疫情前水平，净利率水平仍有差距

2021 年归母净利润超过 2019 年水平，短期持续承压。1Q2022 居然之家归母净利润 5.05 亿元，同比 1Q2021 下降 18%，高于疫情前 1Q2019 水平 4.3 亿元。1Q2022 全国多地疫情反复，受疫情影响，吉林、辽宁、河北、河南、福建等疫情较重的省份门店均出现不同程度的闭店情况，从而导致 1Q2022 归母净利润同比下滑，但相比疫情前同期水平仍有增长。由于家居卖场消费强调体验感，具有较强的线下属性，疫情反复带来的门店暂时性关闭或将导致公司，盈利水平短期持续承压。

图 52: 居然之家归母净利润短期承压



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

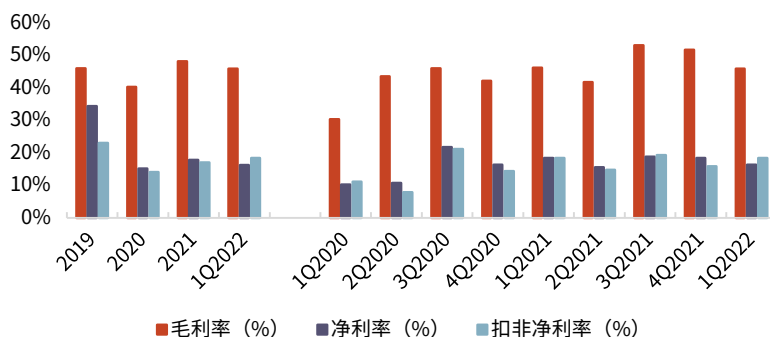
毛利率持续恢复，随自营业务发展或持续下降。1Q2022 公司毛利率 45.9%，相比 2021 年同期 46.2%略有下降。2020 年以来，公司毛利率呈现持续恢复态势，2021 年公司毛利率达到 48.1%，超过疫情前 2019 年公司毛利率 46%。1Q2022 疫情对公司经营造成较大影响，营业收入同比下降 7.3%，毛利率同比下降 0.3pct。

居然之家目前正大力发展其家居商品零售业务，随着公司收入结构持续调整，毛利率在未来或将有一定程度的下降。

**净利率水平相比疫情前仍有差距。**1Q2022 公司净利率 16.3%，同比下降 2.1pct；扣非净利率 18.4%，同比 1Q2021 持平。随着疫情逐步受控，公司净利率水平持续恢复，由 1Q2020 的 10.2% 上升 6.1pct 至 16.3%，扣非净利率同期由 11.1% 上升 7.3pct 至 18.4%，但相比疫情前 2019 年公司净利率 34.4% 与扣非净利率 23.0% 仍有一定差距。

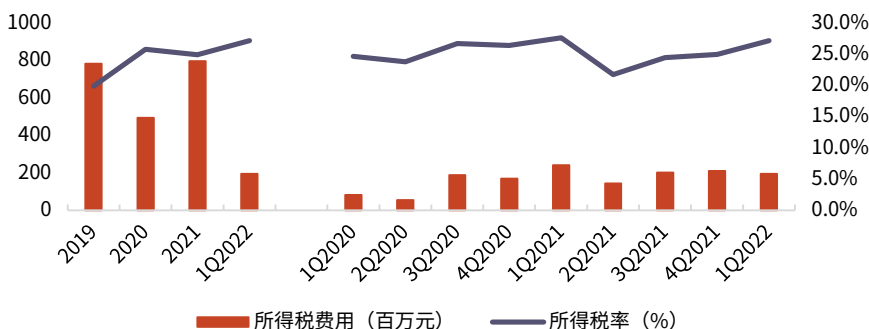
**所得税率同比微降，优惠政策稳定。**1Q2022，公司整体所得税率 27.2%，同比 1Q2021 的 27.7% 下降 0.5pct，相比 2021 年全年所得税率 24.9% 提升 2.3pct。根据公司 2021 年报，其享受的西部大开发税收优惠政策持续至 2030 年，同时 2022 年依然享受小微企业普惠税收优惠政策，税率有望维稳。

图 53：居然之家毛利率与净利率持续恢复



资料来源：公司公告，iFind，光大证券研究所整理

图 54：居然之家税率近期保持稳定

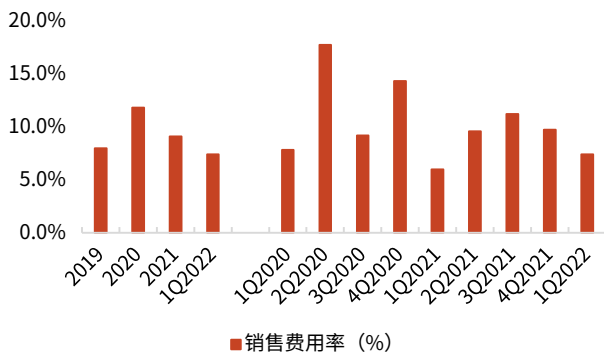


资料来源：公司公告，iFind，光大证券研究所整理

## 4.2、 现金流水平好转，净资产收益率领先

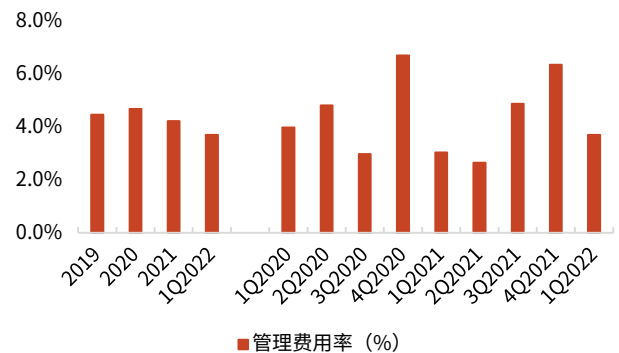
**销售费用率与管理费用率同比抬升。**1Q2022，公司销售费用率 7.4%，同比上升 1.4pct，环比下降 2.4pct；从 2020 年以来季度数据看，Q1 通常为销售费用低点，2022 年销售费用率或继续抬升。公司 1Q2022 管理费用率 3.7%，同比上升 0.7pct，环比下降 2.7pct；研发费用 82 万元，保持稳定。2019 年以来，公司研发费用率持续小于 1%。

图 55: 1Q2022 居然之家营销费用率同比上升



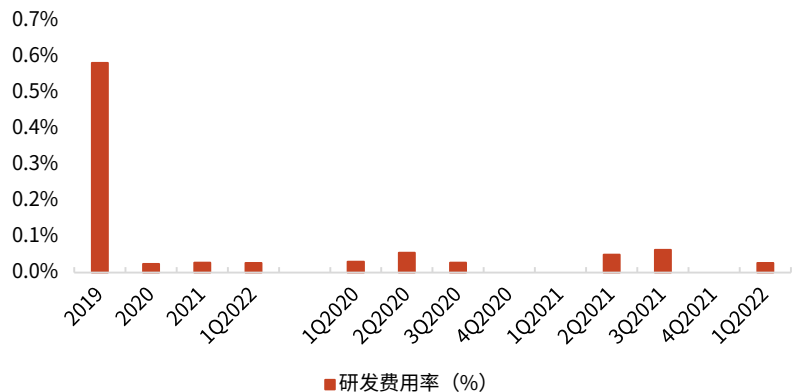
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 56: 1Q2022 居然之家管理费用率同比抬升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 57: 居然之家研发费用率保持较低水平



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

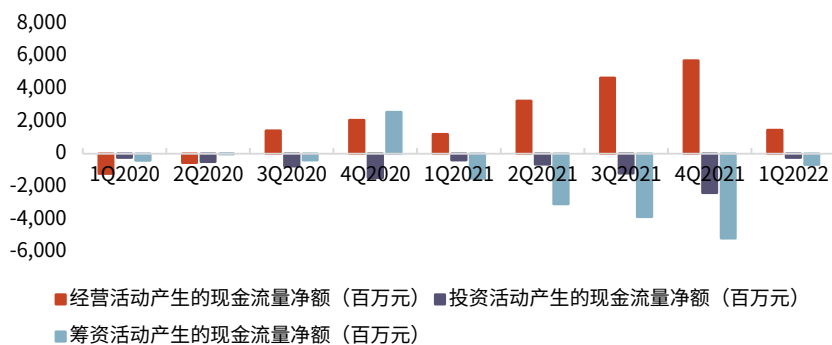
**疫情逐步受控, 经营性现金流持续恢复。**在 1Q2022, 公司经营性现金流净额 14.4 亿元, 相比 2021 年同期增长 21.2%。同时, 公司 2021 年经营性现金流情况亦相比 2020 年有所恢复。2021 年全年公司经营性现金流达 57 亿元, 同比 2020 年增长 177.4%, 相比 2019 年水平 25.7 亿元亦有大幅增长。受益于疫情得到控制, 线下消费持续恢复, 居然之家整体经营状况自 2020 年以来持续好转, 进而带来经营性现金流净额的恢复。此外, 公司自 2021 年 1 月 1 日起首次执行新租赁准则, 除与简化处理的短期租赁和低价值资产租赁相关的预付租金和租赁保证金支出外, 其余的相关现金流均不再计入经营性现金流, 也部分导致了 2021 年的经营性现金流改善。在 1Q2022, 区域性疫情对公司的线下门店运营造成了影响, 公司以线上渠道为重心, 加大线上营销力度, 联手工厂、商户开展联合营销, 公司 1Q2022 季度销售商品、提供劳务收到的现金也同比增长 8.2%。

投资性现金流方面, 在 1Q2022, 公司投资性现金流净额-2.4 亿元, 相比 2021 年同期增加 1.5 亿元, 主要是由于该报告期内公司关闭银川儿童城, 确认资产处置收益所致。2021 年全年公司投资性现金流净额-23.97 亿元, 同比 2020 年减少 9.1 亿元, 主要是追加了对每平每屋·设计家等公司投资以及增加收购物业投资款所致。

融资性现金流方面, 在 1Q2022, 公司融资性现金流净额-6.81 亿元, 同比增加 8.30 亿元, 主要是取得借款收到现金同比减少 2.58 亿元所致。2021 年全年公司融资性现金流净额为-51.81 亿元, 同比减少 77.27 亿元, 主要是由于 2020 年

公司非公开发行股份，导致 2020 年同期现金流入 35.73 亿元，而 2021 年无此项现金流入；另外，2021 年起执行新租赁准则，租金支付调整至支付其他与筹资活动有关的现金所致。

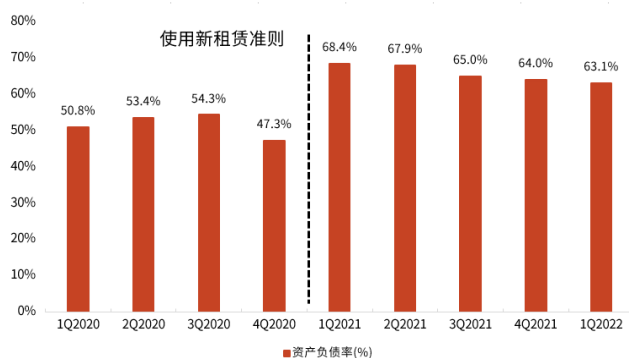
图 58：居然之家经营性现金流持续改善



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

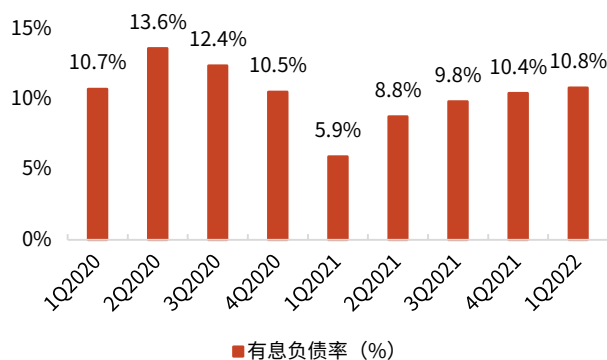
新租赁准则拉高资产负债率，有息负债率稳健。截至 2022 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 63.1%，相比去年同期下降 5.3pct，环比下降 0.86pct。2021 年起，公司执行新的租赁准则，导致其使用权资产增加 164.34 亿元，租赁负债增加 203.99 亿元，进而使得 1Q2021 的资产负债率环比提升 21.2pct 至 68.4%，但随后持续呈现下降趋势。但公司有息负债率（带息负债/总资产）则保持较为稳定的趋势，1Q2022 有息负债率 10.8%，环比上升 0.4pct。

图 59：新租赁准则导致居然之家资产负债率上升



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

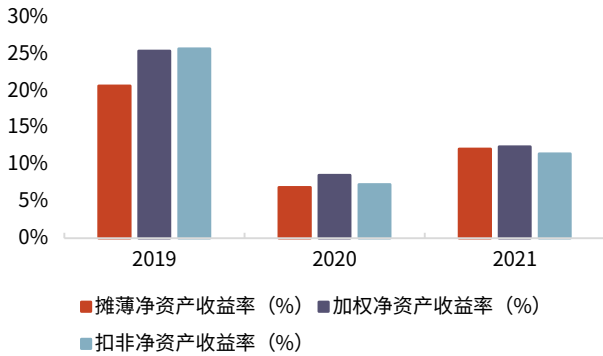
图 60：居然之家有息负债率保持稳定



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

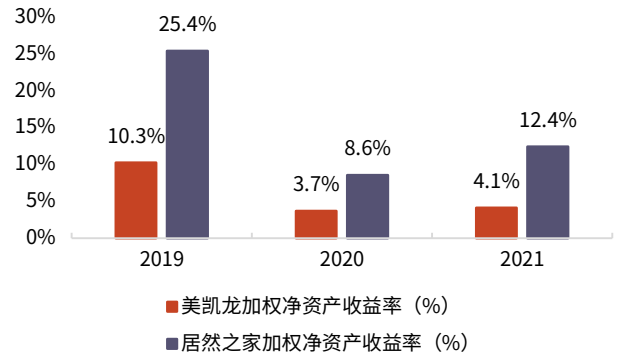
收益恢复显著，净资产收益率领先。2021 年，公司加权净资产收益率 12.4%，同比 2020 年上升 3.9pct，有明显恢复，但仍然低于疫情前 2019 年水平 25.4%；且公司 2021 年扣非净资产收益率 11.5%，与加权/摊薄净资产收益率差距较小，盈利能力较稳定。同时，相比家居卖场行业上市公司，居然之家的净资产收益率亦处于领先地位。公司 2021 年加权净资产收益率高于美凯龙 (601828.SH) 同期加权净资产收益率 4.1%，且 2019 年以来居然之家净资产收益率均高于美凯龙，展现出公司较好的盈利能力。

图 61：居然之家净资产收益率有所恢复



资料来源：iFind，光大证券研究所整理，2020 年公司受新股增发影响 ROE 有较大幅下降

图 62：居然之家净资产收益率领先家居卖场



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

## 5、盈利预测与投资评级

### 5.1、关键假设

租赁及管理收入主要来源于公司直营门店，而公司目前以加盟模式为主，直营门店扩张较为稳定，我们预计公司 2022-2024 年直营门店数分别为 98/101/104 家，同比增速为 3.2%/3.1%/3.0%；随着公司持续挖掘新合作品牌与调整经营布局，我们预计 2022-2024 年公司直营门店单店收入增速为 3.0%/2.5%/2.0%，对应公司租赁及管理收入同比增速分别为 6.3%/5.6%/5.0%。由于公司租赁及管理相关业务模式趋近成熟，我们预测 2022-2024 年租赁及管理业务毛利率保持稳定，为 54%/54%/54%。

加盟管理业务收入主要来源于公司加盟门店，公司目前主要以加盟模式扩张，我们预计公司 2022-2024 年加盟门店数分别为 371/416/461 家，同比增速为 13.8%/12.1%/10.8%。在新店扩张以及公司对加盟门店质量管控加强的推动下，我们预计公司 2022-2024 年加盟门店单店收入增速为 5.0%/4.5%/4.0%，对应公司加盟管理业务收入同比增速为 19.5%/17.2%/15.3%。公司加盟扩张模式成熟，我们预计 2022-2024 年加盟管理业务毛利率较为稳定，为 80%/80%/80%。

商品销售与装修方面，公司持续发展泛家居产业链业务，力图为消费者提供“一站式”消费体验。2021 年商品销售业务收入同比增速达 88%，装修业务收入同比增速 55%，均高于整体收入增速 45%。随着公司家居消费链全周期服务不断完善，消费者体验持续升级，消费意愿将有所提升，商品销售与装修业务将持续受益。我们预计 2022-2024 年公司商品销售业务收入同比增速为 31%/27%/24%，毛利率为 16%/16%/16%；同期装修业务收入同比增速 24%/19%/14%，毛利率为 22%/22%/22%。

贷款保理业务方面，公司相关业务多服务于家居业务相关客户，随着公司家居业务持续发展，贷款保理业务规模也将持续提升。我们预计 2022-2024 年公司贷款保理利息收入同比增速为 3%/2%/2%，同期毛利率保持稳定，为 90%/90%/90%。预计其他业务规模保持稳定，2022-2024 年收入同比增速为 1%/1%/1%，毛利率为 80%/80%/80%。

表 7: 公司业务经营情况预测表

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总收入</b>	<b>8,993</b>	<b>13,071</b>	<b>14,934</b>	<b>16,945</b>	<b>19,092</b>
同比增速%	-1.0%	45.3%	14.3%	13.5%	12.7%
毛利率%	40.3%	48.1%	43.8%	42.2%	40.7%
<b>租赁及管理业务</b>					
收入	6,023	7,415	7,879	8,323	8,742
同比增速%	-19.5%	23.1%	6.3%	5.6%	5.0%
收入比例%	67.0%	56.7%	52.8%	49.1%	45.8%
门店增速%	-2.2%	5.6%	3.2%	3.1%	3.0%
单店收入增速%	-17.7%	16.6%	3.0%	2.5%	2.0%
成本	3,623	3,143	3,624	3,829	4,021
毛利率%	39.8%	57.6%	54.0%	54.0%	54.0%
<b>加盟管理业务</b>					
收入	567	791	945	1,108	1,277
同比增速%	-29.0%	39.6%	19.5%	17.2%	15.3%
收入比例%	6.3%	6.1%	6.3%	6.5%	6.7%
门店增速%	11.0%	11.6%	13.8%	12.1%	10.8%
单店收入增速%	-36.0%	25.0%	5.0%	4.5%	4.0%
成本	142	158	189	222	255
毛利率%	75%	80%	80%	80%	80%
<b>商品销售</b>					
收入	1,956	3,680	4,821	6,123	7,592
同比增速%	330.7%	88.1%	31.0%	27.0%	24.0%
收入比例%	21.8%	28.2%	32.3%	36.1%	39.8%
成本	1,345	3,059	4,050	5,143	6,378
毛利率%	31.2%	16.9%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>装修</b>					
收入	254	394	488	581	662
同比增速%	-2.2%	55.0%	24.0%	19.0%	14.0%
收入比例%	2.8%	3.0%	3.3%	3.4%	3.5%
成本	200	307	381	453	516
毛利率%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>贷款保理利息</b>					
收入	158	115	118	121	123
同比增速%	0.0%	-27.5%	3.0%	2.0%	2.0%
收入比例%	1.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
成本	18	10	12	12	12
毛利率%	88.8%	91.6%	90.0%	90.0%	90.0%
<b>其他</b>					
收入	35	676	683	690	697
同比增速%	-63.5%	1826.2%	1.0%	1.0%	1.0%
收入比例%	0.4%	5.2%	4.6%	4.1%	3.6%
成本	35	101	137	138	139
毛利率%	0.3%	85.0%	80.0%	80.0%	80.0%

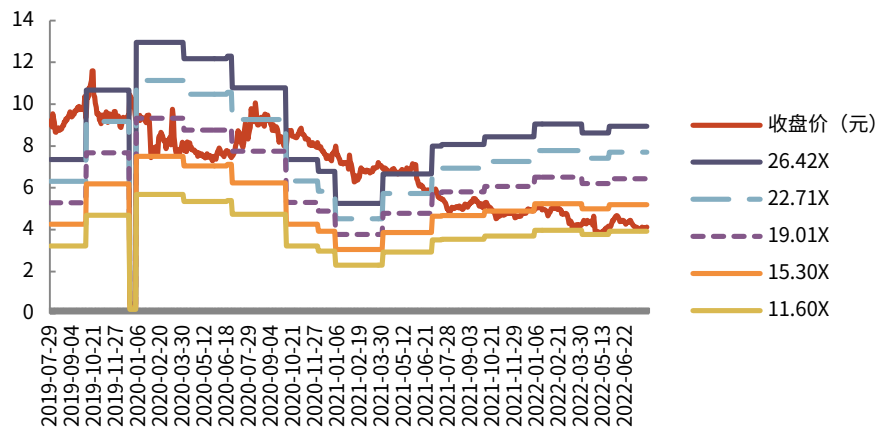
资料来源: iFind, 光大证券研究所预测

根据上述假设,我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 149.3/169.5/190.9 亿元,同比增速为 14.3%/13.5%/12.7%; 2022-2024 年归母净利润分别为 27.5/29.5/31.2 亿元,同比增速为 18.2%/7.4%/5.9%,对应 EPS 分别为 0.42/0.45/0.48 元。

## 5.2、相对估值

从公司 A 股历史 PE 看，公司 PE 处于 11.6X-40.2X 之间，公司当前(2022/7/28)的 PE-TTM 为 12.2X，位于历史估值底部区间。我们选择美凯龙、富森美、小商品城以及海宁皮城四家与居然之家主营业务接近的公司作为可比公司，其中美凯龙和富森美均为家居卖场公司，小商品城与海宁皮城作为卖场公司商业模式相近，上述所有公司均属于专业卖场子行业。

图 63：公司近 3 年来 PE Band



资料来源：iFind，光大证券研究所

表 8：可比公司估值比较

公司名称	公司代码	收盘价 (元)			EPS (元)			PE (X)			市值 (亿元)
		2022/7/28	21 年	22 年	23 年	21 年	22 年	23 年			
美凯龙	601828.SH	5.23	0.47	0.60	0.71	11.1	8.7	7.3	208.2		
富森美	002818.SZ	11.84	1.23	1.36	1.48	9.7	8.7	8.0	88.6		
小商品城	600415.SH	5.33	0.24	0.30	0.37	21.9	17.6	14.5	292.7		
海宁皮城	002344.SZ	4.72	0.26	0.24	0.31	18.5	19.7	15.2	60.5		
<b>平均值</b>						<b>15</b>	<b>14</b>	<b>11</b>			
居然之家	000785.SZ	4.13	0.36	0.42	0.45	12	10	9	269.6		

资料来源：可比公司预期数据来自 iFind 一致预期，居然之家预测数据来自光大证券研究所

考虑到房地产景气度下行对于公司家居及家装业务的不利影响，出于谨慎性原则，我们参考可比公司 PE 均值，给予公司 2022 年 12X PE，对应目标价为 5.05 元。

## 5.3、绝对估值

关于公司绝对估值基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：考虑到公司家居建材业务与地产的关联，存在一定不确定性，出于谨慎性原则，我们假设长期增长率为 0.5%；
- 2、β 值选取：公司无杠杆 β 参考中信三级行业分类-专业市场经营的行业 β 进行选取；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

表 9：绝对估值核心假设表

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	0.50%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta$ ( $\beta$ levered)	1.11
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.98%
税率	25.00%
Kd	8.06%
Ve	26932.10
Vd	6083.93
目标资本结构	18.43%
WACC	7.99%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：公司现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3343.16	16.79%
第二阶段	9397.57	47.19%
第三阶段 (终值)	7172.63	36.02%
企业价值 AEV	19913.36	100.00%
加：非经营性净资产价值	22966.82	115.33%
减：少数股东权益 (市值)	4197.03	-21.08%
减：债务价值	6083.93	-30.55%
总股本价值	32599.22	163.71%
股本 (百万股)	6529.04	
每股价值 (元)	<b>4.99</b>	
PE (隐含)	11.87	
PE (动态)	9.79	

资料来源：光大证券研究所预测，PE 为 2022 年值

表 11：敏感性分析表

长期增长率 \ WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
6.99%	5.24	5.34	5.45	5.57	5.72
7.49%	5.04	5.12	5.20	5.31	5.43
<b>7.99%</b>	4.85	4.92	<b>4.99</b>	5.08	5.17
8.49%	4.69	4.74	4.81	4.88	4.96
8.99%	4.54	4.59	4.64	4.70	4.77

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	4.99	4.54 - 5.72	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%
APV	5.43	4.89 - 6.37	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%

资料来源：光大证券研究所预测

根据 FCFF 与 APV 两种估值方法结果,公司的合理价值区间在 4.54-6.37 元之间。

## 5.4、 估值结论与投资评级

结合相对估值与绝对估值法的结果,我们给予公司目标价 5.05 元,对应公司 2022 年 12 倍 PE。疫情逐步受控,公司卖场业务将持续恢复,且泛家居消费链业务协同将进一步加强公司在行业的竞争力。公司目前正处于估值底部区间,首次覆盖,我们给予“买入”评级。

表 13: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,993	13,071	14,934	16,945	19,092
营业收入增长率	-1.01%	45.35%	14.26%	13.46%	12.67%
归母净利润 (百万元)	1,363	2,325	2,747	2,950	3,124
归母净利润增长率	-56.41%	70.62%	18.16%	7.36%	5.90%
EPS (元)	0.21	0.36	0.42	0.45	0.48
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.93%	12.11%	13.15%	12.98%	12.68%
P/E	20	12	10	9	9
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: iFind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-7-28

## 6、 风险分析

### 宏观环境风险

家居产品具有较强的体验属性,需要消费者在线下门店亲自体验挑选,对线下服务要求较高,疫情反复可能会持续导致业务表现欠佳。

### 竞争风险

居然之家目前在家居卖场类公司中占据前列,但不排除新进入者加大投入抢占市场导致竞争加剧。

### 新业务风险

公司目前大力推动家居消费链业务延伸,重点发展家居商品销售,新业务存在发展未达预期的可能性。

### 地产产业链风险

作为家居建材业务相关公司,居然之家的经营情况一定程度上依赖于地产表现,存在一定不确定性。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,993	13,071	14,934	16,945	19,092
营业成本	5,362	6,778	8,392	9,796	11,322
折旧和摊销	253	2,083	1,934	1,845	1,780
税金及附加	116	160	179	203	229
销售费用	1,069	1,193	1,363	1,547	1,743
管理费用	423	553	597	678	764
研发费用	0	1	1	8	8
财务费用	146	1,182	997	1,011	1,042
投资收益	-33	-13	0	0	0
营业利润	1,992	3,266	3,653	3,923	4,188
利润总额	1,913	3,197	3,732	4,001	4,233
所得税	496	797	933	1,000	1,058
净利润	1,417	2,400	2,799	3,001	3,175
少数股东损益	54	75	51	51	51
归属母公司净利润	1,363	2,325	2,747	2,950	3,124
EPS(元)	0.21	0.36	0.42	0.45	0.48

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,055	5,701	4,837	5,343	5,564
净利润	1,363	2,325	2,747	2,950	3,124
折旧摊销	253	2,083	1,934	1,845	1,780
净营运资金增加	1,084	2,587	1,541	1,280	1,291
其他	-644	-1,294	-1,385	-732	-630
投资活动产生现金流	-1,485	-2,397	-3,027	-3,107	-3,157
净资本支出	-1,478	-1,330	-2,050	-2,070	-2,070
长期投资变化	64	-404	-100	-100	-100
其他资产变化	-71	-663	-876	-937	-987
融资活动现金流	2,546	-5,181	-726	-1,332	-1,441
股本变化	509	0	0	0	0
债务净变化	1,027	1,714	1,329	849	851
无息负债变化	-130	15,694	156	24	111
净现金流	3,117	-1,877	1,084	905	966

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	40.4%	48.1%	43.8%	42.2%	40.7%
EBITDA 率	30.1%	38.5%	43.2%	39.2%	36.2%
EBIT 率	23.7%	34.1%	30.2%	28.3%	26.8%
税前净利润率	21.3%	24.5%	25.0%	23.6%	22.2%
归母净利润率	15.2%	17.8%	18.4%	17.4%	16.4%
ROA	3.6%	4.3%	4.7%	4.8%	4.9%
ROE (摊薄)	6.9%	12.1%	13.2%	13.0%	12.7%
经营性 ROIC	34.7%	43.5%	35.5%	32.0%	29.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	47%	64%	63%	62%	60%
流动比率	1.25	0.95	1.00	1.04	1.08
速动比率	1.23	0.91	0.96	0.99	1.02
归母权益/有息债务	4.76	3.28	2.91	2.83	2.78
有形资产/有息债务	8.63	8.88	7.66	7.19	6.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	39,281	56,210	59,436	62,190	65,127
货币资金	7,516	5,636	6,720	7,625	8,592
交易性金融资产	103	242	250	250	250
应收账款	567	709	887	1,006	1,134
应收票据	33	5	6	6	7
其他应收款 (合计)	226	219	254	288	325
存货	180	379	502	586	678
其他流动资产	1,315	1,017	1,017	1,017	1,017
流动资产合计	10,926	9,067	10,966	12,320	13,772
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	608	1,013	1,113	1,213	1,313
固定资产	2,504	3,052	3,668	4,377	5,132
在建工程	1,873	1,737	2,353	2,814	3,161
无形资产	702	715	751	785	819
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-14,992	2,895	2,895	2,895	2,895
非流动资产合计	28,356	47,143	48,470	49,870	51,355
总负债	18,560	35,968	37,453	38,325	39,287
短期借款	771	882	2,005	3,004	4,005
应付账款	623	450	554	656	770
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,629	1,384	1,493	1,694	1,909
其他流动负债	110	157	157	157	157
流动负债合计	8,772	9,571	10,951	11,823	12,785
长期借款	2,587	2,618	2,668	2,718	2,768
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	-22,839	13	13	13	13
非流动负债合计	9,788	26,397	26,502	26,502	26,502
股东权益	20,722	20,242	21,983	23,865	25,840
股本	6,529	6,529	6,529	6,529	6,529
公积金	8,416	8,758	9,033	9,328	9,640
未分配利润	4,465	3,993	5,408	6,943	8,554
归属母公司权益	19,668	19,198	20,888	22,718	24,641
少数股东权益	1,053	1,044	1,096	1,147	1,198

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	11.89%	9.13%	9.13%	9.13%	9.13%
管理费用率	4.70%	4.23%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	1.62%	9.05%	6.67%	5.97%	5.46%
研发费用率	0.00%	0.01%	0.01%	0.05%	0.04%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.05	0.16	0.17	0.18	0.19
每股经营现金流	0.31	0.87	0.74	0.82	0.85
每股净资产	3.01	2.94	3.20	3.48	3.77
每股销售收入	1.38	2.00	2.29	2.60	2.92

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	20	12	10	9	9
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.4	2.9	3.0	2.9	2.8
股息率	1.3%	3.9%	4.2%	4.5%	4.7%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE