

居然智家 (000785.SZ)

买入 (维持评级)

公允价值变动释放风险, Q1 经营现金改善

投资要点:

► **事件:** 公司发布 2025 年报及 26 年一季报, 25 年实现收入 111.4 亿元, 同比-14.1%, 实现归母净利-10 亿元, 同比-230%, 扣非净利 1.1 亿元, 同比-88%; 26Q1 营收 25.2 亿元, 同比-23.8%, 归母净利 0.6 亿元, 同比-71%, 扣非净利 0.7 亿元, 同比-65%。

► **主业受租金减免政策影响有所承压, 购百超、数智化转型持续推进。** 25 年公司支持商户持续经营、稳定商户经营信心, 给予商户租金减免及优惠, 造成租赁及管理业务收入出现阶段性减少; 但公司全力巩固经营基本盘和行业龙头地位, 购物中心、百货超市第二成长曲线稳步向前, 同时在数智化方面继续推进协同, 优化家居产业价值链与用户体验, 逐步发展为连接品牌、经销商、门店与消费者的产业数智化基础设施。**分业务, 1) 租赁管理业务:** 25 年实现营收 41.6 亿元同比-24.8%, 25 年公司自有、租赁卖场数量分别为 18 家、47 家, 公司持续优化卖场连锁布局, 继续深耕北京核心市场, 同时加快补齐华东区域短板, 完善全国市场布局网络的同时对部分经营效率不及预期的门店进行主动调整, 提升经营效率。**2) 加盟管理业务:** 25 年实现营收 2.7 亿元, 同比-37.6%, 25 年公司委托管理加盟、特许加盟卖场数量分别为 163 家、144 家。**3) 商品销售业务:** 25 年实现营收 63 亿元, 同比-0.3%, 居然智慧家实现销售额 67.4 亿元同比+6.6%, 其中智能汽车实现销售额 3.4 亿元同比+192%, 25 年居然智慧家已开业门店 150 家, 线下布局持续优化。**4) 购百超:** 25 年中商世界里购物中心实现销售额 29.7 亿元同比+12.7%, 整体招商率超 97%, 超市业务持续推进“百千万工程”建设实现年销售过亿元品类 7 个, 百货业态持续引入新兴品类, 推进品牌结构优化。**5) 数智化转型方面,** 居然设计家持续深化 AI 在室内设计领域的应用, 平台年活跃用户同比+25%。洞窝紧抓家居产业数智化转型需求, 围绕行业经营管理痛点, 推出商业管理系统, 截止 25 年洞窝上线卖场超 1,200 家, 入驻商户近 15 万家, 其中非居然卖场及商户占比超 70%。

► **25 年公允价值变动损失影响盈利, Q1 经营性现金流改善明显。****1) 毛利率:** 25 年公司实现毛利率 20.1%, 同比-7.2pct, 主要受到稳商户租金减免影响。26Q1 毛利率同比-6.8pct。**2) 期间费用:** 25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.5pct、+0.13pct、-0.15pct、-0.79pct, 销售费用下降主要为公司持续推进数智化转型增加线上精准营销, 减少传统线下营销, 促销费节约; 26Q1 上述费率分别同比+0.95pct、+0.52pct、+0.08pct、-0.31pct。**3) 净利率:** 25 年公司因投资性房地产公允价值下降导致亏损, 全年计提公允价值变动损失约 15 亿元。26Q1 公司归母净利率 2.5% 同比-3.9pct, 主要为毛利率有所降低所致。26 年公司将聚焦主业, 推进战略升级、服务升级、模式升级, 以“现金流为主”, 26Q1 经营性现金流净额 5.5 亿元同比+199%显著改善。同时公司将巩固数智化转型成效, 并以东南亚为支点逐步拓展周边出海潜力市场。

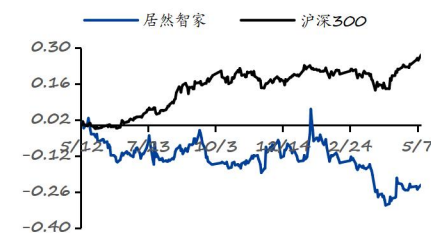
► **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.3 亿元、6.0 亿元、7.2 亿元 (上期预测 26-27 年分别为 6 亿元、6.8 亿元, 因公司商户补贴政策持续影响毛利率, 根据年报及一季报净利调整上期预测), 增速分别为+153%、+13%、+20%, 目前股价对应 26 年 PE 为 31X, PB 为 0.8X。公司作为家居零售龙头, 智能化转型业内领先, 积极以 AI 创新技术赋能家居家装行业, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 宏观经济波动, 行业市场竞争加剧, 突发事件风险, 数字化转型风险

基本数据

日期	2026-05-11
收盘价:	2.61 元
总股本/流通股本(百万股)	6,227.05/5,804.48
流通 A 股市值(百万元)	15,149.70
每股净资产(元)	3.07
资产负债率(%)	53.83
一年内最高/最低价(元)	3.77/2.32

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
	lhp30568@hfzq.com.cn
分析师:	李含稚(S0210524060005)
	lh30597@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、居然智家 (000785): H1 租金减免影响盈利, 数智化转型持续推进——2025.09.01
- 2、居然智家 (000785): 数智化转型表现亮眼, 静待主业调改效能释放——2025.05.07
- 3、居然智家 (000785): 设计家受邀 GTC 大会, AI 重塑家装全链条——2025.03.21



财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	12,966	11,144	11,664	12,391	13,190
增长率	-4%	-14%	5%	6%	6%
净利润 (百万元)	769	-999	532	603	722
增长率	-41%	-230%	153%	13%	20%
EPS (元/股)	0.12	-0.16	0.09	0.10	0.12
市盈率 (P/E)	21.1	-16.3	30.6	26.9	22.5
市净率 (P/B)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	980	1,026	1,090	1,369	营业收入	11,144	11,664	12,391	13,190
应收票据及账款	895	1,003	967	985	营业成本	8,899	9,337	9,916	10,554
预付账款	294	308	327	348	税金及附加	154	146	155	169
存货	609	639	679	723	销售费用	1,003	875	935	996
合同资产	96	61	69	79	管理费用	441	455	483	514
其他流动资产	831	833	889	952	研发费用	28	31	33	33
流动资产合计	3,609	3,809	3,952	4,376	财务费用	741	705	658	596
长期股权投资	699	699	699	699	信用减值损失	-34	-34	-50	-50
固定资产	2,031	2,266	2,541	2,852	资产减值损失	-41	-56	-76	-58
在建工程	438	538	538	438	公允价值变动收益	-1,508	0	0	0
无形资产	1,198	1,310	1,479	1,750	投资收益	-2	-24	-27	-27
商誉	9	9	9	9	其他收益	8	10	40	45
其他非流动资产	35,338	35,851	32,984	32,573	营业利润	-1,105	731	817	959
非流动资产合计	39,713	40,673	38,250	38,322	营业外收入	28	28	28	28
资产合计	43,322	44,483	42,202	42,698	营业外支出	121	121	121	121
短期借款	1,366	1,857	1,514	1,366	利润总额	-1,198	638	724	866
应付票据及账款	593	638	728	834	所得税	-177	94	107	128
预收款项	791	828	880	936	净利润	-1,021	543	617	738
合同负债	471	493	524	557	少数股东损益	-22	12	13	16
其他应付款	2,258	2,258	2,258	2,258	归属母公司净利润	-999	532	603	722
其他流动负债	3,214	3,224	3,240	3,258	EPS (按最新股本摊薄)	-0.16	0.09	0.10	0.12
流动负债合计	8,693	9,298	9,143	9,209					
长期借款	2,360	2,060	2,360	2,660					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	12,493	13,116	10,233	9,806					
非流动负债合计	14,853	15,176	12,593	12,466					
负债合计	23,547	24,474	21,736	21,675					
归属母公司所有者权益	19,053	19,274	19,718	20,259					
少数股东权益	723	735	748	764					
所有者权益合计	19,776	20,009	20,466	21,023					
负债和股东权益	43,322	44,483	42,202	42,698					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,958	1,445	1,949	2,004
现金收益	308	1,792	1,845	1,943
存货影响	-69	-30	-40	-44
经营性应收影响	462	-66	92	19
经营性应付影响	-819	81	142	163
其他影响	2,077	-333	-91	-77
投资活动现金流	-453	-1,509	1,859	-673
资本支出	-1,166	-992	-1,014	-1,093
股权投资	72	0	0	0
其他长期资产变化	640	-517	2,873	420
融资活动现金流	-2,803	110	-3,743	-1,052
借款增加	-1,111	191	-43	152
股利及利息支付	-204	-754	-727	-700
股东融资	6	0	0	0
其他影响	-1,494	672	-2,973	-505

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-14.1%	4.7%	6.2%	6.5%
EBIT 增长率	-120.9%	393.6%	2.9%	5.8%
归母公司净利润增长率	-229.8%	153.2%	13.5%	19.7%
获利能力				
毛利率	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率	-9.2%	4.7%	5.0%	5.6%
ROE	-5.1%	2.7%	2.9%	3.4%
ROIC	-8.0%	28.2%	26.7%	24.9%
偿债能力				
资产负债率	54.4%	55.0%	51.5%	50.8%
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	33	29	29	27
存货周转天数	23	24	24	24
每股指标 (元)				
每股收益	-0.16	0.09	0.10	0.12
每股经营现金流	0.31	0.23	0.31	0.32
每股净资产	3.06	3.10	3.17	3.25
估值比率				
P/E	-16	31	27	23
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	1,301	90	87	82

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn