

公司研究/首次覆盖

2020年05月22日

商业贸易/零售 II

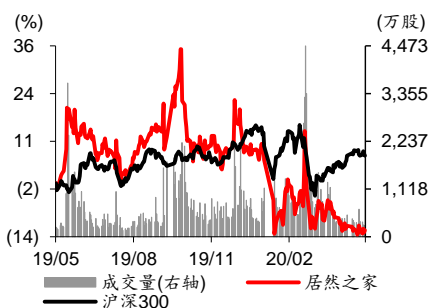
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 7.96  
合理价格区间(元): 8.64~9.60

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004  
研究员 021-38476072  
zhangmeng016126@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 家居航母: 新零售成长可期

## 居然之家(000785)

### 泛家居行业龙头, 首次覆盖给予“买入”评级

公司是我国泛家居行业龙头, 以中高端为经营定位, 为顾客提供家庭设计、装修、家居建材等一站式服务, 业务涵盖家居产品零售、家装服务等领域。我们认为公司优势主要在: 1) 疫情加速家居零售业优胜劣汰, 具有综合优势的大型连锁卖场有望受益; 2) 轻资产运营模式效率卓越, 一方面保证门店扩张速度, 一方面降低资本支出、提升资产回报率; 3) 与阿里战略合作, 共同打造家居新零售, 公司有望加速完成数字化转型。我们预计公司2020E-2022E EPS 分别为 0.32、0.48、0.51 元, 首覆给予买入评级。

### 业务规模位列家居连锁卖场行业第二, 2019 业绩增长稳健

公司成立于 1999 年, 历经 20 余年发展成为中国泛家居行业龙头之一, 旗下品牌居然之家是我国最有影响的家居卖场品牌之一, 规模仅次于美凯龙位列连锁卖场行业第二。2019 年公司实现营收 90.9 亿元, 归母净利润 31.3 亿元, 分别同比增长 7.9%、60.1% (上市公司 2018 年业绩为壳公司业绩, 此处同比取实质主体业绩)。主要系开店增收、坪效增长, 租金物业费上涨所致, 公司并表武汉中商也是主要来源之一。

### 家居零售行业分散, 受疫情催化集中度加速提升, 优势连锁卖场有望受益

泛家居行业市场空间广阔, 2018 年我国家具建材行业市场规模达 4.8 万亿元。其中家居零售作为家居产业链条中议价权较强的子行业呈典型的“大行业、小公司”竞争格局, 行业集中度较低。众多零售业态中, 我们认为连锁家居卖场综合具备较高品牌声誉、规模效应、运营效率与地域壁垒, 市场竞争力强。伴随疫情加速行业优胜劣汰, 优势卖场有望持续受益。

### 轻资产运营效率卓越, 战略合作阿里积极推进产业、渠道融合

公司主要采用轻资产模式即租赁物业运营直营店, 尽管租赁成本拉低毛利率, 但有效保证了门店扩张的灵活性与速度, 且由于租赁物业资产不入表, 公司净资产收益率要显著高于主要竞对。加盟店是公司低线城市规模化扩张的主要方式, 2017-2019 分别新开 52、78、64 家, 超 90% 的出租率彰显公司出色的品牌力与管理力。做强家居零售的同时, 公司与阿里积极推进三大融合: 大家居与大消费融合、线上线下融合、产业链上下游融合。

### 集中度提升龙头受益, 携手阿里新零售可期, 首覆给予买入评级

公司作为泛家居行业龙头, 凭借轻资产模式快速扩张, 拓城速度快、资产运营效率高, 兼具防御与弹性; 同时与互联网巨头阿里战略合作, 打造家居新零售平台, 有望带来成长与估值双提升。我们预计公司 2020E-2022E 营收 116.4、134.3、139.7 亿元, 归母净利润 19.0、28.7、30.5 亿元, 对应 EPS 分别为 0.32、0.48、0.51 元。考虑到 20 年业绩因疫情影响可参考性不强, 参考行业可比公司 2021 年 Wind 一致性预期平均 15.1x PE, 公司轻资产运营模式下 ROE 同业领先, 认可给予公司 2021 年 18~20x PE, 对应目标价格 8.64~9.60 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 海外疫情风险; 门店渗透不及预期; 房地产景气度下滑风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	6,020
流通 A 股 (百万股)	251.09
52 周内股价区间 (元)	7.86-12.27
总市值 (百万元)	47,918
总资产 (百万元)	32,927
每股净资产 (元)	2.52

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,044	9,085	11,637	13,434	13,972
+/-%	1.18	124.67	28.09	15.44	4.00
归属母公司净利润 (百万元)	66.36	3,126	1,902	2,865	3,046
+/-%	(81.44)	4,610	(39.16)	50.66	6.32
EPS (元, 最新摊薄)	0.01	0.52	0.32	0.48	0.51
PE (倍)	716.62	15.21	25.01	16.60	15.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资概要 .....	3
深耕家居零售，打造泛家居行业龙头 .....	4
居然之家是我国最具影响力的家居卖场品牌之一 .....	4
业绩增长稳健，并表后泛家居业务仍为主要收入来源 .....	5
2019 年底借壳上市，作价 356.5 亿元，对应 2018 年 18.2x PE .....	5
泛家居行业空间广阔，零售环节集中度持续提升 .....	8
2018 家居零售市场超 3 万亿，预计 2019E-2023E 以 CAGR 9.5% 增长 .....	8
家居零售行业集中度低，线下仍为主要销售场景 .....	9
家居零售集中化是长期趋势，连锁家居卖场竞争力强 .....	11
“直营+加盟”卖场双轮驱动，联手阿里引领家居新零售 .....	12
直营模式：凭借轻资产运营，资产运营效率高于主要竞对 .....	13
优化运营管理带来持续增长，坪效高于主要竞对 .....	13
租赁物业拉低直营毛利率，但提升资产回报率 .....	14
加盟模式：深耕低线城市，毛利率同业领先 .....	15
战略联手阿里打造家居新零售，三大融合做大家居主业 .....	17
盈利预测与估值 .....	19
风险提示 .....	21
PE/PB - Bands .....	21

## 投资概要

居然之家是我国泛家居行业龙头企业，截至 2019 年底，公司共经营管理 355 家卖场，总经营面积 1,204.7 万平方米，就业务规模而言仅次于美凯龙位列家居连锁卖场行业第二。公司凭借轻资产模式快速扩张，拓城速度快、灵活性高；同时与互联网巨头阿里战略合作，打造家居新零售平台，加快数字化转型，有望带来成长与估值双提升。我们认为，市场对于居然之家的判断有三点偏差：

市场认为公司并表武汉中商产生的负商誉仅为一次性收入，不可持续，但忽略武汉中商业的本身价值及与公司的协同作用。武汉中商创建于 1985 年，是湖北地区的一家老牌国有零售企业，历经 30 余年，发展成为多业态商贸连锁集团，2018 年在中国商业联合会的“中国零售百强”排行中位列第 51 位，在湖北的确具备综合实力与品牌美誉。合并完成后，公司计划围绕三方面与武汉中商进行协作：相互促进门店向综合商业体升级、借助泛家居成功经验推动百货商超新零售转型、共享客户与供应链资源与数据，助力武汉中商进行升级转型。

市场认为疫情对家居线下消费有直接冲击，但我们认为，长期来看优势龙头有望受益于劣势企业的出清，进一步提升市场份额。短期疫情对线下消费造成显著负面影响，尤其是可选消费行业受冲击明显。为缓解入驻商户压力，居然之家拟向免除自营卖场商户一定期限的租金及管理费用，公司预计本次免租安排会对 2020 年的归母净利造成 5.9~6.4 亿元影响。但不可以忽视的是，居然之家作为龙头企业，抗风险能力要显著高于一般企业，本次疫情将加速家居零售行业的优胜劣汰，提升行业集中度，居然之家有望受益。

市场过多担忧公司门店扩张难以为继，无法持续推送公司业绩增长，但忽略低线城市连锁家居卖场渗透率仍较低，且伴随门店成熟，坪效提升也会持续为公司带来业绩增量。截至 2019 年底，居然之家有 355 家家居卖场，按 663 个城市（2019H1 年国家统计局数据）计算，假设 4 个直辖市每座城市开设 4 家门店，23 个省会城市每座城市开设 2 家门店，其余 636 个地、县级市每座城市开设 1 家门店，伴随城市化进程推进，居然之家至少有近 96.7% 的新开店空间。此外，公司会对存量门店不断进行摊位布局和产品结构优化，提升店效，参考公司 2016-2018 经营数据，成熟期门店单店 CAGR 7.95%，可为公司带来持续稳健的业绩增量。

## 深耕家居零售，打造泛家居行业龙头

### 居然之家是我国最具影响力的家居卖场品牌之一

公司是我国泛家居行业龙头，旗下品牌居然之家是我国最有影响的家居卖场品牌之一。公司成立于 1999 年，业务涵盖家居产品销售、家装服务、家居会展等领域，集“居然之家”家居卖场、“乐屋”家装、“丽屋”家居建材超市于一体，历经 20 余年发展成为中国泛家居行业龙头之一。截至 2019 年底，公司在国内 29 个省、自治区及直辖市共经营管理 355 家卖场（总经营面积 1,204.7 万平方米），其中直营卖场 92 家，加盟卖场 263 家

图表1：家居连锁发展历程

时间	重大事件
1999 年	在北京开设第一家门店
2000 年	在行业内首倡“先行赔付”
2001 年	第一次 MBO 改制完成
2003 年	装修公司与建材超市成立，开展设计及装修业务；同年开设第二家分店，开始连锁化发展
2005 年	北京外第一家分店太原春天店开业，开启全国化发展
2014 年	第 100 家店——兰州雁北路店开业
2016 年	电商平台居然设计家上线，同年第二次 MBO 改制完成
2017 年	第 200 家店——长春太阳城店开业
2018 年	获得阿里巴巴、泰康集团等 130 亿元战略投资，同年 8 月签约门店突破 400 大关
2019 年	连续十四年荣膺“北京十大商业品牌”，签约门店数突破 600 大关，同年借壳上市

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

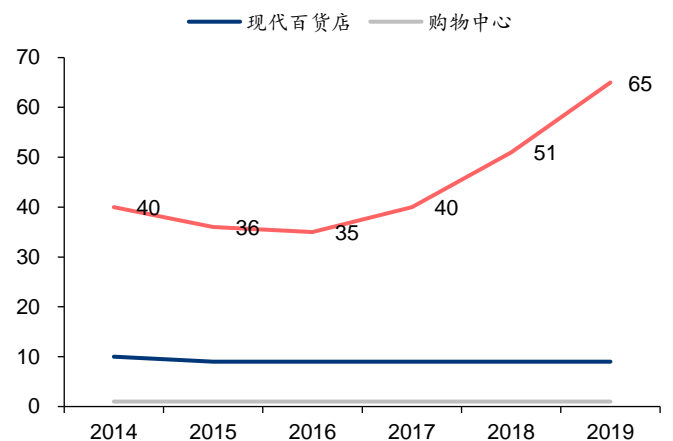
中商是公司旗下商业零售品牌，在湖北地区尤其是武汉拥有较高知名度。截至 2019 年底，公司共拥有 9 家现代百货店、1 家购物中心、65 家各类超市，主要分布于武汉市各核心商圈，并向周边如荆州、黄石、黄冈等 10 个主要城市辐射。得益于可靠的商品质量及出色的服务水平，中商在湖北区域内享有良好口碑。未来发展以存量改造升级为主。作为重要业务单元，商超百货未来将以“百货中心化、直采自营、全渠道经营”为经营方向，向“互联网+”的新型商业模式转型。

图表2：武汉中商门店分布以武汉市为中心向周边辐射



资料来源：武汉中商官网，华泰证券研究所

图表3：2014-2019 公司各业态零售店数量情况

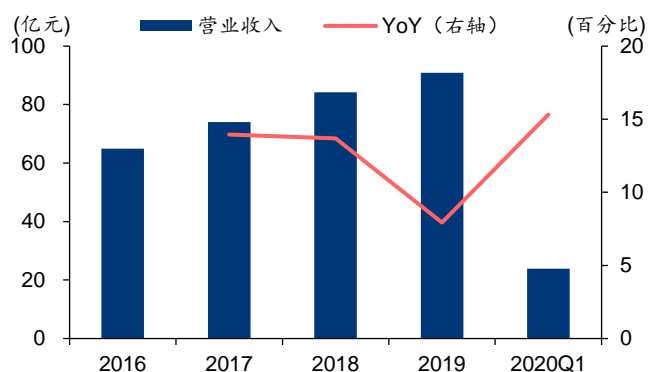


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 业绩增长稳健，并表后泛家居业务仍为主要收入来源

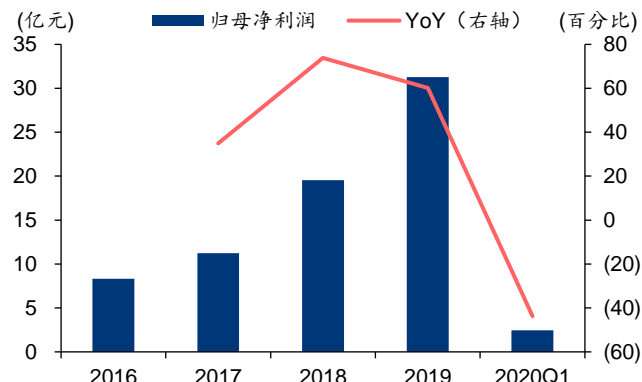
2019 年公司实现营收 90.9 亿元，归母净利 31.3 亿元，分别同比增长 7.9%、60.1%。收入端增长主要系新开卖场带来的业务规模增加及老店新合同标准上涨带来的坪效增加，租金物业费收入增加所致。此外，2019 年百货超市业务的并表（仅并 12 月）也为公司业绩带来一定提振作用。利润端的增长除上述因素外，公司并表武汉中商形成负商誉，一次性兑现 3.3 亿营业外收入也是主要来源之一。2020Q1，公司实现收入 23.9 亿元，同比增长 15.3%，主要系并表武汉中商所致；实现归母净利 2.4 亿元，同比下滑 43.8%，主要系疫情对公司租赁及其管理（疫情期间免除商户部分租金及管理费）、加盟管理（部分收入按营收计提）、商品销售、装修业务经营造成较大负面影响所致。

图表4：2016-2020Q1 居然之家营收情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

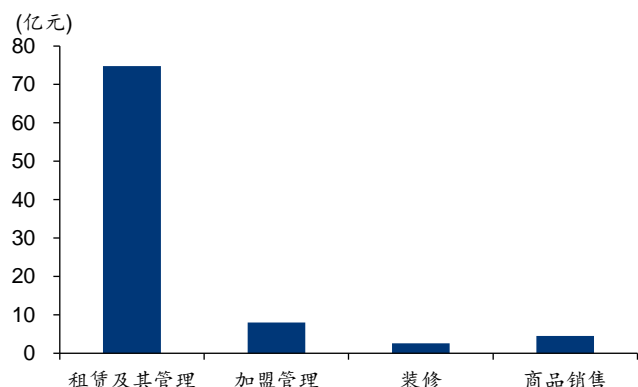
图表5：2016-2020Q1 居然之家归母净利情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

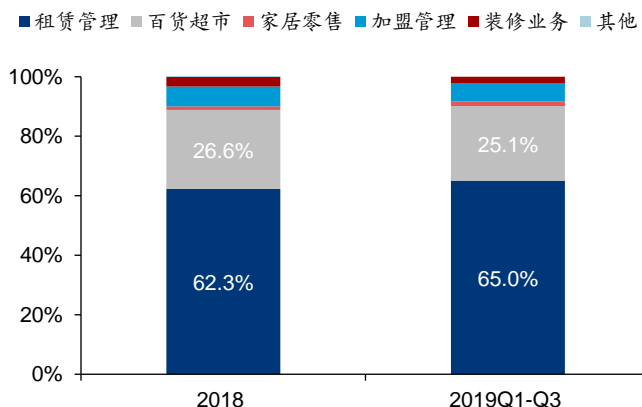
参考 2019 年前三季度备考数据，泛家居业务收入规模：百货超市收入规模约为 3:1。2019 年公司租赁及管理收入 74.8 亿元，占主营业务收入 83.2%，是公司最主要收入来源；加盟管理、商品销售分别占主营业务收入的 8.9%、5.1%。因 2019 年年报公司仅并表百货超市业务 12 月收入，取 2019 年各业务报表收入难以比较各业务实际规模，因此我们取备考财务报表数据进行分析。公司 2019 年前三季度泛家居业务收入占比 74.9%，百货超市业务收入占比 25.1%，二者收入规模约为 3:1。

图表6：2019 年公司各业务收入情况（年报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：公司各业务实际收入规模占比情况（备考表）



注：备考合并表假设 2018 年初公司并表武汉中商

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

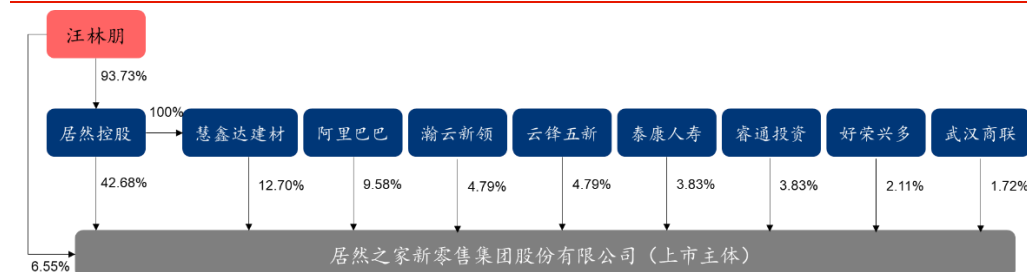
### 2019 年底借壳上市，作价 356.5 亿元，对应 2018 年 18.2x PE

上市公司前身为武汉中商，创建于 1985 年，是湖北地区的一家老牌国有零售企业。武汉中商以传统百货店起家，1993 年，开始探索超市新业态；1996 年，走出武汉向湖北二线城市渗透；2005 年，探索购物中心商业模式，开设武汉销品茂（Shopping mall）。历经 30 余年发展，武汉中商发展成为多业态商贸连锁集团，2018 年在中国商业联合会的“中国零售百强”排行中位列第 51 位。



**2019 年底武汉中商完成重大资产重组，实控人发生变更，构成反向购买。**公司通过非公开发行的方式向居然控股等交易对方购买家居连锁（北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司）100%股权。本次资产重组构成业务的反向购买，公司于 2019 年 12 月纳入家居连锁的财务报表。重组完成后，居然控股直接持有上市公司 42.68% 股份，成为上市公司控股股东。上市公司实际控制人将变更为汪林朋，汪林朋及其一致行动人居然控股、慧鑫达建材合计控制上市公司 61.94% 股份，股权结构较为稳定。

图表8： 公司前十大股东持股情况（数据取 2020 一季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**对重组标的家居连锁采取绝对估值法与相对估值法进行估值，最终选取 FCFF 绝对估值法估值作为评估结果。**截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，FCFF 绝对估值法评估价值为 357 亿元，较账面价值增值 219%；相对估值法评估价值为 360 亿元，较账面价值增值 221%。

图表9： 家居连锁盈利预测假设条件

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	-	13.7%	13.3%	14.1%	8.4%	5.9%	5.9%	5.9%
营业成本/营业收入	65.9%	60.7%	55.4%	54.2%	52.7%	50.8%	49.0%	47.2%
管理费用/营业收入	3.9%	4.4%	4.2%	5.3%	4.5%	4.4%	4.3%	4.3%
销售费用/营业收入	9.6%	9.7%	7.9%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10： FCFF 绝对估值法采取的资本成本假设（截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日）

无杠杆 Beta	0.8856
目标 D/E	4.54%
无风险利率	4.12%
股票风险溢价	6.85%
Kd	4.75%
Kc	1.50%
Ke	11.89%
t	25%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11： 相对估值法下可比公司及家居连锁对应价值比率（截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日）

项目	美凯龙	富森美	浙江东日	海宁皮城	家居连锁	家居连锁估值（亿元）
EV/EBIT	12.59	9.93	14.72	12.61	15.06	350.00
EV/EBITDA	12.23	7.64	12.08	7.22	12.4	330.00
P/S	2.79	5.92	4.77	3.01	4.56	369.00
EV/S	5.34	5.93	5.16	3.39	6.13	453.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**主要股东信心强，签订《盈利预测补偿协议》为家居连锁提供业绩担保。**现公司股东汪林朋、居然控股、慧鑫达建材为家居连锁提供业绩担保，承诺家居零售在 2019/2020/2021 年扣除非经常性损益后归母公司净利润不低于 20.60/24.16/27.19 亿元；若业绩不达预期，则业绩承诺人将用所持上市公司股份/现金对武汉中商（股东）进行补偿，有效地保障了中小股东利益。

**图表12： 业绩补偿安排能够覆盖上市公司并入家居连锁所支付的交易对价 64.63%**

	2019 年	2020 年	2021 年
各年度业绩承诺	20.60 亿元	24.16 亿元	27.19 亿元
补偿股份数量	=当期补偿总金额÷每股发行价格		
当期补偿总金额	=当期未实现利润数÷补偿期限内各年承诺净利润数之和×交易作价-累积已补偿金额		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**2017-2019 家居连锁（收购标的简称，下同）收入稳步增长，盈利能力持续提升，营收 CAGR 达 10.4%，净利润 CAGR 达 50.6%。**2019 年家居连锁实现营收 87 亿元，同比增长 4.4%；实现营业利润为 36.2 亿元，同比增长 37.6%；实现扣非归母净利 21.2 亿元，完成 2019 年业绩承诺。

稳扎稳打独立发展业务外，商超百货业务与泛家居业务将进行资源共享与整合，实现整体利益最大化。业务的合作将围绕三个维度展开：相互促进门店向综合商业体升级、借助泛家居成功经验推动百货商超新零售转型、共享客户与供应链资源与数据。

**图表13： 百货商超、泛家居业务资源整合战略方向**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

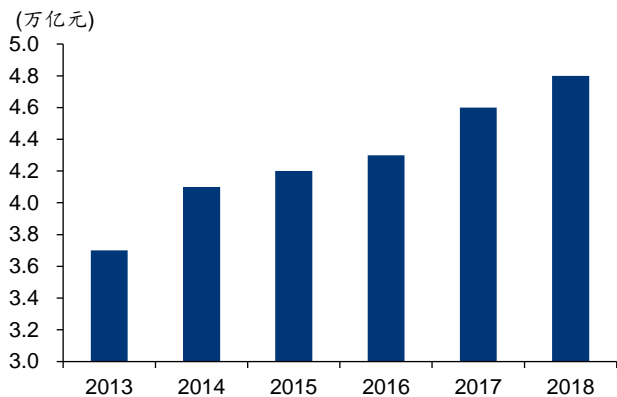
## 泛家居行业空间广阔，零售环节集中度持续提升

### 2018 家居零售市场超 3 万亿，预计 2019E-2023E 以 CAGR 9.5% 增长

从广义来看，家居连锁处于泛家居市场，市场整体发展趋稳。其中，家装建材市场与家居连锁相关度最高，根据中国家装建材协会数据，2018 年我国家具建材行业市场规模达 4.8 万亿元，相比 2012 年的 3.7 万亿元，平均年复合增长率达 5.3%，发展平稳。

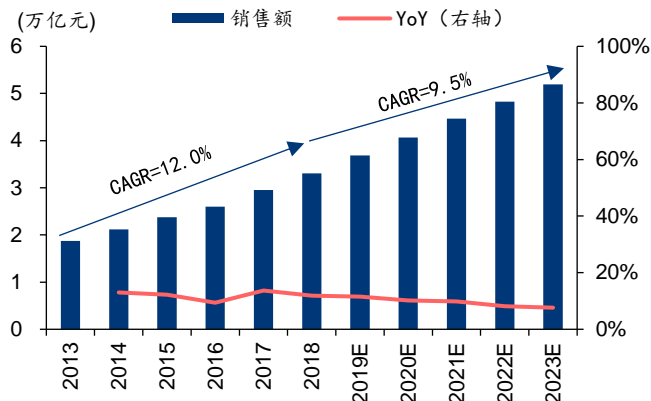
从最主要业务来看，家居连锁处于家居零售市场。据弗若斯特沙利文的统计，2018 年我国家居装饰及家具零售市场规模达 3.30 万亿元，同比增长 11.9%，2019E-2023E 复合增长率预计为 9.5%，属于泛家居中增速较快的子行业。

图表14： 2013-18 我国家装建材市场规模



资料来源：中国家装建材协会，华泰证券研究所

图表15： 2013-19 家居装饰及家具零售总额及同比增速

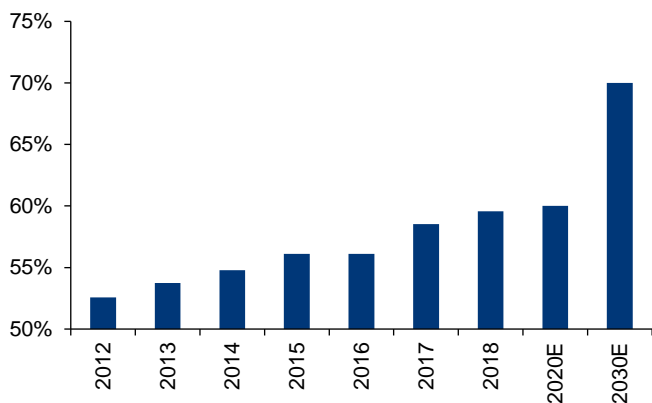


资料来源：弗若斯特沙利文，华泰证券研究所

中长期来看拉动家居消费的因素主要有三个：城镇化水平提升、房地产市场发展平稳及日渐提高的居民消费潜力：

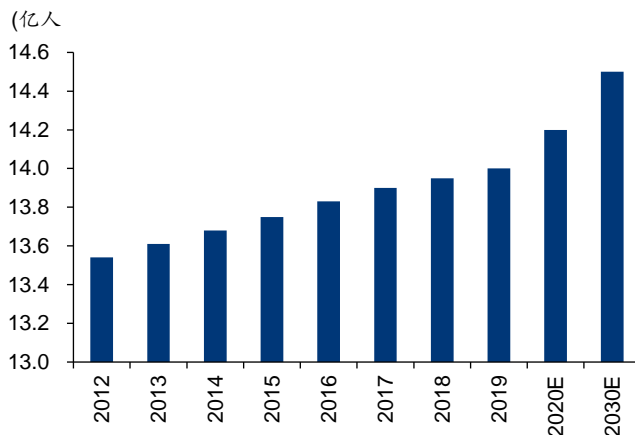
**我国城镇化水平快速提升。**我国正处于城镇化快速发展的中后期，全国城镇化率从 2012 年的 52.57% 提升至 2018 年的 59.58%；同时，从国际上来看，2018 年日本与美国的城镇化率分别为 91.62% 与 81.26%，我国城镇化率还有较大提升空间。《国家人口发展规划（2016-2030）》显示，预计 2030 年全国总人口/城镇化率分别达到 14.5 亿人/70%，按此测算，2030 年城镇人口将较 2018 年增加 1.78 亿人，若按小康社会人均居住面积 35 平方米计算，新增居住面积将达 62.40 亿平方米。家居作为必选消费，伴随城镇化深入市场空间将持续打开。

图表16： 2012-2030E 我国城镇化进程及目标



资料来源：国家统计局、国务院，华泰证券研究所

图表17： 2012-2030E 中国总人口变化及目标

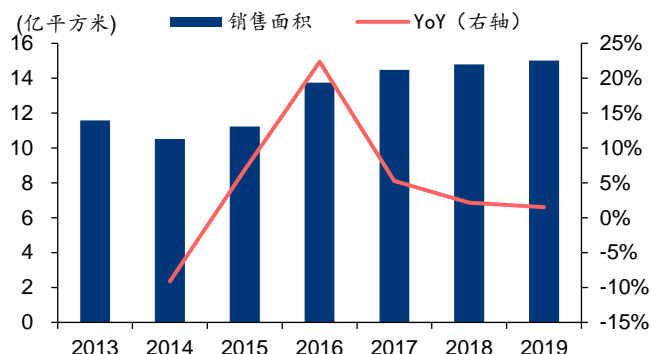


资料来源：国家统计局、国务院，华泰证券研究所



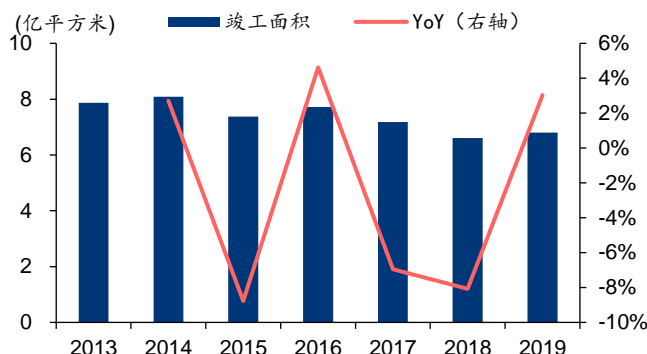
房地产市场发展平稳，“房住不炒”或为家居市场带来业绩新的增量。2016 年“930 调控政策”后，我国进入新一轮房地产政策调控周期，“房住不炒”成为当下主基调，促使大量投资性存量房或空置房转化为居住性住房。2018 年 10 月开始部分城市房地产调控政策略有放松，2019 年中国商业住宅销售面积为 15.01 亿平方米，同比增长 1.5%；竣工面积为 6.80 亿平方米，同比增长 3.0%。整体来看，2019 年国房景气指数 101.85，房地产市场发展趋于平稳，叠加“房住不炒”主基调，将持续为家居市场创造需求。

图表18： 2013-19 我国住宅型商品房销售面积及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

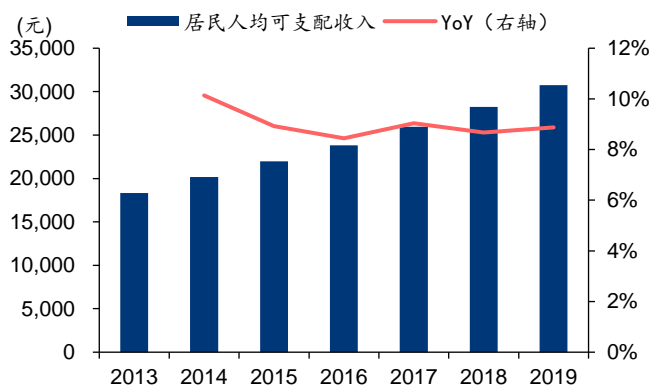
图表19： 2013-19 我国住宅型商品房竣工面积及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

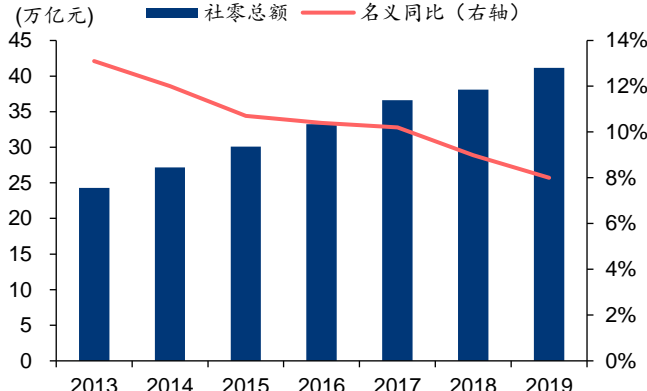
居民可支配收入持续增长，消费潜力有较大提升空间。伴随中国经济崛起，我国居民人均可支配收入不断提升，从 2013 年的 1.83 万元提升至 2019 年的 3.1 万元；2019 年我国社会消费品零售总额达 41.16 万亿元，名义同比增长 8.0%，居民消费能力明显提升。

图表20： 2013-2019 我国居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表21： 2013-2019 我国社会消费品零售总额及名义同比增速



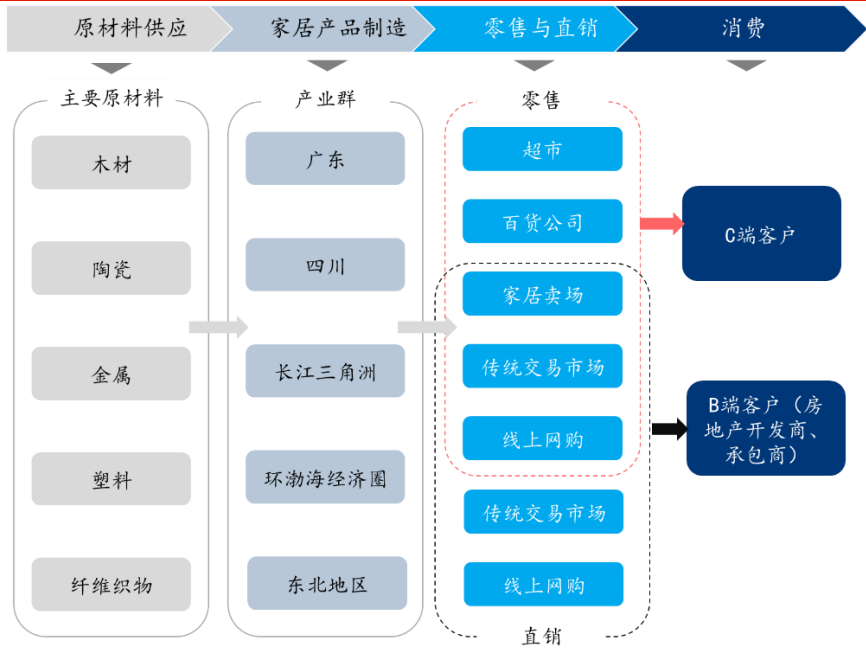
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

### 家居零售行业集中度低，线下仍为主要销售场景

泛家居行业竞争呈典型“大行业小公司”格局，品类杂、品牌多，行业整体集中度较低。家居行业产品品类众多，仅家居主材就至少涉及地板、木门、瓷砖、照明、吊顶等十余种品类；并且，家居建材行业玩家众多，据国家统计局，2018 年我国规模以上建材企业企业总数约为 3.5 万家，行业整体集中度较低。

零售环节价值高，产业链议价能力强。泛家居产业价值链包括原材料供应、家居产品制造、零售与直销，其中零售环节极为重要。家居上游产业链长，准入门槛低，玩家数量众多但规模不大；尽管国内部分优质制造商通过品牌建设与设立自营渠道，增强了议价能力，但家居产品消费天然频次低、数量少，制造商市场推广投入始终有限。因此，泛家居产业链中零售环节溢价能力十分强。

图表22：我国泛家居产业价值链



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰证券研究所

**家居零售业态多样、玩家众多，行业集中度低。**家居零售行业不断推陈出新，多业态百花齐放。根据家居零售企业发展情况，亿欧智库将零售主体分为四类：家居卖场/电商平台/垂直品类品牌、国际化/海外家居零售品牌、国内企业跨界开创家居零售品牌，以及新生代家居零售品牌。就零售额而言，据弗若斯特沙利文统计，2019 年家居零售龙头红星美凯龙占家居装饰及家居卖场行业（包括连锁与非连锁）市场份额仅 6.3%，可见行业较为分散。

图表23：2019 年中国家居零售经营主体各业态代表企业



资料来源：亿欧智库《2019 年家居零售新方式研究报告》，华泰证券研究所

**家居消费低频高价，消费者注重体验，因此线下实体店仍是主要销售渠道。**家居行业消费频次低、消费价格高，购买时往往偏好去实地体验。以新中产家庭为例，根据《2018 中国新中产家居消费指数报告》，44%的新中产群体选择在家居大卖场购买家居、33%选择品牌专卖店。新中产群体认为实体店品质有保障，且家居产品大部分属于体验性产品希望在购买前进行亲身感受；选择家居卖场的群体认为家居卖场购物直观方便，同时购物也是一种消费体验。

线上网购渠道将作为线下的补充，消费者倾向购买标准程度高、安装简单的家居产品品类。鉴于家居行业的消费特征（包括重视实物接触、配送安装要求高、个性化服务要求高），消费者在线消费无法获得所期待的购物体验，因此企业单纯采用线上渠道难以做大，消费者线上购物习惯也可佐证这一观点：根据居然之家等机构调研报告，线上购物的新中产家庭网购的家居品类大多是标准化程度高、安装简单的家居产品品类（69%网购过家电，42%网购过灯具、家纺，仅有 15%网购过壁纸、涂料）。

### 家居零售集中化是长期趋势，连锁家居卖场竞争力强

由于家居产品消费特性，连锁家居卖场同业竞争优势不断凸显。**需求端**：连锁家居卖场能够为消费者提供多样化的产品品类与品牌选择、体验及试用的购物流程以及配送安装的服务，满足消费者家具购物的全方位需求；**供给端**：相比品牌商/制造商，连锁家居卖场面向人群更广，可通过规模化获取大量客流，摊薄高额的品牌推广等营销费用。并且，通过日益积累，规模化的连锁家居卖场可搭建起四方面竞争壁垒：**品牌声誉**：连锁家居卖场可获得良好的品牌知名度与美誉度，其中美誉度的积累需要通过多年的品牌管理，无法通过高额的品牌推广投入一蹴而就；**规模效应**：规模化运营除了可以摊薄成本开支，数量可观的客流也可提升渠道对上游的议价能力，获取更多的优质品牌；**运营效率**：与商业地产运营类似，家居卖场的管理运营较为复杂，需具备客户关系管理、营销推广、招商管理、物流管理、产品技术等综合能力；**地域壁垒**：一二线城市可获取的优质大型零售房地产有限，后进入者获取困难且投入成本高。

图表24：我国家居主要零售渠道对比

零售渠道类型	渠道特点
连锁家居卖场	提供专业的一站式购物服务及全面的产品组合，品牌声誉高。同时，投资连锁家居卖场需大量资本及专业的经营管理能力
非连锁家居卖场	通常分布在低线城市，与连锁卖场相比，产品类别、品牌相对不丰富
线上网购	线上渠道不单是线下的补充，也是重要的流量入口与资讯中心。伴随物流基础设施与履约能力的进步，消费者正逐渐接受网购相对标准化、安装简单的大件产品
其他	包括传统渠道（如家居街）、超市、百货及品牌专卖店

资料来源：弗若斯特沙利文、亿欧智库《2019 年家居零售新方式报告》，华泰证券研究所

我们判断集中化是家居零售行业长期趋势，具体表现在三个维度：

**连锁家居卖场市场份额将持续提升。**家居卖场是典型资本密集型行业，连锁经营能充分发挥规模优势，降低企业边际成本。小型非连锁家居卖场多分布在低线城市，伴随城镇化进程深入连锁家居卖场逐步渗透，份额将持续被优势连锁企业挤压。

**线上渠道蓬勃发展，将与线下渠道加速融合。**据 statista，2018 年中国在线家居销售收入达 684 亿美元，同比增长 11.1%；预计网购家居渗透率将从 2019 年的 13.2% 增长至 2023 年的 21.4%，收入与渗透率增速整体均向好。近年线上线下渠道也有明显加速融合现象：互联网巨头积极抢占线下家居卖场，大型连锁家居卖场积极布局线上。

**连锁家居卖场向价值链上下游延伸。**面向上游，优势连锁家居卖场可衔接品牌供应商，整合优质分散制造厂商，深度参与供应链改革，提升向个人消费者或房地产企业客户供应效率；面向下游，家居卖场打破产品零售限制，向装修、设计等环节渗透，向消费者提供综合性服务。

## “直营+加盟”卖场双轮驱动，联手阿里引领家居新零售

公司通过直营与加盟两种模式运营“居然之家”卖场，为品牌商与经销商提供产品销售平台。直营模式下入住的商家可以获得如场地租赁、员工培训、统一收银、物业管理、售后服务等综合服务。其中，公司经营的大部分卖场是通过租赁方式取得而非自有物业。居然之家正是凭借这种“轻资产”运营模式，通过标准化、流程化作业模式在全国范围快速建立连锁零售网络，快速进行规模化扩张。得益于此模式，居然之家资产运营效率与坪效在业内表现突出。

**直营模式**指居然之家通过自有/租赁物业自主运营管理家居卖场，公司需承担店面选址、卖场装修、招商管理、营销策划等一系列工作；**加盟模式**指的是居然之家与加盟方签订协议，授权加盟方使用“居然之家”品牌与商号等资源进行卖场运营。加盟模式又分为委托管理加盟与特许加盟两种。具体两种模式差异，我们总结为如下几个方面：

图表25： 直营模式与加盟模式盈利模式及管理运营对比

	服务对象	提供服务	收费模式	商场设计与装修	日常管理团队	品牌招商	促销策划
直营	入驻商户	场地租赁、员工培训、统一管理、统一收银、物业管理及售后服务等综合服务	租金、物业管理费、市场管理费及促销费用	外观设计、商场规划、装修均需符合特定标准	直接管理	招商计划均需通过家居连锁的审批	活动方案自行设置
委托管理 加盟商		市场调研、实地考察、商场规划设计、装修布局指导、招商指导、广告策划、宣传推广及筹备期人员培训等服务，权责划分略有差异	一次性加盟费+按营业收入收取一定比例权益金	加盟商装修方案与装修成果需审核	委派总经理、业务经理和财务经理三名	方案需审批，具体安排自行负责	活动方案自行设置，大型活动需与品牌统一
特许加盟 加盟商			一次性加盟费+每年一定数额权益金		自行选聘，管理人员需被书面认可		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**直营模式下经营质量有保障，加盟模式提升了灵活性与门店扩张速度。**直营模式下，人员成本高、选址要求高、运营流程长，因此为兼顾“经营质量与灵活性”，公司选择“一线城市发展直营店、其他区域以品牌和管理输出、实施加盟模式为主”的扩张战略，二者的扩张流程如下：

图表26： 直营模式家居卖场扩展流程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 加盟模式家居卖场扩张流程

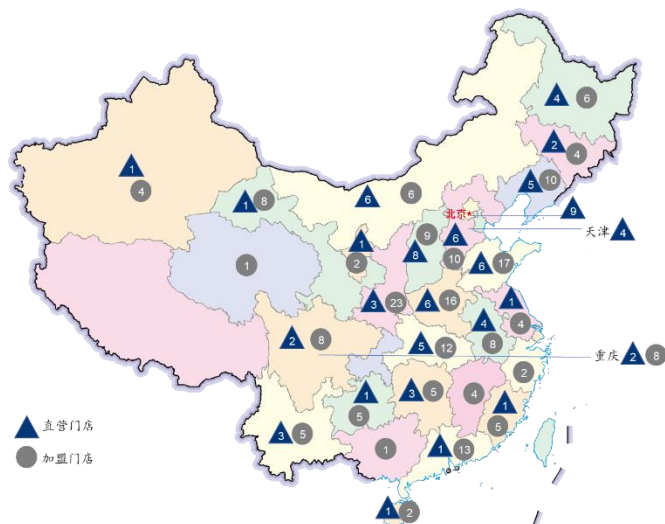


资料来源：公司公告，华泰证券研究所；

**直营店数量与面积都显著少/小于加盟店，但贡献收入远超加盟。**截至 2019 年底，公司共经营 355 家家居卖场，其中 92 家为直营店、263 家为加盟店；总经营面积 1,204.7 万平方米，直营卖场经营面积 474.0 万平方米（39.3%），加盟卖场经营面积 730.8 万平方米（60.7%）。但由于盈利模式不同，直营店收入要显著高于加盟店，2019 年收入占家居连锁卖场业务收入的 90.4%。

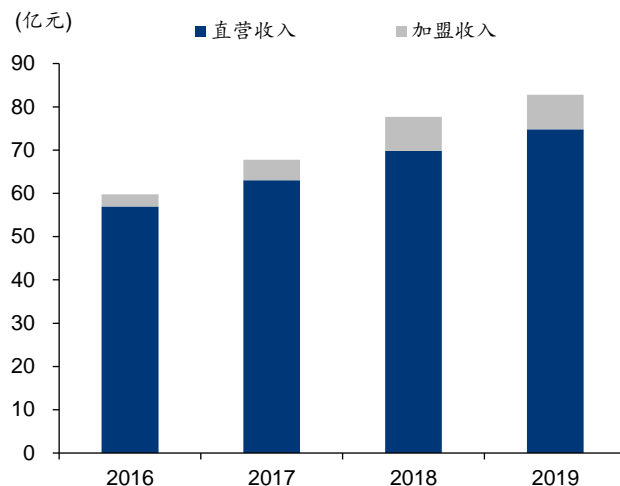


图表28: 居然之家卖场直营店与加盟店分布情况(截至2018年底)



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表29: 2016-2019 居然之家家居卖场业务直营、加盟收入

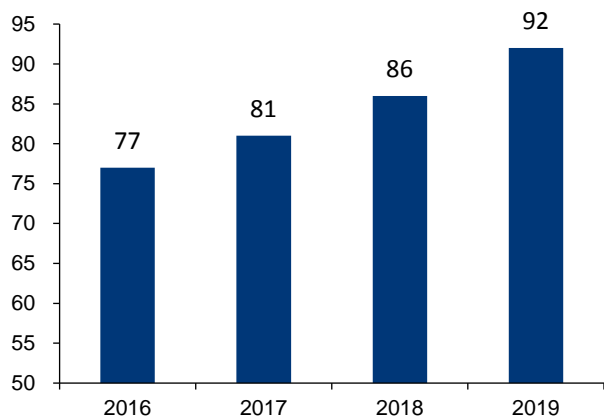


资料来源:公司公告, 华泰证券研究所;

### 直营模式: 凭借轻资产运营, 资产运营效率高于主要竞对

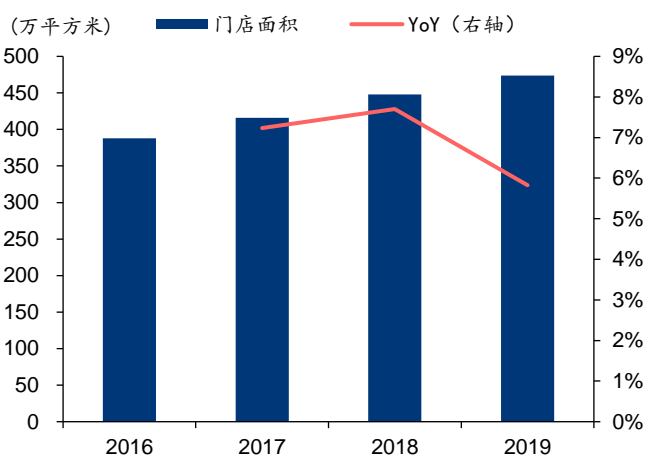
直营店稳步扩张, 2017-2019 年平均每年净新开 5 家门店。截至 2019 年底, 家居连锁直营商场共经营 92 家, 总经营面积达 474.0 万平方米。从覆盖区域来看, 直营店在华北、华中、东北地区门店数量较多, 主要覆盖当地一二线城市。

图表30: 2016-2019 直营家居卖场数量



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表31: 2016-2019 家居直营卖场总面积及同比增速



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所;

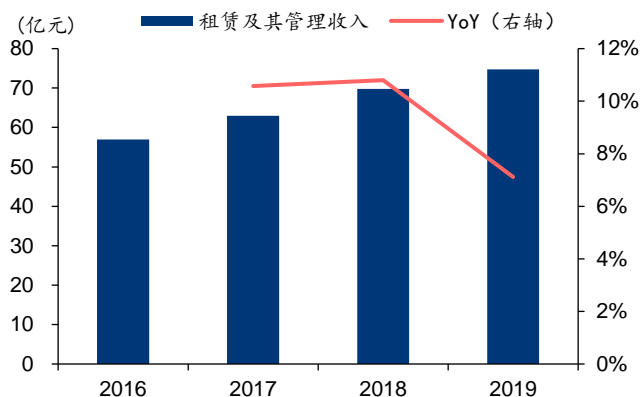
### 优化运营管理带来持续增长, 坪效高于主要竞对

2016-2018 年公司直营收入通过门店规模扩张以较高增速增长, 随后增长驱动力由外延转为内生。直营模式收入由下收取的租金、物业管理费、市场管理费、广告促销服务费等构成, 增量主要来自两个方面, 一是新开门店贡献的增量收入, 二是已有门店收入的持续增长。

成熟门店收入增长的驱动力主要来自精细化运营管理带来的提效增收。截至 2019Q1, 居然之家直营门店平均出租率为 95.29%, 在业内已属领先水平, 提升空间有限。因此未来直营收入的增长主要通过对商场的摊位布局和产品结构持续进行优化, 提升单位租金与可出租面积。根据历史数据, 直营店平均需通过 3 年运营优化, 由培育期提升至成熟期, 收入增速先高后低。

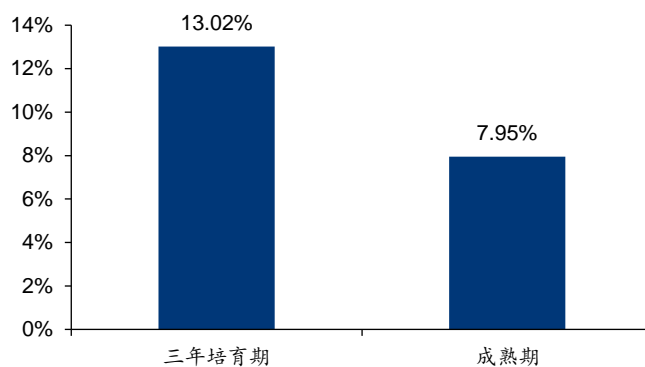


图表32： 2016-2019 租赁及其管理收入情况（直营模式）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

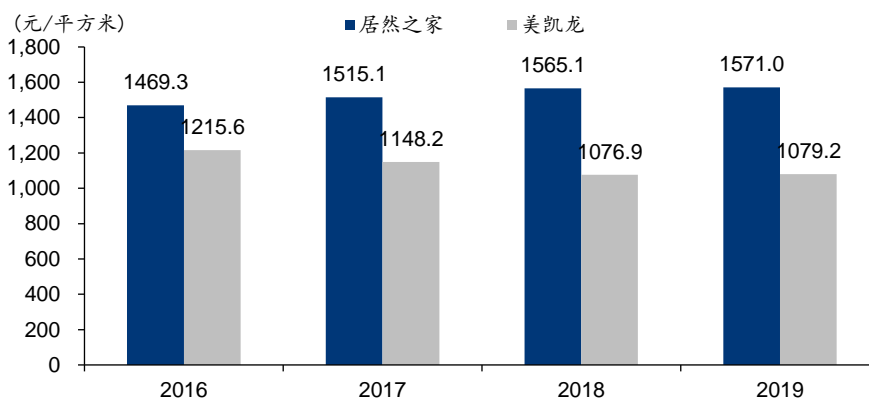
图表33： 直营店不同时期收入年平均增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；

**得益于精细化运营模式，居然之家直营店坪效高于同业竞争对手。**从整体数量来看，居然之家直营店与行业内主要竞争对手美凯龙相当，2019 年底分别为 92、87 家；从地域分布来看，二者布局各有侧重，但均为一二线城市；从单店面积来看，2018 年居然之家、美凯龙直营单店面积分别为 5.2、8.9 万平方米，居然之家显著小于美凯龙。综上，居然之家直营店整体数量、地域布局与美凯龙相当，但得益于更精细化的管理模式，使得 2016-2019 年坪效高于美凯龙。

图表34： 2016-2019 居然之家、美凯龙直营店坪效



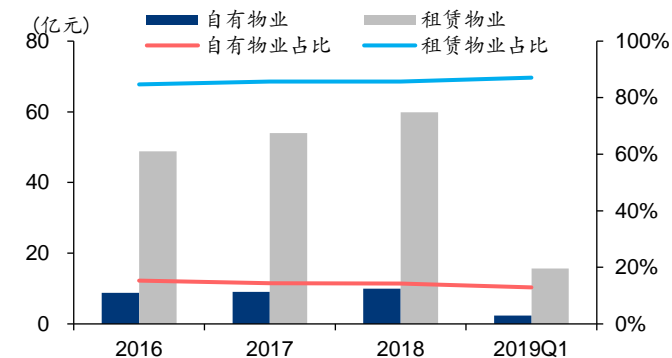
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 租赁物业拉低直营毛利率，但提升资产回报率

**租赁物业贡献居然之家大部分直营店收入。**从数量来看，截至 2019 年底，居然之家自有、租赁物业卖场分别为 13、79 家，占直营店比例分别为 14%、86%。从收入贡献来看，2019Q1，自有物业与租赁物业占直营店收入比例分别为 13%、87%，与数量占比相当。

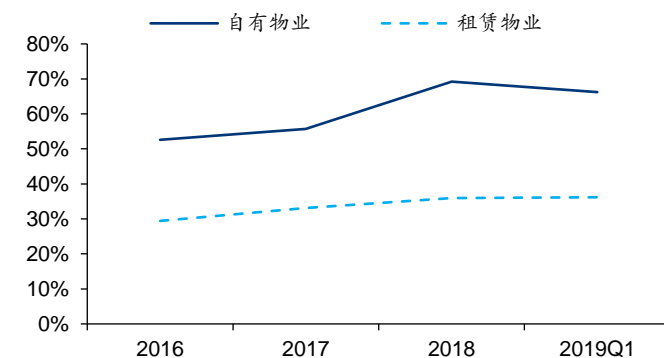
**因租赁物业占比高，居然之家直营店毛利率低于同业。**2018 年直营门店毛利率为 40.72%，其中自有物业毛利率为 69.2%，租赁物业毛利率为 36.0%。由于居然之家直营店以租赁物业为主，导致直营店整体毛利率低于同业，2019 年毛利率为 44.4%，低于可比公司平均的 66.4%。若仅参考自有物业毛利率，则公司处于同业中上游水平（2018 年）。

图表35: 2016-2019Q1 直营模式收入情况 (分物业)



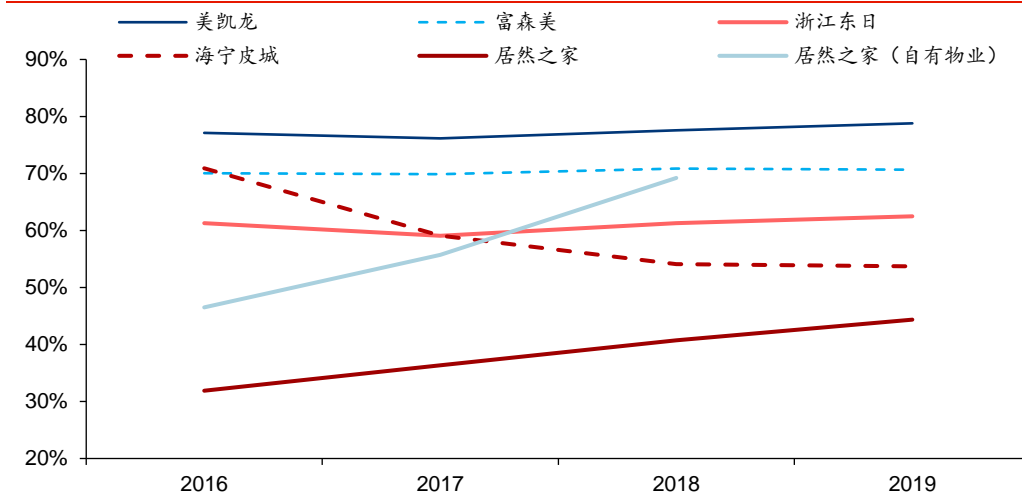
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表36: 2016-2019Q1 直营模式毛利率情况 (分物业)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所;

图表37: 2016-2019 居然之家直营店与可比公司类似业务毛利率比较



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

得益于轻资产运营模式，居然之家资产回报率高于美凯龙。租赁物业仅入表居然之家资产改良支出，列为长期待摊费用，因此公司资产回报率较高。居然之家 2019 年加权平均净资产收益率为 25.4%，美凯龙同期为 10.3%，居然之家资产回报率要显著高于美凯龙。除财务表现，租赁物业与自有物业还有如下差异：

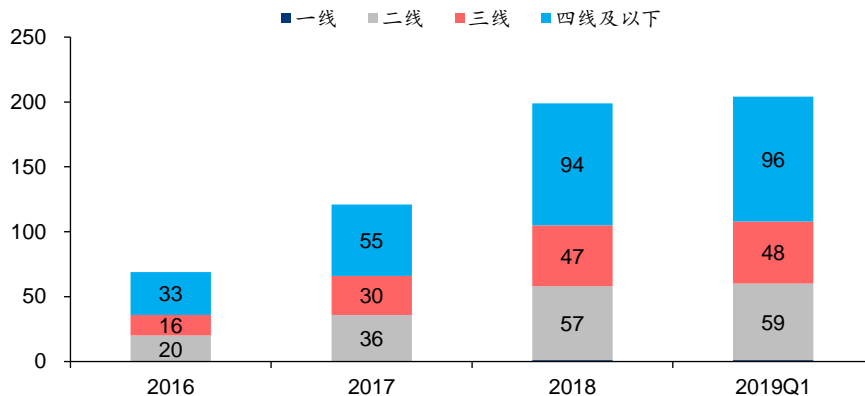
图表38: 自有物业与租赁物业家居卖场优劣势对比

	自有物业	租赁物业
优势	物业升值有利于再融资与扩张 市场低迷时稳定性显著，抗风险能力强	租赁期期内费用稳定 初始投资小，投资回收期短
劣势	初始投资大，回收周期长 建设/投资周期长，扩张较慢	无法获取物业升值收益 租赁期满存经营风险，如租金上涨/不续租等

资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

### 加盟模式: 深耕低线城市, 毛利率同业领先

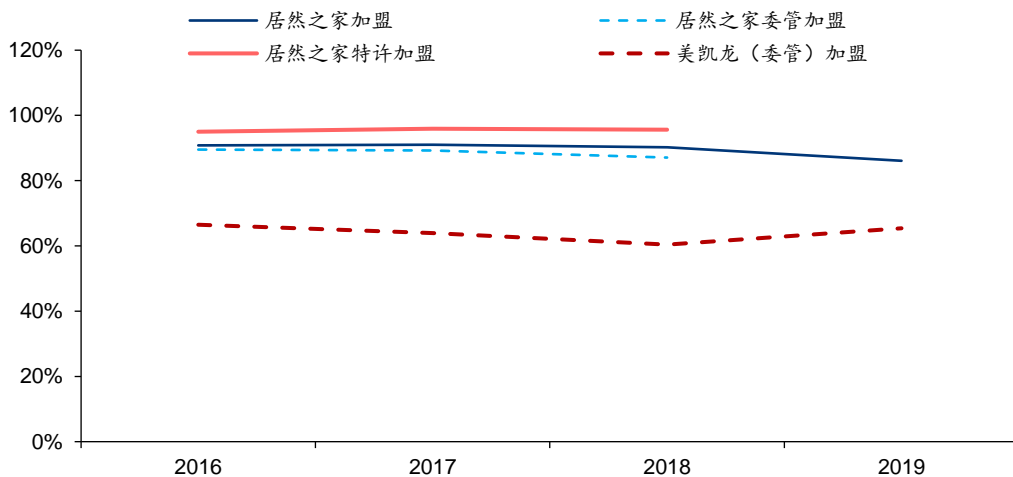
居然之家通过加盟模式大规模扩张门店，布局低线城市。公司目前以加盟模式为主要扩张手段，2017-2019 年公司新开加盟门店 52、78、64 家，且截至 2019H1，有 325 家意向商户正在与公司洽谈。从地理位置看，加盟店大部分分布在三四线及以下城市，与公司“加快省会以下低线城市的连锁布局”战略匹配。

**图表39： 2016-2019Q1 家居连锁加盟店分布情况**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**加盟毛利率伴随门店扩张放缓有小幅下滑。**2018 年，加盟店毛利率为 90.3%，处于较高水平，主要系新开加盟店数量多，一次性加盟费拉高整体毛利率。伴随市场布局逐渐完善，新开加盟店减少，毛利率有小幅下滑，2019 年加盟店毛利率为 86.1%，同比下降 4.1pct。

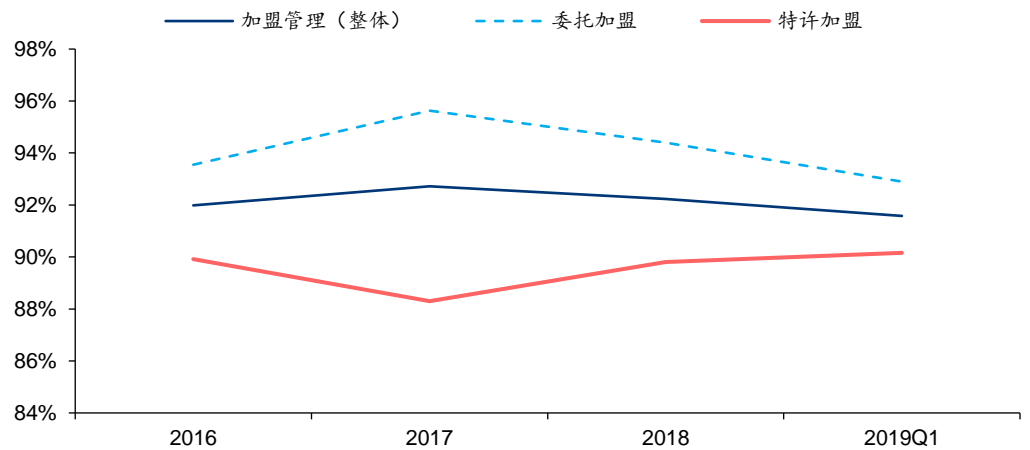
**居然之家毛利率领先红星美凯龙。**居然之家加盟模式分为委管加盟与特许加盟，其中委管模式下居然之家会派遣 2-3 名管理人员，人员薪酬费用计入成本中，因此委管加盟毛利率要低于特许加盟。2018 年，居然之家委托加盟模式毛利率为 87.1%，特许加盟毛利率为 95.7%。美凯龙加盟模式均为委管模式，与居然之家不同的是，美凯龙会根据公司经营面积，每 1 万平方米配备 9-10 名员工，以 2019 年美凯龙委管商场平均 5.3 万平方米测算，美凯龙平均每个委管门店需配备 48-53 个员工，因此美凯龙委管加盟模式毛利率低于居然之家。

**图表40： 2016-2019 居然之家、美凯龙加盟模式毛利率对比**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**凭借出色的品牌与管理输出，加盟店保持较高出租率。**为保证加盟商运营质量，家居连锁制定了一系列措施：招商前期，对加盟商资质进行严格审查，对门店选址、规模、产权等做出严格要求；卖场投入运营前，通过举办培训会等方式提升加盟商运营管理能力；卖场运营过程中，对大型营销活动策划进行统一的协调管理，此外，若特殊加盟门店有需要，也可派驻部分管理人员对其进行协助；最后，为降低运营风险、保护“居然之家”品牌价值，在加盟商发生违约、违法行为等不利事件后，有权进行干涉甚至中断合作。截至 2019Q1，加盟店平均出租率 91.6%，其中委托加盟出租率 92.9%，略高于特许加盟的 90.2%，出租率整体处于较高水平。

图表41： 2016-2023E 加盟门店出租率水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 战略联手阿里打造家居新零售，三大融合做大家居主业

**传统家居卖场痛点多：自然流量减少、转化效率低、留存能力弱。**本质上讲，大型家具零售卖场等同于家居产业链的流量入口，前端整合一系列品牌商与制造商，获取多样化的商品品类，后端对接线下流量，完成交易与交付。但伴随互联网对线下流量端口的冲击，传统家居卖场的短板充分暴露：

图表42： 传统家居卖场痛点



资料来源：亿欧智库，华泰证券研究所

**与阿里战略合作围绕三方面打造家居新零售模式：升级传统电商店铺、数字化改造卖场、3D 关联场景提升门店存量转化，深入融合线上线下。**

**升级传统电商店铺：**居然之家联手阿里巴巴将天猫旗舰店进行升级，改造成为基于本地化特色商品及服务的“同城站”。为弥补家居网购的体验感不足问题，升级后的官方旗舰店将根据网购顾客的地理位置进行商品展示与推荐，并将线上线下数据打通，使得顾客在线上购物时能直观看到线下门店的活动，在网购页面辅以一定引导，将顾客最终引导至线下进行消费，完成交易与体验的闭环。2019 年天猫旗舰店已成功上线基于北京、天津、重庆、郑州、武汉的“同城站”服务，未来计划在全国范围内进行复制推广。

**数字化改造卖场：**在阿里的帮助下，居然之家商业模式逐步由物业管理驱动向大数据驱动转型，推动商品、交易、营销、服务链路、导购和商务运营等方面的数字化，一方面为顾客提供更好的消费体验，另一方面为商家提供更好的经营平台。截至 2019 年底，公司已完成 110 家智慧门店的改造。

**3D 关联提升门店存量转化：**为解决入驻商户联带获客及有效转化问题，双方合作推出 3D 关联场景导购项目——以顾客为中心，挖掘顾客全家装、多品类消费需求，并培养一部分兼具设计搭配能力与销售技巧的品牌代购，引导顾客完成跨品类、跨品牌的消费，最终提升卖场联单率。2020 年，公司计划将此模式在全国重点城市铺开。

图表43：从电商运营漏斗拆解阿里与家居连锁的合作内容



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

除与阿里合作的线上线下融合，家居连锁也在推动基于实体商业的跨界融合与基于产业链上下游的产业融合，居然之家经营思路正逐步由渠道管理进行向流量运营转型。基于实体商业的跨界融合：利用现有网络优势，逐步融合超市、餐饮、百货等其他零售业态，通过高频流量带动低频家居消费。家居连锁尝试将多种业态引入“居然之家”卖场，包括儿童主题乐园、怡生健身会所、福康养老、居然数码、原创艺术家、院线等，实现将日常家居消费向大消费进行融合，适应消费者的一站式购物需求。基于产业链上下游的产业融合：开展智慧物流园建设，提升供应链效率，加速产业链延伸布局。公司已逐步开展建设智慧物流园，通过建设智慧物流系统，实现工厂到仓储，仓储到顾客的全物流链布局。未来将以“家居大件”、“落地配送”为特色逐步实现配送安装到家服务，巩固产业链主导地位同时，挖掘链条上的更多价值。



## 盈利预测与估值

基于考合并财务报表及 2019 年报，我们对公司的盈利预测有以下判断：

**租赁及其管理：**收入由家居直营店与武汉中商租赁业务贡献：关于家居直营店，2017-2019 年平均每年净新开 5 家门店，考虑到公司未来主要以加盟模式扩张为主，我们预计 2020E-2022E 年公司净新开直营门店 3、4、4 家。公司对门店不断进行摊位布局和产品结构优化，提升店效，参考公司 2016-2018 年数据，成熟期门店单店 CAGR 7.95%，考虑到经济下行压力及新店稀释整体收入，我们预计公司 2020E-2022E 同店分别同比增长 2.3%/2.2%/2.2%。关于武汉中商租赁业务，历史公告对其未披露明细，参考 2018 年收入同比增长 5.5%，我们预计 2020E-2022E 该业务收入同比增速均为 3%。随着门店逐步成熟，数字化升级有序落地，公司人员成本、运费费用有望得到优化，毛利率预计稳步提升，2020E-2022E 分别增长至 45.8%、46.5%、47.3%。此外，因疫情影响公司拟免除直营卖场商户一定期限租金及服务费，约为 7.8~8.5 亿元，我们保守取最大值 8.5 亿元，为不干扰其他项目预测，直接在总营收中进行扣除。

**加盟管理：**公司近年以加盟模式向低线城市加速渗透，考虑到 2019H1 公司有 325 家商户正在洽谈加盟事宜，及新冠疫情影响，我们预计 2020E-2022E 公司新开加盟门店 66、64、45 家。根据加盟收入=（新开门店数+下一年新开门店数/2）\*单店加盟费+（上一年门店数+新开店门店数/2）\*单店年权益金进行测算，假设单店加盟费取公司平均值 500 万元，测算得出 2019 年单店权益金收入约为 110 万元。伴随管理效率提升，预计加盟门店权益金收入稳步增长，考虑疫情影响，2020E-2022E 单店权益金收入同比增长 0%、5%、5%。考虑到疫情影响，2020 年毛利率预期由 2019 年的 86.1%下降至 84.3%，后随着疫情得到控制、零售终端回暖及企业管理效率提升逐步回暖，2021E-2022E 分别提升至 84.9%、86.1%。

**商品销售：**公司商品销售收入主要由武汉中商百货超市贡献，2019H1 百货超市实现收入 19.1 亿元，与 2018H1 的 19.2 亿元基本持平，业绩保持平稳，因此我们假设 2019 全年收入与 2018 持平。后续伴随居然之家新零售赋能，有望迎来新一轮增长。考虑到公司百货超市业务位于都在湖北地区，受疫情冲击较大，我们预计 2020E-2022E 百货商超业务收入同比-15%/+20%/+10%，毛利率分别为 18.5%、18.8%、19.1%。此外，商品销售还有部分建材销售收入，综合考虑公司家居卖场业务协同作用及疫情影响，我们预计 2020E-2022E 该业务收入同比-5%/+15%/+15%，毛利率分别为 40.1%、41.5%、41.8%。综合计算，2020E-2022E 商品销售毛利率分别为 19.3%、19.7%、20.0%。

**装修业务：**公司家居卖场能为装修业务精准导入客源，与阿里共同开发的居然设计家网络平台也能与装修业务进行有效协同提高销售转化，提升收入的同时，降低获客成本，进而拉升业务毛利率。考虑疫情冲击，我们预测 2020E-2022E 业务收入同比增速分别为-10%、+15%、+15%，毛利率分别为 25.8%、28.5%、29.2%。

**期间费用率：**管理费用率方面，2019 年因资产重组管理费用率增至 4.5%，参考备考报表 2019Q1-Q3 公司管理费用率约 3.7%，考虑到疫情对 2020 年收入基数的影响，我们预计 2020E-2022E 公司管理费用率分别为 3.9%、3.7%、3.7%。**销售费用率方面**，参考备考报表 2019Q1-Q3 公司销售费用 10.6%，考虑到公司数字化进程深入带来的获客成本的降低、相对高费用率的百货超市业务占比降低，我们认为销售费用率有望逐步下降，预计 2020E-2022E 销售费用率分别为 10.5%、10.3%、9.9%。**研发费用率方面**，公司预计将持续保持对居然设计家、新零售基础设施等研发投入，考虑到收入增长的稀释作用，预计 2020E-2022E 研发费用率均为 0.6%。

**图表44： 公司主要业务营收预测**

		2019	2020E	2021E	2022E
租赁及其管理	收入（百万元）	7477.5	7946.3	8164.4	8346.4
	YoY	7.1%	6.3%	2.7%	2.2%
	门店数量	92	94	94	94
	新增门店	6	3	4	4
	单店收入（万元）	78.5	80.3	82.0	83.8
	单店同比	-0.5%	2.3%	2.2%	2.2%
加盟管理	毛利率	44.4%	45.8%	46.5%	47.3%
	收入（百万元）	797.8	888.2	923.4	833.5
	YoY	1.4%	11.3%	4.0%	-9.7%
	门店数量	263	329	393	438
	新增门店	64	66	64	45
	单店加盟费（万元）	500	500	500	500
商品销售	单店权益金（万元）	190	190	200	209
	毛利率	86.1%	84.3%	84.9%	86.1%
	百货商超收入（百万元）	313.1	3193.9	3832.7	4216.0
	建材销售收入（百万元）	136.0	129.2	148.6	170.8
	毛利率	25.4%	19.3%	19.6%	20.0%
	收入（百万元）	259.4	233.5	268.5	308.8
装修服务	毛利率	28.3%	25.8%	28.5%	29.2%

注：公司分阶段确认开店加盟费，假设开店前一年确认 50%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

综上，我们预计公司 2020E-2022E 实现营收 116.4、134.3、139.7 亿元，归母净利 19.0、28.7、30.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.32、0.48、0.51 元。2020 营收同比增长 28.1%，主要系公司 2019 年仅并表武汉中商 12 月收入所致；2020 归母净利润同比下滑 39.2%，主要系 2019 年设计家引入阿里战投、公司反向购买武汉中商带来的一次性 11.4 亿收入拉高 2019 年收入基数所致及公司因疫情减免自营店商户部分租赁及管理费用所致。

公司作为泛家居行业龙头，凭借轻资产模式快速扩张，拓城速度快、资产运营效率高，兼具防御与弹性；同时与互联网巨头阿里战略合作，打造家居新零售平台，有望带来成长与估值双提升。考虑到公司 2020 年业绩受疫情影响波动较大，其中自营租赁及其管理费用收入减免不具有经常性，因此我们选取 2021 年预测业绩进行估值。参考行业可比公司 2021 年 Wind 一致性预期平均 15.1x PE，公司轻资产运营模式下 ROE 同业领先，认可给予公司 2021 年 18~20x PE，对应目标价格 8.64~9.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表45： 可比公司市值及 Wind 一致性预期（数据截至 2020/5/21）**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601828.SH	美凯龙	10.16	360.7	1.35	1.58	1.73	7.5	6.4	5.9
002572.SZ	索菲亚	20.92	190.9	1.27	1.42	1.58	16.5	14.7	13.3
300616.SZ	尚品宅配	61.86	122.9	2.82	3.26	3.70	22.0	19.0	16.7
603816.SH	顾家家居	42.71	257.0	2.19	2.59	2.99	19.5	16.5	14.3
603833.SH	欧派家居	109.39	459.6	4.87	5.74	6.67	22.5	19.1	16.4
	均值						17.6	15.1	13.3

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 风险提示

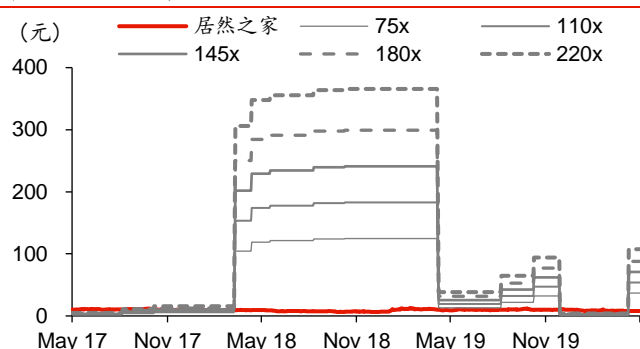
**海外疫情输入风险：**受疫情影响，消费者因外出受限减少可选消费品支出，居然之家泛家居业务、百货超市消费场景主要在线下，若境外病例持续输入，公司业绩或受较大负面影响。

**加盟门店渗透不及预期：**公司过去几年持续进行规模扩张，通过加盟模式迅速渗透三四线城市。但公司对卖场门店的面积大小、地理位置要求较高，且优质门店数量有限，卖场渗透可能不及预期。

**房地产景气度下滑风险：**房地产市场是家居产业的上游市场，地产景气度直接影响到消费者对家居装饰及家具产品的消费需求，其景气度下滑可能削弱家居零售、家装环节盈利能力。

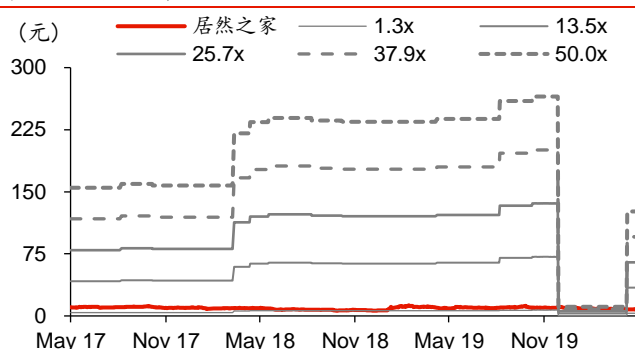
### PE/PB - Bands

图表46：居然之家历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表47：居然之家历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,277	6,482	6,873	7,808	7,888
现金	851.93	4,319	4,771	5,566	5,728
应收账款	61.25	442.11	693.23	435.65	492.38
其他应收账款	31.52	242.61	108.54	296.82	124.77
预付账款	20.03	918.59	450.49	892.87	659.52
存货	255.52	203.70	493.27	260.52	526.00
其他流动资产	57.21	356.55	356.55	356.55	356.55
非流动资产	1,448	27,304	29,273	30,369	30,463
长期投资	0.19	672.64	682.64	762.64	852.64
固定投资	611.78	2,270	3,480	4,297	4,606
无形资产	39.92	612.92	617.53	618.71	579.21
其他非流动资产	796.61	23,748	24,493	24,690	24,425
资产总计	2,726	33,786	36,146	38,177	38,351
流动负债	1,279	7,863	8,559	8,528	6,585
短期借款	70.00	30.00	2,484	30.00	125.23
应付账款	413.33	510.42	766.16	474.28	563.11
其他流动负债	795.85	7,322	5,308	8,023	5,897
非流动负债	132.15	9,800	9,507	9,090	8,540
长期借款	132.15	2,305	2,011	1,594	1,044
其他非流动负债	0.00	7,496	7,496	7,496	7,496
负债合计	1,411	17,663	18,066	17,617	15,125
少数股东权益	166.06	994.93	1,050	1,134	1,223
股本	251.22	6,020	6,020	6,020	6,020
资本公积	73.62	5,440	5,440	5,440	5,440
留存公积	823.73	3,668	5,557	8,376	11,449
归属母公司股东权益	1,149	15,128	17,030	19,426	22,002
负债和股东权益	2,726	33,786	36,146	38,177	38,351

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	239.06	2,574	1,012	5,539	1,524
净利润	110.13	3,151	1,957	2,949	3,135
折旧摊销	98.62	368.39	481.64	581.12	658.50
财务费用	6.84	57.46	(1.67)	(27.37)	(80.08)
投资损失	(4.96)	(718.63)	(10.00)	(180.00)	(190.00)
营运资金变动	91.32	(256.80)	(1,413)	2,272	(1,949)
其他经营现金	(62.87)	(27.66)	(2.46)	(55.75)	(50.59)
投资活动现金	133.93	(465.71)	(2,456)	(1,452)	(518.07)
资本支出	38.97	2,418	1,441	1,073	541.07
长期投资	142.17	853.08	(10.00)	(80.00)	(90.00)
其他投资现金	30.73	1,100	(1,005)	(299.00)	113.00
筹资活动现金	(265.83)	(1,934)	(558.57)	(837.71)	(939.32)
短期借款	(118.00)	(40.00)	2,454	(2,454)	95.23
长期借款	(55.35)	2,173	(293.68)	(416.98)	(549.85)
普通股增加	0.00	5,769	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	5,367	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(92.48)	(15,202)	(2,719)	2,034	(484.70)
现金净增加额	107.16	173.70	(2,002)	3,249	67.04

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,044	9,085	11,637	13,434	13,972
营业成本	3,150	4,836	7,340	7,939	8,284
营业税金及附加	59.95	133.27	174.56	198.77	207.09
营业费用	44.92	726.97	1,222	1,384	1,379
管理费用	671.50	406.30	453.85	497.05	516.95
财务费用	6.84	57.46	(1.67)	(27.37)	(80.08)
资产减值损失	0.50	(6.81)	(2.33)	(2.69)	(2.79)
公允价值变动收益	0.00	18.04	(10.00)	50.00	50.00
投资净收益	4.96	718.63	10.00	180.00	190.00
营业利润	181.59	3,607	2,376	3,596	3,830
营业外收入	1.02	341.44	40.00	50.00	50.00
营业外支出	15.63	14.10	14.10	14.10	14.10
利润总额	166.98	3,934	2,402	3,632	3,866
所得税	56.85	783.33	444.32	682.78	730.67
净利润	110.13	3,151	1,957	2,949	3,135
少数股东损益	43.76	25.06	55.55	83.69	88.98
归属母公司净利润	66.36	3,126	1,902	2,865	3,046
EBITDA	260.10	4,373	2,899	4,205	4,465
EPS (元, 基本)	0.01	0.52	0.32	0.48	0.51

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.18	124.67	28.09	15.44	4.00
营业利润	(62.85)	1,886	(34.13)	51.35	6.51
归属母公司净利润	(81.44)	4,610	(39.16)	50.66	6.32
获利能力 (%)					
毛利率	22.10	46.76	36.92	40.90	40.71
净利率	2.72	34.68	16.82	21.95	22.44
ROE	8.38	19.54	10.83	14.34	13.50
ROIC	(57.44)	(1,062)	96.97	1,647	160.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.77	52.28	49.98	46.15	39.44
净负债比率 (%)	(45.19)	24.95	30.22	8.85	5.18
流动比率	1.00	0.82	0.80	0.92	1.20
速动比率	0.74	0.66	0.67	0.76	0.99
营运能力					
总资产周转率	1.46	0.50	0.33	0.36	0.37
应收账款周转率	75.01	36.10	20.50	23.80	30.11
应付账款周转率	7.85	10.47	11.50	12.80	15.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.52	0.32	0.48	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.43	0.17	0.92	0.25
每股净资产(最新摊薄)	0.19	2.51	2.83	3.23	3.66
估值比率					
PE (倍)	716.62	15.21	25.01	16.60	15.61
PB (倍)	41.41	3.14	2.79	2.45	2.16
EV_EBITDA (倍)	181.20	11.98	18.59	11.97	11.15

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

本人，林寰宇、张萌，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、张萌本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



### 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

### 评级说明

#### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

### 华泰证券研究

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司