

居然之家 (000785)

证券研究报告
2024年05月16日

具备国内最全面的泛家居服务生态

公司发布年报及一季报

24Q1 收入 31 亿同减 3%，归母 3.5 亿同减 23%，扣非后 3.7 亿，同减 12%；23A 收入 135 亿同增 4%，归母 13 亿同减 21%，扣非 12 亿同减 28%。

业绩下滑系家居建材作为一类客单价相对较高、决策链条相对较长的消费品类，特定外部因素影响后复苏过程相对缓慢。商户经历特定外部因素影响，经营面临较大压力。公司基于市场动态变化，为支持商户持续经营，继续对合格商户减免部分租金及管理费，导致毛利水平高租金收入、管理费收入出现阶段性下滑。

截至 2023 年 12 月 31 日，公司在国内 29 省区市经营 414 家家居卖场，包含 86 家直营及 328 家加盟。

23 年公司租赁及加盟管理业务收入 69 亿，占 51%，同减 12%，毛利率 49%，同减 11pct；装修服务收入 4 亿，占 3%，同增 13%；商品销售收入 56 亿，占 41%，同增 32%；毛利率 10%，同减 3pct。

公司率先在家居行业内开展数字化转型，已完成“洞窝”、“居然设计家”和“居然智慧家”三大家居产业数智化平台的建设，其中“洞窝”为家居卖场、工厂、经销商和导购员提供从基础设施到场景应用的全域解决方案；“居然设计家”是公司和阿里共同打造 AI 家装设计平台；“居然智慧家”是公司适应万物互联时代的到来而打造智慧生活服务平台。

创新“销售分成”和“一店两制”招商模式，获得良好试点效果

公司在变局下及时应变，率先提出固定租金和销售分成“一店两制”的招商模式，一方面与商户形成风险共担、利益共享的关系；另一方面突破传统固定租金模式下公司营收天花板。

公司前期积累的“统一收银”模式和打造的数字化产业服务平台“洞窝”系统为公司招商模式创新提供有力基础保障。2023 年 2 月哈尔滨先锋店率先试点，截至 2023 年底先锋店招商率提升至 98%。四川内江店通过实施销售分成模式实现开业快速招商，从 2023 年 6 月 12 日召开招商发布会到 2023 年 12 月 16 日开业，招商率 98%，成功引进国内众多一线品牌。

购物中心商业模式打磨成型，公司实体店第二增长曲线稳步拓展

2021 年底公司在长春市开业第一家“中商世界里”购物中心。经过两年发展，长春“中商世界里”2023 年销售 6.33 亿，年客流 1094.76 万人次，截至 2023 年底出租率 98.2%，已成为长春市最受消费者喜爱和品牌商关注的购物中心之一。继长春“中商世界里”后，公司相继开业了武汉光谷店、呼和浩特万正店和武汉销品茂购物中心，均取得良好效果。

三大数智化工具更加成熟，数智化转型开花结果

洞窝围绕以“优质内容”聚合“精准流量”为核心持续提升数字化能力，加速数智化产业服务平台的建设及推广。截至 2023 年底洞窝累计上线卖场已达 934 家，同增 173.1%。入驻商户超 10 万家，同增 101%。注册用户超 2500 万，同增 95.48%。平均月活 390.51 万，同增 316.7%。全年 GMV974 亿，同增 173%。此外，洞窝 2023 年还开通澳门站和新加坡、柬埔寨 2 个境外分站，为公司国际化业务发展打造坚实的数字化基础。

居然设计家 2023 年业务聚焦于以 AI 设计平台为核心的云设计工具业务、3D 业务和精准营销业务。在 3D+AI+VR 技术商业化探索上，居然设计家基于多模态大模型技术，不断优化产业和场景大模型，聚焦文生图、图生图、文生视频、图生视频能力，提供所见即所得的装修效果图生成服务，最快 3 秒可设计一套 3D 全屋方案。

投资评级

行业	商贸零售/一般零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,287.29
流通 A 股股本(百万股)	5,965.23
A 股总市值(百万元)	18,673.25
流通 A 股市值(百万元)	17,716.74
每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	59.88
一年内最高/最低(元)	4.46/2.44

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《居然之家-首次覆盖报告:数字化转型焕新活力，家具消费全周期布局》
2023-07-11

居然智慧家 2023 年新开门店 57 家，全年销售额超 44 亿，同增 58%。居然智慧家的商业定位得到了提炼升级，通过构筑“数字家庭大脑”、“数字家庭 APP”两个交互中心和跨品牌、跨生态、跨终端的通用智能家居系统，连接手机、汽车、家电等各种智能终端设备，为消费者提供丰富便捷的智慧家居生活体验。截至 2023 年底与居然智慧家实现互联互通的合作品牌超 200 家，接入设备超 12 万，已在全国 15 个省市开业门店 117 个，APP 注册用户数超 20 万。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司是国内市场少数有实力进行泛家居全产业链布局的企业，建立了涵盖室内设计、装修施工、家居销售、智能家居、智慧物流、到家服务等泛家居服务生态闭环，并融合了百货商场、购物中心、生活超市等高频消费场景，可满足消费者快乐简单高效的一站式购物体验。

“轻资产、精细化”是公司在运营上突出特点。公司通过以租赁物业直营卖场及加盟卖场为主的“轻资产模式”进行市场扩张，能够在对资金需求相对较小的情况下，更快速的建立全国连锁零售网络。

公司建立了体系化和多样化的营销模式，并不断迭代创新。不仅与天猫、腾讯、字节、百度、小红书等公域流量平台达成了良好的战略合作，公司的私域流量平台运营也日趋成熟，官方账号和门店总经理账号的内容创作和粉丝数量在家居行业处于领先地位，具备较为广泛的市场影响力。

考虑到家居建材受外部因素影响后复苏过程相对缓慢，我们调整盈利预测，预计 24-26 年收入分别为 150.5/164.6/178.2 亿元（24-25 年前值分别为 171.5/189.2 亿元），归母净利分别为 14.7/15.7/17.2 亿元（24-25 年前值分别为 25.2/28.4 亿元），EPS 分别为 0.23/0.25/0.27 元/股，对应 PE 分别为 13/12/11X。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；家居卖场业务开发风险；突发事件风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,980.58	13,512.03	15,049.70	16,459.86	17,824.38
增长率(%)	(0.69)	4.09	11.38	9.37	8.29
EBITDA(百万元)	3,808.67	2,611.58	2,764.75	3,193.25	3,550.38
归属母公司净利润(百万元)	1,648.34	1,300.25	1,474.03	1,574.06	1,722.64
增长率(%)	(29.11)	(21.12)	13.37	6.79	9.44
EPS(元/股)	0.26	0.21	0.23	0.25	0.27
市盈率(P/E)	11.33	14.36	12.67	11.86	10.84
市净率(P/B)	0.94	0.94	0.90	0.86	0.81
市销率(P/S)	1.44	1.38	1.24	1.13	1.05
EV/EBITDA	(3.02)	(6.42)	(7.35)	(4.98)	(4.78)

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,618.23	3,568.23	2,198.55	1,316.79	2,479.02
应收票据及应收账款	1,083.43	1,126.46	893.31	1,500.27	1,132.84
预付账款	329.46	353.09	1,306.17	479.32	1,159.49
存货	586.02	437.72	667.38	641.94	699.47
其他	1,265.34	1,230.78	1,277.89	1,414.58	1,321.17
流动资产合计	7,882.48	6,716.29	6,343.30	5,352.89	6,791.99
长期股权投资	856.79	811.82	811.82	811.82	811.82
固定资产	2,862.88	2,232.37	3,834.65	7,558.61	10,539.12
在建工程	665.41	495.82	2,261.82	1,175.05	818.71
无形资产	762.37	750.48	686.61	622.74	558.87
其他	40,308.56	42,620.70	44,118.22	43,181.61	42,647.76
非流动资产合计	45,456.01	46,911.21	51,713.13	53,349.84	55,376.29
资产总计	53,388.27	53,681.29	58,056.43	58,702.73	62,168.29
短期借款	1,094.02	1,447.01	1,450.00	3,604.88	1,705.00
应付票据及应付账款	505.99	518.76	834.46	560.85	908.03
其他	6,671.28	7,943.83	10,306.75	8,511.91	11,090.52
流动负债合计	8,271.29	9,909.60	12,591.21	12,677.64	13,703.55
长期借款	2,464.04	3,437.24	2,253.00	2,623.30	4,015.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21,333.16	18,892.79	21,334.81	20,520.25	20,249.29
非流动负债合计	23,797.20	22,330.04	23,587.81	23,143.55	24,264.29
负债合计	32,608.80	32,679.03	36,179.02	35,821.20	37,967.84
少数股东权益	1,008.26	1,072.58	1,103.74	1,138.97	1,182.29
股本	6,529.04	6,287.29	6,287.29	6,287.29	6,287.29
资本公积	8,565.33	8,867.58	8,867.58	8,867.58	8,867.58
留存收益	4,758.78	4,804.60	5,683.39	6,646.47	7,914.34
其他	(81.93)	(29.79)	(64.60)	(58.77)	(51.06)
股东权益合计	20,779.47	21,002.26	21,877.41	22,881.54	24,200.45
负债和股东权益总计	53,388.27	53,681.29	58,056.43	58,702.73	62,168.29

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,720.68	1,339.87	1,474.03	1,574.06	1,722.64
折旧摊销	613.60	611.42	331.59	541.68	723.70
财务费用	1,200.10	1,043.90	61.31	76.42	54.53
投资损失	134.21	15.57	54.34	68.04	45.98
营运资金变动	(2,276.49)	(812.64)	2,436.94	(1,869.04)	2,867.29
其它	2,402.88	1,637.55	52.27	57.58	58.85
经营活动现金流	3,794.96	3,835.67	4,410.48	448.73	5,473.00
资本支出	1,351.11	2,018.19	1,193.98	3,929.56	3,554.97
长期投资	(155.95)	(44.97)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,087.03)	(4,941.26)	(4,885.94)	(7,111.54)	(6,885.12)
投资活动现金流	(891.87)	(2,968.04)	(3,691.96)	(3,181.99)	(3,330.15)
债权融资	(1,096.11)	581.45	(1,437.06)	2,479.00	(518.04)
股权融资	(1,239.90)	112.64	(651.15)	(627.50)	(462.58)
其他	(1,558.76)	(3,029.04)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(3,894.78)	(2,334.95)	(2,088.21)	1,851.50	(980.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(991.69)	(1,467.31)	(1,369.68)	(881.76)	1,162.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,980.58	13,512.03	15,049.70	16,459.86	17,824.38
营业成本	7,157.68	8,903.15	9,976.45	10,893.14	11,632.19
营业税金及附加	163.81	151.69	180.84	196.76	240.63
销售费用	1,444.52	1,590.33	1,727.71	1,901.11	2,188.83
管理费用	547.93	579.45	654.66	725.88	832.40
研发费用	36.69	39.22	45.15	51.03	73.08
财务费用	1,141.03	1,043.00	61.31	76.42	54.53
资产/信用减值损失	(218.29)	(107.66)	(148.13)	(158.03)	(137.94)
公允价值变动收益	(80.17)	80.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(134.21)	(15.57)	(54.34)	(68.04)	(45.98)
其他	419.28	(771.35)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	2,502.31	2,019.20	2,201.11	2,389.46	2,618.79
营业外收入	64.05	13.16	34.84	37.35	28.45
营业外支出	94.33	114.62	101.66	103.54	106.61
利润总额	2,472.04	1,917.73	2,134.29	2,323.27	2,540.63
所得税	751.36	577.86	607.99	691.64	759.14
净利润	1,720.68	1,339.87	1,526.30	1,631.63	1,781.49
少数股东损益	72.34	39.63	52.27	57.58	58.85
归属于母公司净利润	1,648.34	1,300.25	1,474.03	1,574.06	1,722.64
每股收益(元)	0.26	0.21	0.23	0.25	0.27

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-0.69%	4.09%	11.38%	9.37%	8.29%
营业利润	-23.37%	-19.31%	9.01%	8.56%	9.60%
归属于母公司净利润	-29.11%	-21.12%	13.37%	6.79%	9.44%
获利能力					
毛利率	44.86%	34.11%	33.71%	33.82%	34.74%
净利率	12.70%	9.62%	9.79%	9.56%	9.66%
ROE	8.34%	6.52%	7.10%	7.24%	7.48%
ROIC	-12.42%	-11.61%	-9.20%	-9.51%	-14.60%
偿债能力					
资产负债率	61.08%	60.88%	62.32%	61.02%	61.07%
净负债率	6.12%	18.79%	18.01%	32.24%	23.77%
流动比率	0.90	0.65	0.50	0.42	0.50
速动比率	0.83	0.61	0.45	0.37	0.44
营运能力					
应收账款周转率	14.44	12.23	14.90	13.75	13.54
存货周转率	26.90	26.40	27.24	25.14	26.58
总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.28	0.29
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.21	0.23	0.25	0.27
每股经营现金流	0.60	0.61	0.70	0.07	0.87
每股净资产	3.14	3.17	3.30	3.46	3.66
估值比率					
市盈率	11.33	14.36	12.67	11.86	10.84
市净率	0.94	0.94	0.90	0.86	0.81
EV/EBITDA	-3.02	-6.42	-7.35	-4.98	-4.78
EV/EBIT	-3.27	-7.14	-8.35	-6.00	-6.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com