

居然智家 (000785.SZ)

增持 (首次评级)

家居卖场龙头，新战略、新征程

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,512	12,966	11,348	12,146	12,964
增长率 yoy (%)	4.1	-4.0	-12.5	7.0	6.7
归母净利润 (百万元)	1,300	769	-999	536	634
增长率 yoy (%)	-21.1	-40.8	-229.8	153.7	18.2
ROE (%)	6.4	4.0	-6.4	2.9	3.4
EPS 最新摊薄 (元)	0.21	0.12	-0.16	0.09	0.10
P/E (倍)	12.6	21.3	-16.4	30.5	25.8
P/B (倍)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

卖场是家居销售不可或缺的渠道之一。家居产业链包含主体多、信息不透明、消费决策链条长、流量传导机制复杂，家居卖场凭借流量聚合能力占据产业链重要地位。

头部卖场优势凸显，中小卖场逐步出清，行业集中度有望提升。2023年国内家居卖场行业 CR2 合计 23.5%，居然之家（即居然智家，下同）份额 12.5% 位列第一，仍有提升空间。全国规模以上建材家居市场面积从 2021 年以来持续收缩，2025 年同比-11.38%，经营不善的家居卖场正在加速出清，头部企业竞争优势凸显。

居然之家是国内家居卖场龙头，以轻资产模式为主。截至 2025 年中，公司共经营 399 家家居卖场，其中轻资产的直营租赁物业+加盟卖场占比 95%。轻资产模式在早期帮助公司实现快速扩张，同时轻资产模式下公司的资产周转率、ROE 水平相对更高。

2025 年 10 月，公司提出“三新”战略，以“新战略、心服务、鑫模式”为核心驱动力，全面开启“数智化、场景化、全球化、可持续发展”的新征程。

家居卖场主业：顺应消费趋势，自我革新。1) **流量方面**，构建 1+N+X+K 全域运营矩阵，打造直播 IP。2) **业态方面**，提出场景化战略，打造跨品类的生活场景集合馆。3) **C 端服务方面**，推出心服务体系，筑牢 C 端信任。4) **B 端模式方面**，推出百川计划，用动态租金、流量抵扣的创新模式，提升商户粘性和招商吸引力。

数智化、全球化：1) **平台搭建：**已完成居然设计家、居然智慧家和洞窝三大平台建设。2) **软件出海：**居然设计家海外用户超 1630 万。洞窝为商户提供海外电商平台代运营服务，获 Lazada “家具类目平台潜力榜 Top1”。3) **门店出海：**2024 年开设柬埔寨、中国澳门门店，马来西亚吉隆坡门店筹建中。

盈利预测与投资建议：公司是国内家居卖场龙头，卖场网络覆盖全国。公司持续深耕家居主业，推出多项创新模式，加强消费者、商户两端粘性，巩固龙头地位。同时公司数智化转型行业领先，对内协同、对外赋能。随着行业需求企稳，叠加公司多项战略落地，业绩存在修复空间。我们预计公司 2026-2027 年归母净利润 5.36、6.34 亿元，EPS 0.09、0.10 元/股，对应 PE 估值 30.53、25.83 倍；BPS 3.17、3.27 元/股，对应 PB 估值 0.83、0.80 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动和房地产周期性波动的风险、行业竞争加剧风险、投资性房地产公允价值变动风险、技术更新迭代风险等。

股票信息

行业	商贸零售
2026 年 04 月 17 日收盘价(元)	2.63
总市值 (百万元)	16,377.14
流通市值 (百万元)	15,510.67
总股本 (百万股)	6,227.05
流通股本 (百万股)	5,897.59
近 3 月日均成交额(百万元)	182.33

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 谭鹭

SAC: S1070526010003

邮箱: tanlu2@cgws.com

相关研究

内容目录

家居卖场行业：存量竞争，剩者为王	4
卖场是家居销售不可或缺的渠道	4
头部卖场优势凸显，中小卖场逐步出清	5
地产有望逐步企稳，带动需求回暖	6
居然智家：轻资产家居卖场龙头，新战略、新征程	9
家居卖场龙头，新战略、新征程	9
轻资产模式，抗风险能力强	12
把握趋势，自我革新	14
数智化转型：对内协同、对外赋能	16
居然设计家：AI 赋能设计，掌握流量入口	16
洞窝：S2B2C 基础设施，全链路交易中枢	17
居然智慧家：全屋智能场景落地终端	18
全球化：产业协同出海，数智化平台赋能全球市场	19
盈利预测与投资建议	20
风险提示	22

图表目录

图表 1：家居产业链链条长，零售渠道商聚合流量，赋能产业链、减少消费者决策成本	4
图表 2：家装家居消费及计划人群家居产品信息了解渠道 TOP5	5
图表 3：家装家居消费及计划人群线下购买渠道分布	5
图表 4：2023 年全国万平以上建材家居卖场行业集中度	5
图表 5：全国主要家居卖场梳理	6
图表 6：全国规模以上建材家居市场面积 2021 年-2025 年持续收缩	6
图表 7：2026 年以来地产政策预期强化，提振市场信心	7
图表 8：全国重点 50 城月度新房成交面积变化 (万 m ²)	8
图表 9：全国重点 20 城月度二手房成交面积变化 (万 m ²)	8
图表 10：百城新建住宅及二手住宅价格环比变化	8
图表 11：公司“三新”战略	9
图表 12：公司收入及增速	10
图表 13：公司收入结构	10
图表 14：公司各业务毛利率	10
图表 15：公司毛利结构	10
图表 16：公司毛利率及归母净利润率	10
图表 17：公司费用率	10
图表 18：公司归母净利润及增速	11
图表 19：公司高管简介 (截至 2025 年 12 月 24 日)	11
图表 20：居然之家卖场数量和结构	13
图表 21：家居卖场上市公司总资产周转率对比 (单位：次)	13

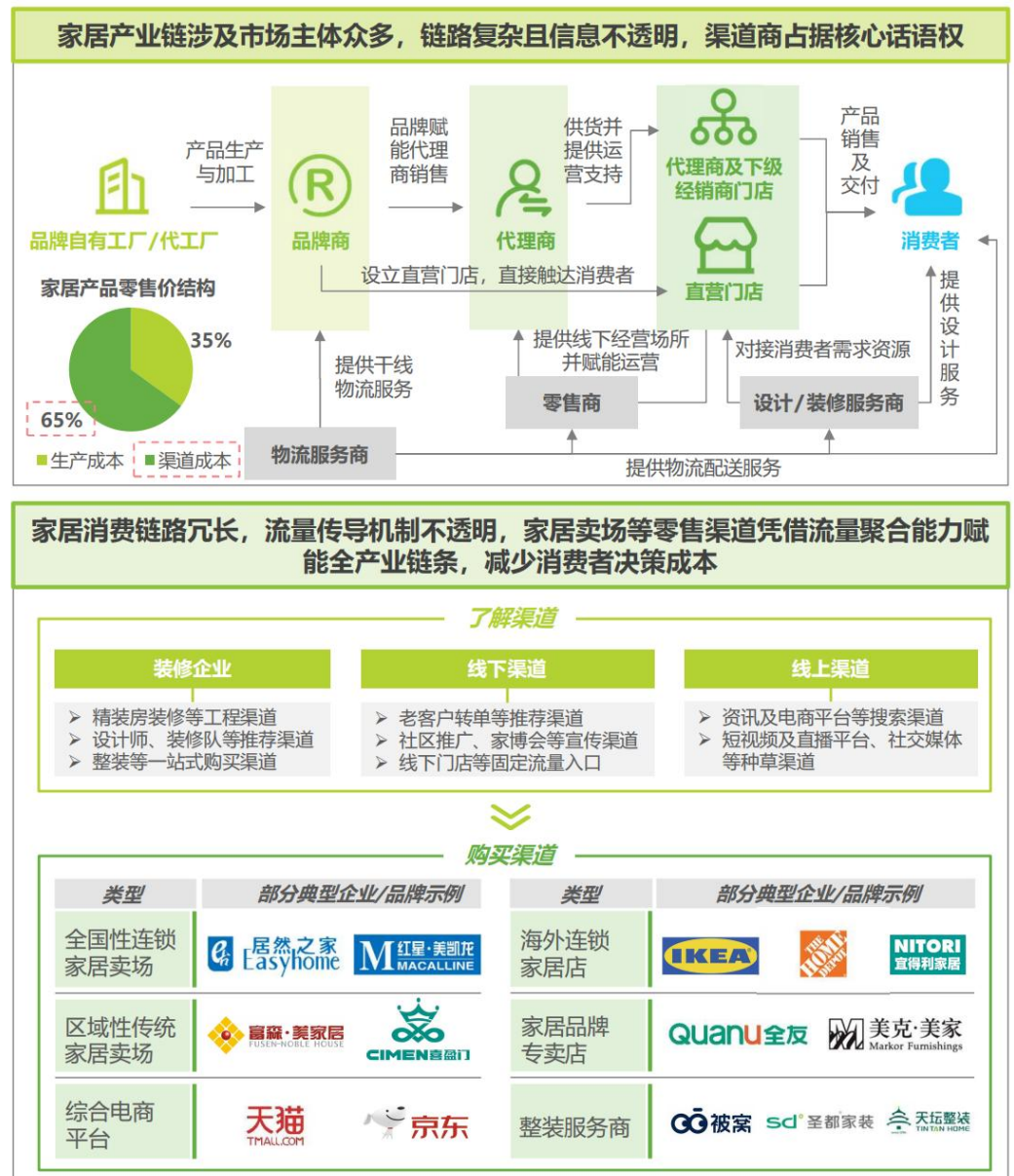
图表 22: 家居卖场上市公司 ROE 对比 (单位: %)	13
图表 23: 家居卖场上市公司投资性房地产 (左轴, 亿元) 及总资产占比 (右轴)	13
图表 24: “家装十大件·换新来居然” 直播	14
图表 25: 居然之家生活场景集合馆计划	15
图表 26: 居然智家三大家居产业数智化平台	16
图表 27: 居然设计家的产品及功能	16
图表 28: 居然设计家注册用户数量及设计案例数量高速增长	17
图表 29: 洞窝 SaaS 平台提供全方位的数字化解决方案, 满足家居行业不同角色的需求	17
图表 30: 居然智慧家门店数量稳步增加	18
图表 31: 居然智慧家销售额高速增长	18
图表 32: Easyhome 柬埔寨金边店	19
图表 33: 公司分业务预测	20
图表 34: 可比公司业绩及估值 (PE 估值法, 截至 2026 年 4 月 19 日收盘)	21
图表 35: 可比公司业绩及估值 (PB 估值法, 截至 2026 年 4 月 19 日收盘)	21

家居卖场行业：存量竞争，剩者为王

卖场是家居销售不可或缺的渠道

家居产业链包含市场主体多、信息不透明、消费决策链条长、流量传导机制复杂，而家居卖场具备流量聚合能力，凭借该特点占据产业链的重要地位。

图1：家居产业链链条长，零售渠道商聚合流量，赋能产业链、减少消费者决策成本



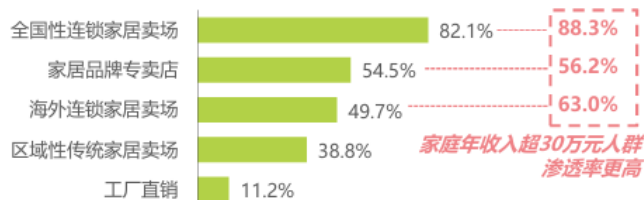
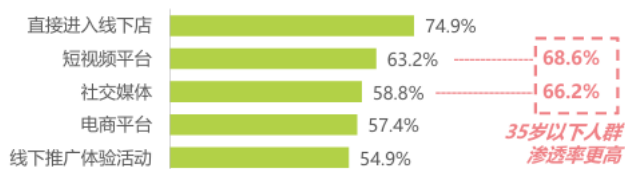
资料来源：艾瑞咨询《2024年中国家居市场消费洞察报告》，长城证券产业金融研究院

家居卖场仍然是家居销售不可或缺的渠道之一。近几年流量线上化、碎片化的趋势明显，传统家居卖场流量存在压力；但线下实体店在信息获取层面仍然有不可替代的优势，据艾瑞咨询《2024年中国家居市场消费洞察报告》(艾瑞咨询于2023年12月展开的调研，近一年消费、计划人群：N=2000)，有74.9%的消费者会走进线下店，实地了解、体验家居产品；对于消费者而言，家居卖场可提供多品牌、多品类的一站式购物体验，家居

卖场仍然是家居销售不可或缺的渠道之一。

图表2: 家装家居消费及计划人群家居产品信息了解渠道 TOP5

图表3: 家装家居消费及计划人群线下购买渠道分布



资料来源: 艾瑞咨询《2024年中国家居市场消费洞察报告》, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 艾瑞咨询《2024年中国家居市场消费洞察报告》, 长城证券产业金融研究院

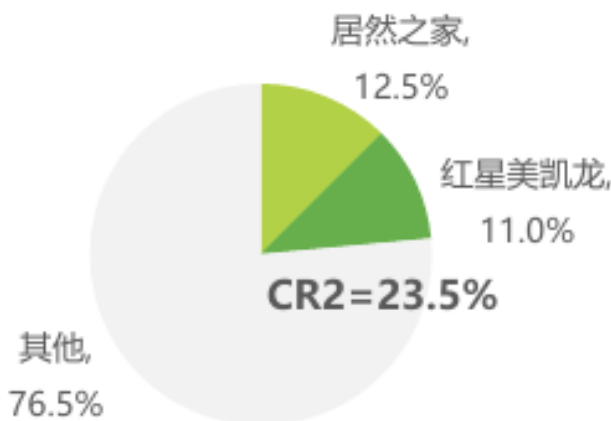
注: 艾瑞咨询于2023年12月展开的调研, 近一年消费、计划人群: N=2000。

注: 艾瑞咨询于2023年12月展开的调研, 近一年消费、计划人群: N=2000。

头部卖场优势凸显, 中小卖场逐步出清

全国性的头部家居卖场主要有居然之家、红星美凯龙, CR2集中度23.5%, 仍有提升空间。据我们不完全梳理, 全国主要的家居卖场主要包括居然之家、红星美凯龙、欧亚达、香江家居、富森美、第六空间等, 其中居然之家和红星美凯龙覆盖的区域最广、总经营面积最大。据艾瑞咨询发布的《2024年中国家居市场消费洞察报告》, 2023年在全国万平以上建材家居卖场中, 居然之家销售额占比约12.5%, 位列第一; 红星美凯龙销售额占比约11.0%, 位列第二; 前两名的市场份额合计为23.5%。

图表4: 2023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《2024年中国家居市场消费洞察报告》, 长城证券产业金融研究院

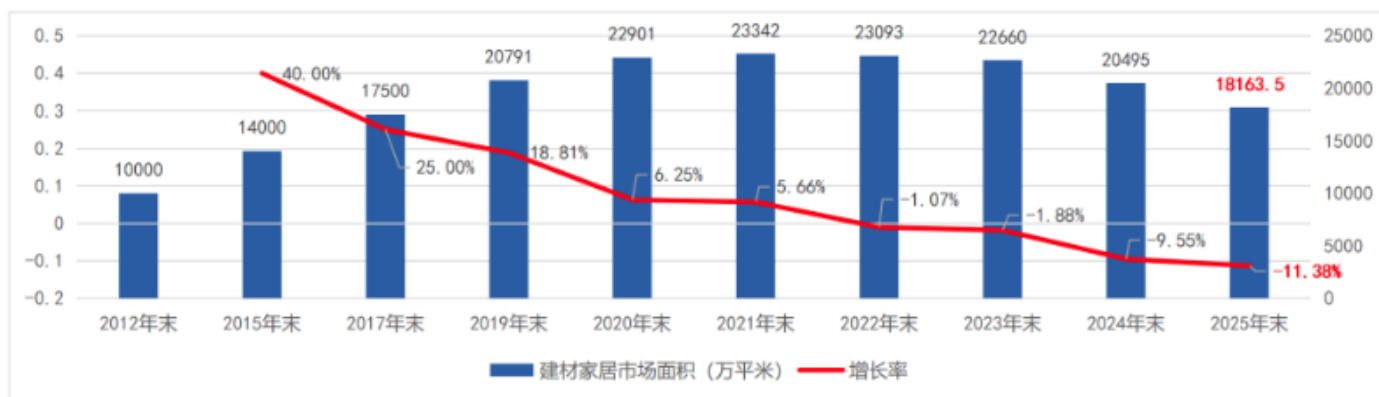
图表5: 全国主要家居卖场梳理

公司	卖场数量	总经营面积	销售额	覆盖区域
居然之家	399(截至 2025H1 末)	1252 万平 (截至 2025H1 末)	1222 亿元 (2024 年)	全国 30 个省市
红星美凯龙	345 (截至 2025 年末)	1913 万平 (截至 2025 年末)	-	全国 30 个省市
欧亚达	130	700 万平	超 500 亿元(截至 2026 年 4 月 20 日网页信息)	100 余个大中城市
香江家居	100+	-	-	-
富森美	16(截至 2025 年 9 月)	自营 125 万平+加盟 30 万平 (截至 2025 年 9 月)	-	成都、眉山、泸州、自贡
第六空间	39	-	-	29 个城市

资料来源: 各公司官网, 美凯龙 2025 年财报, 富森美 2025 年财报, 居然之家 2024 年财报及 2025 半年财报, 中国家具协会, 证券日报, 长城证券产业金融研究院

头部家居卖场强者恒强，劣势卖场在行业下行阶段逐步出清。据中国建筑材料流通协会统计，截至 2025 年末，全国规模以上建材家居市场面积约为 18163.5 万平方米，同比下滑 11.38%；全国规模以上建材家居市场面积从 2021 年以来持续收缩，经营不善的劣势家居卖场正在加速出清，头部连锁家居卖场的竞争优势更加明显。头部家居卖场通过商户分成、行业生态共建等方式紧密链接商户，具备更强的招商能力与商户/品牌运营能力；对于消费者而言，头部卖场拥有更丰富的品牌商家，更丰富的产品品类，更可靠的服务及售后。同时在数智化转型的浪潮中，头部卖场也拥有更强的资金实力推动转型，通过数智化工具持续为商户提供赋能，吸引消费者。

图表6: 全国规模以上建材家居市场面积 2021 年-2025 年持续收缩



资料来源: 77 度, 中国建筑材料流通协会, 长城证券产业金融研究院

地产有望逐步企稳，带动需求回暖

2026 年一季度二手房市场成交量增长、挂牌量下降、房价跌幅收窄，显示供需关系较前期有所改善，市场或正处于筑底修复阶段。尽管存在一定季节性因素，但在成交回暖、供给收缩与价格企稳信号同时出现的背景下，叠加政策预期，市场信心边际改善。若地产企稳，一方面将带动建材家居需求企稳，另一方面也可带动消费信心恢复，激发存量装修、局部改造需求。

2026 年以来地产政策预期强化，提振市场信心。2026 年开年，《求是》杂志发布文章《改善和稳定房地产市场预期》，客观分析了我国当前房地产市场存在的问题，提出要“以更有力量更精准的举措，加强对房地产市场的宏观调控”，具体措施包括“保持政策力度、做好供给管理、加强信息和舆论引导”，为市场注入信心。随后 1 月底财联社报道“三条红线”政策放松；2 月上海陆续出台政策，包括启动收购二手房作为保租房、放松限购、提高公积金贷款额度等。

图表7：2026 年以来地产政策预期强化，提振市场信心

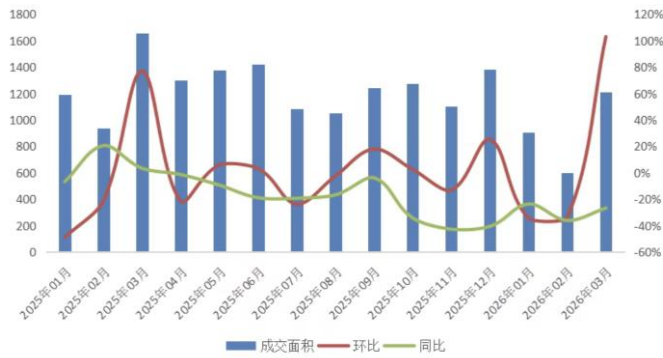
时间	事件	具体措施 / 说明
2026 年 1 月 1 日	《求是》发布文章《改善和稳定房地产市场预期》	文章客观分析了我国当前房地产市场存在的问题，认为“房地产带有显著的金融资产属性，关联性强、涉及面广、社会关注度高，加强预期管理对稳定房地产市场具有特殊重要性”，并提出要“以更有力量更精准的举措，加强对房地产市场的宏观调控，持续改善和稳定房地产市场预期，尽可能缩短调整时间，熨平市场波动，推动房地产市场平稳健康高质量发展”，具体措施包括“保持政策力度、做好供给管理、加强信息和舆论引导”。
2026 年 1 月 28 日	财联社报道“三条红线”政策放松	1. 监管部门不再要求房企每月上报“三条红线”指标； 2. 部分出险房企需向总部所在城市专班组定期汇报资产负债率等财务指标。
2026 年 2 月 2 日	上海启动收购二手住房用于保障性租赁住房工作	1. 试点区域：浦东新区、静安区、徐汇区； 2. 收购房源：聚焦小户型（浦东优先内环内 / 2000 年前 / 70 平以下 / 400 万以内）、交通便捷、配套成熟； 3. 置换规则：浦东同步购同区新房，静安置换本区商品房； 4. 价格：按市场或评估价；5. 资金来源：财政资金 + 企业自有资金 + 银行贷款。
2026 年 2 月 25 日	上海市五部门联合印发《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》，自 2026 年 2 月 26 日起施行	1. 进一步调减住房限购政策； 2. 优化住房公积金贷款政策，提高住房公积金最高贷款额度，优化贷款套数认定，扩大多子女家庭购房支持范围； 3. 完善个人住房房产税政策。

资料来源：求是网，财联社，中指研究院，上海住建部，长城证券产业金融研究院

从近期地产数据来看，也出现企稳迹象。

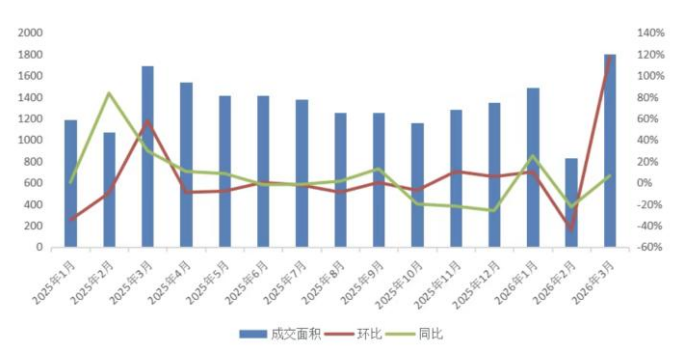
2026 年 1-3 月二手房成交同比个位数增长。克而瑞监测数据显示，2026 年 3 月，全国重点 50 城市新建商品住宅成交面积约 1214 万平方米，环比增长 103%，同比减少 27%，一季度累计成交面积 2720 万平方米，累计同比减少 28%。2026 年 3 月，全国重点 20 城市二手房成交面积约 1797 万平方米，环比增长 117%，同比增长 6%，一季度累计成交面积约 4108 万平方米，同比增长 4%。

图表8: 全国重点 50 城月度新房成交面积变化 (万 m^2)



资料来源: 克而瑞, 长城证券产业金融研究院

图表9: 全国重点 20 城月度二手房成交面积变化 (万 m^2)

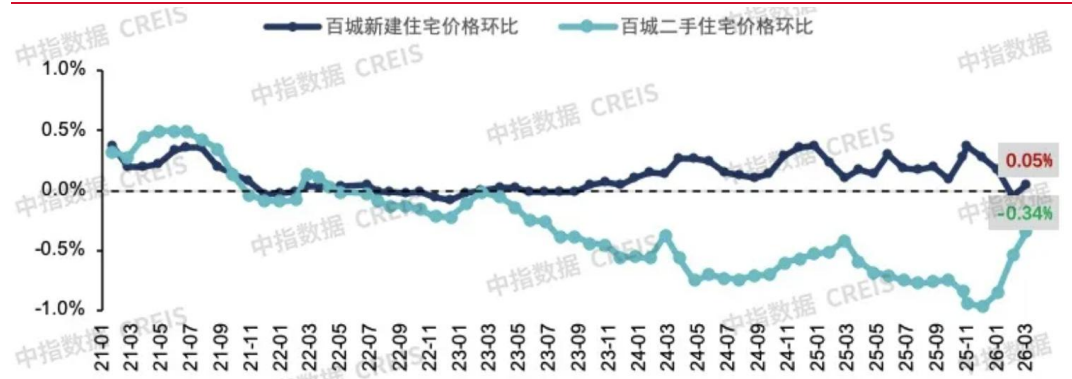


资料来源: 克而瑞, 长城证券产业金融研究院

从房价来看, 二手房价格降幅连续 3 个月收窄。根据中指数据、中国房地产指数系统百城价格指数, 二手房方面, 2026 年 3 月百城二手住宅均价环比下跌 0.34%, 跌幅较上月收窄 0.2 个百分点, 已连续第 3 个月收窄; 同比下跌 8.55%。其中, 3 月上海二手房价格环比上涨 0.08%, 自 2023 年 6 月以来首次上涨。新房方面, 3 月百城新建住宅均价环比上涨 0.05%, 同比上涨 2.24%。

重点城市二手房新增挂牌量显著低于近几年同期, 二手房卖方预期有所趋稳。据中指研究院, 2 月末, 重点 25 城二手房存量挂牌套数约 205 万套, 环比下降 4%, 较去年 10 月高点回落 8%。3 月重点城市二手房新增挂牌房源约 15 万套, 同比下降约四成。

图表10: 百城新建住宅及二手住宅价格环比变化



资料来源: 中指研究院, 长城证券产业金融研究院

居然智家：轻资产家居卖场龙头，新战略、新征程

家居卖场龙头，新战略、新征程

家居卖场龙头，新战略开启新征程。据公司官网，公司成立于 1999 年，是以大家居为主业，以大消费为平台的大型商业连锁集团。自 2018 年始，公司陆续引进阿里巴巴、泰康人寿、北京金隅集团等知名企业作为战略合作伙伴，并于 2019 年 12 月 26 日在深圳证券交易所主板上市。截至 2025 年年中，居然之家在全国累计开业家居卖场 399 家、购物中心 4 家、生活超市 125 家，2024 年市场销售额超过 1200 亿元。据居然之家集团公众号，2025 年 10 月 29 日，公司举办“传承·创新”战略发布会，以“新战略、心服务、鑫模式”为核心驱动力，全面开启“数智化、场景化、全球化、可持续发展”的新征程。

图表11: 公司“三新”战略

新战略：锚定四大方向

数智化

以洞窝、居然设计家、居然智慧家为支撑，构建对内协同、对外赋能的产业基础设施，推动企业从“家居卖场运营商”向“全行业产业数智服务商”转型。

场景化

将线下卖场从传统的“品类分区”升级为“生活场景分区”，着力打造“生活场景集合店”，重点关注居家办公、人宠共居、亲子互动等沉浸式体验需求。

全球化

超越单一门店出海模式，以全球视野统筹资源，实现以目标市场本地化深耕为核心的全球化运营，打造赋能中国品牌出海的生态平台。

可持续发展

明确阶段性目标与实施路径，实现环境友好、社会责任与商业价值的统一。

心服务：1+6体系铸就温度

1个核心承诺

统一收银，先行赔付，保障权益。

6项尊享服务承诺

质量问题三年“三包”保障

绿色环保，健康无忧

一个月无理由退换货

保价90天，买贵补差

居然管家全程专业陪购

家电三年免费清洗保养

鑫模式：百川计划重塑价值

“百川计划”动态租金模式创新

突破固定租金，厂商私域流量可作为抵扣租金的“结算货币”。

一份流量多重收益

实现“转化卖货+抵扣租金+独享流量”的多重价值变现。

共生共赢生态

推动平台与商户从传统的“零和博弈”走向深度绑定的“共生共赢”。

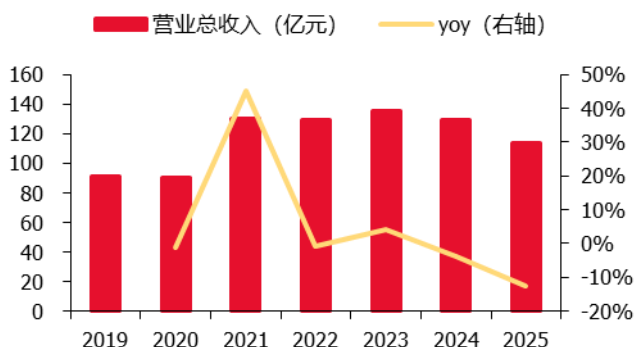
资料来源：居然之家集团公众号，长城证券产业金融研究院

公司 2025 年归母净利润由盈转亏，主因非经常性损益拖累。公司已发布 2025 年业绩快报，初步核算 2025 年归母净利润亏损 9.99 亿元，去年同期盈利 7.69 亿元；扣非净利润 1.06 亿元，同比下滑 88.13%。2025 年度，受房地产市场持续调整、家装家居消费需求趋于谨慎以及消费结构分化等因素影响，行业整体呈现总量收缩、结构调整的态势。受市场环境变化及公司特殊突发事件等因素影响，公司 2025 年商场招商及租金收入有所承压，投资性房地产公允价值下降，综合导致归母净利润出现亏损。上述投资性房地产公允价值变动损失主要系市场环境变化形成，属于非经营性影响，不会对公司持续经营能力产生不利影响。

外部环境承压，公司通过战略创新构建长期增长韧性。2022 年以来，从外部环境来看，地产下行、经济增速放缓，消费信心下降；从家居建材行业来看，家居建材市场存量竞争加剧，商户经营面临较大的压力，公司经营也受到一定影响。公司持续深耕家居主业，聚焦提质增效；同时紧扣数智化、场景化、全球化，形成业绩增量空间，近几年的业务

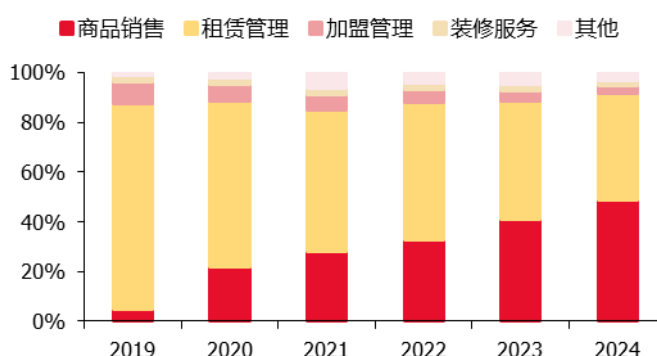
结构已经明显改善。我们认为，随着行业需求逐步企稳回暖，叠加公司多项创新战略逐步落地，业绩有望逐步改善。

图表12: 公司收入及增速



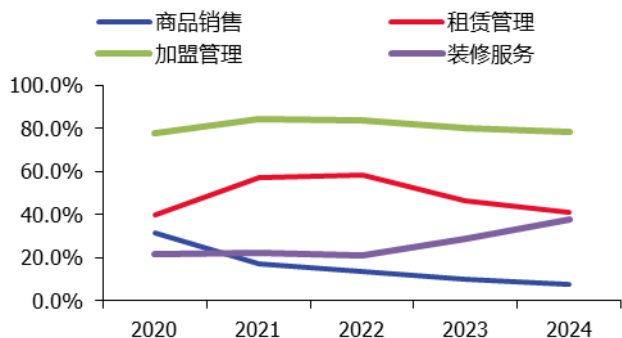
资料来源: wind, 公司 2019-2024 年财报, 公司 2025 年业绩快报, 长城证券产业金融研究院

图表13: 公司收入结构



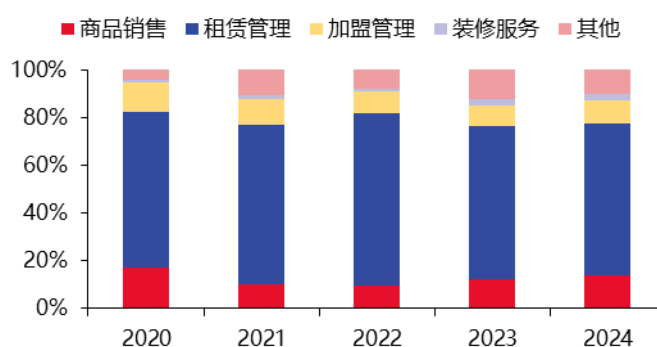
资料来源: wind, 公司 2019-2024 年财报, 长城证券产业金融研究院

图表14: 公司各业务毛利率



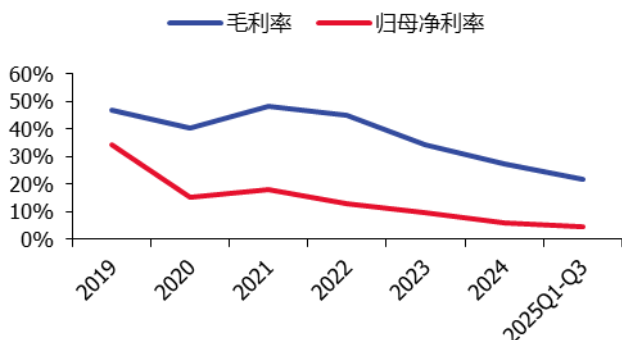
资料来源: wind, 公司 2020-2024 年财报, 长城证券产业金融研究院

图表15: 公司毛利结构



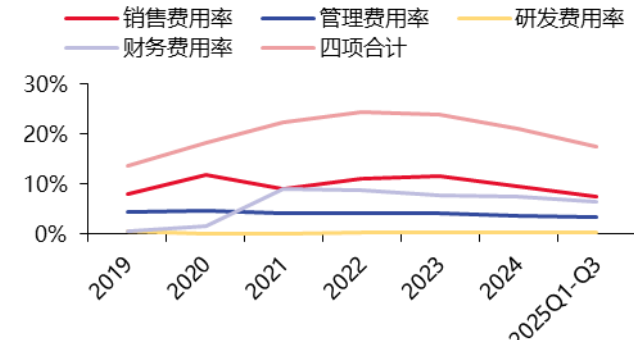
资料来源: wind, 公司 2020-2024 年财报, 长城证券产业金融研究院

图表16: 公司毛利率及归母净利率



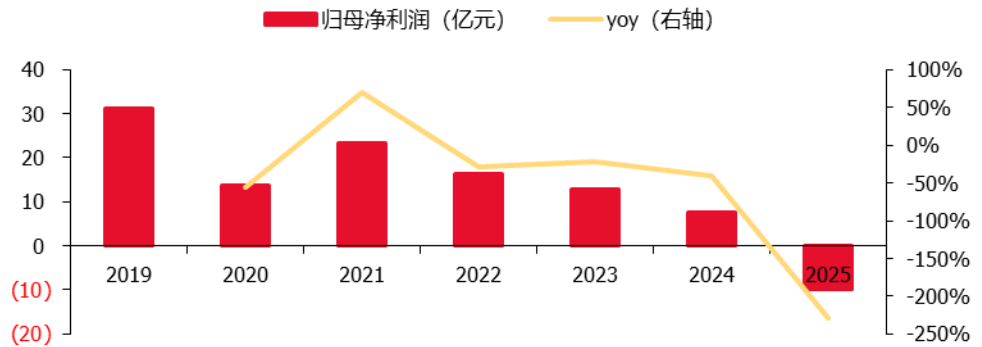
资料来源: wind, 公司 2019-2024 年财报, 公司 2025 年三季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表17: 公司费用率



资料来源: wind, 公司 2019-2024 年财报, 公司 2025 年三季度财报, 长城证券产业金融研究院

图表18: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 公司 2019-2024 年财报, 公司 2025 年业绩快报, 长城证券产业金融研究院

公司拥有完善的组织架构、高度职业化的团队和健全的风控体系，由高度职业化的经理人团队共同决策和管理。

图表19: 公司高管简介 (截至 2025 年 12 月 24 日)

姓名	职务	任职日期	学历	年龄	简介
王宁	首席执行官, 执行总裁	2020-12-09	博士	54	1994 年至 1999 年先后任职于国内贸易部政策法规司、全国华联商厦联合有限责任公司, 1999 年加入北京居然之家投资控股集团有限公司, 先后任北京十里河店副总经理、北京玉泉营店副总经理、北京金源店副总经理、山西分公司总经理等职, 2016 年至 2018 年任北京居然之家投资控股集团有限公司副总裁, 2017 年至 2020 年 5 月任北京居然之家投资控股集团有限公司董事, 2018 年至 2019 年 12 月任北京居然之家家居连锁有限公司董事、总裁, 2019 年 12 月至 2020 年 12 月任公司董事、总裁, 2020 年 12 月至 2025 年 8 月任公司董事、执行总裁, 2025 年 8 月至今任公司董事长、CEO。
李杰	副总裁	2020-12-03	本科	49	1999 年 7 月至 2002 年 4 月任苏州电视台生活资讯频道采编; 2002 年 4 月至 2006 年 6 月任霍尼韦尔特特殊化学品 (苏州公司) 供应链主管; 2006 年 7 月至 2013 年 3 月任上海必卖电子商务发展有限公司副总经理; 2013 年 3 月至 2014 年 3 月任国药控股股份有限公司电商公司总经理; 2014 年 4 月至 2020 年 7 月任阿里巴巴天猫事业群新零售总监、支付宝事业群运营中心负责人; 2020 年 8 月至 2020 年 11 月任国美零售控股集团国美在线 COO。2020 年 11 月加入公司, 分管数字化研发中心。2020 年 12 月至 2022 年 11 月任公司副总裁。2022 年 12 月至今任公司董事、副总裁。
方予之	副总裁	2023-12-28	本科	39	2008 年加入北京居然之家投资控股集团有限公司, 历任北京居然之家投资控股集团有限公司办公室连锁发展专员、法务专员、副主任、主任, 北京居然之家智能科技有限公司苹果业务负责人等职务, 2017 年至今任北京居然之家智能科技有限公司总经理。2023 年 12 月至今担任公司副总裁兼北京居然之家智能科技有限公司总经理。

姓名	职务	任职日期	学历	年龄	简介
王鹏	副总裁	2025-08-14	本科	44	2005 年加入公司，先后担任北四环店国际业务部经理、天津珠江友谊店家具部经理、北京居然之家投资控股集团有限公司经营管理部经理等职；2014 年至 2017 年先后担任北京居然之家投资控股集团有限公司招商管理部负责人、副总监、总监等职；2018 年至 2020 年任辽宁分公司总经理；2020 年 11 月至 2023 年 8 月任公司副总裁，分管公司招商管理部；2023 年 8 月至 2025 年 8 月先后任公司河南分公司副总经理、总经理。2025 年 8 月至今任公司副总裁。
朱蝉飞	副总裁,财务总监	2024-10-29	硕士	44	2008 年至 2018 年先后任北京居然之家投资控股集团有限公司财务会计、财务副经理、财务副总监等职，2018 年至 2019 年 12 月任北京居然之家家居连锁有限公司财务总监，2019 年 12 月至 2022 年 5 月任公司财务总监，2022 年 5 月至 2024 年 2 月任公司副总裁兼任财务总监。2024 年 3 月至 2024 年 8 月任公司副总裁，2024 年 8 月至 10 月担任北京居然之家投资控股集团有限公司副总裁兼财务总监。2024 年 10 月起任公司副总裁。
王建亮	董事会秘书,投资总监,资本总监	2023-02-15	硕士	53	2003 年至 2016 年任职于华夏银行；2016 年加入居然之家，先后担任北京居然之家小额贷款有限公司总经理，北京居然之家投资控股集团有限公司总裁助理兼资本及投资管理部总监，2022 年至 2023 年 2 月任公司投资及资本管理部负责人，2023 年 2 月起任公司投资及资本总监，2024 年 3 月起任公司董事会秘书兼投资及资本总监。
李晓	风险总监,合规总监	2023-02-15	硕士	40	2011 年至 2015 年任职于国家电力投资集团；2016 年加入居然之家，历任北京居然之家投资控股集团有限公司法务部副经理、经理、副总监等职，2021 年至 2023 年 2 月 16 日任公司风险及合规管理部负责人，2021 年 11 月 26 日至 2023 年 2 月 8 日任公司职工代表监事，2023 年 2 月起任公司风险及合规总监。
孙勇争	工程总监	2023-02-15	硕士	45	2003 年至 2004 年任职于北京建工六建集团，2004 年 11 月加入居然之家，先后担任北京居然之家投资控股集团有限公司工程主管、居然大厦筹备组副经理、经理，控股集团投资开发部副总监、总监，北京居然之家垂直森林置业有限公司总经理，2022 年至今任公司工程总监、北京洞建工程科技有限公司总经理。
王丁	人力行政总监	2024-03-01	硕士	36	2011 年加入居然之家，先后担任北京居然之家玉泉营家居建材市场有限公司出纳，公司核算会计、财务预算管理部负责人、财务副总监、采购管理部负责人，2023 年 12 月起任公司人力行政部负责人。2024 年 3 月起任公司人力行政总监。

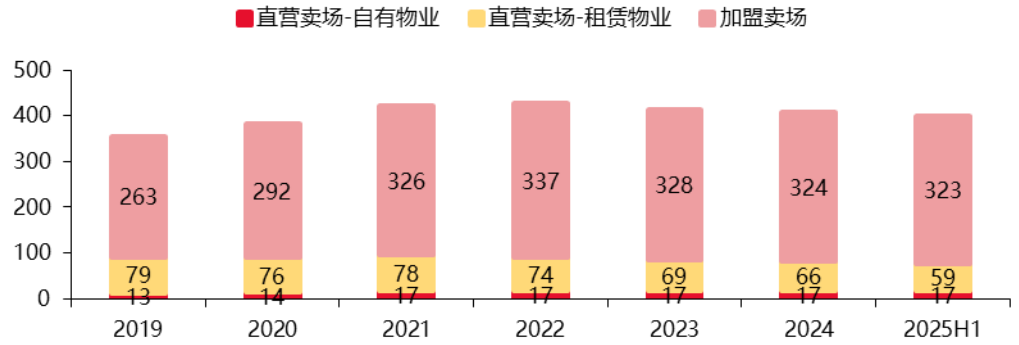
资料来源: wind, 长城证券产业金融研究院

轻资产模式，抗风险能力强

公司卖场以轻资产的直营租赁和加盟模式为主。据公司 2025 半年财报，截至 2025 年 6 月 30 日，公司共经营 399 家家居卖场，包含 76 家直营卖场（其中自有物业 17 家，

租赁物业 59 家) 及 323 家加盟卖场, 轻资产的租赁直营卖场和加盟卖场占比 96%。近几年公司经营的卖场数量略微下降, 主要是公司主动推进门店结构优化, 清理低效门店, 聚焦核心优质资产。

图表20: 居然之家卖场数量和结构

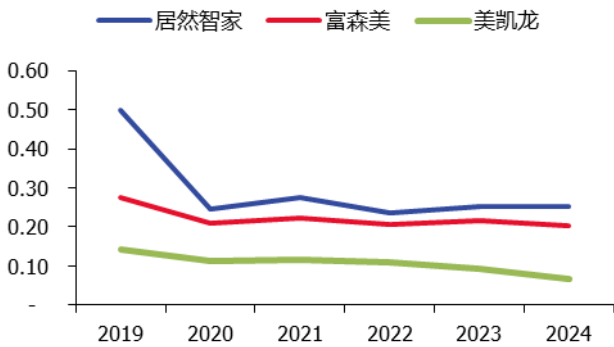


资料来源: 公司 2019-2024 财报, 公司 2025 年半年度财报, 长城证券产业金融研究院

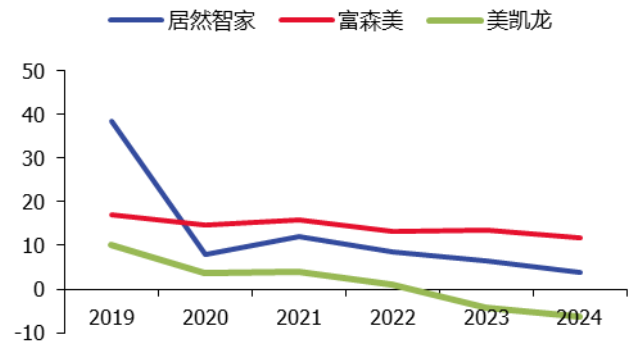
得益于轻资产模式, 公司投资性房地产占总资产的比例较低, 总资产周转率在行业可比公司中明显领先, ROE 在行业可比公司中也处于较高水平。

图表21: 家居卖场上市公司总资产周转率对比 (单位: 次)

图表22: 家居卖场上市公司 ROE 对比 (单位: %)

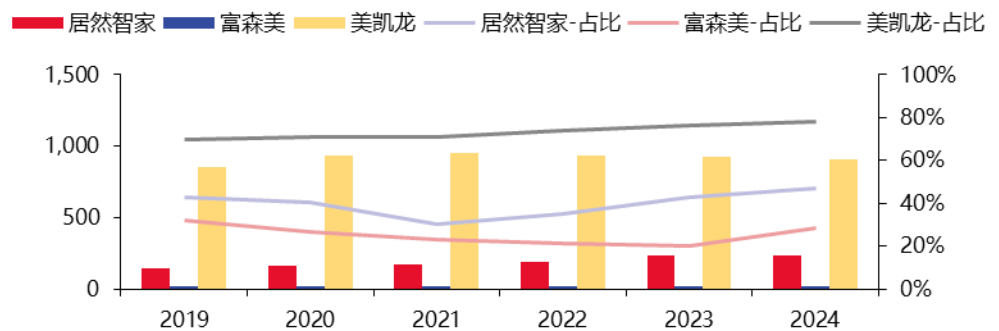


资料来源: wind, 各公司 2019-2024 财报, 长城证券产业金融研究院



资料来源: wind, 各公司 2019-2024 财报, 长城证券产业金融研究院

图表23: 家居卖场上市公司投资性房地产 (左轴, 亿元) 及总资产占比 (右轴)



资料来源: wind, 各公司 2019-2024 财报, 长城证券产业金融研究院

把握趋势，自我革新

公司积极顺应消费趋势，自我革新，破解行业痛点。公司通过全域流量运营、门店业态革新、C 端服务升级、B 端模式创新等举措，加强消费者、商户两端的粘性，持续抢占市场份额，巩固龙头地位。

流量方面，公司依托数智化创新优势，积极推进营销模式升级，构建了“1+N+X+K”全域运营矩阵，打造直播 IP，发券引流蓄客。据公司 2025 半年财报，2025 年上半年，公司联合天猫、抖音、微信、小红书、美团、高德等平台构建“1（居然智家）+N（分店）+X（员工和导购）+K（达人）”云卖场营销矩阵体系，积极推动云卖场、云商户、云导购和云员工的全域流量运营。公司以“厂商提供爆品、公司补贴现金券”为核心策略，常态化开展“家装十大件·换新来居然”“全员争当网红”活动，打造行业直播 IP，强化“消费者回馈日”心智；期内“家装十大件”主题直播累计 39 万场、时长 118 万小时，新增粉丝 250 万人。同时，公司通过通用券、专用券、品牌联名券实现引流蓄客，累计发券 97 万张，带动 37 万用户参与，引导销售额 12 亿元，获客转化效果突出。

图表24：“家装十大件·换新来居然”直播



资料来源：今日头条，乐居财经，长城证券产业金融研究院

业态方面，公司提出“场景化”战略，从传统卖场的按品类布局进化为跨品类的生活场景集合馆。根据公司投资者关系记录公告，公司重点关注居家办公、人宠共居、亲子互动等细分沉浸式体验需求，融入“智能、原创、适老、萌宠、泛家居”元素。在体验馆内，化传统的品类边界为具有吸引力的完整的生活解决方案，包括“三代同堂温馨客厅”、“都市青年智能卧室”、“开放式社交厨房”、“阅读空间”、“茶空间”、“电竞空间”、“银发生活馆”等三十多个生活场景。公司计划陆续在北京北四环店与十里河店率先打造跨品类的“生活场景集合馆”，待试点跑通，公司计划陆续在全国一二线城市打造面积为 2,000-5,000 平方米的生活场景集合馆，为消费者提供需求全覆盖、服务一体化的理想生活解决方案。

图表25: 居然之家生活场景集合馆计划



资料来源: 抖音, 公司战略发布会, 长城证券产业金融研究院

C 端服务方面，公司推出“心服务”体系，筑牢 C 端信任，强化消费者粘性。公司推出“居然 1+6 心服务体系”，以“统一收银，先行赔付”为核心，配套 6 项增值承诺（质量三年“三包”、绿色环保、一个月无理由退换货、保价 90 天、居然管家陪购、家电三年免费清洗）。¹

B 端模式方面，公司推出“鑫模式”百川计划，提升商户粘性和招商吸引力。据居然之家集团公众号，公司提出了百川计划动态租金模式，将固定租金转变为“固定租金+流量贡献抵扣”，商户私域流量可作为“结算货币”抵扣租金，降低商户经营压力。2026 年公司先选取个别门店进行试点，再逐步向全国核心门店推广。¹

¹ 来源：居然智家集团公众号

数智化转型：对内协同、对外赋能

公司率先在行业内开展数智化转型，已完成“居然设计家（Homestyler）”、“居然智慧家”和“洞窝”三大家居产业数智化平台的建设。²公司将以 AI 设计为新的流量入口，以智能家装和智能家居为新的消费场景，以产业服务平台为数字化底座，构建“对内协同、对外赋能”的产业基础设施，成为家居消费新模式的领跑者。

图表26：居然智家三大家居产业数智化平台

居然设计家	居然智慧家	洞窝平台
<p>定位：AI设计平台 (阿里联合打造)</p> <ul style="list-style-type: none"> 赋能用户实现“所想即所见、所见即所得” 提供智能导购与精准营销服务，提升转化 依托全球设计生态，推动行业跨境出海 	<p>定位：跨生态互联互通智慧生活平台</p> <ul style="list-style-type: none"> 连接手机、汽车、家电，构建“人车家”生活新场景 拓展绿色低碳、智能养老与大健康等生态服务 为消费者创造全场景的智慧生活服务体验 	<p>定位：家装家居全产业链数字化服务平台</p> <ul style="list-style-type: none"> 打通线上线下一体化营销，全面赋能产业链伙伴 依托DOS系统优化管理，提升行业整体运营效率 通过数据互通改善终端消费者的服务体验

资料来源：公司 2025 年半年财报，长城证券产业金融研究院

居然设计家：AI 赋能设计，掌握流量入口

居然设计家是公司和阿里巴巴共同打造的 AI 设计平台。居然设计家通过 AI、3D、大数据等底层技术驱动，旨在通过技术赋能降低设计门槛、提升决策效率，实现“所想即所见、所见即所得”的家居消费体验，为泛家居行业品牌商、零售商提供智能导购、精准营销服务。³

图表27：居然设计家的产品及功能

AI 设计平台	3D + AI 应用产品	精准营销
 <p>居然设计家 - 国内版 Homestyler - 海外版</p>	 <p>3D换景直播、3D智能导购、 3D爆品棚拍、AIGC 等数字化产品</p>	 <p>全域数据驱动的精准营销服务</p>

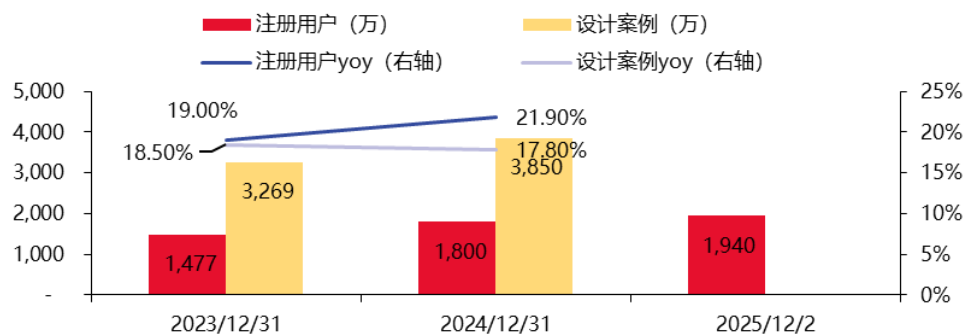
资料来源：居然设计家官网，长城证券产业金融研究院

² 来源：公司 2024 半年财报

³ 来源：居然设计家官网

居然设计家用户数量快速增长。居然设计家持续推进 AI 设计能力、供应链建设以及营销推广，实现用户体验与品牌影响力的提升。据公司 2024 年财报，截至 2024 年底居然设计家注册用户数量超 1800 万人，同比+21.9%；设计案例 3850 万，同比+17.8%；据公司投资者关系记录公告，截至 2025 年 12 月 2 日公告日，居然设计家平台注册用户超 1940 万，其中海外用户超 1630 万。

图表28：居然设计家注册用户数量及设计案例数量高速增长



资料来源：公司 2023-2024 财报，投资者关系记录，长城证券产业金融研究院

洞窝：S2B2C 基础设施，全链路交易中枢

洞窝为公司围绕家装家居全产业链打造的数字化产业服务平台，定位“全零售行业数智化基础设施”，旨在面向产业链上下游生态伙伴需求，赋能实体零售企业数智化转型升级。据公司 2025 半年财报，一方面，洞窝承载全场景数字化营销工具，通过打通卖场、商户线上线下流量运营与内容运营，提升经营效率；另一方面，洞窝通过“客户、商户、卖场均沉淀于平台”的生态模式，以数智分析能力为产业链上下游伙伴赋能，重构家居零售数字化逻辑。截至 2025 年 6 月 30 日，洞窝平台已入驻卖场超 1,200 家、商户超 15 万家，其中非居然卖场及商户占比超 70%。据公司 2024 年财报，2024 年全年洞窝实现平台交易 (GMV) 1,016 亿元。

图表29：洞窝 SaaS 平台提供全方位的数字化解决方案，满足家居行业不同角色的需求

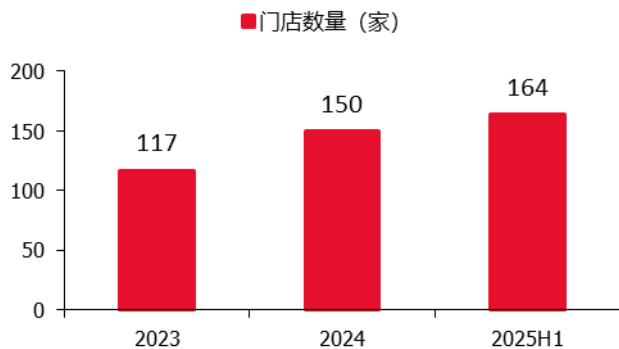


资料来源：洞窝官网，长城证券产业金融研究院

居然智慧家：全屋智能场景落地终端

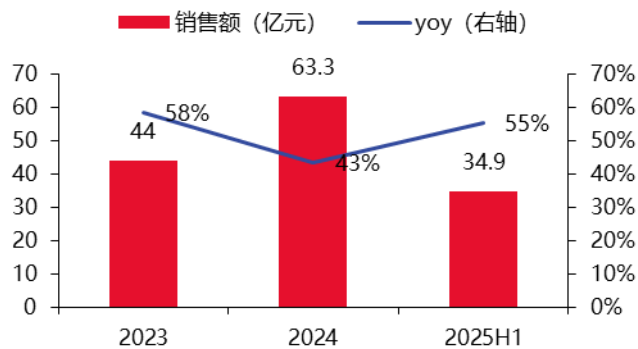
居然智慧家为公司打造的智能家居系统，打造“人、车、家”智慧生活新场景，目前快速发展。居然智慧家是公司为适应万物互联时代的到来而打造的智慧生活服务平台，通过打造跨品牌、跨生态、跨终端互联互通的智能家居系统，连接智能手机、智能汽车、智能家电等各种智能终端设备，打造“人、车、家”智慧生活新场景、绿色低碳生活新场景、智能养老和大健康智慧管理新场景，为消费者创造更好的智慧生活服务体验。⁴2023年以来，居然智慧家门店数量稳步增加，销售额高速增长，2024年门店数量150家，销售额63.3亿元，同比+43%；⁵2025年上半年门店数量达到164家，销售额34.9亿元，同比+55.3%。⁴合作品牌和接入设备数量持续增长，据公司投资者关系记录表，截至2024年末，与居然智慧家实现互联互通的合作品牌超300家，接入设备超30万；2025年上半年居然智慧家APP实现与华为智慧生活平台互联互通，全面覆盖华为智慧生活场景及家庭照明、遮阳、安防等子系统。⁴

图表30：居然智慧家门店数量稳步增加



资料来源：公司 2023-2024 年财报，2025 半年财报，长城证券产业金融研究院

图表31：居然智慧家销售额高速增长



资料来源：公司 2023-2024 年财报，2025 半年财报，长城证券产业金融研究院

⁴ 来源：公司 2025 半年财报

⁵ 来源：公司 2024 年财报

全球化：产业协同出海，数智化平台赋能全球市场

公司全球化布局稳步推进，海外门店拓展顺利。据公司 2024 年财报，2024 年公司先后在柬埔寨和澳门开设两家门店，带动国内优质家居品牌共同出海。据公司媒体见面会，公司马来西亚吉隆坡门店顺利筹备中，未来公司计划进入越南、印尼、泰国、中东等市场。

图表32: Easyhome 柬埔寨金边店



资料来源：北京商报，长城证券产业金融研究院

线上业务方面，公司主要通过居然设计家、洞窝赋能全球。据公司 2025 半年财报，1) 居然设计家：在海外上线了 18 种设计工具语言，为全球不同地区设计师和用户的使用提供便利；参加马来西亚、俄罗斯、美国、米兰、迪拜 5 场海外展会，海外合伙人增至 33 个；截至 2025 年 12 月 2 日，居然设计家平台注册用户超 1,940 万，其中海外用户超 1,630 万。2) 洞窝：为商户提供 Shopee 及 Lazada 海外电商平台代运营服务，降低商户出海门槛，获 Lazada “家具类目平台潜力榜 Top1”。

盈利预测与投资建议

核心业务收入及毛利率：1) 租赁及管理业务：随着中小卖场逐步出清、地产逐步企稳，以及公司各项创新模式、数智化转型赋能逐步落地，公司作为头部卖场的优势将进一步凸显，对于商户和消费者两端的粘性加强，从而带动租赁与管理收入企稳回升，我们预计 2025-2027 年公司租赁及管理业务收入同比-28%、+2%、+2%；随着收入企稳回升，毛利率也将逐步修复，我们预计 2025-2027 年公司租赁及管理业务毛利率 34%、37%、40%。2) 商品销售：公司商品销售收入随着居然智慧家的门店拓展保持较高速增长态势，未来预计智能家居市场空间仍然广阔，公司居然智慧家的门店数量及单店收入仍有提升空间，我们预计 2025-2027 年公司商品销售收入+3%、+11%、+10%；随着收入增长，规模效应逐步体现，带动毛利率逐步提升，我们预计 2025-2027 年公司商品销售毛利率 6.8%、7.3%、7.5%。

期间费用率：1) 为应对收入下降的影响，公司创新卖场合作新模式、加强费控管理，固定租赁成本逐步下降；2) 商品销售收入占比逐步提高，商品销售业务低毛利率、低费用率，将带动整体费用率下降；3) 随着公司收入企稳回升，规模效应也将带动费用率下降。

公允价值变动损益：公司已发布 2025 年业绩预告及业绩快报，受公司 2025 年特殊突发事件影响，商场招租及租金收入、投资性商业用房公允价值下降，预计 2025 年公司投资性房地产公允价值变动下降约 10-16 亿元，该损失计入非经常性损益，不影响公司持有物业现金流能力，不影响公司实际经营能力。此次损失为一次性影响，随着未来出租率和租金趋于稳定，预计公允价值不会出现大幅变化。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入 113.5、121.5、129.6 亿元，同比-12.5%、+7%、+6.7%；归母净利润-9.9、5.4、6.3 亿元，同比-229.8%、+153.7%、+18.2%。

图表33：公司分业务预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
租赁及其管理业务				
收入 (百万元)	5539.76	3988.63	4068.40	4149.77
yoy		-28.00%	2.00%	2.00%
毛利率	41.04%	34.00%	37.00%	40.00%
商品销售				
收入 (百万元)	6323.71	6513.42	7229.90	7952.89
yoy		3.00%	11.00%	10.00%
毛利率	7.59%	6.80%	7.30%	7.50%
加盟管理业务				
收入 (百万元)	432.51	324.38	337.36	350.85
yoy		-25.00%	4.00%	4.00%
毛利率	78.25%	73.00%	74.00%	75.00%
装修服务				
收入 (百万元)	263.36	210.69	200.16	200.16
yoy		-20.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	37.83%	37.83%	37.83%	37.83%

	2024A	2025E	2026E	2027E
其他业务				
收入 (百万元)	406.57	310.68	310.68	310.68
yoy		-23.59%	0.00%	0.00%
毛利率	87.27%	87.27%	87.27%	87.27%

资料来源: wind, 公司 2024 财报, 公司 2025 业绩快报, 长城证券产业金融研究院

公司是国内家居卖场龙头, 已搭建起覆盖全国的家居卖场网络。公司持续深耕家居主业, 推出多项创新模式, 加强消费者、商户两端的粘性, 持续抢占市场份额, 巩固龙头地位。同时公司持续推动数智化转型, 对内协同、对外赋能。

公司业务结构以租赁及管理业务和商品销售业务为主。租赁业务我们选取美凯龙、富森美、小商品城作为可比公司, 并以商业物业经营申万行业指数作为辅助参考; 商品销售业务我们选取顾家家居、欧派家居作为可比公司, 并以家居用品申万行业指数作为辅助参考。

考虑到一方面居然智家数智化转型行业领先, 随着行业需求逐步企稳回暖, 叠加公司多项创新战略逐步落地, 业绩存在修复空间, 且作为家居卖场龙头可给予一定溢价; 另一方面, 2025 年行业承压, 且公司发生了非经常性的公允价值损失导致利润端波动较大, 我们同时选取了 PE、PB 估值作为参考。我们预计公司 2026-2027 年 EPS 0.09、0.10 元/股, 对应 PE 估值 30.53、25.83 倍; BPS 3.17、3.27 元/股, 对应 PB 估值 0.83、0.80 倍; 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表34: 可比公司业绩及估值 (PE 估值法, 截至 2026 年 4 月 19 日收盘)

业务板块	代码	公司简称	市值 (亿元)	最新股价 (元/股)	PE (倍)				EPS (元/股)			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
租赁业务	601828.SH	美凯龙	95.2	2.40	不适用	不适用	-36.84	53.87	-0.69	-5.45	-0.06	0.04
	002818.SZ	富森美	80.2	10.71	11.61	14.43	无预测	无预测	0.92	0.74	无预测	无预测
	600415.SH	小商品城	667.3	12.17	21.71	15.88	11.88	10.02	0.56	0.77	1.02	1.21
	852034.SI	商业物业经营 (申万)	1,909.5	-	71.74	不适用	29.16	22.33	-	-	-	-
商品销售业务	603816.SH	顾家家居	257.5	31.35	18.18	13.46	12.24	11.13	1.74	2.33	2.56	2.82
	603833.SH	欧派家居	308.2	50.60	11.86	12.62	11.74	10.85	4.29	4.01	4.31	4.66
	801142.SI	家居用品 (申万)	5,279.4	-	34.36	29.21	24.16	20.56	-	-	-	-
	000785.SZ	居然智家	163.8	2.63	21.29	不适用	30.53	25.83	0.12	-0.16	0.09	0.10

资料来源: wind, 各公司 2024-2025 财报, 长城证券产业金融研究院。注: 可比公司 EPS 及 PE 为 wind 一致预期, 居然智家为我们预计。

图表35: 可比公司业绩及估值 (PB 估值法, 截至 2026 年 4 月 19 日收盘)

业务板块	代码	公司简称	市值 (亿元)	最新股价 (元/股)	PB (倍)				BPS (元/股)			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
租赁业务	601828.SH	美凯龙	95.2	2.40	0.22	0.46	0.30	0.29	10.68	5.17	7.99	8.14
	002818.SZ	富森美	80.2	10.71	1.38	1.43	无预测	无预测	7.77	7.47	无预测	无预测
	600415.SH	小商品城	667.3	12.17	3.25	2.91	2.60	2.31	3.74	4.18	4.67	5.27
	852034.SI	商业物业经营 (申万)	1,909.5	-	1.14	1.47	1.95	1.86	-	-	-	-
商品销售业务	603816.SH	顾家家居	257.5	31.35	2.62	2.40	2.24	2.10	11.98	13.08	13.99	14.93
	603833.SH	欧派家居	308.2	50.60	1.65	1.52	1.42	1.33	30.58	33.36	35.54	38.02
	801142.SI	家居用品 (申万)	5,279.4	-	2.74	2.42	3.19	2.93	-	-	-	-
	000785.SZ	居然智家	163.8	2.63	0.81	0.85	0.83	0.80	3.25	3.08	3.17	3.27

资料来源: wind, 各公司 2024-2025 财报, 长城证券产业金融研究院。注: 可比公司 BPS 及 PB 为 wind 一致预期, 居然智家为我们预计。

风险提示

宏观经济波动和房地产周期性波动的风险：家居消费客单价高、决策链条长，其受到宏观经济发展和人民可支配收入的影响。宏观经济增速放缓、房地产销售和竣工下行将导致建材家居的需求减少，从而给公司的经营业绩带来一定负面影响。

行业竞争加剧风险：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。

投资性房地产公允价值变动风险：公司投资性房地产采用公允价值模式后续计量，其账面价值及公允价值变动将受到市场环境、物业运营状况及估值参数调整等影响，若未来市场持续疲软，或公司卖场出租率、租金水平进一步下滑，可能导致投资性房地产公允价值下降，影响公司业绩。

技术更新迭代风险：公司持续推进数智化转型，但 AI、大模型和物联网等前沿技术更新换代速度快，若研发投入不足或技术应用不成熟，可能导致公司数智化产品竞争力下降。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6770	5880	6185	6854	7487
现金	3568	2661	3935	3560	5037
应收票据及应收账款	1126	1132	761	1110	744
其他应收款	345	431	113	510	171
预付账款	353	478	247	467	339
存货	438	540	504	557	558
其他流动资产	940	638	624	650	638
非流动资产	46911	43795	37634	36759	35902
长期股权投资	812	772	747	723	699
固定资产	2232	2158	1797	1823	1832
无形资产	750	616	429	242	55
其他非流动资产	43117	40250	34661	33971	33316
资产总计	53681	49675	43819	43613	43389
流动负债	10349	10087	8419	8370	9251
短期借款	1447	1883	1475	1601	1653
应付票据及应付账款	519	919	500	1150	798
其他流动负债	8383	7285	6444	5618	6800
非流动负债	22330	18627	15721	14975	13166
长期借款	3437	3090	2174	1329	515
其他非流动负债	18893	15537	13546	13645	12650
负债合计	32679	28714	24139	23344	22416
少数股东权益	1073	745	485	538	609
股本	6287	6252	6227	6227	6227
资本公积	8868	8757	8757	8757	8757
留存收益	4805	5185	3928	4517	5222
归属母公司股东权益	19930	20216	19194	19730	20364
负债和股东权益	53681	49675	43819	43613	43389

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3836	2635	2694	58	3207
净利润	1340	835	-1257	589	705
折旧摊销	611	601	567	611	660
财务费用	1043	964	763	668	610
投资损失	16	54	54	54	54
营运资金变动	-72	-833	1593	-1483	1392
其他经营现金流	898	1014	975	-379	-214
投资活动现金流	-2968	-546	4747	878	643
资本支出	1450	778	1722	100	1195
长期投资	178	51	24	24	24
其他投资现金流	-1697	181	6445	953	1813
筹资活动现金流	-2335	-3012	-6168	-1311	-2373
短期借款	353	436	-408	127	51
长期借款	973	-347	-916	-845	-814
普通股增加	-242	-35	-25	0	0
资本公积增加	302	-110	0	0	0
其他筹资现金流	-3721	-2955	-4819	-593	-1610
现金净增加额	-1473	-926	1274	-375	1477

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13512	12966	11348	12146	12964
营业成本	8903	9419	8961	9517	10098
营业税金及附加	152	160	140	150	160
销售费用	1590	1238	1026	941	875
管理费用	579	496	377	282	236
研发费用	39	52	46	49	52
财务费用	1043	964	763	668	610
资产和信用减值损失	-108	-281	-246	-263	-281
其他收益	26	11	38	32	27
公允价值变动收益	81	113	-1300	100	100
投资净收益	-16	-54	-54	-54	-54
资产处置收益	831	845	441	600	400
营业利润	2019	1270	-1047	955	1125
营业外收入	13	15	15	15	15
营业外支出	115	65	110	110	110
利润总额	1918	1220	-1143	860	1029
所得税	578	384	114	271	324
净利润	1340	835	-1257	589	705
少数股东损益	40	66	-258	52	71
归属母公司净利润	1300	769	-999	536	634
EBITDA	3524	2741	149	2099	2256
EPS (元/股)	0.21	0.12	-0.16	0.09	0.10

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	4.1	-4.0	-12.5	7.0	6.7
营业利润 (%)	-19.3	-37.1	-182.5	191.2	17.7
归属母公司净利润 (%)	-21.1	-40.8	-229.8	153.7	18.2
获利能力					
毛利率 (%)	34.1	27.4	21.0	21.6	22.1
净利率 (%)	9.9	6.4	-11.1	4.8	5.4
ROE (%)	6.4	4.0	-6.4	2.9	3.4
ROIC (%)	7.2	5.1	-1.9	4.2	4.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.9	57.8	55.1	53.5	51.7
净负债比率 (%)	22.7	29.2	7.1	5.2	-5.7
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	12.2	11.5	12.0	13.0	14.0
应付账款周转率	17.4	16.4	16.0	15.0	14.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.12	-0.16	0.09	0.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.42	0.43	0.01	0.52
每股净资产 (最新摊薄)	3.20	3.25	3.08	3.17	3.27
估值比率					
P/E	12.6	21.3	-16.4	30.5	25.8
P/B	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.3	8.5	122.2	8.5	7.0

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686