

## 居然之家 (000785)

证券研究报告  
2024年06月07日

## 巨擘新生，数字化+国际化领航成长

## 零售卖场：现金流为王，强者恒强

强现金流+轻资产重运营，打造泛家居服务生态。直营+加盟模式并行进行卖场连锁扩张，其中一二线城市以直营门店为主，低线城市加盟加速下沉。截至23年末直营/加盟卖场数量分别为86家/328家，其中轻资产模式卖场数量占比保持在96%左右。在轻资产、重运营模式下，公司经营坪效（2020-2023年直营卖场坪效CAGR为6.2%）、资产周转率（23年为0.25次）、ROE（23年为6.6%）等运营指标均领先竞争对手。

此外，公司积极通过公域私域运营、直播矩阵打造、联合营销IP、数字化平台等方式聚合流量，通过提升“先行赔付”等提升消费者服务质量；23年创新提出固定租金和销售分成的“一店两制”招商模式，有利于突破传统固定租金模式下公司营业收入天花板。

## 数智化升级：以“洞窝”为核心，三大数智平台赋能成长

公司率先在家居行业内开展数字化转型，通过收取平台服务费的方式有望赋能收入增长：

1.洞窝：家装家居数字化产业服务平台。2022-2023年销售净额从346亿元提升至974亿元，平台用户规模及单用户品类连带率水平持续提升，23年客单值、客单量均实现约10%增长。

2.居然设计家（原每平每屋设计家）：AI家装设计平台。截至2023年年末全球注册用户数量超1477万，同比增长19%；设计案例数超3268.6万，同比增长18.5%；模型数量超1244万，同比增长27.4%。

3.居然智慧家：智慧生活服务平台。2023年新开门店57家，销售额超44亿元，同比增长58.4%；截至2023年末互联互通合作品牌超200家，接入设备超12万，APP注册用户数超20万。

## 加速国际化战略：落实国际化，加大走出去步伐

与国内市场竞争激烈形成鲜明对比是国际市场供给不足，我国家居产业链十分丰富，在头部企业引领之下，国产家居品牌出海将大有可为。公司将以柬埔寨金边店为试点，加快国际化布局，为发展注入新引擎。

2024年完成澳门店及金边店开业，5年内完成东南亚大部分国家的实体店连锁布局。推进“洞窝”国际化，拓展家居跨境电商业务。在实体店和“洞窝”出海基础上，居然设计家、居然智慧家也将加速出海。

## 调整盈利预测，维持买入评级

公司系泛家居服务生态龙头，主业破局成长，数字化打造新增长曲线；此外组织结构持续按照S2B2C模式转型、实施精细化营销模式，经营调整成效有望逐渐显现。我们预计24-26年公司归母净利润分别为14.5/15.9/17.4亿元（前值分别为14.7/15.7/17.2亿元），对应PE分别为12/11/10X。参考可比公司均值，给予公司24年18-19倍PE，对应目标价4.1-4.4元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，行业市场竞争加剧风险，新开卖场经营不及预期风险，家居卖场业务开发风险

## 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	2.75元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	6,287.29
流通A股本(百万股)	5,965.23
A股总市值(百万元)	17,290.04
流通A股市值(百万元)	16,404.39
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	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《居然之家-年报点评报告:具备国内最全面的泛家居服务生态》  
2024-05-16
- 《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

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	15,005.56	16,439.77	17,937.24
增长率(%)	(0.69)	4.09	11.05	9.56	9.11
EBITDA(百万元)	3,808.67	2,611.58	2,828.82	2,960.97	3,239.18
归属母公司净利润(百万元)	1,648.34	1,300.25	1,451.58	1,593.58	1,744.36
增长率(%)	(29.11)	(21.12)	11.64	9.78	9.46
EPS(元/股)	0.26	0.21	0.23	0.25	0.28
市盈率(P/E)	10.49	13.30	11.91	10.85	9.91
市净率(P/B)	0.87	0.87	0.83	0.80	0.75
市销率(P/S)	1.33	1.28	1.15	1.05	0.96
EV/EBITDA	(3.02)	(6.42)	(6.97)	(6.97)	(6.52)

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 零售卖场：现金流为王，强者恒强	5
1.1. 场景展示、流量聚集，头部连锁集中度提升	5
1.2. 强现金轻资产重运营，打造泛家居服务生态	8
1.2.1. 卡位优质区位，连锁扩张全国	8
1.2.2. 多维度聚合流量，“一店两制”突破招商瓶颈	10
1.2.3. 轻资产、重运营，单店效益及营运指标优异	12
2. 数智化升级：以“洞窝”为核心，三大数智平台赋能成长	15
2.1. 数智平台赋能家居全产业，打开收入增长天花板	15
2.2. 购物中心模式逐渐打磨，丰富家居+生活业态	19
3. 加速国际化战略：落实国际化，加大走出去步伐	20
3.1. 以东南亚为起点，再造“海外版居然之家”	20
3.2. 依托“洞窝”平台，跨境电商发展提速	21
4. 盈利预测与投资评级	22
5. 风险提示	24

## 图表目录

图 1：2019-2027e 泛家居全渠道销售额及同比增长	5
图 2：2019-2027e 全国万平以上建材家居卖场销售额及同比增长	5
图 3：2017-2022 年中国连锁家居商场零售额占整体家居卖场零售额比例	5
图 4：近一年家装家居消费人群及计划人群购买渠道分布	5
图 5：家具产业链和涉及的市场主体	6
图 6：2022 全国万平以上建材家居卖场行业集中度	7
图 7：2022 年建材家居卖场品牌数量变化情况	7
图 8：2019-2023 年居然之家和美凯龙总卖场数量（单位：家）	7
图 9：头部家居卖场基本情况	7
图 10：2014-2023 年公司卖场构成及 yoy（单位：家，%）	9
图 11：2014-2023 年公司自营卖场模式构成（单位：家）	10
图 12：2014-2023 年公司加盟卖场模式构成（单位：家）	10
图 13：2023 年公司自营卖场区域分布（单位：家）	10
图 14：2023 年公司加盟卖场区域分布（单位：家）	10
图 15：2020-2023 年公司 GMV（单位：亿元）	11
图 16：2019-2023 年居然之家与美凯龙轻资产模式商场数量与比重（单位：家，%）	13
图 17：2019-2023 年公司直营卖场收入及 yoy（单位：亿元，%）	13
图 18：2019-2023 年公司加盟卖场收入及 yoy（单位：亿元，%）	13
图 19：2019-2023 年自营卖场毛利率对比（单位：%）	13
图 20：2019-2023 年加盟卖场毛利率（单位：%）	13
图 21：2019-2023 年直营卖场坪效对比（单位：元/m <sup>2</sup> ）	14
图 22：2019-2023 年居然之家、美凯龙资产周转率	14

图 23: 2019-2023 年居然之家、美凯龙 ROE.....	14
图 24: 2020-2023 年居然之家使用权资产及租赁负债占比.....	14
图 25: 2019-2023 年居然之家、美凯龙有息负债率.....	14
图 26: 2020-2023 年平台服务收入规模、增速及占传统卖场业务比重.....	15
图 27: 洞窝数字化家居产业服务平台.....	15
图 28: 洞窝数字化家居产业服务平台运营成果.....	16
图 29: 2023 年洞窝入驻卖场分地区分布情况.....	16
图 30: 2023 年洞窝入驻卖场分城市线级分布情况.....	16
图 31: 2022 年洞窝各区域入住卖场构成.....	17
图 32: 2023 年洞窝各区域入住卖场构成.....	17
图 33: 2022 年洞窝各线城市级城市入住卖场构成.....	17
图 34: 2023 年洞窝各线城市级城市入住卖场构成.....	17
图 35: 2023 年洞窝 TOP4 品类全年销售净额同比增速.....	17
图 36: 2022-2023 年洞窝 TOP4 品类客单价变化.....	17
图 37: 洞窝数字化服务成果.....	18
图 38: 2022-2023 年居然设计家应用情况 (万).....	18
图 39: 居然设计家功能一览.....	18
图 40: 2021-2023 年居然智慧家销售额及 yoy (单位: 亿元, %).....	19
图 41: 居然智慧家部分合作品牌示例.....	19
图 40: 居然之家金边店地理位置.....	20
图 41: 居然之家金边店建设情况.....	20
图 45: “洞窝” APP 海外版宣传图.....	21
图 44: 居然之家跨境电商宣传图.....	22
表 1: 近期主要地产政策一览.....	6
表 2: 居然之家、美凯龙引入股东情况.....	7
表 3: 各卖场新零售营销进展.....	8
表 4: 直营卖场与加盟卖场定义及类型 (数据截至 2023 年 12 月 31 日).....	9
表 5: 公司线上引流举措及效果梳理.....	11
表 6: 公司线下营销活动梳理.....	12
表 7: 购物中心业态门店分布情况 (截至 2023 年 12 月 31 日).....	19
表 8: 购物中心三大竞争力.....	19
表 9: 收入预测拆分 (百万元, %).....	23
表 10: 可比公司 PE (截至 24/06/06 收盘).....	23

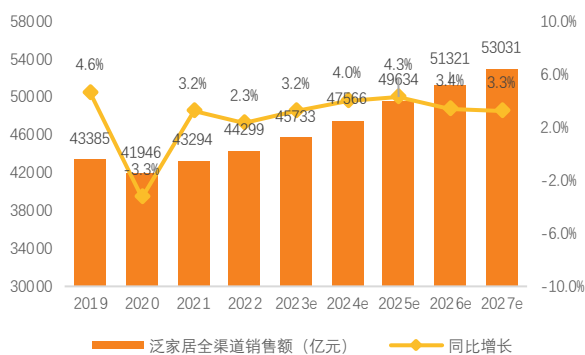
## 1. 零售卖场：现金流为王，强者恒强

### 1.1. 场景展示、流量聚集，头部连锁集中度提升

**万亿级家居零售市场，增长有望保持稳健。**根据艾瑞咨询预计，2019-2023 年我国泛家居全渠道销售额从 4.3 万亿提升至 4.6 万亿，CAGR 为 1.3%，伴随地产刺激政策陆续出台、二手房与旧房改造等存量房需求释放、消费者体验型需求升级、智能家居品类创新等因素驱动，泛家居全渠道销售额有望保持稳健增长。

**家居消费注重场景化，线下连锁卖场为主流渠道。**2019-2023 年我国万平以上建材家居卖场销售额 CAGR 为 8.8%，维持较快增长，根据弗若斯特沙利文数据，2022 年我国连锁家居商场的零售额占整体家居商场零售额的 44.0%，连锁卖场为最主要的线下家居消费场景。尽管当前渠道流量碎片化及线上分流趋势明显，然而家居具备极强线下消费属性，消费者重视空间展示及场景体验，同时头部品牌通过打造跨区域的线下实体商业网络，融合线上线下获客及交易场景，获取新的增长点，我们预计未来连锁卖场仍为线下主流消费场景。

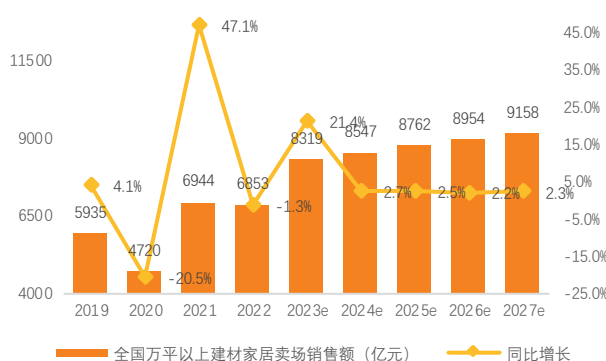
图 1：2019-2027e 泛家居全渠道销售额及同比增长



资料来源：国家统计局，住建部，中国建筑材料沟通协会，艾瑞咨询公众号等，天风证券研究所

注：“泛家居全渠道销售额”包含零售口径的硬装、软装、智能家居等品类

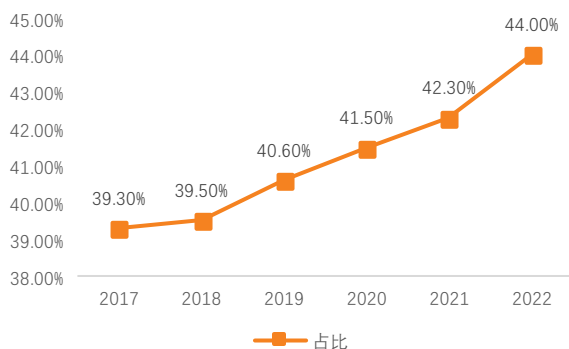
图 2：2019-2027e 全国万平以上建材家居卖场销售额及同比增长



资料来源：国家统计局，住建部，中国建筑材料沟通协会，艾瑞咨询公众号等，天风证券研究所

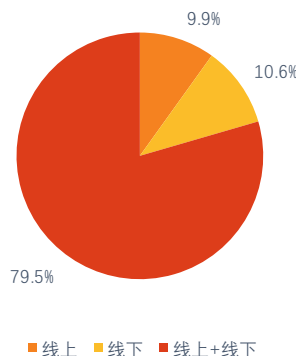
注：“泛家居全渠道销售额”包含零售口径的硬装、软装、智能家居等品类

图 3：2017-2022 年中国连锁家居商场零售额占整体家居卖场零售额比例



资料来源：美凯龙年报，Frost&Sullivan，天风证券研究所

图 4：近一年家装家居消费人群及计划人群购买渠道分布



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

注：数据基于艾瑞咨询于 2023 年 12 月展开的调研，N=2000

表 1：近期主要地产政策一览

时间	机构	政策内容
2024/5/17	中国人民银行、国家金融监督管理总局	首套和二套房贷最低首付款比例分别降至不低于 15%和不低于 25%；取消全国层面首套和二套房贷利率政策下限，并下调个人住房公积金贷款利率，下调各期限品种的个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。
2024/5/17	中国人民银行	将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。
2024/4/30	中共中央政治局会议	要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2023/10/31	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023/8/18	住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

**线下零售渠道具备流量聚合能力，掌握产业链话语权。**家居产业链与消费链路冗长：1）上游为原材料（木材、金属、纤维织物等）供货商；2）中游家居制造商及品牌商众多，消费者直接触达程度有限，在消费者层面形成稳固品牌影响力的难度较高；3）下游零售商如家居卖场等凭借流量聚合能力可整合消费链路，减少消费者决策成本，解决家居家具低频+非标的消费痛点，因此可创造并抽取产业链中的大部分经济效益，掌握更强的话语权。

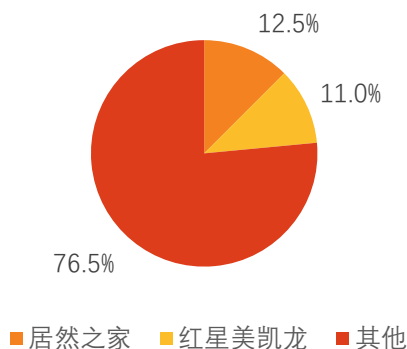
图 5：家具产业链和涉及的市场主体



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

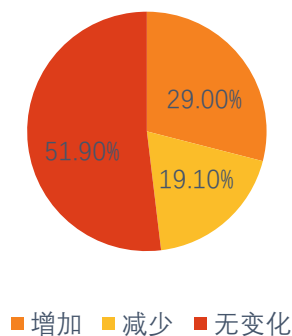
**行业加速出清，连锁卖场竞争优势凸显。**我国线下家居卖场通常包括全国性家居卖场（如居然之家、美凯龙）、区域性家居卖场（如富森美、金马凯旋、集美家居）、品牌独立店（如全友家居）等。2020 年以来外部环境扰动加速中小卖场出清，根据艾瑞咨询，2022 年 52% 的家居卖场中品牌数量减少，而居然之家、美凯龙等头部连锁卖场凭借产品品类与服务业态延伸、多维度提升招商及商户品牌运营能力等，持续领跑行业，2022 年居然之家、美凯龙 CR2 合计 23.5%，我们预计连锁卖场集中度有望进一步提升。

图 6：2022 年全国万平以上建材家居卖场行业集中度



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 7：2022 年建材家居卖场品牌数量变化情况



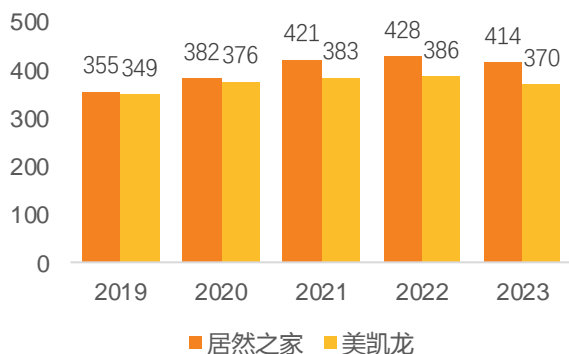
资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

我们认为后续连锁家居卖场有望延续扩张，主要系：

1) **渠道布局深入，协同品牌成长。**头部连锁家居卖场均较早开启全国布局，直营、加盟双模式助力全国扩张，卖场规模及数量具备领先优势，截至 2023 年末居然之家/美凯龙卖场数量分别 414/370 家，且主要一二线城市布局已基本完成，将继续下沉至三四线市场，我们认为渠道下沉更契合家居品牌方的市场策略(欧派/索菲亚等头部定制软体企业均开拓下沉市场)，或将更有利于招商。

此外，2020 年以来外部特定环境扰动期间头部卖场依然保持扩张态势，且与商户共渡难关、“稳商养商”，给予商户优惠减免等，我们认为更有利于绑定商户、赋能招商及成长。

图 8：2019-2023 年居然之家和美凯龙总卖场数量 (单位：家)



资料来源：公司年报，美凯龙年报，天风证券研究所

图 9：头部家居卖场基本情况

企业	成立时间	目前商场数量
居然之家	1999	414
红星美凯龙	1986	370
月星	1988	近200
百安居	1999	50

资料来源：公司年报，公司官网，美凯龙年报，美凯龙官网，月星集团官网，百安居官网，天风证券研究所

2) **资本助力产业扩张，业务协同有望显现。**近年来头部连锁家居卖场均通过优化股东结构等赋能长远发展，其中居然之家引入金隅集团为战略投资者，美凯龙引入建发股份、联发集团为新股东，我们认为引入地产行业知名上市公司有助于优化公司治理结构，提升经营管理效率，同时在卖场运营、房地产开发、整装业务、物业管理、数字化转型、物流交付网络建设等领域能实现较好的战略和业务协同。

表 2：居然之家、美凯龙引入股东情况

公司	时间	引入股东	背景	持股比例
居然之家	2023/12	金隅集团	北京市属大型国有控股产业集团、A+H 股上市公司，主业为新型绿色环保建材制造、装备制造及贸易服务、地产开发、物业运营与家装服务等，位列中国企业 500 强、中国企业效益 200 佳和全国企业盈利能力 100 强。	10.00%

美凯龙	2023/6	建发股份	厦门地方国有企业，在大宗商品供应链运营行业，其营收规模在 A 股公司中连续多年位于领先阵营，是行业内资深的供应链运营商，其房地产业务已有数十年历史，子公司建发房产连续 12 年获得“中国房地产开发企业 50 强”，2023 年位列第 11 位，其子公司联发集团连续 17 年荣膺“中国房地产百强企业”，2023 年位列第 28 位。	23.95%
-----	--------	------	--	--------

资料来源：公司年报，美凯龙年报，天风证券研究所

**3) 数智化服务能力升级，赋能各流通环节。**数字化浪潮下新一代消费人群消费习惯向线上转移，且对一体化服务提出更高要求，连锁家居卖场引领消费场景创新，向线上+线下互补的新零售模式转型，为消费者及商户提供更好的数字化服务体验。如居然之家合作阿里打造“同城站”，通过在微信公众号、视频号等平台官方账号和门店总经理账号创作打造直播矩阵，以“洞窝”为核心打造三大数字化平台，数智化服务赋能全产业链。

表 3：各卖场新零售营销进展

品牌	新零售营销进展
居然之家	<ul style="list-style-type: none"> <li>截至 22 年同城站业务覆盖 137 座城市，实现日均访客 22.9 万人，同比增加 19%；线上获客 167 万人，同比增加 120%；商品成交 75.7 亿元，完成目标率 116%；</li> <li>截至 23 年末公司直播矩阵账号粉丝总数达 1545.9 万，其中官方账号粉丝数 811.4 万，总经理个人账号粉丝数 734.5 万。</li> <li>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</li> </ul>
美凯龙	<ul style="list-style-type: none"> <li>持续运营官方自媒体矩阵包括微信、微博、抖音、视频号、小红书、B 站等 6 个渠道，全网阅读量超 1.1 亿次，粉丝量达 500 万人。代言人北京落地活动传播，全球线上传播量破 10 亿，联动十一大促反响热烈。2023 全年直播场次同比增长 180%，流量同比增长 234%；</li> <li>至 2023 年年底累计共计完成 259 家商场升级，全国参加考核商场升级覆盖率超 88%。商户信用线上线下一体化 2023 年商场上线率实现 100%。</li> </ul>
月星家居	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过践行“环球云、设计云、直播云”的新零售数字化转型战略，以设计为先导、以供应链为要素、以全案全屋为模式、以时尚生活方式为场景，以新媒体为营销，打造泛家居新零售生活 MALL。</li> <li>月星家居智慧商城正式华丽上线，它是集团投资打造的家居行业电子商务 O2O 服务平台，是以“升级客户体验为驱动”的家居电商平台。通过线上线下联动的每个购物环节，为客户提供更精准的购物指引和舒适的消费体验。</li> </ul>
百安居	<ul style="list-style-type: none"> <li>打造全国在线家博会、直播狂欢宴等线上活动，并邀请环保大使、家居收纳专家、知名设计师等家装达人就家装方面的知识进行线上直播讲解，帮助消费者解决各种家装难题。</li> <li>推出“年度直播大轰动”活动，精选多家全球大牌产品进入直播间，全力满足消费者的家装需求。</li> <li>目前线上直播销售占比已接近 20%，直播转化率超过 60%。</li> </ul>

资料来源：公司年报，美凯龙年报，月星集团官网，南开校友企业家联谊会公众号，天风证券研究所

## 1.2. 强现金轻资产重运营，打造泛家居服务生态

### 1.2.1. 卡位优质区位，连锁扩张全国

**直营+加盟模式并行，连锁卖场扩张稳健。**公司以“居然之家”品牌开展连锁家居卖场的运营和管理业务，通过直营（自有或租赁物业）和加盟（委管或特许）模式进行卖场连锁扩张。



表 4：直营卖场与加盟卖场定义及类型（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

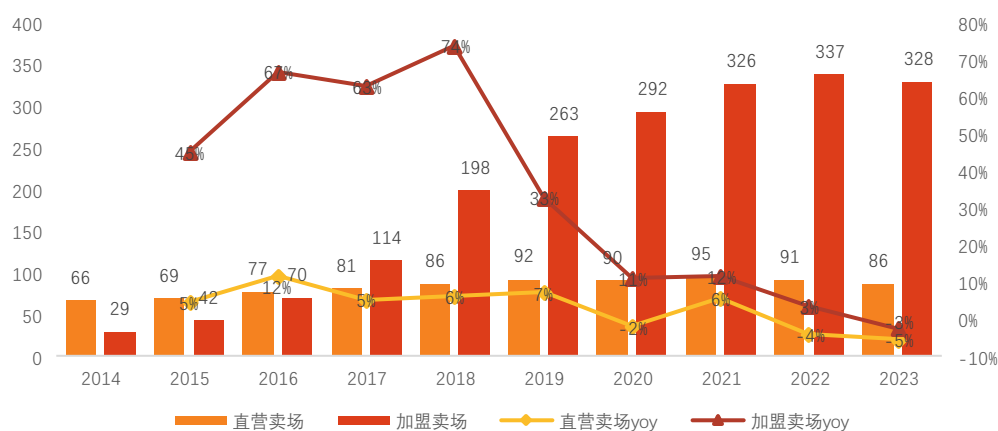
卖场	定义	收入结构	类型	门店数量 (家)	经营面积 (万平方米)	单店面积 (万平方米)
直营卖场	直接承担店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、营销活动管理等一系列工作的自主运营管理模式	向商户收取的租金、物业管理费、按商户销售额的一定比例收取的各项管理费用以及使用数字化管理系统收取的系统使用费和销售佣金等平台服务收入	自有物业	17	106.29	6.25
			租赁物业	69	317.70	4.60
加盟卖场	公司与加盟方签订加盟协议，授权加盟方使用“居然之家”的商标与商号等资源开展经营的商业模式	收取加盟方的招商运营费、按加盟门店年度营业收入的一定比例收取权益金及使用数字化管理系统收取的系统使用费和销售佣金等平台服务收入	特许加盟	150	330.41	2.20
			委托管理	178	545.19	3.06

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**1) 直营卖场：租赁为主，数量相对稳定。**2014-2023 年公司直营卖场数量从 66 家提升至 86 家，CAGR 为 3.0%，其中自有物业/租赁物业数量分别从 5/61 家提升至 17/69 家，直营模式以租赁物业卖场为主。2021 年以前直营门店数呈现稳定上升趋势，2022、2023 年受外部环境影响租赁物业数量分别下滑 4、5 家，自有物业数量保持稳定。

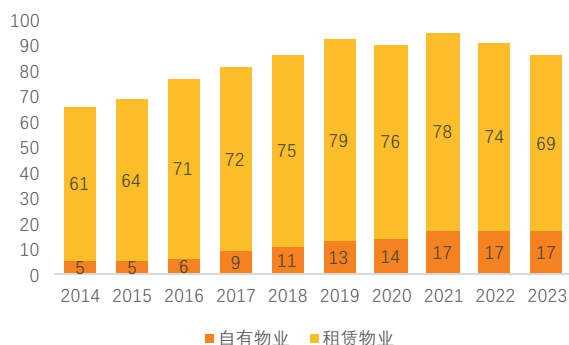
**2) 加盟卖场：行业下行期逆势扩张，近两年外部环境减缓扩张速度。**2014-2023 年公司加盟卖场数量从 29 家提升至 328 家，CAGR 为 30.9%，呈快速扩张趋势，其中特许加盟/委托管理数量分别从 9/20 家提升至 150/178 家。公司严格把控加盟店签约、筹备和开业等关键节点，此外为提升加盟店经营质量，部分纯加盟店升级转为委管店或委派管理人员进行管理。2020-2022 年外部环境扰动期间行业中小卖场出清，公司加快存量市场的“改旗易帜”，通过兼收合并、数字化系统整合等多种方式扩大公司的市场占比，实现逆势扩张；2022 年以来受外部特定因素影响，商户经营持续性下降，且潜在加盟方降低加盟意愿，门店拓展速度减缓，2023 年加盟卖场数量减少 9 家。

图 10：2014-2023 年公司卖场构成及 yoy (单位：家，%)



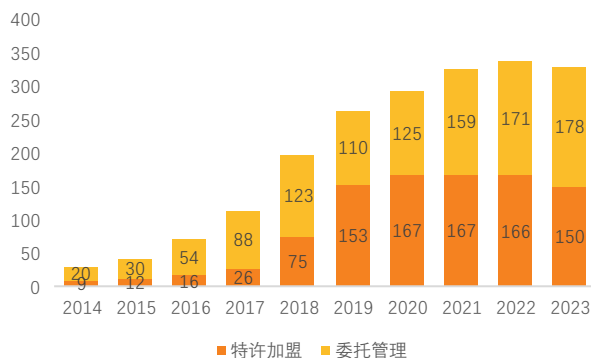
资料来源：公司公告，公司债券信用评级报告，公司债券跟踪评级报告，天风证券研究所

图 11：2014-2023 年公司自营卖场模式构成（单位：家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2014-2023 年公司加盟卖场模式构成（单位：家）



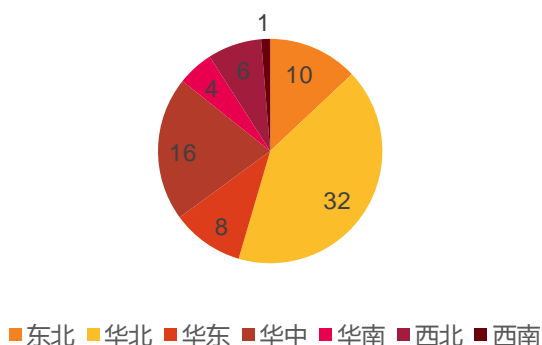
资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 公司采用因地制宜、直营+连锁高度配合的渠道扩张策略：

1) **直营深耕华北/华中，连锁重点区域持续突破。**目前公司直营卖场主要分布在华北/华中地区，截至 23 年底两区域直营卖场数超过总数一半；此外积极加快重点区域连锁扩张，顺应人口变化规律，除北京地区以外，将连锁重点转向人口净流入的大湾区、成渝、华中和江浙沪等地区，制定区域发展战略，当前加盟卖场在各区域分布较为均衡，除东北地区外，各地区加盟卖场数都在 40 家及以上。2023 年 12 月，居然之家宣布将于深圳、澳门以及广东番禺、清远四地开设四家直营大店，正式拉开公司在全国新一轮战略布局的帷幕。

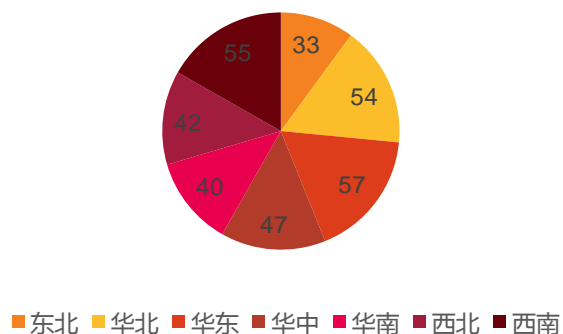
2) **核心区域直营加密，低线城市加盟加速下沉。**在一二线城市，公司选取核心优势地段开设直营门店，通过战略布局打造“居然之家”优秀服务口碑。2022 年提出“百县百 MALL、千镇千店”发展战略和商业模式，在三线及以下城市门店连锁以加盟模式为主，通过输出优质的品牌资源、强大的管理体系以及完善的招商系统等优势赋能加盟商，灵活加速品牌扩张，加速下沉县级城市，22 年公司新开 21 家门店中近 70%位于三线及以下城市。

图 13：2023 年公司自营卖场区域分布（单位：家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 14：2023 年公司加盟卖场区域分布（单位：家）

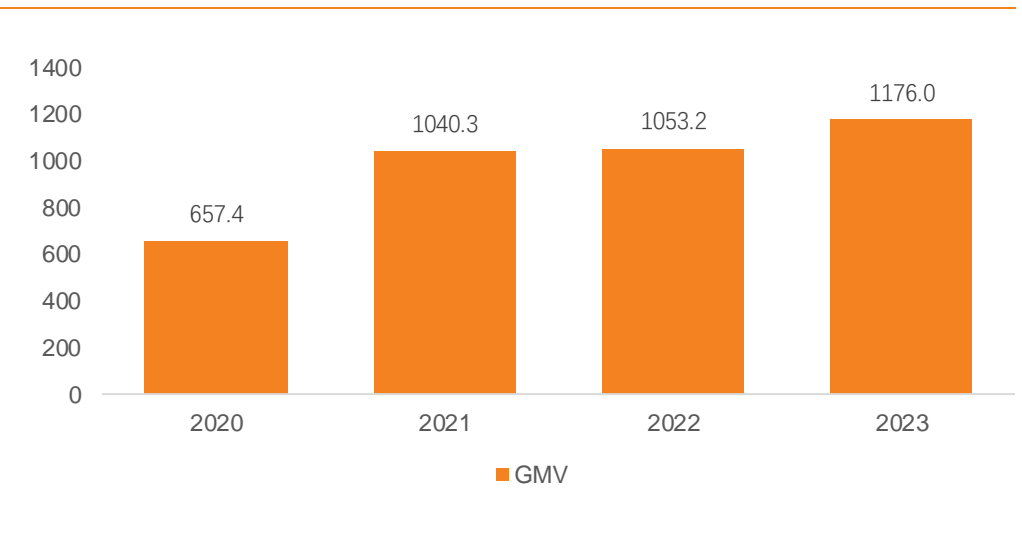


资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.2.2. 多维度聚合流量，“一店两制”突破招商瓶颈

公司积极适应市场变化、积极开展多维度创新，依托强大的运营能力，在碎片化流量趋势下积极通过公域私域运营、直播矩阵打造、联合营销 IP 等方式聚合流量、通过提升“先行赔付”等提升消费者服务质量、通过创新“一店两制”赋能商户，2020-2023 年 GMV 从 657.4 亿元提升到 1176 亿元，CAGR 为 21.4%，卖场主业稳步发展。

图 15：2020-2023 年公司 GMV（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**服务理念持续迭代，泛家居行业标杆。**公司秉承“诚信为本，服务为本”的经营理念，是行业服务规范和诚信经营的标杆企业。2000 年公司率先提出“先行赔付”的服务理念，后续依次推出“绿色环保”、“一个月内无理由退换货”、“装修零增项”、“终身维保”等一系列服务承诺；2022 年为降低商户售后服务成本，与泰康携手推出居家保服务，实现先行赔付再升级；2023 年围绕“家具家电以旧换新”、“家有困难找居然”、“旧房换新颜”三大营销 IP，为消费者提供更多可选权益方案。同时借助“洞窝”，居然之家为商户提供在线交易与实时结算工具，鼓励消费者在“洞窝”上开单付款，保障消费者在卖场内享有“先行赔付”的权利。我们认为较好的服务能力有利于深度绑定客户、提升满意度。

**线上：公域+私域聚合流量，直播矩阵升级。**公司主动洞察、触达和运营 C 端消费者，快速向“卖场抓流量、商家抓内容（产品和服务）”的营销模式转变。我们认为公域+私域协同及直播矩阵打造有望进一步打造线上流量获取、分发和转化的营销闭环，赋能厂商：

- 1) 公域方面与天猫、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，与阿里巴巴共同打造的本地家居电商平台“同城站”营销引导成交效果较好；
- 2) 私域方面打造了以“微信小程序+企业微信”为核心的私域流量种草、获客和分发转化的营销体系，沉淀线上阵地的留资用户及卖场到店用户至私域用户池，全面提升用户黏性及转化效率。
- 3) 公司打造出具备市场影响力的短视频和直播矩阵，在微信公众号、视频号、抖音、小红书等平台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，截至 2023 末矩阵账号粉丝总数达 1545.9 万，其中官方账号粉丝数 811.4 万，总经理个人账号粉丝数 734.5 万。

表 5：公司线上引流举措及效果梳理

时间	内容及效果
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 基于同城站，及通过“天猫”、“京东到家”等第三方销售平台实现线上直接及引导成交额 12.2 亿元；</li> <li>➢ 公司线上会员达 300.4 万个。</li> </ul>
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 同城站从年初的覆盖 5 城快速增长至 130 城，上线商品从年初的 1.2 万件增加至 119 万件，全年同城站引导成交 84.5 亿元，日均访客 17.7 万人次；</li> <li>➢ 全国超 310 家门店借助淘宝直播等渠道开展了数万场直播，为门店蓄客十余万人。</li> </ul>
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 同城站日均访客 19.2 万人，通过部署本地化售中服务组织，大幅提升本地消费者的咨询体验及线上获客、成交效率，线上获客 75.8 万人，引导成交 133 亿元，同比增长 57%；</li> <li>➢ 234 家门店开展了 2.9 万场直播活动，获客总人数 20.9 万人，引导成交 33.5 亿元。</li> </ul>

2022 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>同城站业务覆盖 137 座城市，实现日均访客 22.9 万人，同比增加 19%；线上获客 167 万人，同比增加 120%；商品成交 75.7 亿元，完成目标率 116%；</li> <li>企业微信私域获客 297.9 万人，目标完成率 115%；</li> <li>全集团 430 位总经理在各大公域平台发布短视频 9.6 万条，积累粉丝 952.8 万，开展直播 4 万场，直播获客 49.1 万人。</li> </ul>
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司矩阵账号粉丝总数达 1,545.9 万，其中官方账号粉丝数 811.4 万，总经理个人账号粉丝数 734.5 万。</li> </ul>

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**线下：与时俱进招商拓品，促进联合营销。**公司一方面积极拜访品牌工厂及经销商，拓展新品类和挖掘新品牌，另一方面落实营销 IP 资源的有机统一，以联合营销为核心实现上下游之间的价值协同。

**1) 智能拓展：**公司积极推动家居卖场向智能家居体验中心方向转型升级，2023 年组织召开了智能家居电器和高端定制品类生态大会，挖掘智能家居热点品类资源，全年新增合作品牌 518 个，此外在北京开业首家智能家居体验中心，引入 74 个终端品牌。截至 2023 年底公司家居卖场智能家居品牌达到 1357 个，经营面积达 135.7 万平方米，销售额超 161 亿元。

**2) 联合营销：**公司与工厂及经销商开展密切的营销合作，逐渐提升与工厂、商户的联合营销协议签约率，并积极举办全国性质联合营销活动，推动“旧房换新颜”、“家具家电以旧换新”等营销 IP 活动落地，23 年公司合计召开全国性联合营销启动会 40 余场，活动期间销售同比增长 28%，实现获客 20.7 万人，在解决消费者痛点的同时有效拓宽流量入口。

表 6：公司线下营销活动梳理

时间	内容及效果
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>积极拓展新品类和挖掘新品牌，2021 年新增全国性连锁品牌 162 个，新增区域连锁品牌 572 个；</li> <li>围绕“五大基础、五大热点”品类主动开展经营布局调整，全年引进和调整 3400 多个展位，软体、定制、智能家居和电器等热点品类共增加 150 万 m<sup>2</sup>经营面积。</li> </ul>
2022 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>共走访工厂 53 家，争取工厂专属爆品 514 款，与 66 个品牌工厂开展了 152 场超级品牌日全国联合营销活动和 52 场区域落地活动，参加活动的品牌实现销售同比增长 12%。</li> <li>积极开展各种营销 IP 活动，其中“家具家电以旧换新”和“茅台酒瓶回家行”活动上线分店 186 家。</li> </ul>
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>与 62 家工厂签订联合营销协议，组织超级品牌日 308 场，召开全国性联合营销启动会 40 余场，活动期间销售同比增长 28%。</li> <li>通过开展“旧房换新颜”、“家具家电以旧换新”等营销 IP 活动，推动营销获客，效果明显，全年实现获客 20.7 万人，引导销售 6.5 亿元，回收旧物 6.8 万件。</li> </ul>

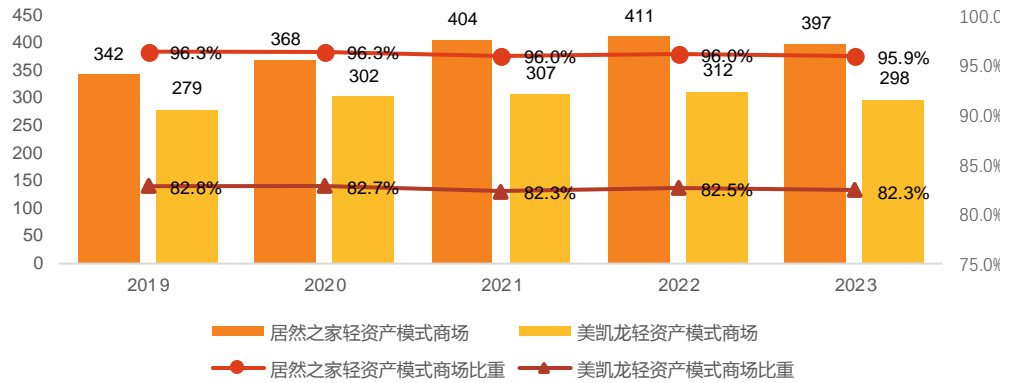
资料来源：公司年报，天风证券研究所

**探索“一店两制”招商模式，持续赋能商户。**公司在变局下及时应变，23 年行业复苏缓慢，公司率先提出固定租金和销售分成“一店两制”的招商模式，一方面与商户形成风险共担、利益共享的关系，另一方面突破传统固定租金模式下公司营业收入的天花板。2023 年公司哈尔滨先锋店、四川内江店相继采用销售分成模式进行招商，截至 23 年末招商率高达 98%。销售分成模式下的卖场没有保底收入，即能否创收、能否盈利将完全取决于卖场内经销商或家居直营品牌的销售表现，真正实现了卖场与商户间的风险共担，形成命运共同体。

### 1.2.3. 轻资产、重运营，单店效益及营运指标优异

**轻资产卖场占比高达 96%，直营高坪效、加盟调结构。**公司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，近年来轻资产模式卖场数量占比保持在 96%左右（美凯龙为 82%左右）。其中：

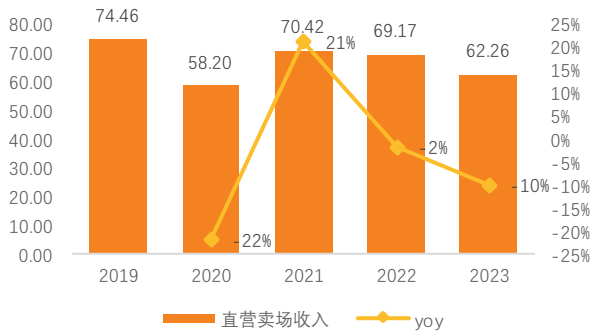
图 16：2019-2023 年居然之家与美凯龙轻资产模式商场数量与比重（单位：家，%）



资料来源：公司年报，美凯龙公司年报，天风证券研究所

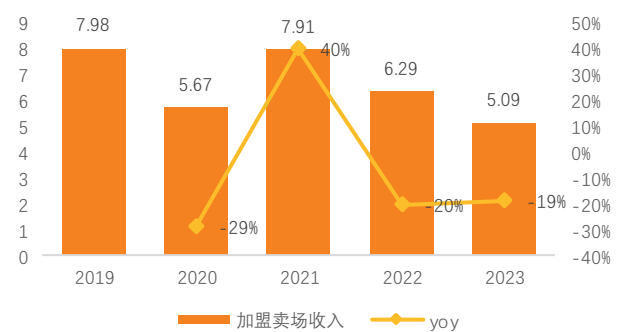
- 1) 直营高坪效：2023 年公司直营卖场租赁物业占比高达 80.2%，毛利率为 46.3%（美凯龙自营商场租赁物业占比为 26.4%、毛利率为 70.8%），承担租金使得公司直营模式毛利率较低；根据我们计算，2020-2023 年公司直营卖场经营坪效从 1225.63 元/㎡提升至 1468.42 元/㎡，CAGR 为 6.2%，坪效高于竞争对手美凯龙，主要系公司除向商户收取租金、物业管理费等固定费用外，还收取一定数字化管理系统使用产生的平台服务费。此外，公司“一店两制”的招商模式更灵活，预计后续坪效有望进一步提升。
- 2) 加盟调结构：2023 年公司加盟卖场中委管/特许物业数量占比分别为 54.3%/45.7%，从经营效率看，委管模式更高，因此公司自 2019 年以来逐步加大委管模式占比，使加盟卖场整体效率进一步提升。

图 17：2019-2023 年公司直营卖场收入及 yoy（单位：亿元，%）



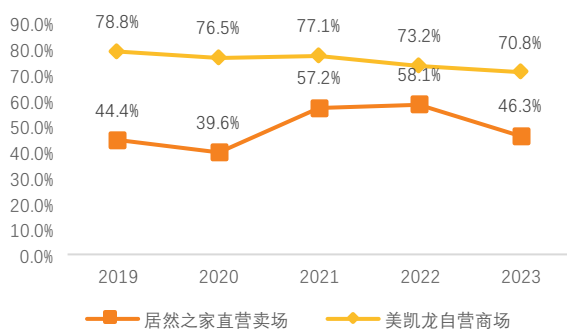
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 18：2019-2023 年公司加盟卖场收入及 yoy（单位：亿元，%）



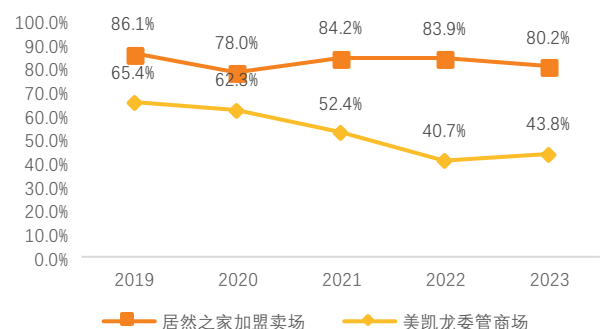
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 19：2019-2023 年自营卖场毛利率对比（单位：%）



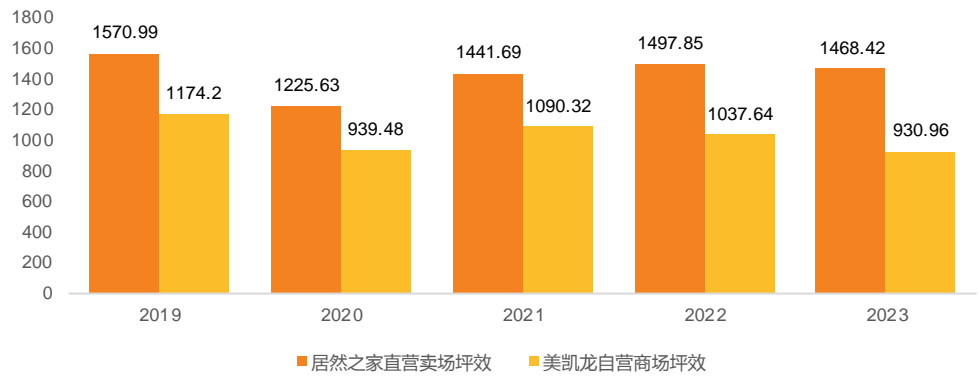
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 20：2019-2023 年加盟卖场毛利率（单位：%）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

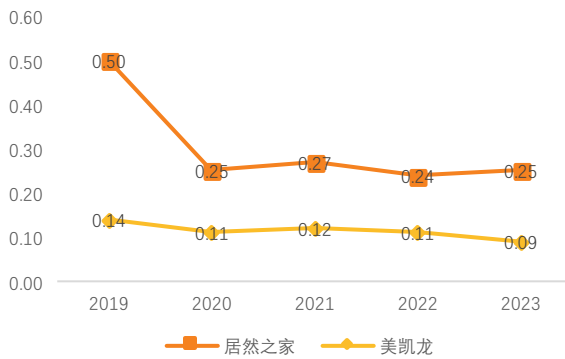
图 21：2019-2023 年直营卖场坪效对比（单位：元/㎡）



资料来源：公司年报，美凯龙年报，天风证券研究所

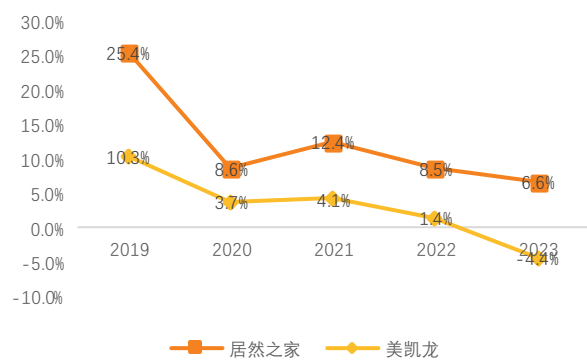
**周转率领先主要竞争对手美凯龙，资产负债结构优化。**轻资产、重运营的模式下，公司运营指标领先于竞争对手，2020-2023 年公司资产周转率保持在 0.25 次左右（美凯龙为 0.10 次），2023 年公司 ROE 水平为 6.6%（美凯龙仅为-4.4%）。此外，公司资产负债质量较高，近年来公司使用权资产/租赁负债占总资产比重呈现明显下降趋势，2023 年分别为 24.4%/28.9%，同比-3.1pct/-4.7pct，同时公司有息负债率维持在 10%左右（美凯龙为 25-30%）。我们预计伴随公司推进多维度流量获取、创新收费模式、进行数字化升级赋能等，运营效率及管理红利有望持续释放，此外资产负债结构优化有利于费用管控、释放盈利弹性。

图 22：2019-2023 年居然之家、美凯龙资产周转率



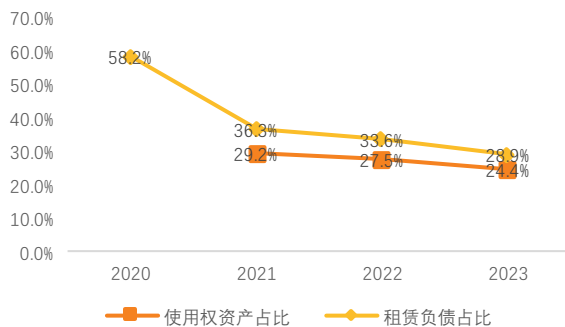
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 23：2019-2023 年居然之家、美凯龙 ROE



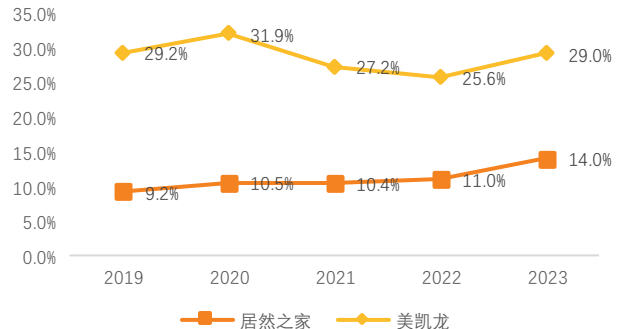
资料来源：iFind，天风证券研究所

图 24：2020-2023 年居然之家使用权资产及租赁负债占比



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 25：2019-2023 年居然之家、美凯龙有息负债率



资料来源：iFinD，天风证券研究所

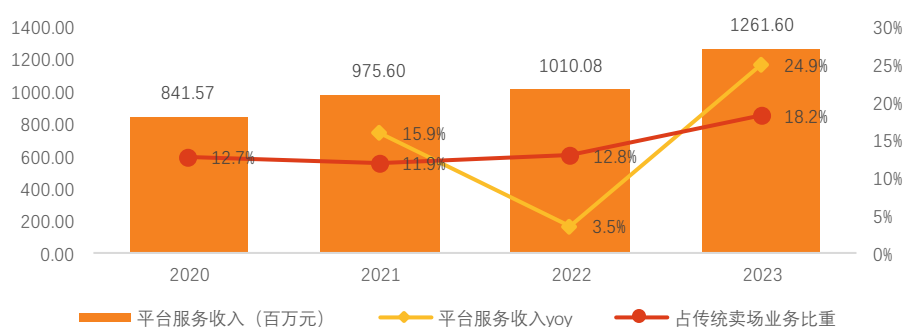
注：有息负债的统计口径包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券

## 2. 数智化升级：以“洞窝”为核心，三大数智平台赋能成长

### 2.1. 数智平台赋能家居全产业，打开收入增长天花板

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，共同推进公司成为实体商业数智化转型升级样板战略目标的实现。此外，我们认为 S2B2C 服务平台在赋能全家居产业链的同时，通过收取平台服务费的方式有望打开公司传统卖场收入天花板，2020-2023 年公司平台服务收入从 8.4 亿元提升至 12.6 亿元，CAGR 为 14.4%，且在传统卖场业务中占比持续提升。

图 26：2020-2023 年平台服务收入规模、增速及占传统卖场业务比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：平台服务收入指按商户销售额的一定比例收取的各项管理费用，以及向商户和加盟店及公司体系外卖场使用公司数字化管理系统收取的系统使用费和销售佣金。

**1.洞窝：家装家居数字化产业服务平台。**成立于 2020 年 12 月，依托居然之家的产业背景和平台资源打造，通过聚焦产业链上下游的数字化赋能、线上线下一体化全场景零售、跨境电商三大核心业务，全链路赋能品牌工厂、经销商和卖场。

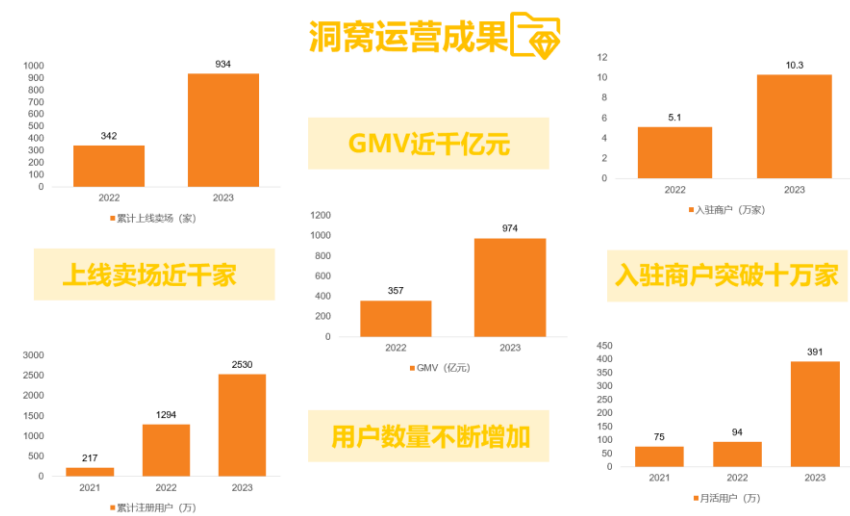
截至 2023 年底洞窝累计上线卖场已达 934 家，同比增长 173.1%；入驻商户超过 10 万家，同比增长 101.33%；注册用户超 2500 万，同比增长 95.48%；平均月活 390.51 万，同比提升 316.67%；全年 GMV974 亿元，同比增长 173%。此外，洞窝 2023 年还开通了中国澳门站和新加坡、柬埔寨 2 个境外分站，为公司国际化业务发展打造坚实的数字化基础。

图 27：洞窝数字化家居产业服务平台



资料来源：公司 2023 年报，天风证券研究所

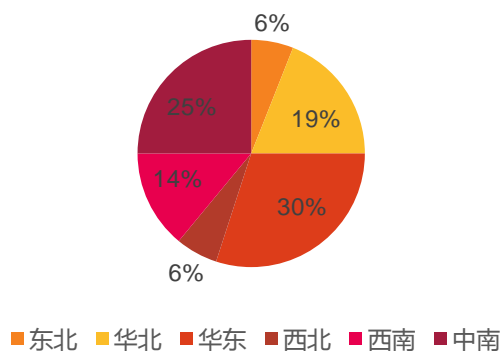
图 28：洞窝数字化家居产业服务平台运营成果



资料来源：公司年报，天风证券研究所

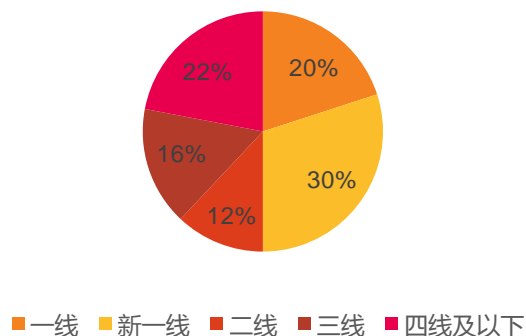
华东/中南/华北区域为主，积极入驻下沉市场。洞窝自成立以来积极入驻各地区、城市线级家居卖场。分区域来看，2023 年华东（30%）/中南（25%）/华北（19%）为主要覆盖区域，合计占比达到 74%；分线级城市来看，一线及新一线城市占比合计为 50%，此外伴随卖场扩张策略积极入驻下沉市场，2023 年四线及以下城市占比为 22%，超过二三线城市。

图 29：2023 年洞窝入驻卖场分地区分布情况



资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

图 30：2023 年洞窝入驻卖场分城市线级分布情况

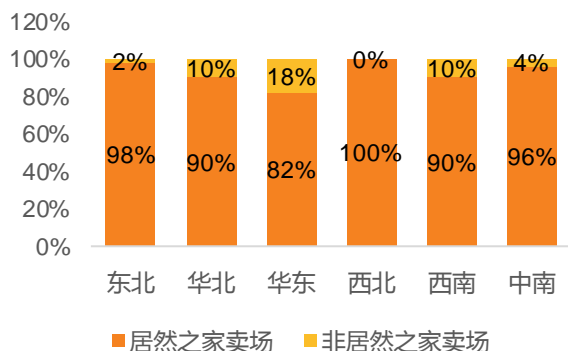


资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

全行业赋能，外部卖场覆盖率持续提升。公司积极向行业输出自身数字化能力，洞窝平台在保障居然之家卖场入驻的基础上，非居然之家卖场销售净额占比由 2022 年的 8% 增长至 2023 年的 14%。其中分地区来看，除华北地区外，2023 年各区域外部卖场销售净额占比均有所提升，华东提升最为显著。分线级城市来看，除一线城市外，2023 年各线级城市外部卖场销售净额占比均有所提升，新一线城市提升速度最快。

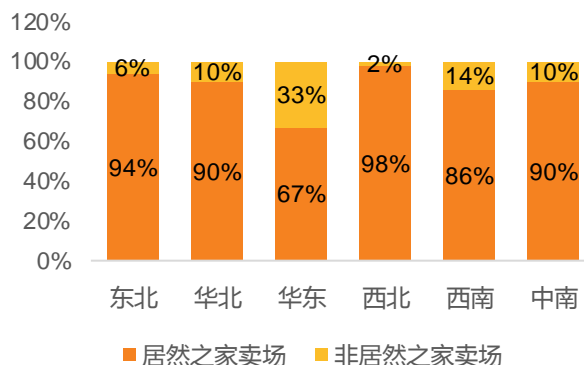


图 31：2022 年洞窝各区域入住卖场构成



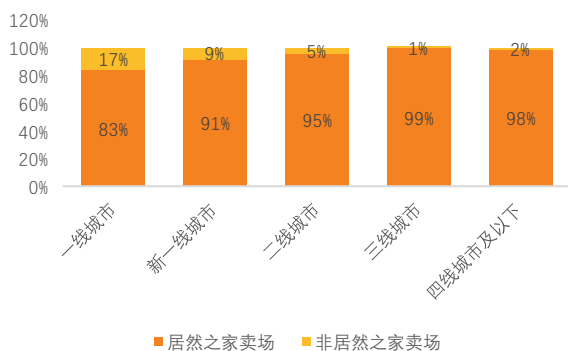
资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

图 32：2023 年洞窝各区域入住卖场构成



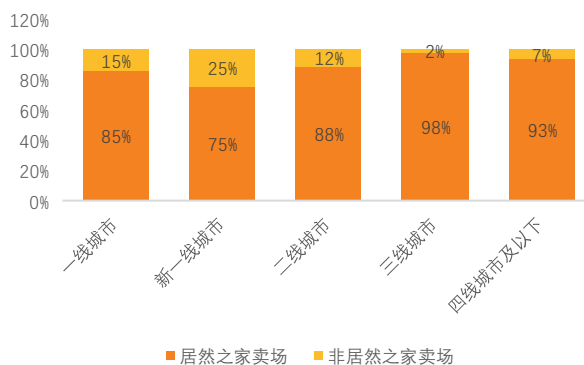
资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

图 33：2022 年洞窝各线城市级城市入住卖场构成



资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

图 34：2023 年洞窝各线城市级城市入住卖场构成



资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

**服务升级、连带率提升助推洞窝客单值、客单量向上。**2022-2023 年洞窝整体销售净额从 346 亿元提升至 974 亿元，主要得益于洞窝广泛渗透以及用户规模和商品丰富度快速提升。拆分量价来看，2022-2023 年洞窝客单价从 3.7 万元提升至 4.1 万元、客单量从 2.4 单提升至 2.6 单，均增长约 10%，主要系凭借线上线下相结合的新购物场景带来了服务体验升级，此外洞窝通过运营能力提升单个用户品类连带率。拆分品类来看，2023 年洞窝 TOP4 品类定制/家电/家具/建材客单价同比+19%/+10%/+3%/+1%。

图 35：2023 年洞窝 TOP4 品类全年销售净额同比增速

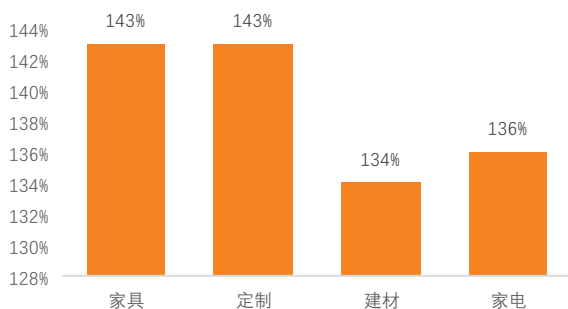
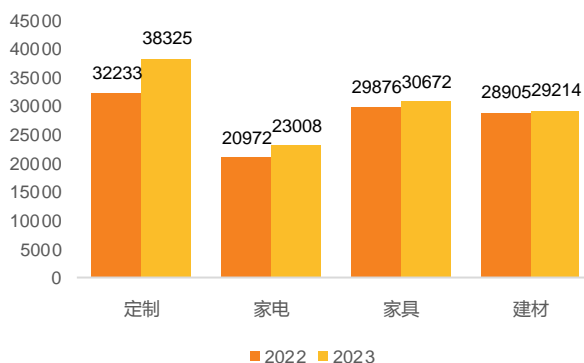


图 36：2022-2023 年洞窝 TOP4 品类客单价变化

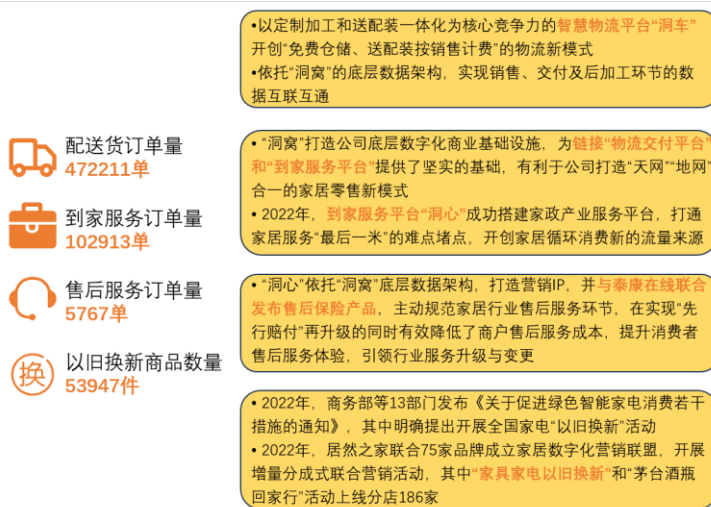


资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

**以洞窝为核心延展全家居产业链，优化商户及消费者服务体验。**一方面，洞窝为 C 端消费者客户提供在线咨询、到店体验、离店决策、付款交易、售后服务的全链路泛家居消费闭环，提供“多端口、多场景、定制化”的服务，最终优化消费者的购物体验。另一方面，洞窝通过打通工厂、经销商、卖场、顾客、物流、到家服务的全产业链数据，实现实体家居卖场运营管理全流程的数字化，我们认为持续赋能 B 端商家运营及招商进展，2022 年上线“洞窝”的门店在停业期间销售额（GMV）仍达到平时线下开业时的 30%-35%，同时持续赋能公司“一店两制”的招商模式转型。

图 37：洞窝数字化服务成果



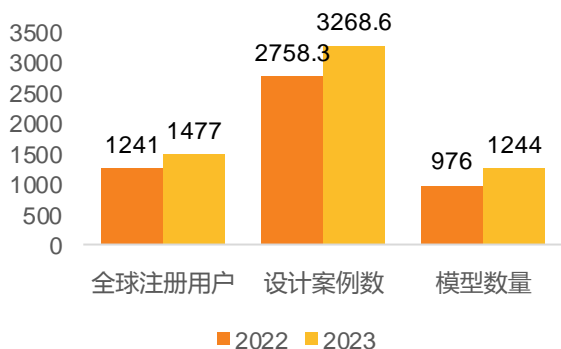
资料来源：居然之家洞窝数据，艾瑞咨询，公众号家居新范式，天风证券研究所

注：洞窝数据统计截止 2023 年 12 月 31 日；其中，售后服务订单量为 2023 年 9 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日统计数据

**2.居然设计家（原每平每屋设计家）：AI 家装设计平台。**通过 AI、3D、大数据等底层技术驱动，在致力于为全球家装设计师和 DIY 客户提供 AI 设计工具的同时，为泛家居商家提供换景直播、爆品棚拍、AIGC 等数字化解决方案及精准营销服务。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。

截至 2023 年年末，居然设计家的全球注册用户数量超 1477 万，同比增长 19%；设计案例数超 3268.6 万，同比增长 18.5%；模型数量超 1244 万，同比增长 27.4%。

图 38：2022-2023 年居然设计家应用情况（万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：居然设计家功能一览

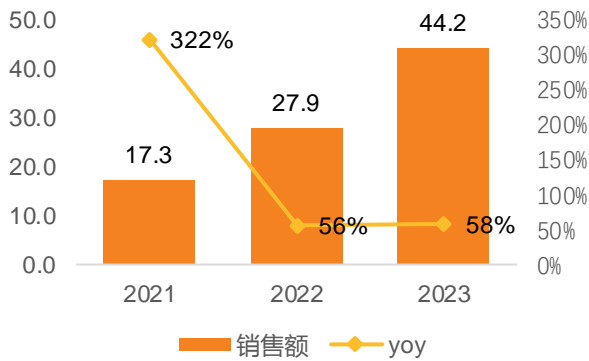


资料来源：居然设计家官网，天风证券研究所

**3.居然智慧家：智慧生活服务平台。**公司 2016 年成立全资子公司居然数码，为消费者打造全新数码生活、智能生活及智能家居体验等项目的新兴业态，目前逐步整合为居然智慧家，通过构筑“1+1+8”（1 个智慧家庭大脑、1 个数字家庭 APP 以及安防、遮阳、用水、冷暖新风、照明、家电、影音娱乐、智能车机 8 个子系统）智慧家居数字化解决方案，联结手机、汽车、家电等各种智能终端设备，实现消费大数据的互通互联，打造“人、车、家”三位一体的消费体验场景，向消费者提供更好的智慧生活服务体验。

2023 年居然智慧家新开门店 57 家，实现销售额超 44 亿元，同比增长 58.4%。截至 2023 年末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。

图 40：2021-2023 年居然智慧家销售额及 yoy（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：居然智慧家部分合作品牌示例



资料来源：居然智慧家官网，天风证券研究所

## 2.2. 购物中心模式逐渐打磨，丰富家居+生活业态

**数智化赋能，开辟购物中心新业态。**公司努力探索“大家居”与“大消费”的融合，公司凭借多年积累的家居卖场运营经验，打造出具备数字化、智能化与独特商业 IP 的“中商世界里”全新购物中心品牌，定位于“集网红打卡、时尚娱乐、潮品购物、体验服务为一体的家庭消费中心和社交中心”，在购物中心经营模式打造上形成了核心竞争力和经营特色。截至 2023 年末，公司在长春、武汉、呼和浩特等地合计开业 4 家中商世界里购物中心。其中 21 年长春开业第一家“中商世界里”，2023 年实现销售 6.33 亿元，年客流达 1094.76 万人次，截至 2023 年末出租率达到 98.2%，已成为长春市最受消费者喜爱和品商关注的购物中心之一。

表 7：购物中心业态门店分布情况（截至 2023 年 12 月 31 日）

门店名称	地址	建筑面积 (m <sup>2</sup> )	开业时间	物业归属	租赁期限
武汉销品茂	武汉市武昌区	161000	2005/8	自有 (公司持股 51%)	—
中商世界里光谷店	武汉市洪山区	121100	2022/12	租赁	20 年
中商世界里长春店	长春市朝阳区	160502	2021/12	自有	—
中商世界里万正店	内蒙古自治区呼和浩特市	104501	2023/12	租赁	15 年

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 8：购物中心三大竞争力

竞争力	经营成果
数字化	公司研发的洞窝系统在购物中心场景中实现良好应用，实现购物中心的统一收银。
智能化	公司将智能家居融入到购物中心业态中，市场反响良好。
独特商业 IP	公司孵化和自营的海洋畅想中心运营日渐成熟，长春“中商世界里”海洋畅想中心 2023 年累计进店客流 15.43 万人，日均进店客流约 422 人次，2023 年荣获长春市美团新热网红榜第 1 名。公司自营的运

动萌兽项目也表现靓丽，长春“中商世界里”运动萌兽 2023 年累计进店客流 3.8 万人，单日最高接待量 866 人次，2023 年荣获长春市轰趴馆销售榜、好评榜和人气榜第 1 名。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**商业管理模式逐步成熟，24 年重视高效发展。**2024 年“中商世界里”在总结已开业四个购物中心运营和管理经验的基础上，商业管理模式更加成熟，将充分利用“营业收入分成”模式推进连锁发展，中商百货将根据“一店一策”的原则进行转型，中商超市将精耕校超和微超，探索发展村超，同时加大供应链的重塑力度和组织的数字化转型力度，进一步提高效率。

### 3. 加速国际化战略：落实国际化，加大走出去步伐

#### 3.1. 以东南亚为起点，再造“海外版居然之家”

**品牌+渠道结合，家居产业链出海可期。**与国内市场激烈竞争形成鲜明对比的是国际市场的供给不足，我国家居产业链丰富，国产家居品牌出海潜力可期。而对于中国家居品牌而言，在没有渠道铺垫的前提下，个体品牌出海极为困难。参照日本超市或购物中心的出海商业模式，将品牌与渠道进行结合，实现全产业链的打包出海，或将提升产业在海外的综合竞争力。

**以东南亚为起点，再造“海外版居然之家”。**公司为家居产业链出海先行者，从文化属性及家居产业供需市场状况出发，把国际化第一站选在东南亚，计划 5 年内完成东南亚大部分国家的实体店连锁布局。目前已在柬埔寨、马来西亚、新加坡等东南亚国家设立了直营店或分公司，并在新加坡设立海外发展部（负责资本管理和人才培养），将以新加坡为重要节点向东南亚及全球辐射开来。公司计划在 2030 年之前在海外再建设一个“居然之家”，不论是营收还是利润都将达到目前居然之家总营收和总利润的 30% 以上。

**柬埔寨：金边店试点，丰富当地家居业态。**公司以柬埔寨金边店为试点，2024 年 3 月底居然之家金边店正式开业，建筑面积近 4 万平米，招商率接近 100%。金边店位于金边市森速区河内路，该区域是当地政府重点规划的新兴开发区，周边高端消费人群聚集，公共设施配套完善，具有较大市场空间。

公司围绕“打造数字化时代家装家居产业服务平台”的发展战略有望在柬埔寨落地生根，通过积极开展设计、施工、材料和家具销售、物流配送、到家服务等线性服务，全链路服务当地家居建材行业，从而填补当地“一站 Mall 式”家居购物中心以及数字家居消费的空缺，助力更多国内优秀品牌走向国际市场。目前居然之家金边店规划了生活业态区等多个区域，引进了上百个国内知名品牌入驻。

图 42：居然之家金边店地理位置



图 43：居然之家金边店建设情况

主要区域	生活业态区	引进品牌	朗斯
	厨电橱柜区		索菲亚
	智能家电区		蒙娜丽莎
	软装装饰区		海信
	定制家具区		浪鲸
	成品家具区		火星人
	软体床区		冠珠
	软体沙发区		
	瓷砖区		
	灯具区		
	户外家具区		
	卫浴区		
门窗区			

资料来源：公众号居然之家集团，天风证券研究所

资料来源：公众号居然之家集团，天风证券研究所

**马来西亚：引入合作伙伴，奠定全链路家居生态基础。**2024年3月，居然之家管理团队与马来西亚当地知名优质品牌开发商柏威年集团正式签署《战略合作框架协议》。双方优势互补，计划在马来西亚发展家居建材产业、新零售、及贸易物流方面展开全面合作。

柏威年集团将充分发挥在马来西亚的政商资源优势，为“居然之家”品牌进入马来西亚市场提供助力，协助完成居然之家“国际家居建材产业和物流园区”等海外布局。同时，居然之家则计划凭借与产业上下游企业的良好战略合作关系，联合投资建设线下商业体、跨境贸易平台、仓储物流基地等项目。此外，居然之家还将充分调动自身丰富的家居建材厂商资源，引入家居建材厂家进入“国际家居建材产业和物流园区”，开设海外生产基地。

### 3.2. 依托“洞窝”平台，跨境电商发展提速

**推进“洞窝”国际化，拓展家居跨境电商业务。**2023年4月，居然之家宣布打造以洞窝平台为依托的跨境电商平台，旨在建立数字化服务贸易标准，引领家居产业链上下游进军国际市场，拓展至东南亚、欧洲等地区。2023年，洞窝开通了澳门站和新加坡、柬埔寨2个境外分站，为公司国际化业务发展打造坚实的数字化基础。洞窝新加坡公司正式注册成立，跨境电商平台“新窝”已上线运营。在实体店和洞窝出海基础上，居然设计家、居然智慧家也将加速出海。

**线上+线下结合赋能海外门店发展。**居然之家多年积累的数字化发展成果，也将在金边店起到重要作用。居然之家金边店采用跨境电商的模式，在工厂、经销商配合下，将合作厂家的所有产品上传到海外版“洞窝”APP，采用Facebook、TikTok、Twitter、Telegram等多渠道，对“洞窝”APP进行传播普及，通过线上的便捷服务为线下实体店进行引流，通过线下优质的服务和产品体验，实现交易的达成。通过统一管理的仓储配送安装及售后一体的后端服务，保障消费体验，塑造品牌形象。

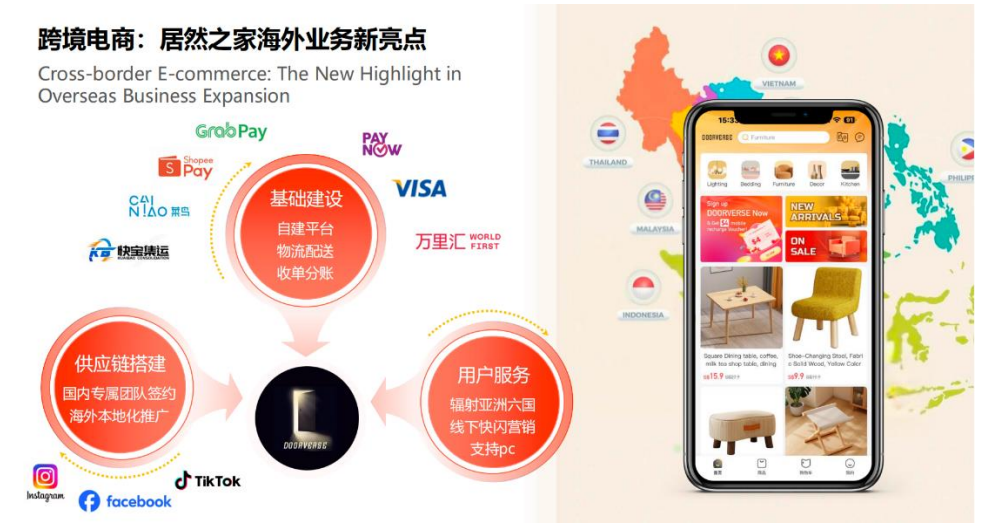
图 44：“洞窝”APP 海外版宣传图



资料来源：公众号 HANYER 汉业传媒，天风证券研究所

**供应链搭建完善，海外市场发展可期。**目前跨境电商已成为居然之家海外业务的一大亮点，为推进该业务的稳健发展，公司计划构建一系列基础设施，包括自建平台、物流配送体系、收单分账系统等，同时搭建完善的供应链网络。此外，公司将组建专业的国内团队，与海外本地化推广团队紧密合作，共同推动业务在亚洲六国范围内的辐射。为提升用户体验，公司还将通过线下快闪营销活动等方式进行宣传，并同步支持 PC 端操作。这些举措有助于进一步拓展海外市场，提升品牌影响力。

图 45：居然之家跨境电商宣传图



资料来源：公众号财言社，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

收入端：公司系家居连锁卖场龙头，近年来经营环境疲软，公司市占率稳健提升，且持续通过数字化服务平台赋能、打造购物中心业态等方式打开收入增长天花板：

- 1) **租赁及加盟管理**：考虑当前地产数据及经营环境，我们预计公司持续调整卖场结构，以轻资产方式扩张，提升坪效较高的直营及委管卖场数量，“一店两制”的创新性招商模式预计提升卖场招商率及经营效率；此外，伴随“洞窝”等数字化产品深度赋能商家及用户，预计收取平台服务费比重进一步提升。预计 24-26 年租赁及加盟管理业务收入分别为 72.4/76.1/80.6 亿元。
- 2) **商品销售**：商品销售系公司超市、数码产品、百货和家居建材产品的销售而取得的收入。公司数智化转型初现成效，居然智慧家迅速扩张，带动商品销售收入提升。2024 年居然智慧家将加速出海，且公司力争在全国新开 50 家以“居然智慧家”为统一商号的融合店铺，商品销售收入有望延续稳定增长，预计 24-26 年商品销售收入分别为 66.7/76.7/86.6 亿元。
- 3) **装修服务**：公司以“居然乐屋”为平台开展家装业务，依托“居然设计家”和施工管理系统，实现装修服务全链路数字化管理，2023 上半年销售超 2.5 亿，完工率与客户评价满意度均超 95%，引流、体验、转化的消费闭环效果良好。随着“居然乐屋整装体验中心”的推出，客户体验和转化效率提升可期，预计 24-26 年装修服务收入分别为 4.49/4.85/5.10 亿元。
- 4) **贷款保理利息**：子公司天津居然之家商业保理有限公司从事保理业务，近年来该业务有所下滑，收入占公司总营收比重下降，预计 24-26 年贷款保理利息收入分别为 0.45/0.32/0.22 亿元。
- 5) **其他**：包括战略咨询收入和联合营销收入。战略咨询收入系公司在协议有效期内持续提供经营分析、信息咨询、招商对接及展位协调等服务而取得的收入；联合营销收入系公司在协议有效期内开展联合营销活动、提供企划服务、媒体制作等而取得的收入。公司近年联合营销活动丰富，其他收入有所增长，预计 24-26 年其他收入分别为 6.00/6.48/6.81 亿元。

综上，我们预计 24-26 年公司营业收入分别为 150.1/164.4/179.4 亿元，分别同比 +11.1%/9.6%/9.1%，毛利率分别为 34.8%/34.3%/33.6%。

表 9：收入预测拆分（百万元，%）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>12982.57</b>	<b>13512.03</b>	<b>15005.56</b>	<b>16439.77</b>	<b>17937.24</b>
yoy	-0.7%	4.1%	11.1%	9.6%	9.1%
毛利率	44.9%	34.1%	34.8%	34.3%	33.6%
<b>租赁及加盟管理</b>					
营业收入	7868.33	6936.94	7243.10	7606.73	8060.17
yoy	-4.1%	-11.8%	4.4%	5.0%	6.0%
毛利率	60.2%	48.8%	51.0%	52.0%	52.0%
<b>商品销售</b>					
营业收入	4217.56	5556.35	6667.62	7667.76	8664.57
yoy	14.6%	43.0%	20.0%	15.0%	13.0%
毛利率	13.3%	9.9%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>装修服务</b>					
营业收入	362.36	408.45	449.30	485.24	509.51
yoy	-7.9%	12.7%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	20.8%	28.7%	29.0%	29.0%	30.0%
<b>贷款保理利息</b>					
营业收入	87.26	64.45	45.11	31.58	22.11
yoy	-24.0%	-26.1%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
毛利率	99.5%	99.5%	99.5%	99.5%	99.5%
<b>其他</b>					
营业收入	447.07	545.85	600.43	648.47	680.89
yoy	-33.9%	22.1%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	81.9%	90.9%	90.9%	90.9%	90.9%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

利润端：根据当前经营环境，我们预计 2024 年维系弱复苏趋势，调整前期盈利预测；24 年公司计划在成本端面向上游物业方推进“营业收入分成”的连锁发展模式，降低经营风险；此外组织结构将继续按照 S2B2C 的模式转型，同时推进员工岗位职责的综合化和管理层面的扁平化，并实施精细化营销模式，进一步提高各项运营费用的使用效率。我们预计 25-26 年伴随经营环境好转，公司经营调整成效有望逐渐显现。

综上，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 14.5/15.9/17.4 亿（前值分别为 14.7/15.7/17.2 亿元），对应 PE 分别为 12/11/10X，EPS 分别为 0.23/0.25/0.28 元/股。我们选择国内从事相关家居卖场业务的公司美凯龙、富森美以及家居品牌公司索菲亚、欧派家居及顾家家居作为可比公司，参考可比公司均值，给予公司 24 年 18-19 倍 PE，对应目标价 4.1-4.4 元，维持“买入”评级。

表 10：可比公司 PE（截至 24/06/06 收盘）

可比公司	2024E	2025E	2026E
美凯龙	42.15	30.68	21.74
富森美	11.63	11.04	10.42
索菲亚	11.53	10.20	9.16
欧派家居	12.20	11.13	10.20
顾家家居	13.33	11.73	10.45
<b>均值</b>	<b>18.17</b>	<b>14.96</b>	<b>12.39</b>

资料来源：iFinD，天风证券研究所

## 5. 风险提示

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

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

**新开卖场经营不及预期风险。**公司在三四线市场以加盟模式拓展市场，然而低线城市消费者消费能力较弱，且地产数据走弱的背景下，公司面临新增卖场经营不及预期的风险。

**家居卖场业务开发风险：**公司主要业务为家居卖场业务。开发卖场周期较长、环节较长、参与方较多，卖场开发建设项目控制难度较大。若出现卖场选址不佳、合作单位配合不力等情况，可能会导致卖场开发周期延长、成本上升，卖场预期经营目标难以如期实现。



## 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	3,962.64	4,341.39	4,736.83
应收票据及应收账款	1,083.43	1,126.46	887.38	1,503.27	1,146.51
预付账款	329.46	353.09	1,275.26	495.40	1,182.91
存货	586.02	437.72	646.79	651.65	722.08
其他	1,265.34	1,230.78	1,272.39	1,406.54	1,315.52
<b>流动资产合计</b>	<b>7,882.48</b>	<b>6,716.29</b>	<b>8,044.46</b>	<b>8,398.25</b>	<b>9,103.85</b>
长期股权投资	856.79	811.82	779.82	759.82	744.82
固定资产	2,862.88	2,232.37	2,089.01	1,998.01	1,950.04
在建工程	665.41	495.82	326.23	287.23	265.23
无形资产	762.37	750.48	693.03	626.26	564.04
其他	40,308.56	42,620.70	43,673.21	45,066.89	46,848.32
<b>非流动资产合计</b>	<b>45,456.01</b>	<b>46,911.21</b>	<b>47,561.30</b>	<b>48,738.22</b>	<b>50,372.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>53,388.27</b>	<b>53,681.29</b>	<b>55,605.76</b>	<b>57,136.47</b>	<b>59,476.30</b>
短期借款	1,094.02	1,447.01	3,373.84	4,517.70	6,008.84
应付票据及应付账款	505.99	518.76	809.25	811.14	1,041.92
其他	6,671.28	7,943.83	8,967.37	10,423.67	11,125.40
<b>流动负债合计</b>	<b>8,271.29</b>	<b>9,909.60</b>	<b>13,150.47</b>	<b>15,752.51</b>	<b>18,176.15</b>
长期借款	2,464.04	3,437.24	3,588.23	3,200.73	3,311.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21,333.16	18,892.79	17,003.51	15,303.16	13,772.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>23,797.20</b>	<b>22,330.04</b>	<b>20,591.74</b>	<b>18,503.89</b>	<b>17,084.64</b>
<b>负债合计</b>	<b>32,608.80</b>	<b>32,679.03</b>	<b>33,742.21</b>	<b>34,256.41</b>	<b>35,260.79</b>
少数股东权益	1,008.26	1,072.58	1,103.27	1,138.94	1,182.80
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	5,670.01	6,645.03	7,928.90
其他	(81.93)	(29.79)	(64.60)	(58.77)	(51.06)
<b>股东权益合计</b>	<b>20,779.47</b>	<b>21,002.26</b>	<b>21,863.55</b>	<b>22,880.06</b>	<b>24,215.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,388.27</b>	<b>53,681.29</b>	<b>55,605.76</b>	<b>57,136.47</b>	<b>59,476.30</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,720.68	1,339.87	1,451.58	1,593.58	1,744.36
折旧摊销	613.60	611.42	240.05	244.52	251.59
财务费用	1,200.10	1,043.90	486.62	538.74	623.06
投资损失	134.21	15.57	22.35	19.45	9.35
营运资金变动	(2,276.49)	(812.64)	(362.24)	1,091.64	349.24
其它	2,402.88	1,637.55	48.08	52.56	58.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,794.96</b>	<b>3,835.67</b>	<b>1,886.44</b>	<b>3,540.48</b>	<b>3,036.00</b>
资本支出	1,351.11	2,018.19	1,758.92	1,748.11	1,649.71
长期投资	(155.95)	(44.97)	(32.00)	(20.00)	(15.00)
其他	(2,087.03)	(4,941.26)	(3,973.90)	(4,502.34)	(4,830.56)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(891.87)</b>	<b>(2,968.04)</b>	<b>(2,246.97)</b>	<b>(2,774.24)</b>	<b>(3,195.85)</b>
债权融资	(1,096.11)	581.45	1,396.71	247.86	1,023.81
股权融资	(1,239.90)	112.64	(641.77)	(635.36)	(468.51)
其他	(1,558.76)	(3,029.04)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,894.78)</b>	<b>(2,334.95)</b>	<b>754.94</b>	<b>(387.50)</b>	<b>555.30</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(991.69)</b>	<b>(1,467.31)</b>	<b>394.41</b>	<b>378.75</b>	<b>395.45</b>

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,980.58</b>	<b>13,512.03</b>	<b>15,005.56</b>	<b>16,439.77</b>	<b>17,937.24</b>
营业成本	7,157.68	8,903.15	9,790.58	10,802.64	11,912.52
营业税金及附加	163.81	151.69	180.07	197.28	215.25
销售费用	1,444.52	1,590.33	1,725.64	1,882.35	1,973.10
管理费用	547.93	579.45	630.23	687.18	717.49
研发费用	36.69	39.22	42.02	44.39	46.64
财务费用	1,141.03	1,043.00	486.62	538.74	623.06
资产/信用减值损失	(218.29)	(107.66)	(61.07)	(9.27)	(14.90)
公允价值变动收益	(80.17)	80.57	(3.40)	(5.73)	(1.20)
投资净收益	(134.21)	(15.57)	(22.35)	(19.45)	(9.35)
其他	419.28	(771.35)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>2,502.31</b>	<b>2,019.20</b>	<b>2,063.58</b>	<b>2,252.74</b>	<b>2,423.73</b>
营业外收入	64.05	13.16	34.84	37.35	28.45
营业外支出	94.33	114.62	94.34	87.60	46.90
<b>利润总额</b>	<b>2,472.04</b>	<b>1,917.73</b>	<b>2,004.08</b>	<b>2,202.49</b>	<b>2,405.28</b>
所得税	751.36	577.86	501.02	550.62	601.32
<b>净利润</b>	<b>1,720.68</b>	<b>1,339.87</b>	<b>1,503.06</b>	<b>1,651.87</b>	<b>1,803.96</b>
少数股东损益	72.34	39.63	51.48	58.29	59.60
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,648.34</b>	<b>1,300.25</b>	<b>1,451.58</b>	<b>1,593.58</b>	<b>1,744.36</b>
每股收益(元)	0.26	0.21	0.23	0.25	0.28

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.69%	4.09%	11.05%	9.56%	9.11%
营业利润	-23.37%	-19.31%	2.20%	9.17%	7.59%
归属于母公司净利润	-29.11%	-21.12%	11.64%	9.78%	9.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.86%	34.11%	34.75%	34.29%	33.59%
净利率	12.70%	9.62%	9.67%	9.69%	9.72%
ROE	8.34%	6.52%	6.99%	7.33%	7.57%
ROIC	-12.42%	-11.61%	-10.87%	-12.88%	-14.11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.08%	60.88%	60.68%	59.96%	59.29%
净负债率	6.12%	18.79%	24.86%	25.54%	29.30%
流动比率	0.90	0.65	0.61	0.53	0.50
速动比率	0.83	0.61	0.56	0.49	0.46
<b>营运能力</b>					
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	27.67	25.32	26.11
总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.29	0.31
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.21	0.23	0.25	0.28
每股经营现金流	0.60	0.61	0.30	0.56	0.48
每股净资产	3.14	3.17	3.30	3.46	3.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.49	13.30	11.91	10.85	9.91
市净率	0.87	0.87	0.83	0.80	0.75
EV/EBITDA	-3.02	-6.42	-6.97	-6.97	-6.52
EV/EBIT	-3.27	-7.14	-7.62	-7.60	-7.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com