

增持 (维持)

居然之家 (000785)

数智化家居龙头业务链完成布局，引领行业重新起航

2024 年 11 月 28 日

市场数据

日期	2024-11-26
收盘价(元)	2.91
总股本(百万股)	6287.29
流通股本(百万股)	5958.83
净资产(百万元)	20298.40
总资产(百万元)	51869.68
每股净资产(元)	3.23

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证轻工】居然之家 2024Q3 点评: 收入&利润阶段性承压, 期待后续业绩趋势向好》2024-11-06

《【兴证轻工】居然之家 2023 年三季度报告点评: 23Q3 营收稳健, 数字化转型初显成效》2023-11-11

分析师:

林寰宇
linhuanyu@xyzq.com.cn
S0190524080006

侯宜芳

houyifang@xyzq.com.cn
S0190522100001

研究助理:

储天舒
chutianshu1@xyzq.com.cn

投资要点

- **行业端:** 市场普遍认为传统线下家居卖场承受了一定的经营压力, 但我们认为, 头部卖场的压力或被过度放大。原因一: 存量房的改善性家居消费需求能够为市场提供新动能, 以旧换新等政策刺激已初显成效, 无论地产端还是家居端都呈现边际向好的趋势。原因二: 家居消费注重线下体验, 目前零售渠道仍以家居卖场为主, 2016-2022 年连锁家居卖场销售额占行业零售市场的销售额比例相对稳定, 约 22-23%, 并未被线上分流, 被分流的往往是非连锁的小型卖场。原因三: 连锁家居卖场的经营韧性更强, 头部卖场或具有 α 属性, 份额逆势提升的速度更快, 2022 年居然之家和美凯龙市占率合计约 15.6%, 行业集中度较低, 未来开拓空间大。原因四: 头部卖场传统线下渠道智能升级与线上渠道开拓并驾齐驱, 泛家居市场展现强劲增长弹性, 预计泛家居全渠道零售额在 2025 年增长至约 5 万亿元。
- **居然之家: 引入战投金隅集团开启龙头间全业务链合作, 未来业务空间放大。** 居然之家控股股东与金隅集团签署《战略合作协议》, 并向其转让 10% 公司股份, 双方将探索在全产业链协同发展, 围绕卖场业务、房地产开发业务、资产盘活利用、整装业务与物业管理、数字化转型、物流与检测业务、资源综合利用等七大领域, 开展全方位深层次多元化的合作, 强强联合, 实现互利共赢。
- **核心竞争力: 外部因素导致行业竞争格局变化, 主业家居卖场业务空间具备持续性。** 从扩店角度看, 公司采用轻资产模式运营, 卖场数量稳步增长, 截至 2024H1 公司共拥有 409 家家居卖场。公司渠道扩张双管齐下, 其中加盟卖场主攻下沉市场, 直营卖场则突破未覆盖的重点区域(大湾区)。长期看, 公司的卖场数量会继续增长, 市占率也会逐步提高。
- **长期成长性: 新营销、新布局、新模式, 长期成长路径清晰。** 公司积极推动数智化营销转型, 推出洞窝、居然智慧家、居然设计家三大工具赋能卖场, 加速家居卖场向智能家居体验中心方向的转型升级; 推出一店两制、销售分成模式应对家居行业寒冬期, 与商户形成价值协同, 并逐步开启国际化战略, 2024H1 已开设澳门&金边两家海外门店, 并上线跨境电商独立站新窝。
- **投资建议:** 受地产和消费下行的双重影响, 公司估值受到压制。随地产放松性政策初步出台, 外部环境有望得到改善。对于公司自身, 展望未来, 卖场主业通过扩店&提店效, 收入/利润企稳回升, 以智慧家为首的商品销售业务持续稳定增长。我们调整了此前的盈利预测, 预计 2024-2025 年归母净利润为 10.21、11.59 亿元, 同比-21.5%、+13.5%, 对应 2024 年 11 月 26 日收盘价的 PE 为 17.9、15.8 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、市场竞争加剧、新业务拓展不及预期

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13512	13440	14482	16660
同比增长	4.1%	-0.5%	7.8%	15.0%
归母净利润(百万元)	1300	1021	1159	1324
同比增长	-21.1%	-21.5%	13.5%	14.2%
毛利率	34.1%	29.9%	29.9%	30.0%
ROE	6.5%	5.0%	5.4%	5.9%
每股收益(元)	0.21	0.16	0.18	0.21
市盈率	14.1	17.9	15.8	13.8

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理。注：每股收益均按照最新股本摊薄计算。

目 录

1、家居卖场行业：卖场仍为家居主要销售渠道，龙头持续整合市场，压力或被过度放大	6 -
2、居然之家：引入战投金隅集团开启龙头全业务链合作，未来业务空间放大	15 -
2.1、北京起步，拓展全国，目前已布局泛家居全产业链	15 -
2.2、股权结构稳定，员工持股计划绑定核心员工	15 -
2.3、引入战略投资者金隅集团，推动龙头间全产业链协同	16 -
2.4、财务分析：亮点在于轻资产运营，收入稳定，利润阶段承压	17 -
3、核心竞争力：外部因素导致行业竞争格局变化，主业家居卖场业务空间具备持续性	21 -
4、长期成长性：新营销、新布局、新模式，成长路径清晰	27 -
4.1、数智化营销转型成效明显	27 -
4.2、拥抱消费热点，布局智能品类	30 -
4.3、推出一店两制、销售分成模式，与商户达成价值协同	31 -
4.4、聚集营销新模式，以多元化营销带动销售增长	32 -
4.5、国际化战略：线上线下并行，迈出坚实步伐	33 -
5、盈利预测和估值	35 -
6、风险提示	37 -

图 目 录

图 1 进入 2024 年我国地产表现相对承压	6 -
图 2 2022 年中国家居装饰及家具行业销售额同比变动-17%	6 -
图 3 2023 年家居用品线上销售占比快速提升至 26.3%	6 -
图 4 2023 年起，我国家居和新房销售趋势相背离	7 -
图 5 存量环境下（美国）家居与新房销售关联性弱	7 -
图 6 10 月新房单月成交面积环比+44%	10 -
图 7 10 月二手房成交面积环比+16%	10 -
图 8 2022 年家居销售渠道拆分	10 -
图 9 连锁家居卖场销售额占比相对稳定在 22-23%	10 -
图 10 家居消费链路复杂，家居卖场凭借流量聚合能力占据核心话语权	11 -
图 11 连锁家居卖场的韧性更强	11 -
图 12 2022 年家居卖场的连锁化率提升至 44%	11 -
图 13 家居卖场龙头市占率持续提升，2022 年 CR2 约 15.6%	12 -
图 14 从历史情况看，行业承压时头部企业的份额提升速度更快	12 -
图 15 新零售模式可通过数字化赋能，解决传统经营模式存在的诸多痛点	13 -
图 16 我国 2023 年智能家居市场规模约 276 亿美元	14 -
图 17 我国 2023 年智能家居渗透率仅为 19%	14 -
图 18 预计 2025 年泛家居全渠道零售额约 5 万亿元	14 -
图 19 预计 2025 年万平以上建材家居卖场零售额约 8762 亿元	14 -
图 20 实控人汪林朋及一致行动人持股比例约 43.51%（截至 2024H1）	16 -
图 21 公司总资产周转率行业领先	18 -
图 22 公司存货资产周转率行业领先	18 -
图 23 公司使用权资产整体呈下降趋势	18 -
图 24 公司租赁负债整体呈下降趋势	18 -
图 25 2024Q1-Q3 公司营收 94.8 亿元，同比-2.7%	19 -
图 26 2024Q1-Q3 公司归母净利润 7.32 亿元，同比-36.4%	19 -
图 27 2019-2024H1 商品销售业务成为收入增长的主要来源	19 -
图 28 2024H1 租赁及管理业务收入占比为 48%，仍是公司基本盘	19 -

图 29 公司毛利率和归母净利率整体呈下滑趋势.....	20 -
图 30 分业务看，主业家居卖场业务毛利率保持稳定.....	20 -
图 31 与同业相比，公司直营卖场毛利率较低.....	20 -
图 32 相较于美凯龙，公司归母净利率水平较高.....	20 -
图 33 受收入增速放缓影响，公司期间费用率上升.....	20 -
图 34 相较于美凯龙，公司费用控制能力更优秀.....	20 -
图 35 公司不同类型卖场的商业模式对比.....	21 -
图 36 截至 2024H1，公司共拥有 409 家家居卖场.....	21 -
图 37 直营卖场数量稳中有升.....	22 -
图 38 加盟卖场快速扩张，近两年增速放缓.....	22 -
图 39 直营卖场主要分布在华北/华中等优势地区（2024H1）.....	22 -
图 40 加盟卖场全国分布均匀（2024H1）.....	22 -
图 41 公司 19-21 年快速扩张，新增卖场主要位于下沉市场.....	23 -
图 42 索菲亚低线城市门店数量占比持续提升.....	23 -
图 43 欧派 C 级城市门店数量占比稳定在 60%左右.....	23 -
图 44 居然之家卖场平均面积小于美凯龙（2024H1）.....	24 -
图 45 居然之家直营卖场坪效高于美凯龙.....	24 -
图 46 2023 年至今，公司在西南、华东、华南等地区加速开店.....	24 -
图 47 2023 年美凯龙在华南地区仅布局 5 家自营卖场 9 家委管卖场.....	25 -
图 48 截至 2024H1，公司在华南区域只开设 6 家直营卖场.....	26 -
图 49 不考虑华北，华南地区卖场单位面积经营收入相对较高.....	26 -
图 50 2024H1 洞窝平台 GMV 为 466 亿元，同比+11.8%.....	27 -
图 51 洞窝平台实现量价齐升.....	27 -
图 52 截至 24H1，洞窝平台入驻卖场 1016 个，同比+82.4%.....	28 -
图 53 洞窝入驻卖场主要集中在华东、中南和华北（2023）.....	28 -
图 54 洞窝入驻卖场以一线和新一线城市为主（2023）.....	28 -
图 55 洞窝积极拓展非居然之家卖场.....	28 -
图 56 洞窝能够全链路赋能品牌工厂、经销商和卖场.....	29 -
图 57 居然设计家应用情况.....	29 -
图 58 智能家居体验中心在卖场核心区域销售智能家居及电器等品类.....	30 -
图 59 我国智能家居行业存在用户体验不够好、无法跨品牌互联互通等痛点.....	30 -
图 60 2024H1 居然智慧家销售额同比+30.6%.....	31 -
图 61 截至 2024H1，居然智慧家累计开店 128 家.....	31 -
图 62 2022 年同城站日均访客 22.9 万人，同比+19%.....	32 -
图 63 2024H1 通过 IP 营销获客 11.7 万人，引导销售 4.6 亿元.....	32 -
图 64 不考虑疫情，东南亚家居需求保持稳定增长.....	33 -
图 65 居然之家金边店地理位置优越，位于核心商圈.....	34 -
图 66 居然之家金边店规划 10 大区域，引入上百个国内知名品牌.....	34 -
图 67 居然之家旨在搭建全链路出海的模式.....	34 -
图 68 居然设计家的用户以海外为主.....	34 -
图 69 公司主要业务收入预测.....	35 -
图 70 美国的家得宝和劳氏业绩和地产变动趋势保持相对一致.....	36 -
图 71 美国的家得宝和劳氏 PETTM 估值和地产变动趋势基本保持一致.....	37 -

表目录

表 1、2024 年地方层面家居以旧换新政策梳理.....	7 -
表 2、全国主要家居卖场梳理.....	12 -
表 3、主要卖场数智化&新零售布局情况梳理.....	13 -
表 4、公司发展历程.....	15 -

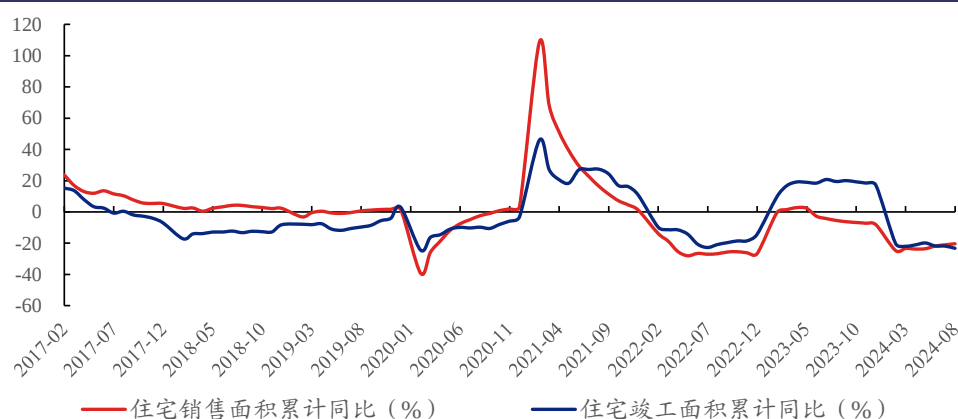
表 5、公司员工持股计划情况梳理	- 16 -
表 6、公司与居然之家在多领域达成合作	- 17 -
表 7、2023 年至今公司在南方地区共新开 10 家卖场	- 24 -
表 8、公司大湾区 4 家直营卖场介绍	- 25 -
表 9、2023~2024H1 居然之家一店两制进度	- 31 -
表 10、居然之家北五环店销售阶梯提成细则	- 32 -
表 11、对比其他整装公司，公司的整装套餐最具性价比	- 33 -
表 12、可比公司盈利预测与估值对比（2024 年 11 月 26 日）	- 36 -

报告正文

1、家居卖场行业：卖场仍为家居主要销售渠道，龙头持续整合市场，压力或被过度放大

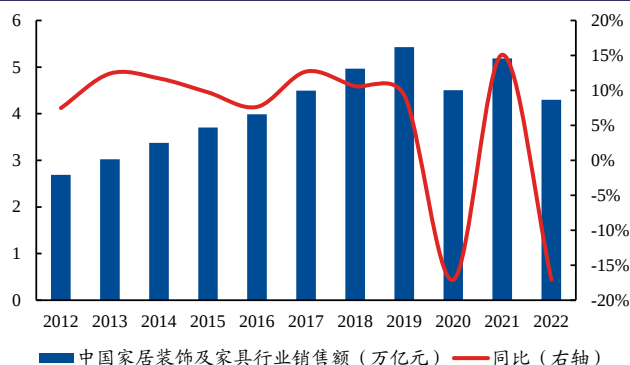
客观事实：家居行业销售承压，且家居线下零售端面临线上等渠道的分流压力。早期地产红利带动家居行业销售额稳步增长，但近期受疫情以及地产行业景气下行等负面因素影响，我国家居消费承压，2022 年中国家居装饰及家具行业销售额下滑至 4.3 万亿元，同比-17%；此外，根据欧睿的数据，2023 年家居用品线上销售占比已提升至 26.3%，正不断抢占流量。

图1 进入 2024 年我国地产表现相对承压



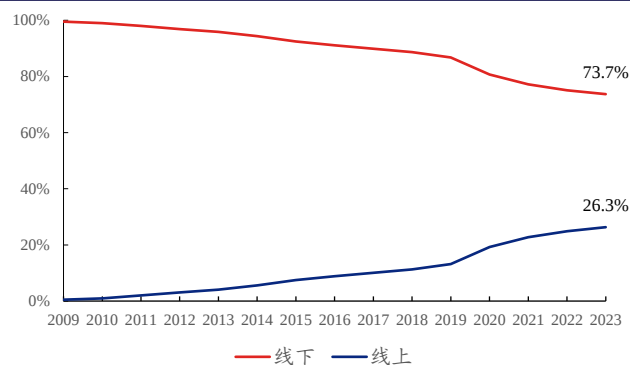
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2 2022 年中国家居装饰及家具行业销售额同比变动-17%



资料来源：美凯龙公告，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图3 2023 年家居用品线上销售占比快速提升至 26.3%



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理
注：统计口径为 Homewares and Home Furnishings

基于上述事实，传统线下家居卖场确实承受了一定的经营压力，但我们认为，头部卖场的压力或被过度放大。

原因一：存量房的改善性家居消费需求能够为市场提供新动能，以旧换新等政策刺激已初显成效。中国已逐渐进入存量房时代，2023 年起，家居销售额和新房销

售的变化趋势已经开始相背离，参考美国市场发展路径，新住房对于家居的催动效应将会逐步减弱，存量房的改善型需求会成为家居消费的有力新支柱。且从政策端看，24年以来地产政策端持续释放利好信号，各地政府均发布以旧换新的落地细则，对需求端有拉动，无论是地产还是家居行业都呈现边际向好的趋势。根据克而瑞数据，10月30个重点城市新房单月成交面积环比+44%，与三季度月均值相比+45%；16个重点城市二手房成交面积环比+16%；根据国家统计局数据，9-10月家居零售额同比转正。

图4 2023年起，我国家居和新房销售趋势相背离

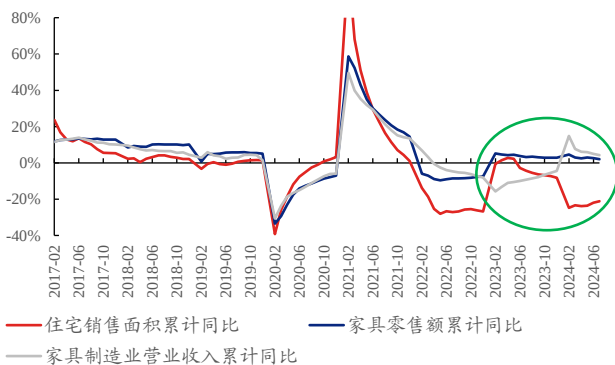
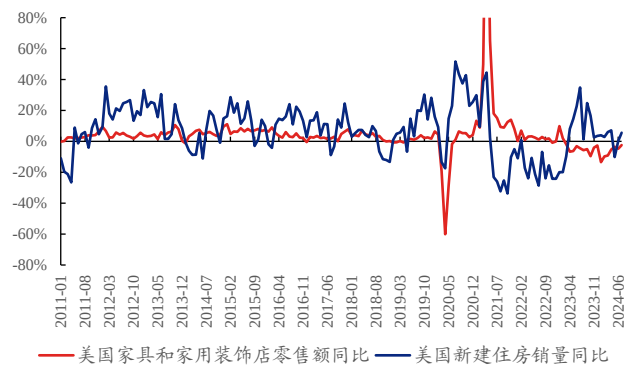


图5 存量环境下（美国）家居与新房销售关联性弱



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、2024 年地方层面家居以旧换新政策梳理

地区	发布时间	政策文件	细则
山东省	5月6日	《山东省设备更新和消费品以旧换新标准提升工作方案》	聚焦家装生产、旧房装修、厨卫局部升级改造和居家适老化改造，开展家居装饰装修产品国家级消费品标准化试点。推动参与制修订绿色建材评价、婴幼儿及儿童家具、木家具、人造板等国家标准。
北京市	5月30日	鼓励绿色智能消费品以旧换新补贴（非政策文件）	购买坐便器（包括智能马桶和智能马桶盖）、淋浴器、智能门锁、智能沙发、智能床等商品的消费者，按叠加所有折扣优惠后新品销售价格的10%标准给予补贴，单件商品最高补贴1000元。每个消费者享受每类1件、最多3类商品购新优惠。
青海省	8月14日	《青海省加力推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	省内签订整屋或局部装修、适老化及无障碍改造、全屋家具定制、全屋智能化改造合同的，按照实际装修合同金额进行分档补贴。其中，装修金额5万元(含)以上至10万元(不含)以下的可享受1.5万元家装补贴，装修金额10万元(含)以上的可享受3万元家装补贴。
浙江省	8月26日	《进一步推动消费品以旧换新行动方案》	对个人消费者购买智能门锁（含智能防盗门）、智能窗帘、智能晾衣架、智能照明、智能马桶（含智能马桶盖）、智能床（含智能床垫）、智能桌椅（含智能按摩椅）、智能沙发等智能家居产品的，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的15%予以立减优惠，每位消费者每类产品可补贴1件，每件商品补贴最高不超过2000元。消费者购买用于旧房装修、厨卫局部改造所需的饰面砖、地板、墙板、集成吊顶、套装门、整体柜、淋浴房、洁具等物品和材料的，按照上述品类购置价的20%给予补贴，每人每套房补贴金额最高不超过2万元。
四川省	8月27日	《关于进一步支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干政策措施》	对床、床垫、沙发、餐桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、淋浴器、灯具、装修材料等12类旧房装修、厨卫等局部改造产品，智能马桶(盖)、智能门锁、智能沙发、智能床等9类智能家居产品，智能床垫等6类适老化改造产品，按不超过30%的优惠比例，面向消费者分批分类分档发放消费券。
重庆市	8月29日	《重庆市加力促进消费品以旧换新实施方案》	对个人消费者2024年7月1日至2024年12月31日期间在参与活动银行借贷用于旧房装修、局部换新的消费贷款，将贴息时间延长至最长12个月，贴息标准提高到“按年利率2%、最高不超过4000元”予以贴息。
海南省	8月30日	《2024年海南省支持家装家居产品换新实施细则》	对全屋智能产品（含系统和产品）、家具（含床架、沙发、桌子、椅子、衣柜、床垫）、木地板、瓷砖、洁具（含浴缸、马桶、面盆、水龙头、花洒、拖布池、淋浴房等）、定制整体橱柜、门窗、门锁、乳胶漆、灯具、窗帘、吊顶、按摩椅、轮椅、淋浴椅、坐便凳等16类家装家居及适老化产品给予一次性补贴，补贴标准为销售价格的15%，每名消费者每类产品可补贴一次，每类补贴不超过3000元。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

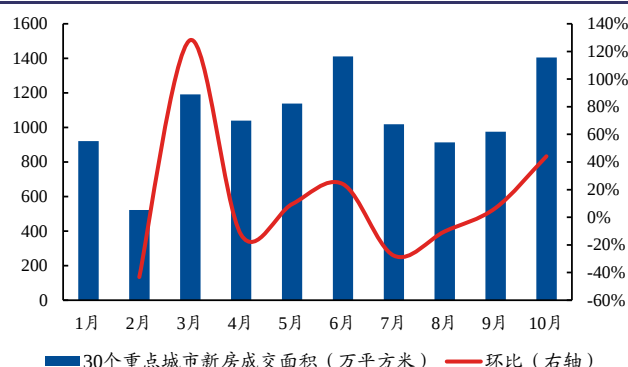
上海市	9月3日	《关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》	对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、橱柜、浴缸、坐便器等家电、家装、家居和适老化产品，相关产品按照销售价格的15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴1次，每次补贴不超过2000元。
江苏省	9月4日	《江苏省推动超长期特别国债资金支持消费品以旧换新的实施方案》	对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的智能马桶（含智能马桶盖）等17类绿色节能家电给予补贴，补贴标准为产品成交价格的15%；对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外给予产品成交价格5%的补贴。支持绿色建材产品消费，对购买家具、门窗、卫生陶瓷、室内板材、地瓷砖等绿色建材产品的个人消费者发放消费券，补贴标准为成交价格的15%左右，每人限领取3000元额度，消费者免审即享。
山西省	9月6日	《加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新具体措施》	消费者在参与活动的商家购买瓷砖、洁具、家具、软装、全屋定制、智能家居等类型的产品，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的15%享受一次立减，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
福建省	9月9日	《福建省加力支持消费品以旧换新实施方案》	不包含厦门市。对个人消费者购买家庭厨卫类（主要是厨电）、智能家居类（智能门锁、智能按摩椅、智能沙发、智能床、智能卫浴、智能马桶或盖、智能晾衣架）、装修改造类（水暖五金、家装建材、卫生洁具、床/床垫/沙发/橱柜/桌椅/整体定制柜等家具、开关灯具等全品类全品牌）产品予以补贴，每位消费者单笔消费满1000元，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后）的20%予以补贴，单笔消费最高补贴2000元，每位消费者累计享受补贴不超过20000元。
	7月1日	《福建省家装厨卫“焕新”补贴实施细则》	重点补贴坐便器、床、淋浴器、床垫、沙发、茶桌茶几、橱柜、衣柜、书柜、餐桌椅、书桌椅、智能门锁。对符合购买条件的个人消费者，剔除所有折扣优惠后，按照不超过最终成交价格的10%给予补贴，单件商品补贴不超过1000元，单个消费者享受补贴不超过3000元。
湖北省	10月23日	电动自行车、家装厨卫以旧换新补贴政策再升级（非政策文件）	新增茶几、餐边柜、水槽、龙头花洒（含淋浴柱）、坐便器、台（立）盆（柜）、镜面板、浴缸、窗帘、涂料、瓷砖、地板、门、窗、护墙板、石膏板、淋浴房、桑拿房、吊顶、灯具、开关、水管理系统、家庭智能化系统等产品。补贴力度方面，对个人消费者购买家装（含家具）产品，实施从200元—20000元的定额补贴，共分为七档。每位消费者单笔消费满1000元，给予200元定额立减补贴；满3000元，给予600元定额立减补贴；满5000元，给予1000元定额立减补贴；满10000元，给予2000元定额立减补贴；满30000元，给予6000元定额立减补贴；满50000元，给予10000元定额立减补贴；满100000元，给予20000元定额立减补贴。
	8月29日	《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则》	对个人消费者购买智能门锁、智能马桶（智能马桶盖）、智能晾衣架、智能卫浴等23类厨卫产品，按照产品支付价格的20%享受一次性立减补贴，单个消费者线上线下均可享受一次金额不超过2000元补贴。对个人消费者购买床架、床垫、沙发、桌子、椅子、衣柜、书柜、厨柜等全品类家装产品，每位消费者单笔消费满5000元，给予一次性1000元定额立减补贴；满10000元，给予一次性2000元定额立减补贴。
云南省	8月29日	《2024年云南省加力支持消费品以旧换新行动方案》	针对智能马桶类、智能门锁类等15类家电家居产品（产品须具有统一的国标13位商品编码），个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的产品（不含扫地机器人、智能门锁类、手机类）给予产品最终销售价格15%的补贴，其中，对购买1级及以上能效或水效标准的产品额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。对购买扫地机器人、智能门锁类产品给予最终销售价格15%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
湖南省	8月29日	《湖南省超长期特别国债资金支持消费品以旧换新实施方案》	对消费者本人名下符合条件的老旧房屋进行绿色化、智能化、适老化整体装修和局部改造，按照消费者在参与活动的家装家居企业首次支付款的一定比例给予一次性补贴，其中每套房屋可享受一次补贴且最高金额不超过3万元。
辽宁省	8月30日	《辽宁省2024年加力支持消费品以旧换新实施方案》	到2024年底，家装等产品改造换新5.5万户以上。个人消费者购买智能坐便器（含智能马桶盖）、按摩椅、智能沙发、智能床以及旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所需物品和材料购置，给予消费补贴。补贴标准为每户不超过购置物品销售价格的20%，每户最高补贴额度为2000元。
甘肃省	9月3日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的实施方案的通知》	针对智能门锁、智能马桶等智能家居，个人消费者交售废旧家电产品，在我省购买2级及以上能效或水效标准的家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。无能效或水效标识的家电产品，均按最终销售价格的15%补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。针对用于个人家庭住房装修的地面装饰材料（限瓷砖、木地板）、墙面装饰材料（限乳胶漆、壁纸、壁布）、柜体板材、橱柜、卫生洁具（限洗脸池、花洒、坐便器）、门窗6大类产品，按照最终成交价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品补贴不超过2000元，每套住房补贴不超过12000元。对个人消费者购买床（含床垫）、衣柜、沙发、电视柜、书柜、餐桌（含椅子）6大类家具用品，按照最终成交价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元，每位消费者最高补贴不超过12000元。

广东省	9月5日	《深圳市超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新实施方案》	对于采取全屋整体装修的，按照合同总价款的20%给予补贴，最高不超过3万元；对于局部装修改造的，按照家装物品和材料总价款的20%给予补贴，单个消费者累计补贴不超过2万元。
	8月22日	《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》	对消费者购买旧房装修和厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料给予补贴。消费者在各地市明确的商家或平台购买补贴品类中的家装产品，按照标准享受补贴。
贵州省	9月6日	《2024年超长期特别国债支持消费品以旧换新工作实施方案》	支持个人消费者购买智能马桶（智能马桶盖）、智能门锁、智能沙发、智能床等家居产品，按照产品购置发票总额的20%给予补贴，最高补贴2000元。每位消费者最多可享受3次补贴。
陕西省	9月11日	《陕西省加力支持消费品以旧换新实施方案》	对个人消费者购买智能马桶（盖）、智能门锁产品，家具、卫浴、自动感应灯具的旧房装修和居家适老化改造产品给予一定补贴，按照最终销售价格20%给予补贴，每件补贴不超过2000元。
安徽省	9月12日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	对个人消费者购买2级能效（水效）标准的智能马桶（含智能马桶盖）等6类家装厨卫产品，给予产品销售价格15%的补贴；对购买1级能效（水效）标准的上述产品，给予产品销售价格20%的补贴。对个人消费者购买智能门锁、智能晾衣架、智能床、智能床垫等智能家居产品，给予销售价格15%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件产品补贴不超过2000元。
江西省	9月19日	《江西省加力支持消费品以旧换新实施细则》	对个人消费者购买家具、家装建材、智能家居等物品和材料价格在500元以上的，给予不超过最终成交价格20%的补贴，每位消费者申领的补贴不超过1万元。对消费者在新房装修中所购买的物品和材料可参照上述补贴标准执行。
吉林省	9月19日	《吉林省支持家装家居产品换新实施细则》	对购买旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物料和材料，以及智能家居产品的消费者给予适当补贴，包括成品类（床、床垫、沙发、衣柜、智能马桶等）、定制类（套装门、套装窗、整体柜、瓷砖、地板）、适老化产品（护理功能床垫、按摩椅）等，每位消费者每类产品只可享受补贴1件（次），按购买商品实际成交价格的15%给予补贴，每类产品补贴不超过2000元，每位消费者累计补贴最高15000元。
黑龙江省	9月21日	《黑龙江省家装厨卫“焕新”补贴实施细则》	消费者购买符合条件的补贴产品，包括智能马桶（含智能马桶盖）、淋浴器等10类具有统一的国标13位商品编码的商品，可按照剔除所有折扣优惠后成交价格的20%享受一次立减补贴（不可与政府消费券及其他政府补贴资金同时使用），每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
河北省	9月23日	《河北省2024年家装以旧换新工作方案》	对购买符合要求装修产品和材料（成品家具、定制化家具、卫浴洁具、门窗、智能锁等七类产品），按销售价格（剔除所有折扣优惠后成交价格）的15%比例予以补贴，每位消费者每类产品可补贴1次，每类补贴不超过2000元。
天津市	9月27日	《2024年天津市家居焕新补贴活动细则》	对购买智能门锁、电动沙发、电动按摩椅、电动智能床垫（含电动智能床）、智能马桶（含智能马桶盖）的个人消费者给予消费立减补贴，按照产品最终销售价格的15%给予立减补贴，每件补贴金额最高不超过2000元。每位消费者无论线上线下，每个商品品类可享受补贴1件。
	9月10日	《天津市加力支持消费品以旧换新工作实施方案》	结合旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造、促进智能家居消费等需求，按照厨卫家电焕新、智能家居消费和适老化产品购置三个方向制定补贴产品目录，原则上按照产品销售价格15%的比例给予个人消费者补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
河南省	10月22日	《2024年度郑州市旧房装修、厨卫改造所用材料物品购置补贴操作细则》	消费者购买用于旧房（全市行政区域内建成后，使用一年以上的住宅）装修或厨卫等局部改造所需的地板、墙面、饰面砖、门窗、吊顶、窗帘、家具、洁具、洁具、淋浴房、管线等11类享受本次补贴，按购置价的20%给予补贴。进行全屋整体装修的，按照与装饰装修企业签订合同总价款的10%给予补贴。每人且每套房补贴金额最高不超过2万元。补贴申请人须为房屋产权人。

资料来源：各地政府官网，北京市商务局，上海市人民政府，重庆市商务委员会，浙江省人民政府，江苏省发改委，四川省人民政府，湖北省商务厅，湖北日报，福建省发改委，海南省商务厅，青海省商务厅，山西省人民政府，云南省人民政府，甘肃省商务厅，河南省人民政府，郑州市住房保障和房地产管理局，广东省人民政府，深圳市人民政府办公厅，河北省发改委，毕节市人民政府，湖南省人民政府，辽宁省人民政府，佳木斯广播电视台微信公众号，安徽省发改委，江西省商务厅，山东省发改委，山东省发改委，陕西省商务厅，天津市商务局，天津市人民政府，吉祥新闻第1报道微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

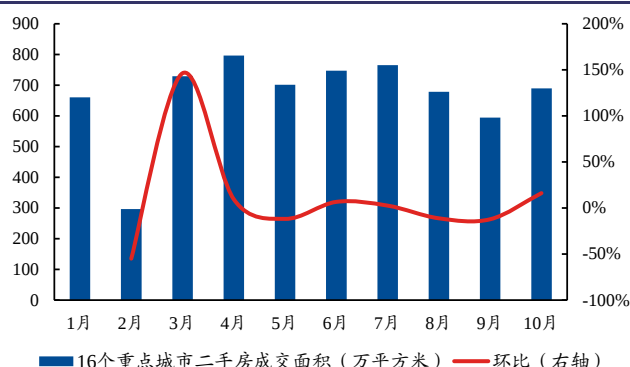
注：统计截至2024年10月23日。

图6 10月新房单月成交面积环比+44%



资料来源：克而瑞公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

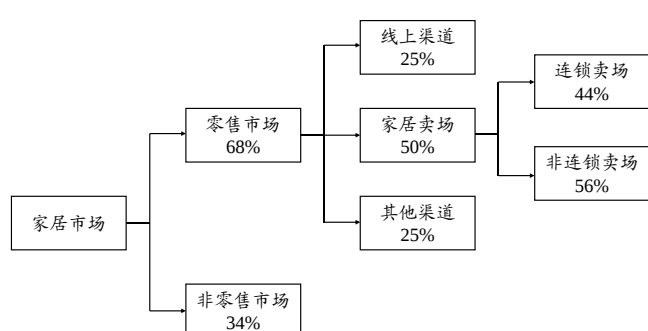
图7 10月二手房成交面积环比+16%



资料来源：克而瑞公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

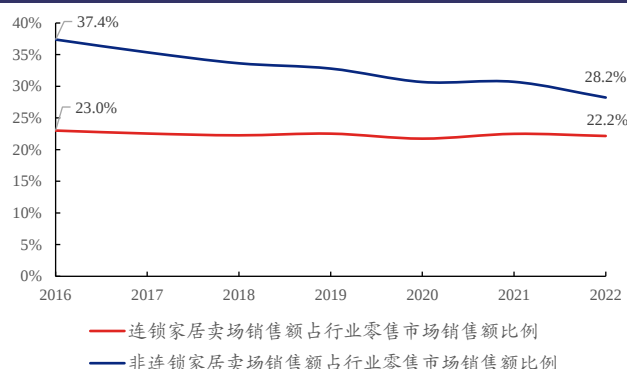
原因二：家居消费注重线下体验，目前零售渠道仍以家居卖场为主，且连锁家居卖场的话语权更强，并未被线上分流。目前家居卖场仍具有不可替代性：①家居消费重体验，大件家居产品定制化程度高，线上体验效果欠佳；②线上线下品类仍有区隔，线上只有部分品类在销售；③家居卖场可提供背书，会对商户先进行一轮初步筛选，产品品质更能得到保证；④家居卖场销售的产品品类齐全，能满足消费者一站式采购的需求。而由于连锁家居卖场的品牌背书能力更强，品类更齐全，整合流量的能力更强，往往话语权更高，并不会被线上流量分流，被分流的往往是非连锁的小型卖场，2016-2022年连锁家居卖场销售额占行业零售市场的销售额比例相对稳定，约22-23%，而非连锁家居卖场销售额占行业零售市场的销售额比例下降约9pct。

图8 2022年家居销售渠道拆分



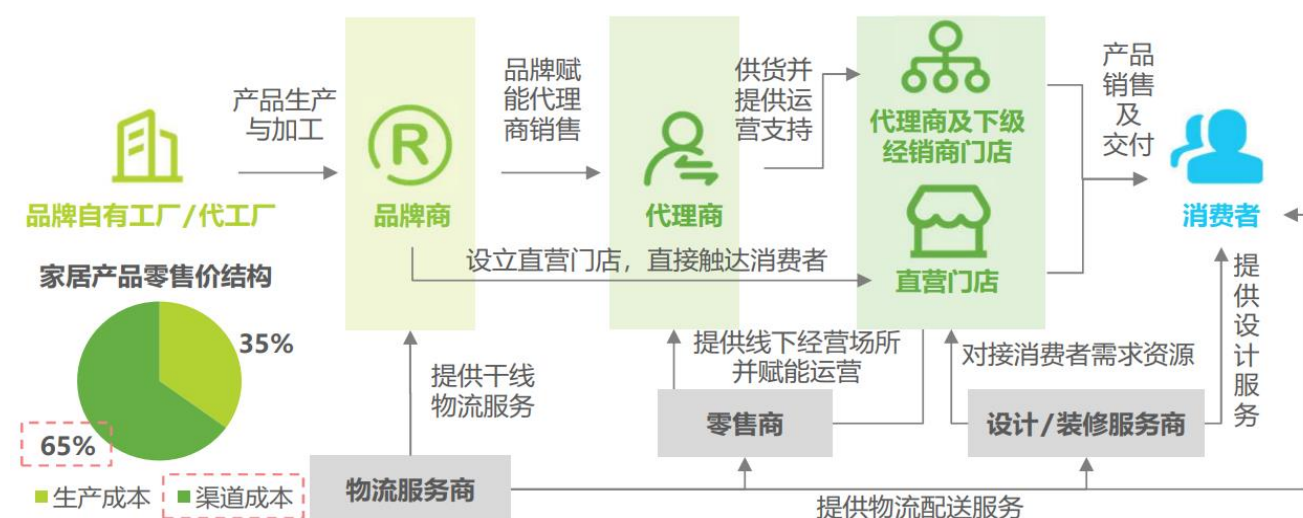
资料来源：美凯龙公告，弗若斯特沙利文，欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图9 连锁家居卖场销售额占比相对稳定在22-23%



资料来源：美凯龙公告，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

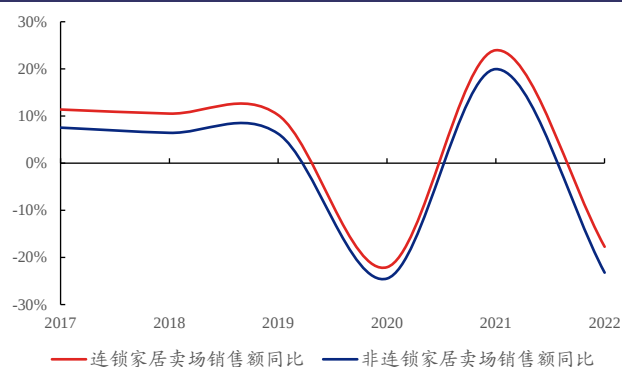
图10 家居消费链路复杂，家居卖场凭借流量聚合能力占据核心话语权



资料来源：艾瑞咨询《2024年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

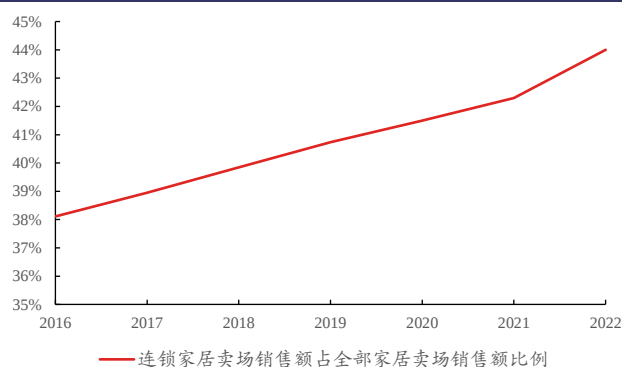
原因三：连锁家居卖场的经营韧性更强，头部卖场或具有 α 属性，份额逆势提升的速度更快，长期看成长空间仍然广阔。家居卖场呈现“大行业、小企业”的竞争格局，区域龙头（如富森美）依托地域优势深耕区域市场，全国龙头（南美凯龙、北居然）一二线布局已基本完成，将继续下沉至三四线。从零售额角度看，2022年美凯龙和居然之家市占率合计约15.6%，行业集中度较低，未来开拓空间大。从历史上看，在2017-2018、2020、2022年家居行业受到冲击时，相比于非连锁卖场，连锁家居卖场的销售额压力更低，彰显经营韧性，且龙头企业往往能做到逆势提升，份额集中度增速反而进一步加快。

图11 连锁家居卖场的韧性更强



资料来源：美凯龙公告，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图12 2022年家居卖场的连锁化率提升至44%



资料来源：美凯龙公告，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图13 家居卖场龙头市占率持续提升，2022 年 CR2 约 15.6%

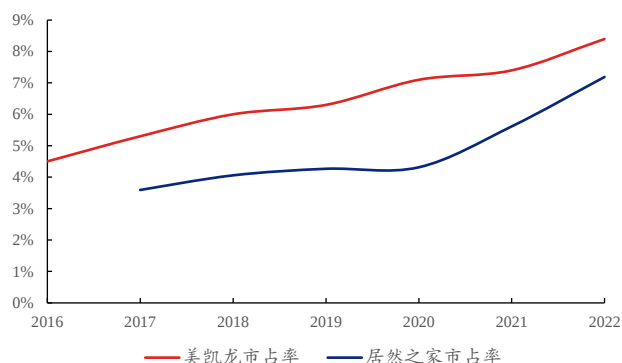
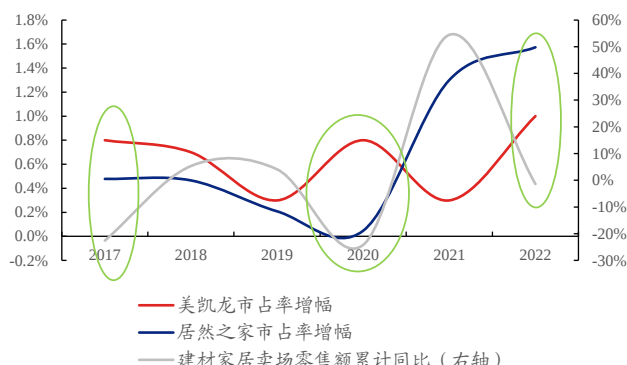


图14 从历史情况看，行业承压时头部企业的份额提升速度更快



资料来源：各公司公告，公司官网，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

注：市占率=公司零售额（GMV）/所有家居卖场零售额

资料来源：各公司公告，公司官网，弗若斯特沙利文，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、全国主要家居卖场梳理

类型	企业	分布区域	卖场数量 (家)	总经营面积 (万平)	总销售额 (亿元)
全国连锁	红星美凯龙	全国布局，华东、华南为主	416	2172	1230 (2022 年)
	居然之家	全国布局，华北为主	414	1300	1176
	月星家居	全国布局，江苏、上海为主	200+		
	欧亚达	全国布局，湖北为主	130	700	500+
区域连锁	富森美	四川	10 家左右	自营超 110	
	第六空间	江苏、浙江	39	290	

资料来源：各公司公告，各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：美凯龙、居然之家、富森美数据来源于 2023 年年报，月星家居、欧亚达、第六空间数据来源于官网口径

原因四：头部卖场传统线下渠道智能升级与线上渠道开拓并驾齐驱，泛家居市场展现强劲增长弹性。首先，新零售模式契合消费者线上+线下购买结合的消费习惯，可解决传统经营模式存在的诸多痛点。头部卖场红星/居然之家等纷纷与阿里等线上渠道龙头战略合作，推动线上线下深度融合发展，领跑新零售转型。其次，2023 年我国智能家居渗透率较低仅为 19%，但体量却已达到世界第二，约 276 亿美元，未来成长空间广阔。头部卖场也纷纷布局智能家居新方向，例如居然之家打造居然智慧家业务，加速卖场向智能家居体验中心转型，构建“人、车、家”为一体的智能生活体验场景。总结看，借助智能家居与新零售的春风，预计泛家居全渠道零售额仍将保持稳定增长，2025 年增长至约 5 万亿元。

The diagram illustrates the relationship between existing pain points and digital empowerment paths across three stages: Cognitive, Experience, and Delivery/Post-sale. Each stage is represented by a blue box on the left, with a corresponding list of pain points in the center and digital empowerment paths on the right, connected by blue arrows.

现存主要痛点

认知环节

- B端**
 - 难以准确了解消费者偏好和需求
 - 触达效率低，获客成本高
 - 可能导致库存滞销、过度库存

体验环节

- C端**
 - 获取信息所需时间成本高
 - 信息整合效率低
- B端**
 - 产业链条过长
 - 各个环节服务割裂、信息不对称
 - 行业存在不容忽视的冗余成本
- C端**
 - 传统卖场服务形式沟通成本高
 - 展示方式对年轻群体场景化、智能化体验需求满足情况不到位

交付及售后环节

- B端**
 - 缺少统一的服务流程和标准
 - 履约水平偏低
 - 售后服务成本高昂
- C端**
 - 传统卖场的服务响应速度较慢，灵活性偏低

数字化赋能路径

- 数据分析和个性化推荐算法**

家居企业能够更好掌握消费者的购买偏好，并提供相应的产品选择。
- 搭建卖场经营、家居零售管理系统**

提升运行效率。
- 开设智能化家居体验中心**

带给消费者智能家居沉浸式体验路径。
- XR、云渲染等技术**

消费者能在线体验家居产品、定制家居布局。
- 搭建到家、售后管理系统**

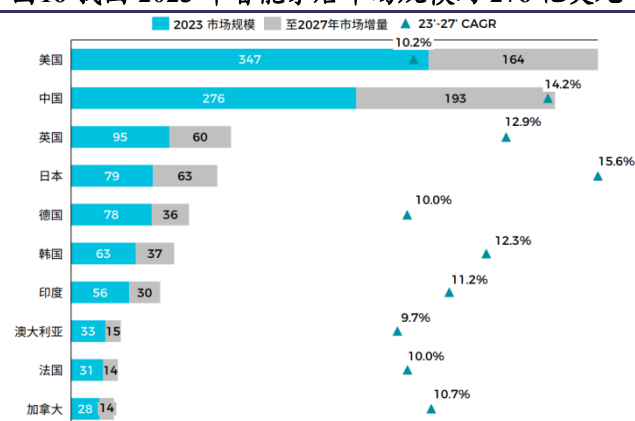
社交媒体平台品牌矩阵建设
- 家居企业可以更快更灵活地响应消费者的需求和反馈。**

表 3、主要卖场数智化&新零售布局情况梳理

公司名称	数智化&新零售布局
居然之家	(1) 公司已完成洞窝、居然设计家和居然智慧家三大数智化平台的建设。截至 2024H1, 洞窝累计上线卖场达 1016 家, 入驻商户超过 11 万家; 居然设计家全球注册用户数量超 1616 万, 设计案例数超 3522 万, 模型数量超 1391 万; 居然智慧家实现互联互通的合作品牌超 200 家, 已开业门店 128 个。 (2) 公司构建了官方账号+垂直内容账号的流量矩阵, 2024H1 累计新增粉丝 1906.2 万人。集团总部开展了老汪来了、总裁价到、以旧换新等 10 余场大型直播, 成交订单 5.8 万笔, 直播间总计曝光 2123.5 万次。
红星美凯龙	(1) 对全国商场进行数字化升级, 建立线上天猫同城站, 扶持传统经销商使其具备线上运营的能力。 (2) 2022 年推出金牌导购万人直播项目, 鼓励商场内导购积极参与直播, 推进线上带货。 (3) 2023 年联合天猫发布超级星主播项目, 重点孵化一批既懂专业又有影响力的家居家装领域网红 IP 主播。
月星家具	探索创新“环球云”、“设计云”和“直播云”新模式, 打通“私域流量”、“精准流量”和“公域流量”。
欧亚达	(1) 与盒马鲜生、国美电器等达成战略合作, 构建新时代的“泛家居生态消费圈”。 (2) 完成对绘一科技(运用人工智能技术一键智能完成家居设计方案)千万级别的 Pre-A 轮战略投资。

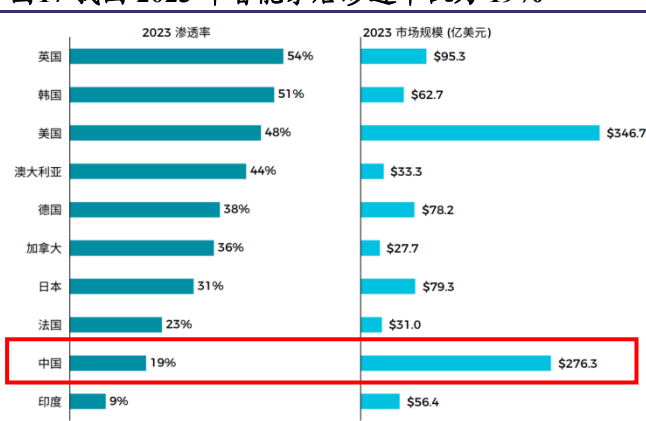
资料来源：各公司公告，各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图16 我国 2023 年智能家居市场规模约 276 亿美元



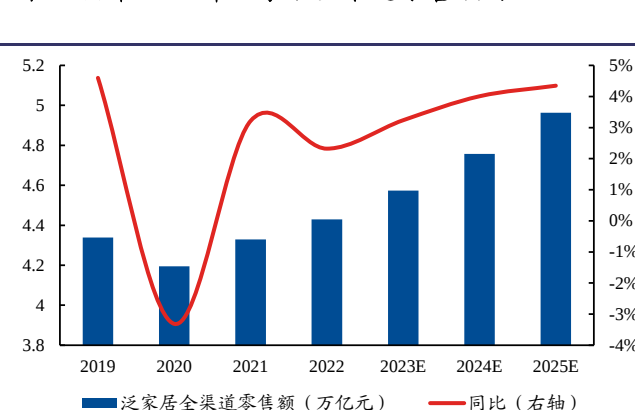
资料来源：Meet Intelligence《2024 全球智能家居市场深度研究报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图17 我国 2023 年智能家居渗透率仅为 19%



资料来源：Meet Intelligence《2024 全球智能家居市场深度研究报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

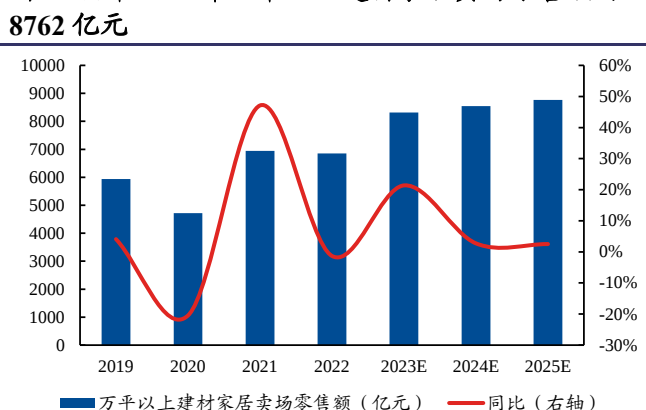
图18 预计 2025 年泛家居全渠道零售额约 5 万亿元



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

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19 预计 2025 年万平以上建材家居卖场零售额约 8762 亿元



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

2、居然之家：引入战投金隅集团开启龙头全业务链合作，未来业务空间放大

2.1、北京起步，拓展全国，目前已布局泛家居全产业链

公司发展分为三个阶段，卖场业务由北京起步，逐步拓张至全国，上市后持续布局泛家居全产业链，已搭建层次分明的业务结构。

第一阶段（1999-2004 年）起步于北京市场：公司于 1999 年于北京成立，2003 年第二家卖场十里河店开业，迈出连锁发展步伐。

第二阶段（2005-2015 年）开始向全国进行扩张：2005 年外埠第一家分店——太原春天店开业，标志公司正式步入全国扩张阶段；截至 2014 年，公司已开设 100 家卖场，已成为全国综合性家居卖场龙头。

第三阶段（2016 年至今）开始布局泛家居全产业链：2016 年公司成立居然设计家并布局电商平台，2019 年成立智能家居服务平台居然管家布局家居售后服务板块，2021 年数字化平台洞窝上线，公司数字化新零售的业务模式初步成型，2023 年首家智能家居体验中心在北京通州店开业，2024 年北京十里河店整装体验中心开业。整体看，公司已深度布局泛家居全产业链，已成功搭建层次分明的多元业务结构。

表 4、公司发展历程

发展阶段	年份	事件
起步阶段	1999	公司成立于北京，开设第一家卖场北四环店
	2000	在行业内首倡“先行赔付”
	2003	在北京开设第二家卖场十里河店，并先后成立丽屋建材超市和装饰公司
全国扩张阶段	2005	外埠第一家分店——太原春天店开业，正式步入全国扩张阶段
	2014	第 100 家卖场，兰州雁北路卖场开业
泛家居全产业链布局阶段	2016	先后成立智慧物联科技有限公司、电商平台居然设计家，并收购美家达人（Homestylar）
	2017	第 200 家卖场——长春太阳城店开业
	2018	获得阿里巴巴、泰康集团等 130 亿元战略投资，签约卖场突破 400 大关
	2019	智能家居服务平台居然管家上线，签约卖场数破 600 大关，并成功借壳上市
	2020	非公开发行募资 35.9 亿元，海外战略开启，签约柬埔寨金边项目
	2021	数字化平台洞窝上线
	2022	发布以旧换新战略
	2023	首创“一店两制，销售分成”战略，首家智能家居体验中心在北京通州店开业，
	2024	北京十里河店整装体验中心开业，海外金边店和澳门店投入运营，上线跨境电商平台新窝

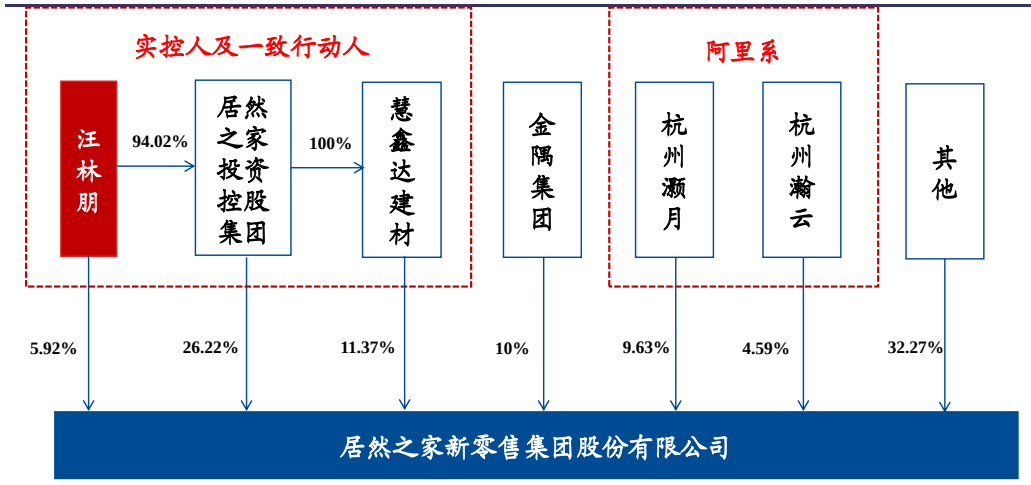
资料来源：Wind，公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、股权结构稳定，员工持股计划绑定核心员工

公司股权结构稳定，实控人汪林朋具备绝对话语权。截至 2024H1，公司实控人汪林朋及其一致行动人居然之家投资控股集团和惠鑫达建材合计持股 43.51%，股权相对集中且稳定，决策效率高。公司还引入战略投资者金隅集团以及阿里巴巴，其中金隅集团的多个家居品牌以及整装门店已经成功入驻居然之家卖场，而阿里巴巴与公司的合作主要集中在数字化转型升级领域。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图20 实控人汪林朋及一致行动人持股比例约 43.51%（截至 2024H1）



资料来源：公司公告，爱企查，兴业证券经济与金融研究院整理

推出员工持股计划绑定核心员工。公司拟使用不超过 4233 万股股票推出员工持股计划，共设置 4 期，每期解锁 25%，考核目标为每年的 GMV 同比增速不低于 10%，目前 2023 年的考核目标已达成。本次员工持股计划有利于充分激励管理层和员工，实现各方利益的深度绑定，提高管理层和员工工作积极性。

表 5、公司员工持股计划情况梳理

解锁安排	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标	达成情况
第一个解锁期	股票过户后起算满 12 个月	25%	2023 年 GMV 同比增速不低于 10%	已达成，同比 11.7%
第二个解锁期	股票过户后起算满 24 个月	25%	2024 年 GMV 同比增速不低于 10%	2024H1 同比+16.2%，上半年看暂时达成
第三个解锁期	股票过户后起算满 36 个月	25%	2025 年 GMV 同比增速不低于 10%	-
第四个解锁期	股票过户后起算满 48 个月	25%	2026 年 GMV 同比增速不低于 10%	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、引入战略投资者金隅集团，推动龙头间全产业链协同

2023 年底引入战略投资者金隅集团，围绕全产业链推动龙头间业务协同。2023 年 11 月 17 日公司发布公告，居然之家及其一致行动人汪林朋、慧鑫达建材与金隅集团签署了《股份转让协议》，转让 6.29 亿流通股（占公司总股本的 10%）给金隅集团，作价 22.32 亿元、折 3.55 元/股；同日与金隅集团签订战略合作协议，双方将探索在全产业链协同发展，围绕卖场业务、房地产开发业务、资产盘活利用、整装业务与物业管理、数字化转型、物流与检测业务、资源综合利用等七大领域，开展全方位深层次多元化的合作，强强联合，实现互利共赢。

表 6、公司与居然之家在多领域达成合作

合作领域	具体内容
卖场业务	金隅集团积极推动建材商贸门店入驻公司卖场，提升居然整体出租率，相应的，公司给予入驻门店租金优惠、营销资源，为金隅集团绿色建材产品提供更多宣传推介机会
房地产开发业务	金隅集团优先考虑从公司的卖场租户中采购精装修材料，推动卖场 GMV 提升
资产盘活利用	公司在拓展家居卖场、购物中心、仓储物流业务布局时优先考虑金隅集团的旗下物业，相应的，金隅集团同样给予公司一定租金优惠
整装业务与物业管理	双方推动旗下整装业务融合发展，同步完善“建材-建筑-装饰-装修”一体化产业链，同时互相借鉴经验和优势，提升整体业务规模，降低综合管理成本费用
数字化转型	双方共同发展数字产业平台，提升家居产业数字化水平，公司有望在地产、家装、家居、零售等业务赋能金隅集团，推动其数字化转型，并推动双方数据融合，加强对消费者的赋能能力
物流与检测业务	双方共同谋划利用金隅集团的土地建设仓储物流基地，加速金隅集团网络货运业务与乙公司“洞车”平台的资源整合、服务共享。
资源综合利用	充分发挥公司收集渠道和金隅集团处置技术的互补优势，金隅集团消纳处置以旧换新的老旧家居等无法回收利用的废弃物，提升自身燃料替代率

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

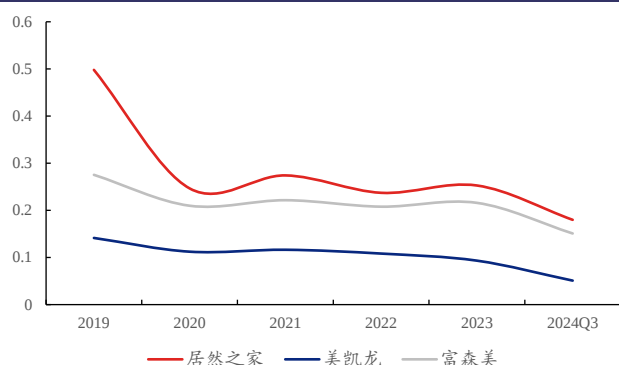
从具体合作落地角度看，在卖场业务方面，金隅集团所属企业品牌（天坛家具、爱乐屋、科勒、TOTO）加速入驻公司卖场，截至 2024 年 6 月 30 日，入驻摊位数量达 50 个；新开门店方面，天坛整家石家庄、保定门店选址公司卖场；整装方面，科勒、TOTO 等品牌已进入居然乐屋整装供应链。作为两个龙头企业，双方合作提升了经营效益的同时推动了家居建材行业稳定健康发展。

金隅集团的入局，彰显对于公司终端销售&服务能力的认可。（1）整装业务方面，金隅集团整装业务分为“整装、整家、美家”三种不同店态，目标客群不同，三大店态所布局的城市区域也有所不同。而这也意味着金隅集团需要为整装业务投放更精细化的配套服务（例如设计能力、供应链以及交付服务等），面向消费者的“最后一公里”短期内很难布局完善。而居然之家具备庞大的渠道网络、丰富的后端服务经验、强大品牌影响力和营销能力，都将成为金隅集团布局整装的重要助力。（2）作为京津冀最大的建材生产供应商之一，金隅集团在建材业务上有丰富的积累，能充分整合前端产业链，双方合作后，金隅集团可借助居然之家覆盖全国的销售网络，进一步优化渠道布局，推动建材业务的发展。

2.4、财务分析：亮点在于轻资产运营，收入稳定，利润阶段承压

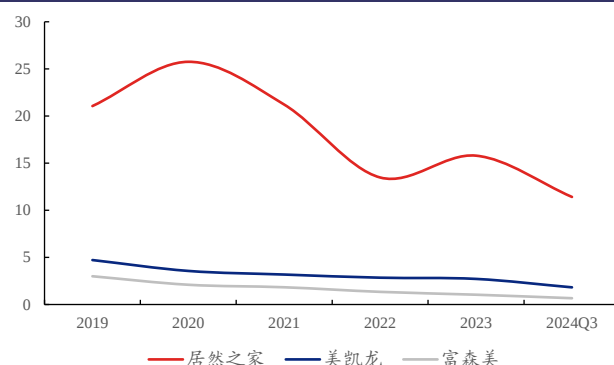
从报表端看，公司亮点在于轻资产运营。轻资产模式（自有卖场占比低）重运营，优势体现在公司周转率远超同业，资产获利能力强。但较高的使用权资产和租赁负债，也会面临较大的折旧和利息压力。随公司持续精细化运营，加强对使用权资产和租赁负债的控制，二者已呈现确定性的下降趋势。截至 2024Q3 末，公司使用权资产下降至 120.7 亿元，占流动资产比例下降至 26.3%；租赁负债下降至 140.9 亿元，占流动资产比例下降至 67.7%。展望未来，公司有望通过减少使用权资产折旧和租赁负债利息，进一步释放利润弹性。

图21 公司总资产周转率行业领先



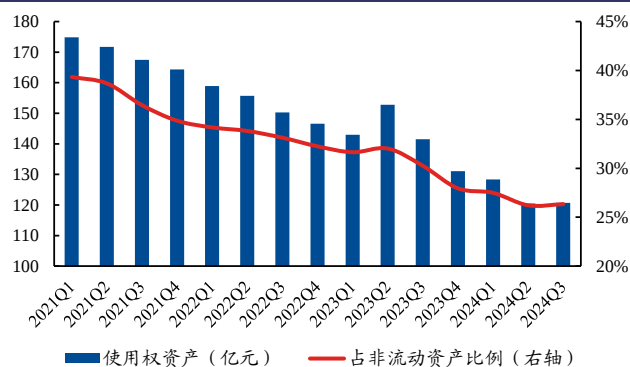
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2020年后，由于合并武汉中商，总资产上升

图22 公司存货资产周转率行业领先



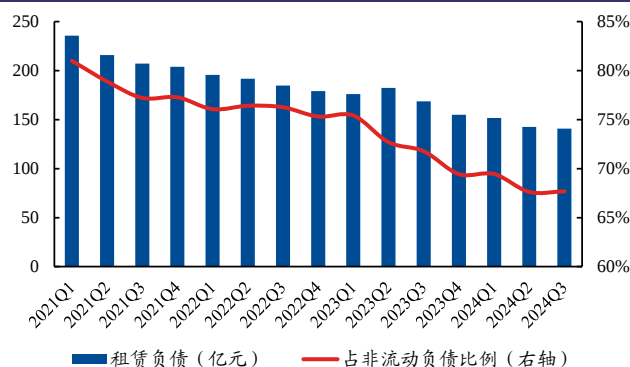
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图23 公司使用权资产整体呈下降趋势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24 公司租赁负债整体呈下降趋势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司收入规模相对稳定，受疫情和消费力下行影响，利润阶段性承压。收入端看，2020年和2022至今，收入增速放缓主要系疫情&地产景气下行影响，部分卖场暂停营业，并给予商户租金减免；2021年收入增速较快，一方面由于卖场业务收入回暖，另一方面系武汉中商零售业务及居然智慧家规模高速增长所带动。利润端看，由于收入增速放缓，而公司费用投放的力度相对较大，导致利润端承压。公司2024Q1-Q3实现收入94.79亿元，同比-2.7%；实现归母净利润7.32亿元，同比-36.4%。预计随着地产景气度提升，家居消费复苏，未来收入和利润均有望回暖。

图25 2024Q1-Q3 公司营收 94.8 亿元，同比-2.7%

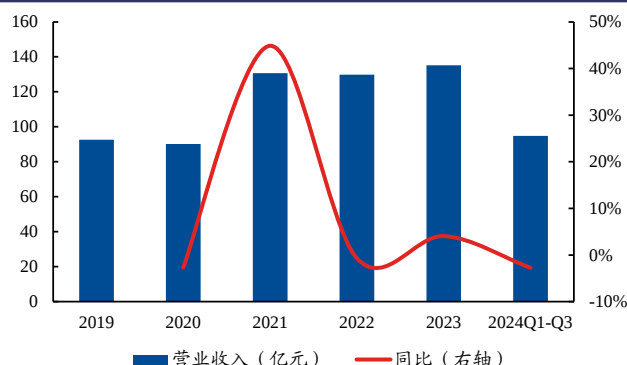
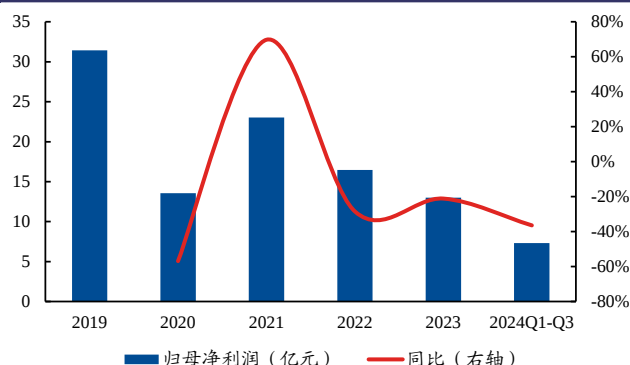


图26 2024Q1-Q3 公司归母净利润 7.32 亿元，同比-36.4%



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分业务看，直营模式的租赁及管理业务收入仍为公司最主要收入来源，商品销售业务成为收入增长的主要来源。近年来，公司基本盘租赁及管理业务收入规模受疫情及地产景气度下行影响，并未有较大增长，但仍是公司第一大业务，2024H1 收入占比为 48%。由于并表武汉中商+居然智慧家业务快速发展，商品销售业务规模迅速提升，成为公司收入增长的主要来源，2024H1 收入占比提升至 44%。

图27 2019-2024H1 商品销售业务成为收入增长的主要来源

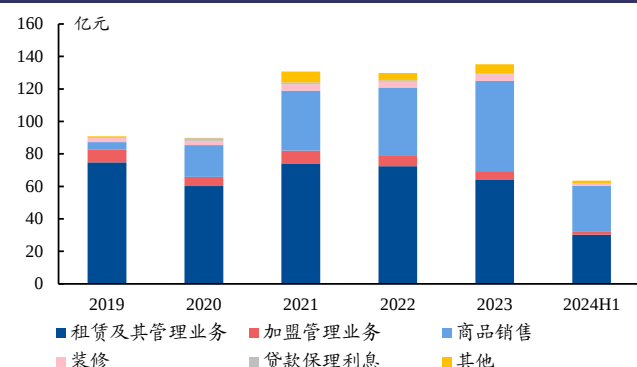
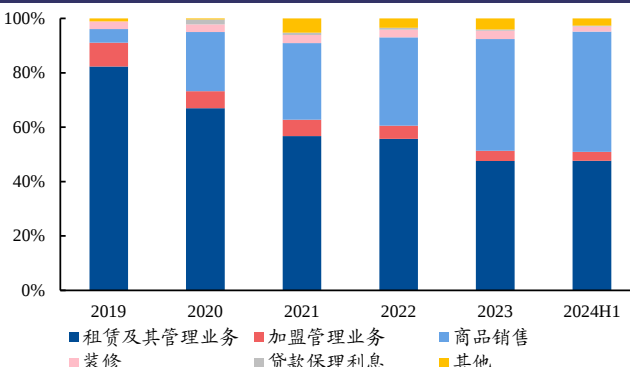


图28 2024H1 租赁及管理业务收入占比为 48%，仍是公司基本盘



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

家居主业毛利率稳中有升，归母净利率有望逐步修复。2019 年至今，公司毛利率稍有下降，主要原因为业务结构变动所致，低毛利的商品销售业务占比提升拉低整体毛利率。公司主业家居卖场业务毛利率保持震荡向上趋势，2020 年和 2023 年短暂承压，主要受疫情以及地产周期影响，公司主动减免部分租金所致。公司归母净利率稍有下滑，一方面是毛利率下滑所致，另一方面是由于公司收入增速放缓，而费用投放的力度相对较大，导致归母净利率承压。展望未来，随宏观经济与地产大环境回暖，预计归母净利率将逐步修复。

图29 公司毛利率和归母净利率整体呈下滑趋势

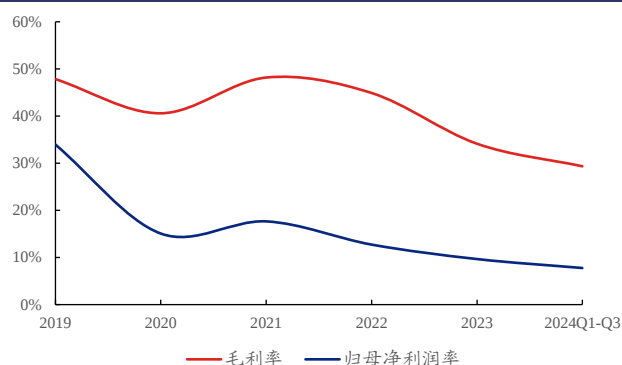
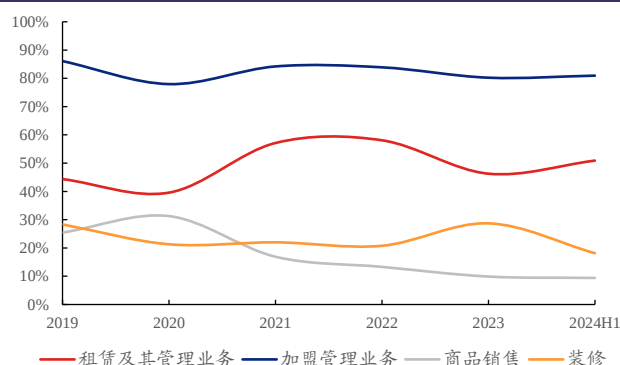


图30 分业务看，主业家居卖场业务毛利率保持稳定



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

与可比公司相比，公司直营卖场业务毛利率较低，主要原因为公司主要采用轻资产模式进行扩张，直营卖场中租赁物业占比较高，因而存在刚性的使用权资产折旧（租金）成本；而自有卖场（属于投资性房地产）若使用公允价值模式计量则无折旧成本，因此毛利率更高。但与美凯龙相比，公司归母净利率水平更高，则体现了公司的费用控制能力更优秀。

图31 与同业相比，公司直营卖场毛利率较低

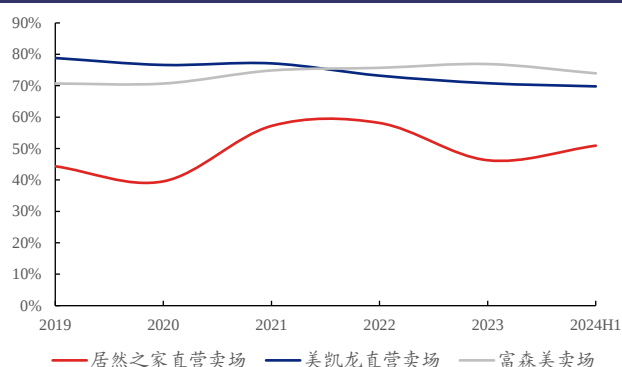
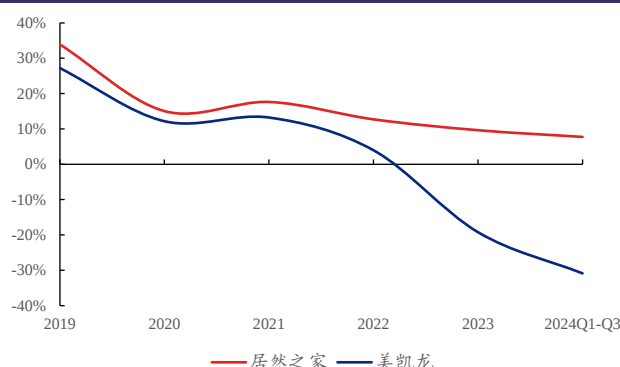


图32 相较于美凯龙，公司归母净利率水平较高



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图33 受收入增速放缓影响，公司期间费用率上升

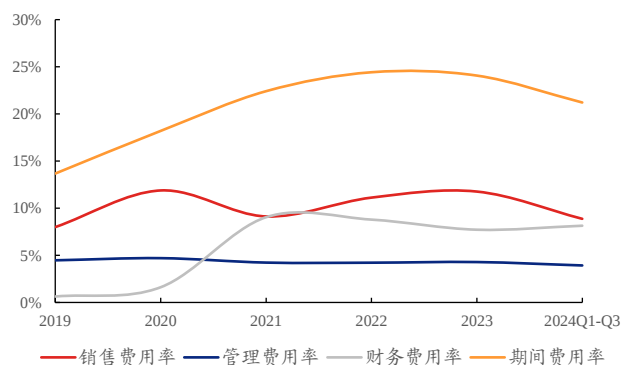
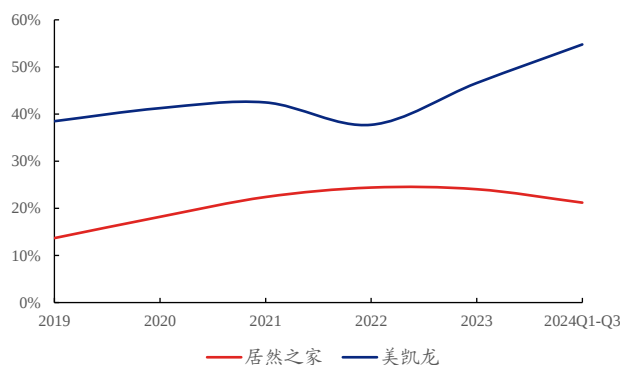


图34 相较于美凯龙，公司费用控制能力更优秀



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：指标代表期间费用率

3、核心竞争力：外部因素导致行业竞争格局变化，主业家居卖场业务空间具备持续性

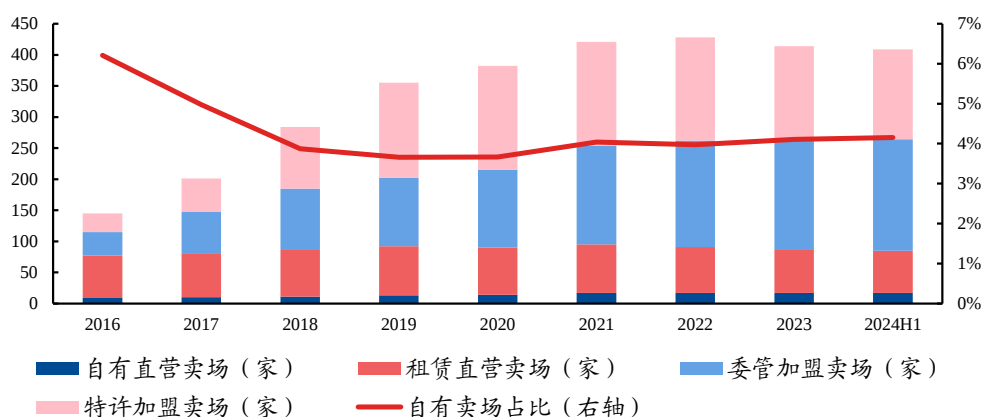
公司主要有两类卖场。(1) **直营卖场**：根据产权性质差异可分为自有卖场和租赁卖场，公司直接承担店面选址、物业建设、装修、招商引资、商户管理等一系列工作，自主运营管理；收入来源于向商铺收取的租金、物业和市场管理费等。(2) **加盟卖场**：根据是否向加盟商派遣委管人员分为委管加盟卖场和特许加盟卖场，公司与加盟方签订协议，授权加盟方使用居然之家商标与商号等资源开展经营，收入主要来源于收取的加盟费和权益金费用（按照加盟卖场营业收入的一定比例提取）。在直营与加盟的双轮驱动下，公司卖场数量稳步增长。截至 2024H1，公司共拥有 409 家家居卖场，包含 85 家直营卖场（17 家自有+68 家租赁）及 324 家加盟卖场（179 家委托管理加盟+145 家特许加盟）。

图35 公司不同类型卖场的商业模式对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

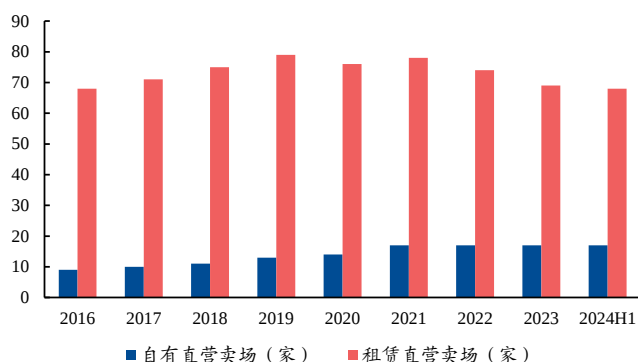
图36 截至 2024H1，公司共拥有 409 家家居卖场



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

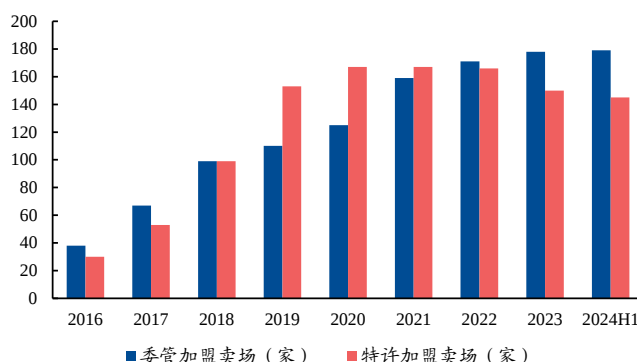
分卖场类型看，直营卖场数量稳中有升。2016-2024H1，公司直营卖场总数由 77 家增长至 85 家，其中自有卖场数量翻倍，由 9 家增长至 17 家；租赁卖场数量有所波动，2016-2021 年间卖场数量由 68 家扩张至 78 家，但 2022 年开始受外部环境的影响，租赁卖场数量稍有下滑。分区域看，直营卖场主要分布在华北/华中等优势地区，主要覆盖当地一二线城市。加盟卖场快速扩张，近两年增速放缓。2016-2022 年，公司加盟卖场数量由 68 家迅速增长近 5 倍至 337 家，其中委托管理与特许加盟卖场几乎同步扩张，大部分分布在三四线及以下城市。2022 年以来同样受到外部环境的影响，部分卖场加盟意愿减弱，使得加盟卖场扩张速度放缓。

图37 直营卖场数量稳中有升



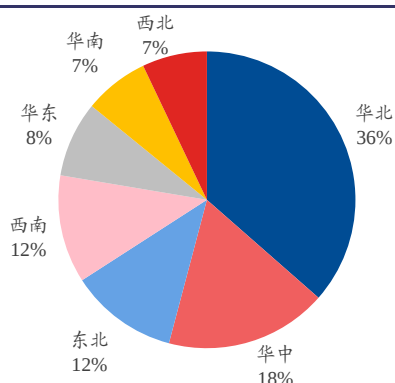
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38 加盟卖场快速扩张，近两年增速放缓



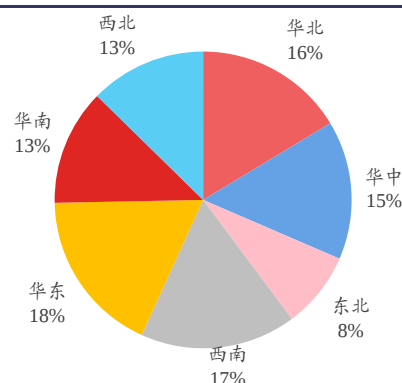
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图39 直营卖场主要分布在华北/华中等优势地区 (2024H1)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40 加盟卖场全国分布均匀 (2024H1)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

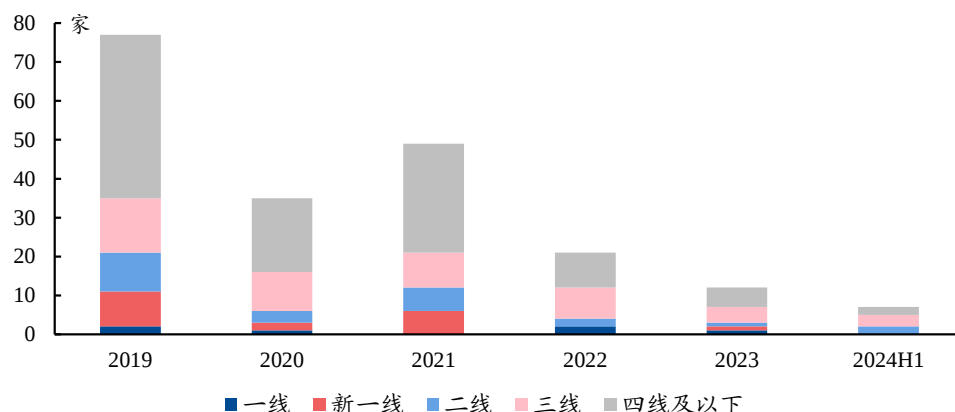
整体来看，公司渠道扩张双管齐下，一方面加盟卖场主攻存量区域的下沉市场，利用中小卖场出清的市场机会，加快存量市场的改旗易帜，另一方面直营卖场则突破未覆盖的重点区域（大湾区）。长期看，公司的卖场数量仍有增长空间，市占率预计将逐步提高。

2021 年前公司加速布局下沉市场，该策略与家居企业的发展战略不谋而合。随着一二线城市家居门店布局趋于饱和、竞争呈现白热化态势，家居品牌商逐步向低线城市渗透，旨在打造新的增长驱动力。公司凭借品牌和管理优势，加快在下沉

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

市场的卖场布局，凭借卖场客流集聚优势吸引家居品牌商。经过长期合作，双方形成稳固的利益关系，强强联手抢占低线市场。**2022年起，受到疫情及宏观环境影响，公司扩店速度大幅放缓。**公司策略也有所转变，目前不再采用广撒网的策略，新开卖场时更注重优质地段和城市的选择。

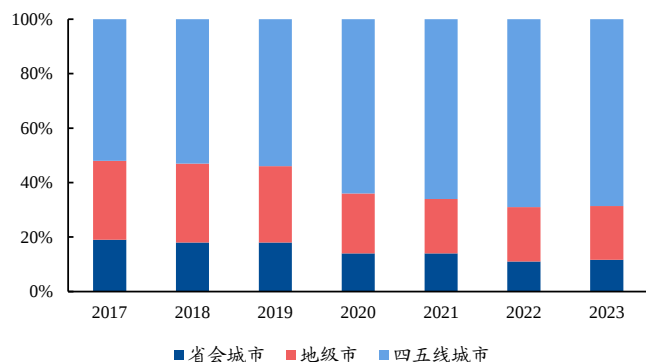
图41 公司 19-21 年快速扩张，新增卖场主要位于下沉市场



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

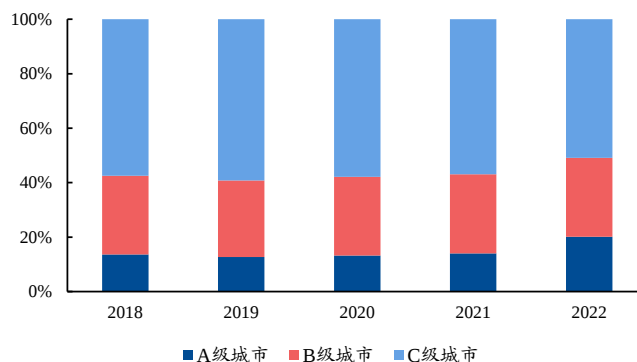
注：分类标准来源于第一财经《2024 新一线城市魅力排行榜》，不考虑海外门店

图42 索菲亚低线城市门店数量占比持续提升



资料来源：索菲亚公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图43 欧派 C 级城市门店数量占比稳定在 60%左右



资料来源：欧派家居公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：A 级市场为大城市，B 级市场为中等城市及经济发展水平相对较高的县城镇，C 级市场为小城市及经济发展水平相对较低的县城镇

小店面&高坪效是助力下沉战略实现的关键。相较于主要竞争对手美凯龙，公司卖场具有面积小、坪效高的特点。小卖场契合低线市场，既可降低投资门槛、快速实现盈亏平衡，也可利用高坪效吸引优质加盟商，助力下沉卖场快速扩张。

图44 居然之家卖场平均面积小于美凯龙（2024H1）

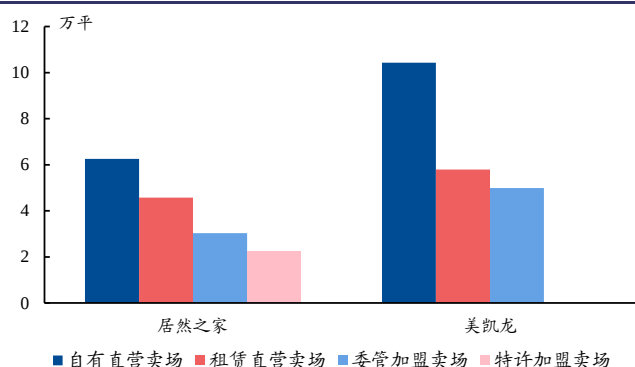
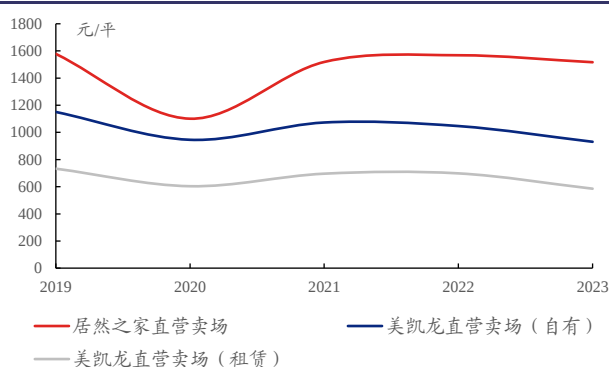


图45 居然之家直营卖场坪效高于美凯龙



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

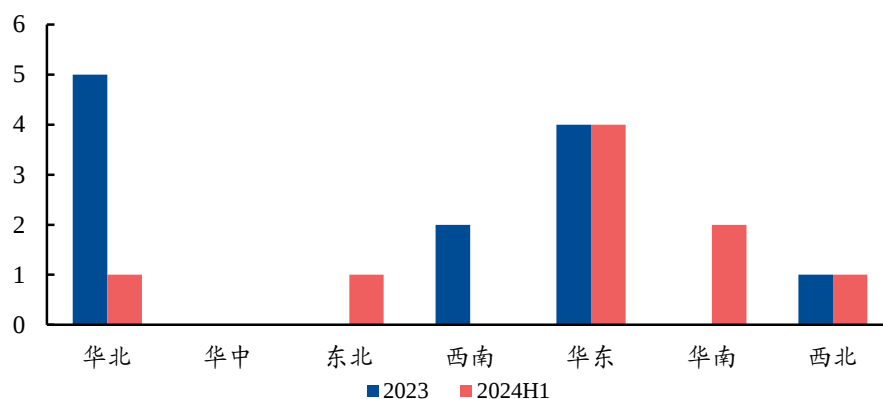
顺应人口变化规律，公司将扩店重点转向人口净流入的南方地区。整体看，两大头部卖场门店错位布局，形成“南美凯龙、北居然”的竞争态势，公司在南方市场布局相对稍弱。2023年起，公司拉开新一轮战略布局帷幕，将开店重心逐步转向南方地区，2023年至今，公司已共在南方地区开设10家新卖场（合计新开21家卖场），逐渐填补部分区域的卖场空白。

表7、2023年至今公司在南方地区共新开10家卖场

新增卖场	开业时间	经营模式	具体位置
内江资中店	2023.2	特许加盟卖场	四川省内江市
黄山金太阳店	2023.7	委管加盟卖场	安徽省黄山市
内江店	2023.12	自有直营卖场	四川省内江市
扬州店	2023.12	委管加盟卖场	江苏省扬州市
苏州吴江店	2023.12	委管加盟卖场	江苏省苏州市
惠安店	2023.12	委管加盟卖场	福建省泉州市
温州龙湾机场大道店	2024.1	委管加盟卖场	浙江省温州市
宁德中亿店	2024.4	委管加盟卖场	福建省宁德市
黄山歙县店	2024.4	特许加盟卖场	安徽省黄山市
澳门氹仔店	2024.6	租赁直营卖场	澳门特区

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46 2023年至今，公司在西南、华东、华南等地区加速开店



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

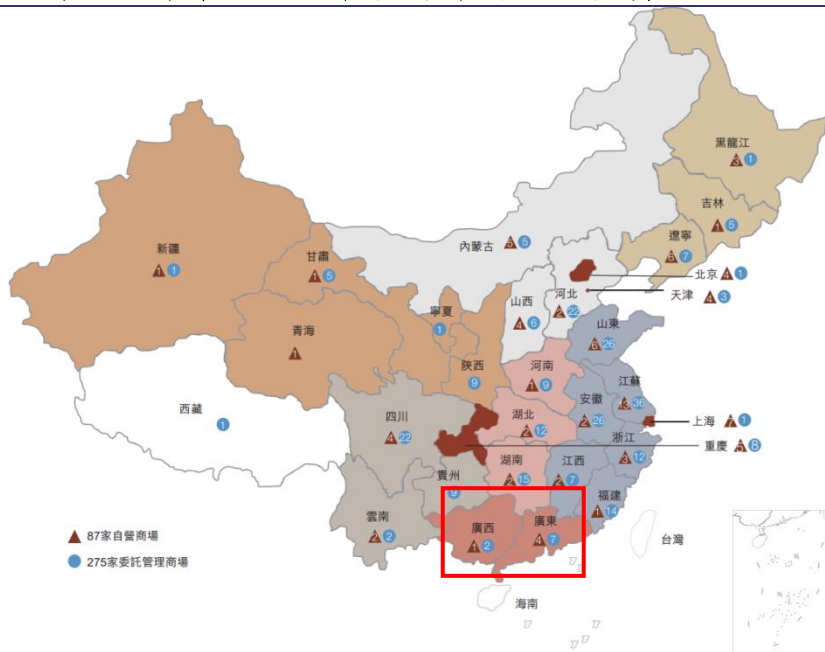
其中，大湾区将是公司直营卖场的布局重点。对比公司在华北区域的 31 家直营卖场，公司在华南区域只开设 6 家直营卖场（还包括 2 家海外卖场），很多重点城市并未覆盖。况且主要竞对美凯龙在华南地区仅布局 5 家自营卖场 9 家委管卖场，表明华南地区卖场并未饱和，公司仍有开店空间。2023 年底，公司宣布将于深圳、澳门以及广东番禺、清远四地开设四家直营大店，截至 2024H1 澳门店已开业。考虑到大湾区的人口密度、经济基础以及消费能力，以及华南地区卖场的店效相对较高，预计在大湾区开新店将为公司贡献可观的正向业绩。

表 8、公司大湾区 4 家直营卖场介绍

卖场	具体介绍
番禺店	番禺智能家居体验中心共 5 层，建筑面积约 6 万平方米，地处广东番禺区。番禺区拥有全亚洲日均人流量最大的高铁站广州南站、长隆国际旅游度假区、广州大学城等
深圳前海店	深圳前海家居体验中心共 6 层，建筑面积约 5.2 万平方米，地处粤港澳大湾区核心位置，是深圳首家智能家居体验中心
澳门店	2024 年 6 月开业，共 3 层，经营面积约 9 千平方米，将成为全澳门首家一站式家居购物中心
清远店	清远智能家居体验中心会引进知名连锁商业配套，如智能汽车、智能手机、儿童玩具、咖啡厅、奶茶店、面包店、便利店、城市特产店等元素，日后还将联合第三方重点打造儿童主题乐园、网红打卡主题公园等设施

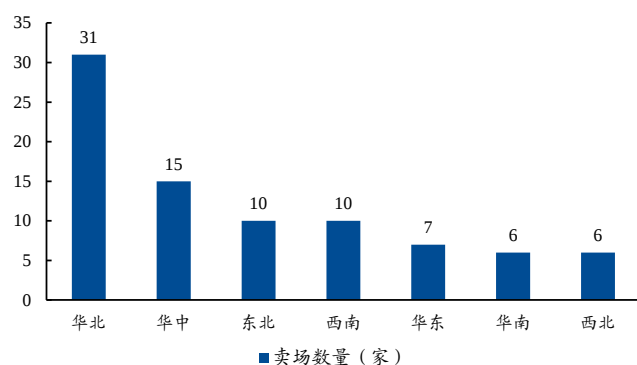
资料来源：公司官网，公司公告，中国日报网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47 2023 年美凯龙在华南地区仅布局 5 家自营卖场 9 家委管卖场



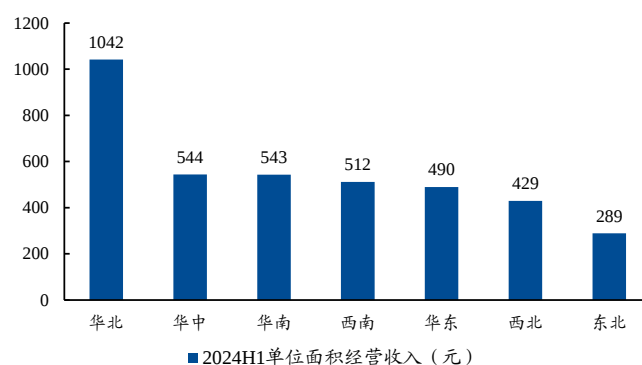
资料来源：美凯龙公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图48 截至 2024H1，公司在华南区域只开设 6 家直营卖场



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图49 不考虑华北，华南地区卖场单位面积经营收入相对较高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、长期成长性：新营销、新布局、新模式，成长路径清晰

4.1、数智化营销转型成效明显

打造家装家居数字化产业服务平台“洞窝”。洞窝成立于2020年12月，旨在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。

从GMV角度看，2024H1洞窝平台GMV为466亿元，同比+11.8%，全年GMV已达到千亿级别。分量价看，洞窝通过为客户提供线上线下相结合的服务体验，以及升级运营能力推动品类连带率提升，实现量价齐升，其中客单价由2022年的3.7万元增长至2023年的4.1万元，客单量由2022年的2.4单增长至2023年的2.6单，增幅均为10%左右。

图50 2024H1洞窝平台GMV为466亿元，同比+11.8%

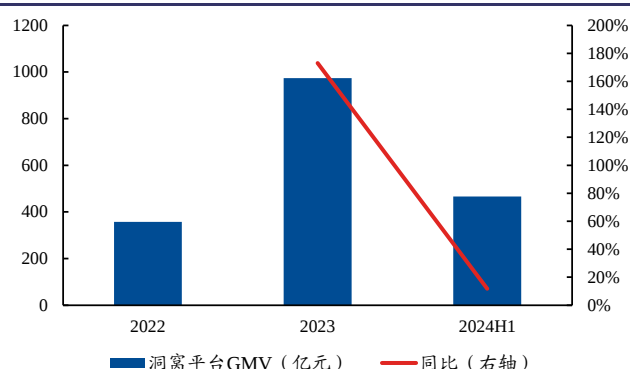
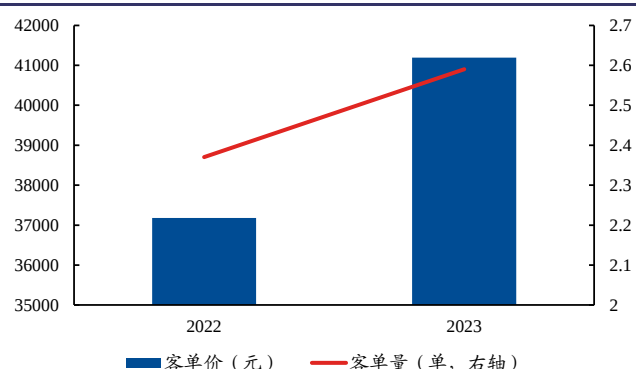


图51 洞窝平台实现量价齐升

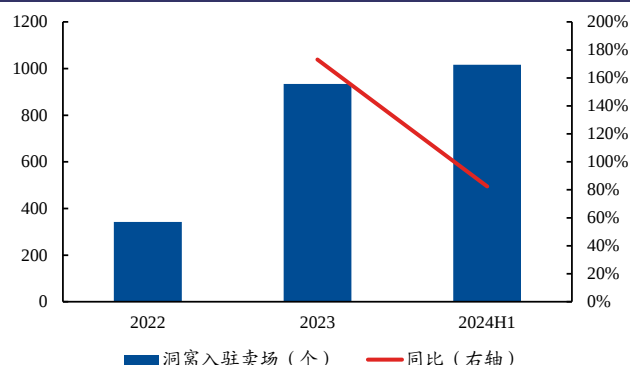


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：艾瑞咨询《2024年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

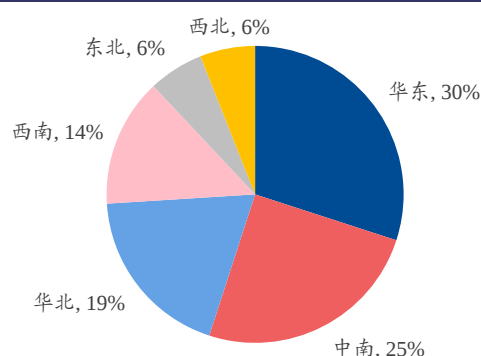
从入驻卖场角度看，截至2024H1，洞窝平台累计入驻1016个卖场，同比+82.4%，入驻商户超过11万家，同比+66.7%。注册用户超3150万，同比+79.4%。分地区看，洞窝平台入驻的卖场主要集中在华东、中南和华北地区，2023年合计占比达74%，其余地区仍有较大提升空间。分城市能级看，入驻卖场主要位于一线和新一线城市，2023年合计占比达50%，此外，洞窝积极拓展下沉市场，2023年四线及以下城市的卖场数量占比达22%，超过二、三线城市。洞窝也在积极拓展非居然之家卖场，2023年非居然之家卖场销售净额占比提升至14%（2022年为8%），长期看，非居然之家卖场拓展空间广阔。

图52 截至 24H1，洞窝平台入驻卖场 1016 个，同比 +82.4%



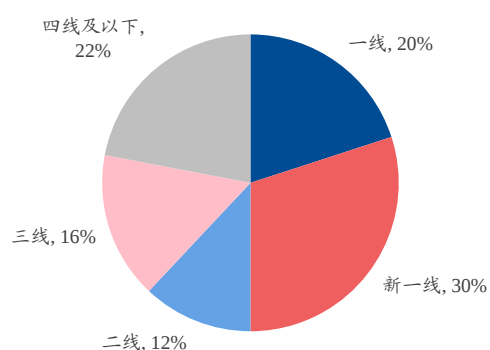
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图53 洞窝入驻卖场主要集中在华东、中南和华北 (2023)



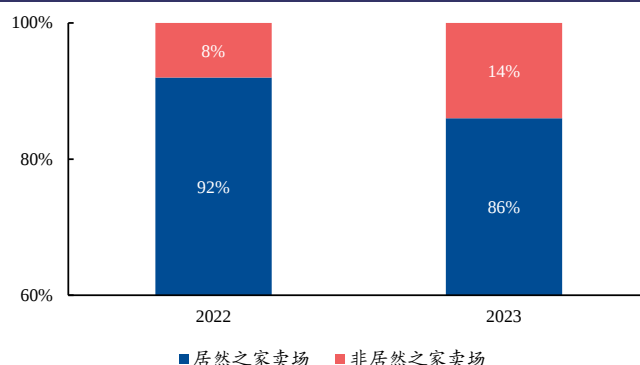
资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

图54 洞窝入驻卖场以一线和新一线城市为主 (2023)



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

图55 洞窝积极拓展非居然之家卖场



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国家居市场消费洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

洞窝能够解决行业面临的痛点。传统卖场往往采用坐商形式，触达消费者的效率低下，获客成本高；而消费者也面临逛店时间成本高、信息整合效率低、价格不透明等问题。洞窝能迅速在卖场推广，原因在于其打通了生产制造、销售、物流、售后服务等全产业链数据，构建整个家居行业的流量平台，全面提升行业效率，最终优化消费者的购物体验。

- **生产制造：**商户能够在 APP 中获取商品交易数据以及消费者画像等数据，进而实现以销定产，提升生产效率。
- **销售：**对于消费者而言，能够实现线上选购&对比、线下体验，大幅降低消费者的决策成本；对于卖场而言，能够实现线上为线下引流（包括了解促销活动、领取消费券、浏览商品等），并可提供线上收银等服务。
- **物流：**通过智慧物流平台“洞车”进行服务，亮点在于采用“免费仓储、送配装按销售计费”的新模式，与商户利益深度绑定，有效降低品牌物流配送成本，并提升消费者售后服务体验。公司也在持续提升智慧物流园区的交付能力，2024H1 天津智慧物流园成交的累计订单量达 14.96 万单，同比+14.7%，

仓储作业效率提升 25.37%，配送时效由“T+2”提效至“T+1”。

- **售后服务：**到家服务平台“洞心”成功搭建家政产业服务平台，打通家居服务“最后一米”的难点堵点，开创家居循环消费新的流量来源。2023 年共实现到家服务订单量 10 万单。

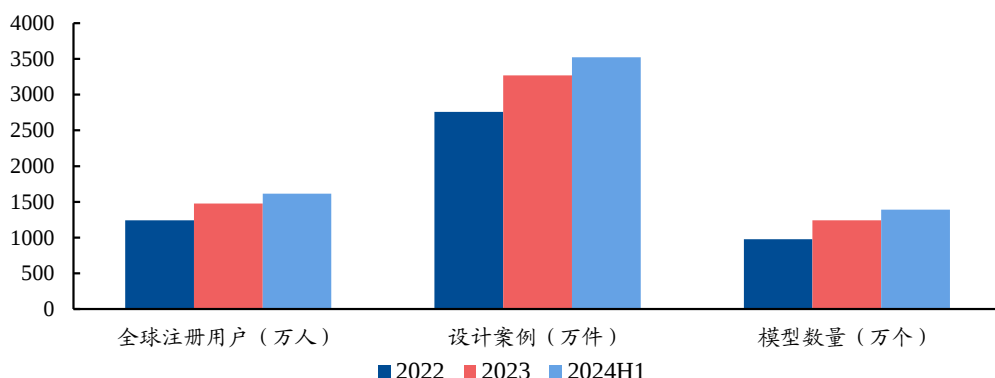
图56 洞窝能够全链路赋能品牌工厂、经销商和卖场



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

打造 AI 家装设计平台居然设计家。居然设计家通过 AI、3D、大数据等底层技术驱动，致力于为全球家装设计师和 DIY 客户提供 AI 设计工具。截至 2024 年 6 月 30 日，居然设计家的全球注册用户数量超 1616 万，同比+19%；设计案例数超 3522 万，同比+16%；模型数量超 1391 万，同比+23%。目前，公司已与英伟达、火山引擎等 AI 和大模型领域的龙头达成合作，进一步降低使用门槛，提升模型的构建效率，加速居然设计家的推广。

图57 居然设计家应用情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、拥抱消费热点，布局智能品类

加速家居卖场向智能家居体验中心方向的转型升级。公司的智能家居体验中心在核心区域集中规划销售智能汽车、智能家居及电器等品类，截至2024年9月末，全国已开业11家智能家居体验中心，经营面积达到44.3万平方米。智能家居的销售贡献更大，以通州店为例，2024H1通州智能家居体验中心智能家居及电器面积占比为15.6%，而销售净额占比达到24.4%。未来，公司计划将智能家居和电器打造成卖场第一大品类，有望拉动卖场租金收入持续提升。

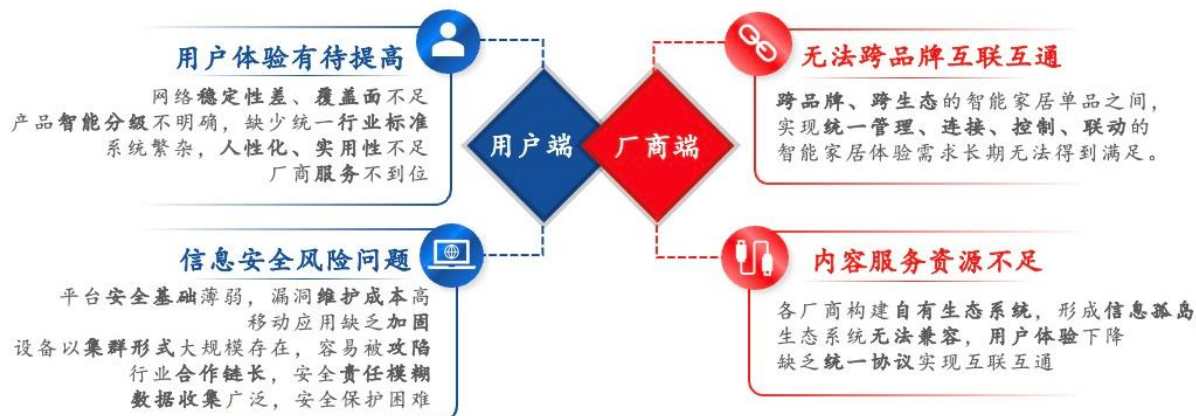
图58 智能家居体验中心在卖场核心区域销售智能家居及电器等品类



资料来源：居然之家北京通州店微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

居然智慧家 APP 能够解决智能品牌跑马圈地的问题，建立跨品牌、跨生态、跨终端的操作系统。目前，智能家居行业主要面临的问题和挑战包括用户体验不够好、无法跨品牌互联互通等。居然智慧家 APP 可将手机与汽车、家电等各种智能终端设备相连，解决了各智能品牌之间的兼容性问题，为消费者提供丰富便捷的智能家居生活体验。

图59 我国智能家居行业存在用户体验不够好、无法跨品牌互联互通等痛点



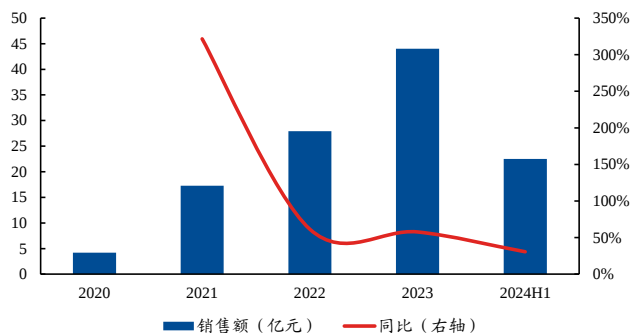
资料来源：《中国智能家居互联互通白皮书（2023）》，兴业证券经济与金融研究院整理

智能家居体验中心和居然智慧家打破了传统家居卖场的经营品类壁垒。（1）智能家居体验中心打造人、车、家”三位一体的智能生活新场景，以居然之家北四环

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

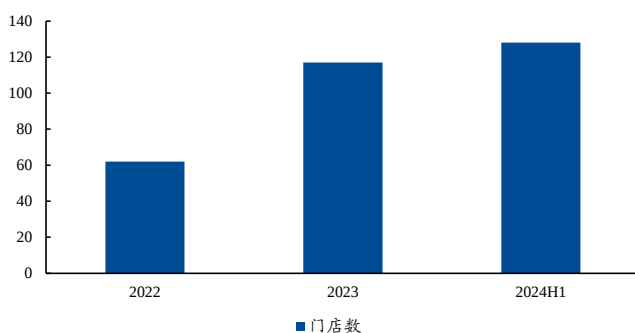
店为例，规划智能穿戴设备、智能手机、智能机器人、智慧家庭操作系统等多个智能产品品类，打开经营品类空间。（2）居然智慧家以与苹果、华为、比亚迪等多个手机和汽车品牌达成合作，截至 2024H1 与居然智慧家实现互联互通的合作品牌超 200 家，已累计在全国开业门店 128 家，实现销售额 22.5 亿元，同比增长 30.6%。居然智慧家销售收入增长迅速，一方面在于其拥有苹果/华为的销售经营牌照，能够在全国范围内开展手机等 3C 品类分销业务；另一方面源于智能汽车和智能家居等高单价产品的销售持续增长。目前 3C 分销业务占比较大，拉低利润水平，未来将通过不断提高“人车家”业务的收入占比，提升盈利能力。

图60 2024H1 居然智慧家销售额同比+30.6%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图61 截至 2024H1，居然智慧家累计开店 128 家



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

拟变更证券简称，持续推进智能数字化转型。公司智能家居相关业务迅速发展，为进一步聚焦主业并提升品牌形象，公司拟将中文名称由“居然之家新零售集团股份有限公司”变更为“居然智家新零售集团股份有限公司”，证券简称由“居然之家”变更为“居然智家”，名称变更将有助于公众更清晰地识别公司在智能家居产品和服务方面的专业性和创新性，推动公司商业模式的转型升级。

4.3、推出一店两制、销售分成模式，与商户达成价值协同

一店两制共担风险，应对家居寒冬，提高店铺招商。公司于 2023 年率先提出固定租金和销售分成一店两制的招商模式，与商户形成风险共担、利益共享的关系。销售分成模式在哈尔滨先锋店及四川内江店率先试点，2023 年底先锋店招商率提升至 98%，转型后日均销售额近 60 万元，比转型之前提升一倍以上；内江店作为新卖场开业，招商率也达到 98%。24H1 公司全面落实一店两制招商策略，24H1 通过销售分成模式招商面积占新招商面积的 65.4%，有效带动招商率稳步提升。

表 9、2023~2024H1 居然之家一店两制进度

年份	一店两制进度
2023	在哈尔滨先锋店和四川内江店率先试点，哈尔滨先锋店日销近 60 万元，比转型前提升一倍，两店在 23 年底招商率皆达到 98%
2024 年 5 月	累计有 1.2 万个商户实行销售分成模式
2024H1	2024 上半年销售分成招商面积占新招商面积 65.4%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 10、居然之家北五环店销售阶梯提成细则

位置区域	基础销售扣点	一阶段 超额销售扣点	二阶段 超额销售扣点	三阶段 超额销售扣点
A 类	18%	9%	4.5%	0
B 类	16%	8%	4%	0
C 类	13%	6.5%	3.25%	0

资料来源：家具产业公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

销售分成模式并不会对收入以及盈利端产生较大压力，反而能解决部分卖场经营状况不佳的窘境。公司并不是针对所有卖场都采用销售分成模式，只针对经营状况不佳、空租率较高的卖场。如果卖场中的店铺呈空置状态，会造成更大的亏损，所以通过销售分成模式先解决空置问题。试点的哈尔滨先锋店之前长期处于亏损状态，但目前经营效果有很大好转。

4.4、聚集营销新模式，以多元化营销带动销售增长

公司营销端在方式、广度和深度上持续创新，抓住多个流量入口。

（1）线上流量入口角度，2019 年与阿里巴巴开展深度战略合作，与天猫合作推出“居然之家”同城站，实现消费者和本地卖场的商品精准匹配，推动线上线下营销融合。截至 2022 年，公司同城站业务覆盖 137 座城市，日均访客 22.9 万人，同比+19%，共获客 167 万人，同比+120%。2021 年开始，公司抓住直播风口，目前已构建了“官方账号+垂直内容账号”的流量矩阵，集团总部开展“老汪来了”、“总裁价到”等大型直播，分公司开展“约惠总经理”直播。整体看，各类线上营销将为公司线下家居卖场有效引流，有助于公司在流量碎片化时代集聚流量。

（2）IP 流量入口角度，公司通过开展“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，2024H1 获客 11.7 万人，引导销售 4.6 亿元（2023 年全年 6.5 亿元），IP 营销效果明显，在解决消费者痛点的同时有效拓宽流量。

图62 2022 年同城站日均访客 22.9 万人，同比+19%

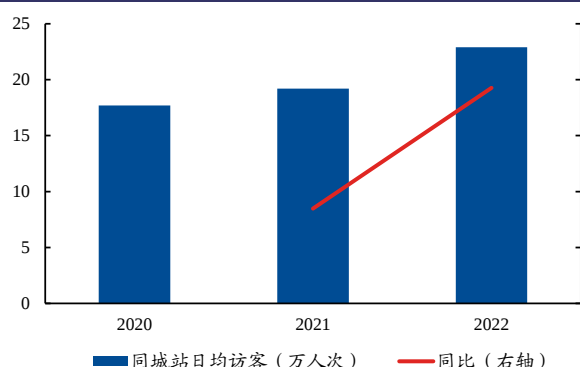
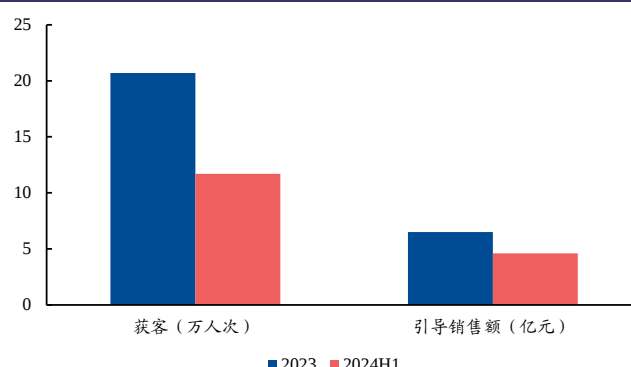


图63 2024H1 通过 IP 营销获客 11.7 万人，引导销售 4.6 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(3) 整装流量入口角度，公司优势在于覆盖全品类，且与每个品类的多个品牌合作，公司能够为消费者提供从设计到施工，从主材选购到家具软装配饰的一站式服务。卖场开展整装业务，一方面可为商户贡献收入，另一方面还可与商户之间相互引流。从经营数据角度看，2024 年 3 月十里河整装体验中心开业，推出 80 m² 全屋整装 79800 元的性价比套餐，引流效果显著，截至 2024H1，进店客流同比+54%，签约转化率从 17%提升至 28%，销售额同比+40%。北京其他卖场的整装体验中心也将在 2024Q4 陆续开业，未来或把整装打造为主要流量入口之一。

表 11、对比其他整装公司，公司的整装套餐最具性价比

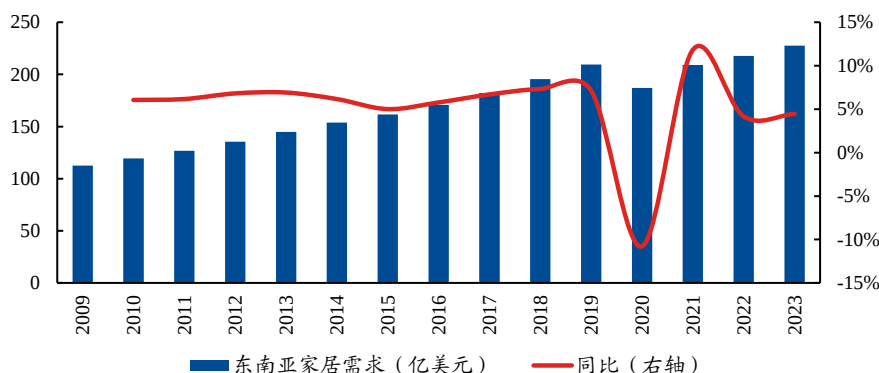
公司	套餐内容	单价（元/平方米）
居然之家	80 平全屋整装 79800 元	998
百安居	1000 元/平方米半包套餐	1000
	80 平全屋整装 94800 元	1185
贝壳	80 平全屋整装 107800 元	1348
	90 平全屋整装 143800 元	1598
	120 平全屋整装 196800 元	1640
爱空间	70 平全屋整装 99900 元	1427
金螳螂	120-130 平全屋整装 188000 元	1446-1567

资料来源：各公司官网&公司微信公众号等，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5、国际化战略：线上线下并行，迈出坚实步伐

公司出海布局集中于东南亚，一方面原因为，东南亚近年来经济高速增长、且具备人口红利，拉动房地产市场快速发展；此外，东南亚市场也缺乏规模化的大型家居卖场，目前主要有两种模式，一种是街边店（品类少、质量难以保障），另一种是宜家，但公司所属的高端一站式卖场在东南亚是空白业态，公司卖场可以很好满足东南亚中高端客户的需求。

图 64 不考虑疫情，东南亚家居需求保持稳定增长



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

注：仅包含印尼、马来西亚、菲律宾、泰国四国，固定以 2023 年汇率换算

公司线下出海避免“单兵作战”，而是拉动国内产业链“协同作战”。公司的国际化业务通过渠道出海带动国内的品牌和产品共同出海，海外卖场入驻的品牌也以

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

国内品牌为主，通过协同快速站稳脚跟。目前公司的两家海外卖场——金边店于2024年3月开业，截至2024年6月20日，金边店招商率达到98.06%，订单累计超100万美元，取得了较好的经营业绩，打通了公司国际化业务的运营模式；澳门店于2024年6月8日正式开业，截至2024年6月20日招商率达到96%，经营表现良好。金边店只是公司国际化的起点，未来3-5年内，公司计划筹建10个以上的海外居然之家商业中心，将完成对东盟各国的战略布局。

图65 居然之家金边店地理位置优越，位于核心商圈



资料来源：居然之家集团公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图66 居然之家金边店规划10大区域，引入上百个国内知名品牌



资料来源：居然之家集团公众号，居然之家柬埔寨金边店视频号，兴业证券经济与金融研究院整理

线上出海依靠洞窝+居然设计家双重并举，抢滩国际市场。洞窝主要布局跨境电商领域，2024年4月，跨境电商平台新窝（洞窝新加坡站）上线运营，上线以来，注册用户超13万人。未来3-5年内，随着居然之家不断在东南亚市场深入布局，印尼、新加坡、马来西亚、泰国、越南等站点将陆续打开。居然设计家采用合伙人模式，出海模式更轻，截至2024H1已累计招募全球合伙人13家，签订直客9个。通过海外合伙人模式，一方面可以与当地服务商建立合作伙伴关系、快速打开市场；另一方面，也可以通过设计工具奠定用户基础、逐步强化居然之家在海外的品牌影响力。

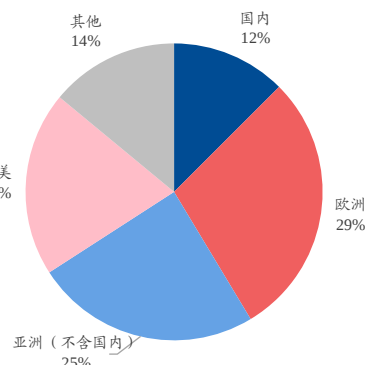
图67 居然之家旨在搭建全链路出海的模式

跨境电商：居然之家海外业务新亮点
Cross-border E-commerce: The New Highlight in Overseas Business Expansion



资料来源：居然之家集团公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图68 居然设计家的用户以海外为主



资料来源：居然之家集团公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测和估值

(1) 租赁及加盟管理业务：为公司的核心业务，扩店以及提坪效都会对收入端有所贡献。目前由于经济&地产景气度下行，公司卖场扩张的速度稍有放缓，但仍会在重点空白区域布局新卖场。同时，公司通过数字化工具赋能销售、转型智能家居体验中心、推行一店两制销售分成模式、进行多元化营销等手段，提升卖场招商率与经营效率，进而提升卖场坪效，预计租赁及加盟管理服务业务将企稳回升，2024-2026 年分别实现收入 60.3、63.3、72.8 亿元。

(2) 商品销售业务：近年来成为收入增长的主要推手。商品销售业务主要包括武汉中商并表后的百货超市业务，体量相对稳定；还包括居然智慧家所销售的手机、汽车、智能家居等业务，收入增速保持相对稳定。整体看，预计商品销售业务 2024-2026 年分别实现收入 66.7、73.3、84.4 亿元。

(3) 装修业务：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。随着 2024 年 3 月十里河整装体验中心开业，居然乐屋商业模式趋于成熟，获客渠道与转化率均有望得到升级，预计装修业务将逐步回暖，2024-2026 年分别实现收入 2.9、3.2、3.8 亿元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 134.4、144.8、166.6 亿元，分别同比变动-0.5%、+7.8%、+15.0%。

图69 公司主要业务收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
租赁及加盟管理业务					
营收（百万元）	7866	6937	6029	6330	7279
YOY	-4.1%	-11.8%	-13.1%	5.0%	15.0%
占比	60.6%	51.3%	44.9%	43.7%	43.7%
商品销售业务					
营收（百万元）	4218	5556	6668	7334	8435
YOY	14.6%	31.7%	20.0%	10.0%	15.0%
占比	32.5%	41.1%	49.6%	50.6%	50.6%
装修业务					
营收（百万元）	362	408	286	315	377
YOY	-7.9%	12.7%	-30.0%	10.0%	20.0%
占比	2.8%	3.0%	2.1%	2.2%	2.3%
总收入					
营收（百万元）	12983	13512	13440	14482	16660
YOY	-0.7%	4.1%	-0.5%	7.8%	15.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们选取同为家居卖场行业的上市公司富森美，以及家居行业的龙头欧派家居、索菲亚、顾家家居作为可比公司。考虑到 2024 年行业承压，公司租赁及加盟管理业务的收入减免不具有经常性，因此我们选取 2025 年的预测业绩进行估值。参考

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

行业可比公司 2025 年 Wind 一致预期的平均值为 12x PE，考虑到公司在轻资产运营模式下 ROE 同业领先，并大力拓展智能领域的业务，具备一定的估值溢价。

表 12、可比公司盈利预测与估值对比（2024 年 11 月 26 日）

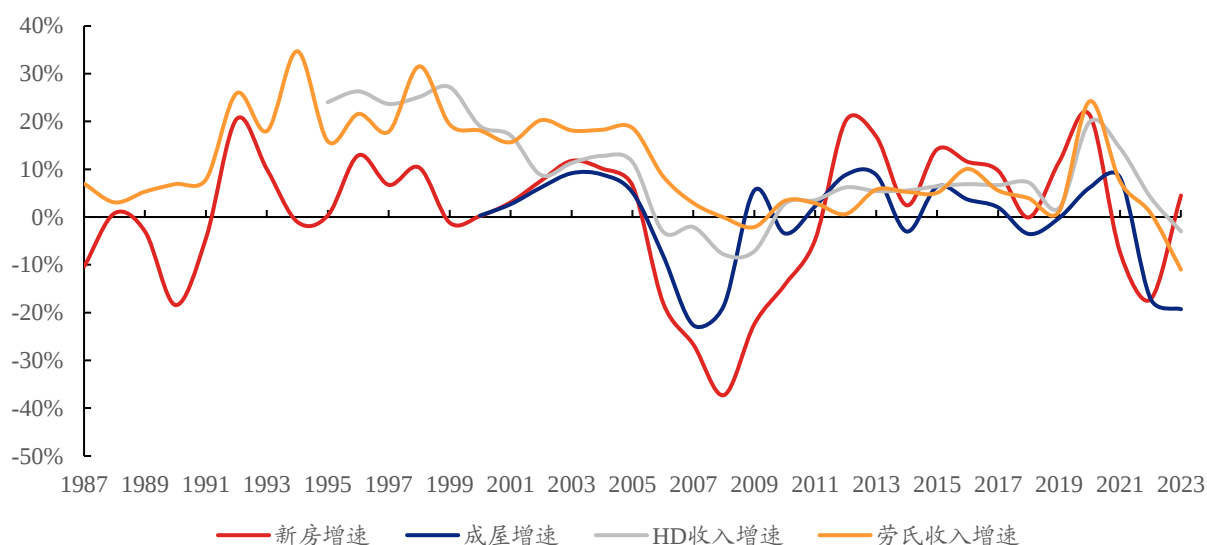
代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002818.SZ	富森美	98.42	1.08	1.00	1.08	1.21	11.6	13.1	12.1	10.9
603833.SH	欧派家居	409.96	4.98	4.44	4.70	5.06	14.0	15.2	14.3	13.3
002572.SZ	索菲亚	162.47	1.38	1.34	1.49	1.63	12.2	12.6	11.3	10.4
603816.SH	顾家家居	221.09	2.44	2.35	2.57	2.81	14.3	11.5	10.5	9.6
平均值							13.0	13.1	12.1	11.0
000785.SZ	居然之家	182.96	0.21	0.16	0.18	0.21	14.1	17.9	15.8	13.9

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除居然之家外，其余公司数据来源于 Wind 一致预期

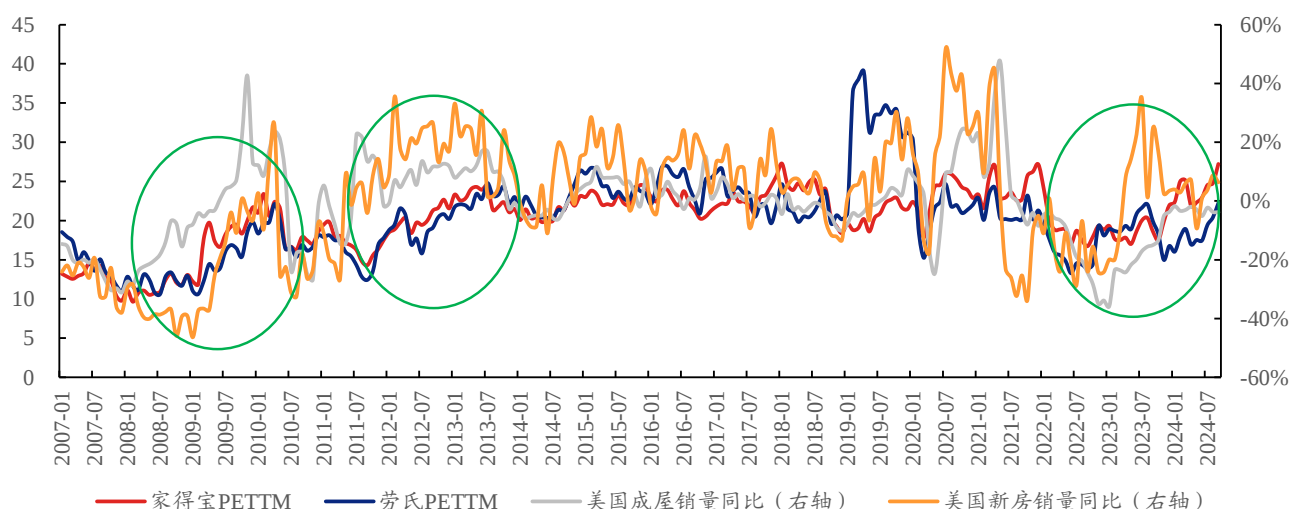
从海外家居卖场龙头估值角度看，家得宝和劳氏历史上两次估值的大幅下滑均受到宏观事件的冲击（2008 年经济危机，2020-2022 年公共卫生事件），而在三轮地产上行的周期，由于业绩和地产关联度较大，估值均得到较大的修复，从大数角度看，基本由 10-15x 提升至 25x 左右。根据上一段的预测，居然之家估值在 15-20x 之间，距离 25x 估值仍具备一定的上浮空间。

图 70 美国的家得宝和劳氏业绩和地产变动趋势保持相对一致



资料来源：Wind，彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

图71 美国的家得宝和劳氏 PETTM 估值和地产变动趋势基本保持一致



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：受地产和消费下行的双重影响，公司估值受到压制。随地产放松性政策初步出台，外部环境有望得到改善。对于公司自身，展望未来，卖场主业通过扩店&提店效，收入/利润企稳回升，以智慧家为首的商品销售业务持续稳定增长。我们调整了此前的盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润为 10.21、11.59 亿元，同比-21.5%、+13.5%，对应 2024 年 11 月 26 日收盘价的 PE 为 17.9、15.8 倍，维持“增持”评级。

6、风险提示

（1）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居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。

（2）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。

（3）新业务拓展不及预期风险：公司围绕智能家居等新领域进行布局，新业务的发展具有较大不确定性，如果新业务发展不达预期，公司会有较大的业绩压力。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6770	7124	7227	7971
货币资金	3568	3568	3568	3954
交易性金融资产	75	75	75	75
应收票据及应收账款	1126	1141	1227	1406
预付款项	353	394	417	482
存货	438	578	616	688
其他	1209	1368	1323	1367
非流动资产	46911	47156	46547	46164
长期股权投资	812	827	822	823
固定资产	2232	2334	2300	2199
在建工程	496	248	124	62
无形资产	699	622	541	459
商誉	176	176	176	176
长期待摊费用	1366	1181	995	807
其他	41131	41768	41589	41637
资产总计	53681	54280	53774	54135
流动负债	10349	12032	10900	10568
短期借款	1447	3254	1962	1355
应付票据及应付账款	519	859	883	927
其他	8383	7918	8055	8285
非流动负债	22330	20578	20310	19981
长期借款	3437	3547	3788	3963
其他	18893	17032	16522	16018
负债合计	32679	32610	31210	30549
股本	6287	6287	6287	6287
资本公积	8868	8868	8868	8868
未分配利润	4414	5019	5841	6782
少数股东权益	1073	1109	1150	1196
股东权益合计	21002	21670	22564	23586
负债及权益合计	53681	54280	53774	54135

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	1300	1021	1159	1324
折旧和摊销	611	543	558	565
资产减值准备	-4	-53	40	61
资产处置损失	-831	-547	-616	-550
公允价值变动损失	-81	0	0	0
财务费用	1044	989	956	900
投资损失	16	0	0	0
少数股东损益	39.63	36.34	40.83	45.75
营运资金的变动	-72	-92	179	30
经营活动产生现金流量	3836	1894	2314	2377
投资活动产生现金流量	-2968	-2285	-25	-326
融资活动产生现金流量	-2335	391	-2289	-1666
现金净变动	-1473	0	-0	385
现金的期初余额	4580	3568	3568	3568
现金的期末余额	3107	3568	3568	3954

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理

注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13512	13440	14482	16660
营业成本	8903	9425	10150	11664
税金及附加	152	159	171	195
销售费用	1590	1250	1390	1616
管理费用	579	564	623	733
研发费用	39	39	42	67
财务费用	1043	989	956	900
其他收益	26	26	26	20
投资收益	-16	0	0	0
公允价值变动收益	81	0	0	0
信用减值损失	-112	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0
资产处置收益	831	547	616	550
营业利润	2019	1586	1793	2056
营业外收入	13	32	31	20
营业外支出	115	105	106	115
利润总额	1918	1514	1718	1961
所得税	578	456	518	591
净利润	1340	1058	1200	1370
少数股东损益	39.63	36.34	40.83	45.75
归属母公司净利润	1300	1021	1159	1324
EPS(元)	0.21	0.16	0.18	0.21

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	4.1%	-0.5%	7.8%	15.0%
营业利润增长率	-19.3%	-21.5%	13.0%	14.7%
归母净利润增长率	-21.1%	-21.5%	13.5%	14.2%
盈利能力				
毛利率	34.1%	29.9%	29.9%	30.0%
归母净利率	9.6%	7.6%	8.0%	7.9%
ROE	6.5%	5.0%	5.4%	5.9%
偿债能力				
资产负债率	60.9%	60.1%	58.0%	56.4%
流动比率	0.65	0.59	0.66	0.75
速动比率	0.61	0.54	0.61	0.69
营运能力				
资产周转率	25.2%	24.9%	26.8%	30.9%
应收账款周转率	939%	900%	943%	970%
存货周转率	1735%	1855%	1699%	1787%
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.16	0.18	0.21
每股经营现金	0.61	0.30	0.37	0.38
每股净资产	3.17	3.27	3.41	3.56
估值比率(倍)				
PE	14.1	17.9	15.8	13.8
PB	0.9	0.9	0.9	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn