

美凯龙 (601828)

证券研究报告

2018年01月19日

家装连锁第一股，开启王者新征程

美凯龙：家居装饰及家具商场运营商龙头

红星美凯龙是国内家居商场经营的龙头，主营业务是家居装饰及家具商场经营、管理和专业咨询，截至2017H1共设立214家商场，覆盖全国28省150个城市，其中包括69家自营商场（具体划分为45家自有商场、20家租赁商场以及4家联营商场），145家委管商场；委管商场总经营面积796.87万方，平均出租率96.62%。同时进行互联网泛家居消费+家具金融服务，上下游跨界外延。公司控股股东为红星控股，董事长兼总经理车建兴是实控人，车建兴通过红星控股控制公司62.96%股份，车建芳（系车建兴妹妹）为二股东，持股5.48%。财务方面，公司预计17年营收105.79亿元至106.24亿元，同比增长12.12至13.06%；归母净利润（扣除非经常性损益前后孰低）约为21.3亿元至22.8亿元，同比增长2.82%至10.01%；租赁收入占比稳定在60%+，FY2015-17Q1-3净利率分别为36.41%、38.93%以及39.4%。

公司竞争力分析：家装销售龙头，品牌+渠道价值凸显。

国内家居装饰及家具零售行业第一品牌，全国性布局网络的口碑效应+中高端市场定位+有效营销和服务创新，打造国内最具影响力的家居装饰及家具行业品牌。截至2017H1全国214家商场，拥有较大家居装饰及家具零售网络，公司经营国内较大的家居装饰及家具零售商场网络，为行业内仅有覆盖全国28省份150城市的运营商。自营+委管结合，双轮驱动扩张，公司大多数自营商场战略性分布在一线城市及二线优质地段，具备区位优势；而委管商场可以实现快速扩张。采取“自营+委管”混合扩张模式对构成进入壁垒。同时专注构建第三方平台，以创新作为发展源动力。

行业分析：市场空间广阔，分销渠道决定行业龙头地位

家居装饰及家具行业按消费方式可划分为零售消费及批发消费。居民收入持续增长和消费升级为行业发展提供了物质基础。连锁家居渠道是未来行业发展主流，连锁家居商场能够为消费者提供专业的一站式购物服务，同时具有较高的资本投资及经营管理能力。自营+委管经营模式向二三线城市拓展，家装及家具市场以自营、委托管理及自有品牌销售为主，随着我国经济的发展及城镇化战略的实施，二三线城市成为家居装饰及家具企业新的增长点。分销渠道是产业链中重要环节，抽取价值链中大部分效益。

首次覆盖，给予买入评级

红星美凯龙是国内家居商场经营的龙头，主营业务是家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务，全国性布局网络的口碑效应+中高端市场定位+有效营销和服务创新，打造国内最具影响力的家居装饰及家具行业品牌。我们预计公司17-19年EPS分别为0.95元、1.11元、1.28元，当前PE分别为15x、13x、11x，参考行业平均估值，我们给予18年24xPE，目标价26.64元。

风险提示：行业周期性波动以及大额非经常性损益影响；行业竞争加剧，公司市占率存在下降可能

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,178.57	9,436.08	10,568.41	11,942.31	13,614.23
增长率(%)	10.16	2.81	12.00	13.00	14.00
EBITDA(百万元)	5,409.54	5,652.24	5,583.98	5,816.08	6,614.44
净利润(百万元)	3,224.87	3,397.18	3,747.11	4,379.34	5,060.96
增长率(%)	(0.56)	5.34	10.30	16.87	15.56
EPS(元/股)	0.82	0.86	0.95	1.11	1.28
市盈率(P/E)	17.99	17.08	15.48	13.25	11.46
市净率(P/B)	1.66	1.59	1.43	1.29	1.16
市销率(P/S)	6.32	6.15	5.49	4.86	4.26
EV/EBITDA	0.00	0.00	(0.33)	(0.75)	(2.09)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/商业物业经营
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.20元
目标价格	26.64元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,876.10
流通A股股本(百万股)	315.00
A股总市值(百万元)	46,592.88
流通A股市值(百万元)	5,103.00
每股净资产(元)	10.75
资产负债率(%)	55.55
一年内最高/最低(元)	16.20/12.28

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 美凯龙：家居装饰及家具商场运营商龙头	4
1.1. 二十年沉淀，打造家装家具经营为主的综合体系	4
1.2. 实控人持股 62.97%，股权结构稳定集中	6
1.3. 17 年扣非后净利+ 2.8%至 10.01%，净利率近 40%	7
2. 竞争力分析：深耕家装销售，品牌+渠道价值凸显	10
2.1. 国内家居装饰及家具零售行业第一品牌	10
2.2. 全国 214 家商场，最大家居装饰及家具零售网络	11
2.3. 自营+委管结合，双轮驱动扩张	13
3. 行业分析：市场空间广阔，分销渠道决定行业龙头地位	14
3.1. 行业需求空间大，具有良好发展基础	14
3.2. 连锁家居渠道是未来行业发展主流	15
3.3. 自营+委管经营模式向二三线城市拓展	16
3.4. 分销渠道是产业链中重要环节，抽取价值链中大部分经济效益	16
4. 首次覆盖，给予买入评级	17

图表目录

图 1：2016 年连锁家居装饰及家具商场零售销售额 5,975.43 亿元，红星美凯龙排名第一	4
图 2：商场数量扩张情况	5
图 3：车建兴系公司实际控制人，股权结构稳定集中	6
图 4：美凯龙营业收入稳定增长	7
图 5：美凯龙净利润增速加快	7
图 6：公司收入主要来源于主营业务收入	8
图 7：FY2014-17H1 租赁及管理收入占主业收入比例稳定在 60%+	8
图 8：租赁及管理收入保持稳定增长态势	8
图 9：受咨询收入减少影响，2016 年收入同比下降 13.82%	8
图 10：商品销售及家装收入实现迅猛增长	8
图 11：其他收入保持高增长态势	8
图 12：毛利率及净利率保持着整体较为稳定的态势	9
图 13：主营业务毛利率维持大体稳定趋势	9
图 14：FY2014-17H1 租赁毛利率分别 75.4%、78.1%、77.2%及 78.14%	9
图 15：期间费用率情况	10
图 16：与同行业其他上市公司的期间费用率对比	10
图 17：红星美凯龙品牌认知度高	11
图 18：公司全国零售网络	12
图 19：2016 年连锁家居装饰及家具商场零售销售额 5,975.43 亿元，红星美凯龙排名第一	12

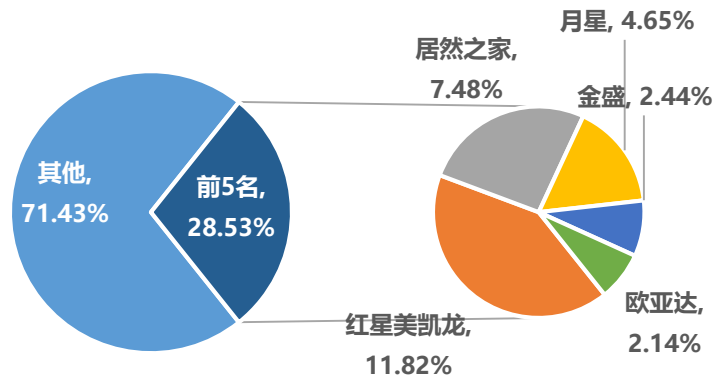
图 20: 公司部分品牌选择范围	13
图 21: 自营及委管商场收入情况	13
图 22: 第三方平台	14
图 23: 行业消费方式以零售消费为主	14
图 24: 2006-2021 年全国城镇人口数量以及城镇化率变化及预测	15
图 25: 2011-2021 年城镇居民人均可支配收入及其增长速度情况及预测	15
图 26: 家居装饰及家具行业不同零售渠道份额占比 (销售收入口径)	16
图 27: 2011-21 年连锁家居装饰及家具商场零售销售额情况及预测	16
图 28: 2016 年家居装饰及家具市场各类经营模式零售销售额细分	16
图 29: 我国家居装饰及家具行业产业链的具体构成	17
表 1: 自营商场分为自有、租赁及合营联营三类模式	4
表 2: 与委管商场相关的三类细分收入情况	4
表 3: 美凯龙 2016 年-2017 年 H1 自营和委营商场经营情况	5
表 4: 美凯龙自己的装修公司<红星·家倍得>八大核心优势	6
表 5: 公司 16-17 年所获荣誉	11
表 6: 可比公司估值表	17

1. 美凯龙：家居装饰及家具商场运营商龙头

1.1. 二十年沉淀，打造家装家具经营为主的综合体系

红星美凯龙是国内家居商场经营的龙头，2016年，公司在中国连锁家具商场的零售额706亿，市场份额为11.82%，是国内地域覆盖面积最广的全国性家居装饰及家具商场运营商；截至2017H1，公司经营面积1330万平方米、覆盖全国28个省份150个城市经营了214个商场，通过经营管理自营商场及委托管理商场为客户提供全方面服务。

图 1：2016 年连锁家居装饰及家具商场零售销售额 5,975.43 亿元，红星美凯龙排名第一



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司的主营业务包括家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务。从收入构成看，主要包括两大板块：自营商场经营及管理、委管商场经营及管理，此外，公司还经营互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送等其他业务。

自营模式是指就自营商场而言，公司通过自建、购买或者租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务。包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取固定的租赁及管理收入。公司的自营商场主要区分为自有、租赁、合营联营三类模式。

表 1：自营商场分为自有、租赁及合营联营三类模式

商场类型	商场运营管理方式	项目公司股权结构	经营物业权属	收入来源	成本费用构成
自有	公司全权且独立	全资或控股	全资或控股	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生
租赁	公司全权且独立	全资或控股	出租方	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生
合营联营	公司全权且独立	合营联营公司	合营联营公司	公司按照权益法核算并确认投资收益	

资料来源：招股书，天风证券研究所

委管模式是指就委管商场而言，公司利用强大的品牌知名度和多年的经营经验，派出管理人员为合作方提供全面的咨询和委管服务。包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及日常经营及管理；相应地，公司根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目冠名咨询费、招商佣金、商业管理咨询费及委托经营管理费等不同费用。

表 2：与委管商场相关的三类细分收入情况

收入项目	具体构成	对应服务内容	收费金额标准	收入取得对象	收入确认阶段
项目前期 冠名咨询	项目冠名 咨询费、	专业咨询服务及商场开业前招商服务，授权项目使用红星美凯龙及其旗下无形资产	所在城市级别、商场规模及商场位置	委管商场合作方	商场开业前、开业时

委托管理 服务收入	招商佣金	品牌	等因素		
项目年度 冠名咨询 委托管理 服务收入	年度管理 费 委托经营 管理收入	在委托经营管理期限内实施经营管理，负责商场的布局、策划、招商、租赁、企划、广告、运营和售后服务等，并授权项目持续使用红星美凯龙及其旗下无形资产品牌	所在城市级别、商场规模及商场位置等多项因素 在委托经营管理期限内发生的商场日常运营管理的相关成本费用	委管商场合作方 委管商场合作方承担（通过向商场商户直接收取或由合作方从商户租金中支付）	商场开业后委托经营管理期间
工程项目 商业管理 咨询费收入	商业管理 咨询费	提供经营物业的规划、设计、建筑安装方案的咨询服务，并负责在建设过程中的现场协调和监督	所在城市级别、商场规模、商场位置及工程规模等	委管商场建设施工单位	商场开业时

资料来源：招股书，天风证券研究所

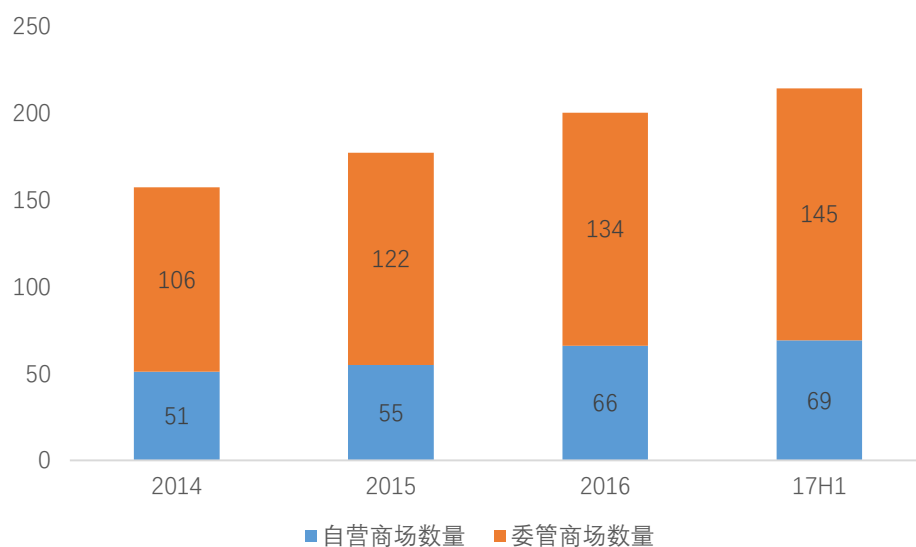
自成立以来，公司保持着稳健、快速的发展趋势，已经在家居装饰及家具零售商场行业处于领先地位，业务范围实现迅速扩张态势。截至 2017H1，公司共设立了 214 家商场，覆盖全国 28 个省、直辖市、自治区的 150 个城市，其中包括 69 家自营商场（具体划分为 45 家自有商场、20 家租赁商场以及 4 家联营商场），145 家委管商场，委管商场总经营面积 796.87 万方，平均出租率 96.62%。在 594 个筹备中的委管商场中有 33 个已获得地块且预计于 2017 年底前开业，321 个已获得地块且预计于 2018 年及以后年度开业。

表 3：美凯龙 2016 年-2017 年 H1 自营和委管商场经营情况

业务	年份	门店数	面积（万平方米）	单店营业面积（万平方米）	出租率	业务收入（百万元）	毛利率
自营	2016	66	508.3	7.7	96.70%	5975.4	77.15%
	2017H1	69	532.8	7.7	97%	3188.8	78.14%
委营	2016	134	760.9	5.7	96.20%	2782	66.45%
	2017H1	145	796.9	5.5	96.60%	1473.1	65.56%

资料来源：招股书，天风证券研究所

图 2：商场数量扩张情况



资料来源：招股书，天风证券研究所

互联网泛家居消费+家具金融服务，上下游跨界外延。互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送等业务，系公司围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”的战略定位，以“家”为核心着力开拓的各项扩展性业务，从而对商场主营业务进行上下游跨界外延。

通过线上线下一体化的运营模式，为消费者提供装修入住、居家消费品购买等泛家居消费产业链服务。公司向消费者提供家居设计及装修一体化服务，与家居商场业务形成协同效应。截至 2017 年 6 月 30 日，公司已经经营了 34 家家装门店，分布在北京、天津、上海、南京、沈阳、成都等城市的家居商场内。公司充分发挥与线下实体店相结合的优势，发展互联网零售平台。一方面，利用线上平台为线下商户提供展示空间；另一方面，充分满足家居装饰及家具行业消费者的实地体验需求。

表 4：美凯龙自己的装修公司<红星·家倍得>八大核心优势

品牌优势	红星美凯龙旗下装饰品牌，提供商场、家倍得、品牌商三重装修服务保障
设计优势	颠覆传统装修公司只做硬装无力兼顾软装的服务模式，并利用 VR 技术，为客户进行全屋预设计，所见即所得
选材优势	坐拥全球最大家居平台，一站购齐、独享优惠、不限制选择，省心、省事、省钱不省美
价格优势	通过人工和材料分离的透明报价方式，真正杜绝猫腻，倡导明白消费
辅料优势	所用辅材均源自国内外知名厂商，从源头保障隐蔽工程的质量和环保：BEHR（美国百色熊）、Sika（瑞士西卡）、GF（瑞士乔治费歇尔）、SIEMENS（西门子家电）、Schneider（施耐德）
工人优势	自有长期稳定的工人，定期开展施工及工艺培训，全面实行系统化管理，标准化施工
施工优势	透明的质量验收标准，先进的施工工艺，严苛的三级工地监管体系，确保高品质的施工质量。一直专注于对工程技术的研发，并已获得 10 项国家专利
管理优势	运用互联网思维技术，开发专业的家装管理系统、管理 APP，对传统的工程管理方式进行革命性改造，真正实现施工过程全透明，大大提高客户的家装体验

资料来源：美凯龙官网，天风证券研究所

公司成立家金所作为其金融服务平台，为商场合作方、家居工厂、商户经营提供融资渠道及相关服务。2015 年 10 月 8 日家金所网站 www.homefax.com 上线试运营，截至 2016 年 12 月 31 日，家金所的注册用户超过 65,000 人；2016 年度累计发放投资标的金额 4.11 亿元。公司于 2014 年 12 月设立了联营公司海尔消费金融以提供消费贷款及相关咨询、经纪和保险服务，与大型商业银行合作开展消费金融业务。海尔消费金融已经获得银监会关于消费金融的经营业务许可。2017 年 1-6 月，海尔消费金融累计提供了消费贷款 31.40 亿元。公司于 2016 年 8 月设立红星黄浦小贷，面向商户及合作方等提供小额贷款服务，在充分发挥公司风险控制能力优势、对该类客户风险水平进行综合评估的基础上，为其提供发展所需的资金支持。2017 年 1-6 月，红星黄浦小贷累计发放小额贷款金额 2.19 亿元。

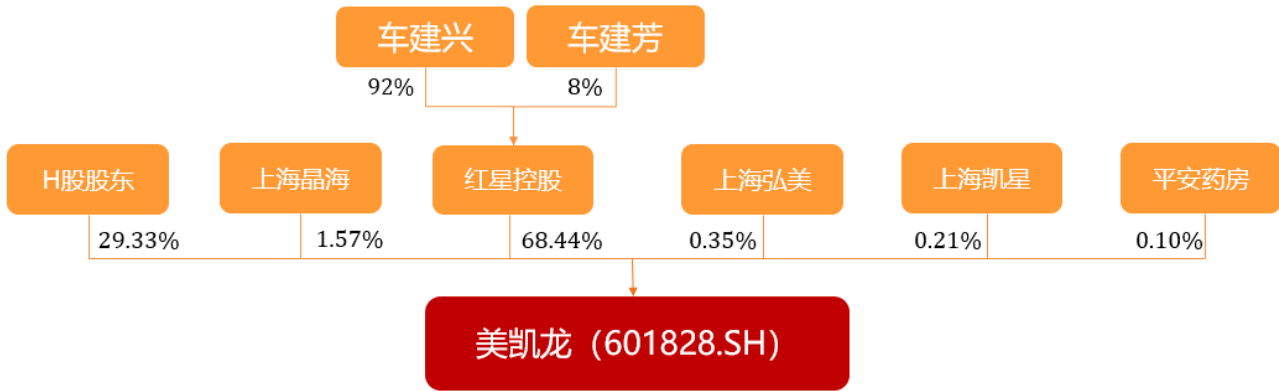
公司已于石家庄、南京、无锡、长沙、沈阳和保定开设试点物流中心，为消费者提供从商品购买到产品专业配送安装的“一站式”专业服务。截至 2017 年 6 月 30 日，公司已为超过 200 个品牌提供集中送货及物流服务，仓储面积超过 50,000 平方米。

1.2. 实控人持股 62.97%，股权结构稳定集中

公司控股股东为红星控股，董事长兼总经理车建兴是公司实际控制人，车建兴先生持有红星控股 92% 股权，是红星控股的控股股东、实际控制人。

截至 2017 年底，股东车建兴通过红星控股控制公司 62.96% 股份。车建芳女士（系实控人车建兴先生的妹妹）为公司第二大股东，持有 5.48% 股份。另外平安药房、上海弘美、上海凯星及上海晶海公司分别持股 0.10%、0.35%、0.12% 及 1.57%。公司股权结构较为集中。

图 3：车建兴系公司实际控制人，股权结构稳定集中



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

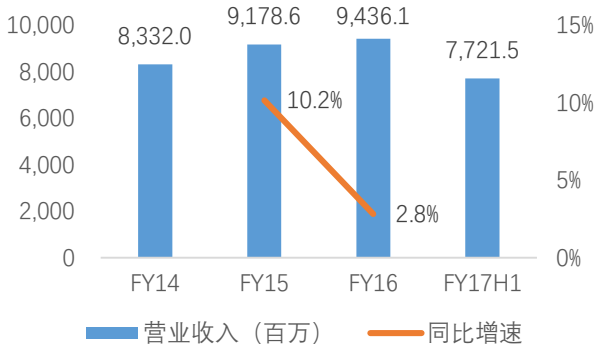
1.3. 17年扣非后净利+ 2.8%至 10.01%，净利率近 40%

17Q1-3 营收 77.21 亿元，同比增长 12.64%；公司 2014-16 年营收分别为 83.32、91.79 以及 94.36 亿元，同比增速为 25.82%、10.21%及 2.77%。公司营收整体实现较为稳定的增长，主要系公司业务结构稳定，受益于公司快速扩张的业务布局，主业创收整体实现稳步上升趋势。与此同时，17Q1-3 归母净利 28.4 亿元，同比增长 13.3%；公司 2014-16 年归母净利分别为 32.43、32.25 以及 33.97 亿元，同比增速为 6.95%、-10.33%及 -17.14%。

据公司招股书披露，公司预计 2017 年实现营收 105.79 亿元至 106.24 亿元，同比增长 12.12%至 13.06%；归母净利(扣除非经常性损益前后孰低)约为 21.3 亿元至 22.8 亿元，同比增长 2.82%至 10.01%。

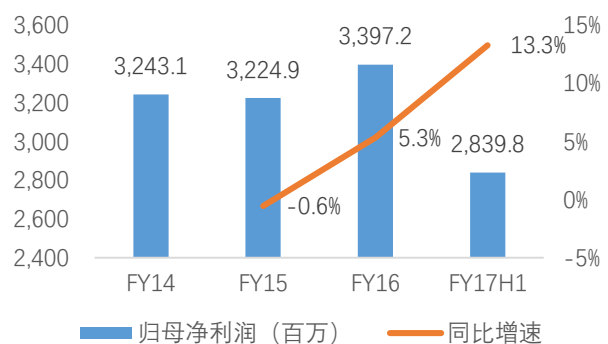
公司非经常性损益主要为采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益，以及享有的投资收益中联营企业及合营企业投资性房地产评估增值部分，2014/15/16/17 年 1-6 月，非经常性损益合计分别为 18.68 亿元/10.68 亿元/18.32 亿元 9.88 亿元，占公司利润总额比例分别为 38.95%、23.39%、38.16%和 34.28%。

图 4：美凯龙营业收入稳定增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：美凯龙净利润增速加快



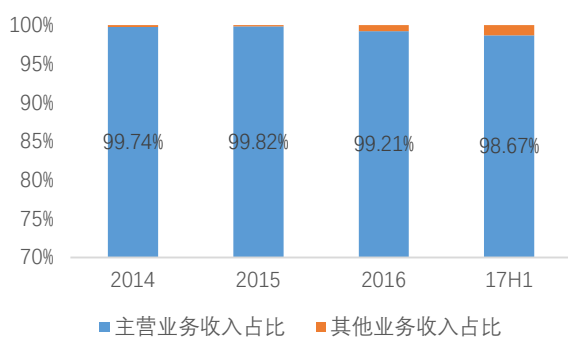
资料来源：wind，天风证券研究所

主营业务收入中，租赁及管理收入、与委托经营管理商场相关收入两大板块是收入主要构成。FY2014-17H1 公司租赁及管理收入分别为 51.49 亿、55.83 亿、59.75 亿以及 31.89 亿元，占主营业务收入的比例稳定在 60%+。主要来自公司自营商场，系公司基于为入驻

商场的商户提供综合服务而根据租赁合同约定向商户收取的租赁及管理收入。该项业务收入呈稳定增长态势，主要系自营商场营业面积的增长及租金价格的增加所致。

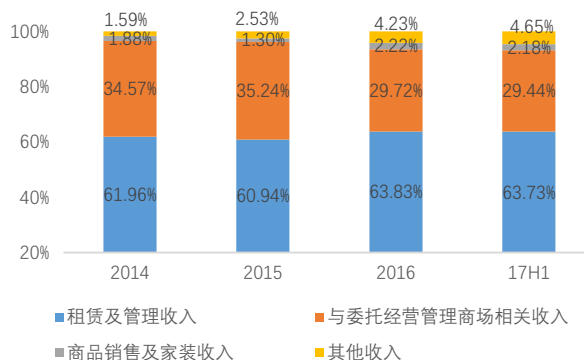
与此同时，FY2014-17H1 公司与委托经营管理商场相关收入分别为 28.73 亿、32.28 亿、27.82 亿以及 14.73 亿，主要来源于委管商场项目合作方及建筑商，为合作方提供覆盖咨询服务而在项目不同阶段收取的项目冠名咨询费、招商佣金、商业管理咨询费及委托经营管理费。2016 年该收入同比减少 4.46 亿，降幅为 13.83%，主要系工程项目商业管理咨询费收入因提供该类服务的开业委管商场数量减少而下降所致。

图 6：公司收入主要来源于主营业务收入



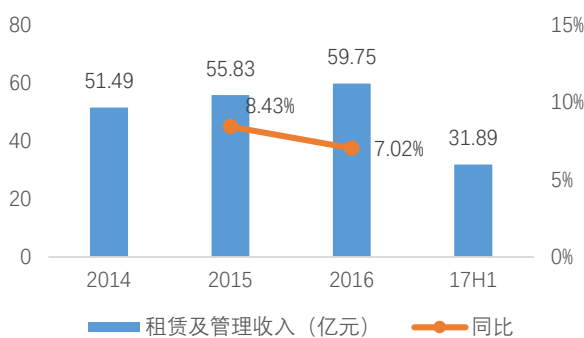
资料来源：招股书，天风证券研究所

图 7：FY2014-17H1 租赁及管理收入占主业收入比例稳定在 60%+



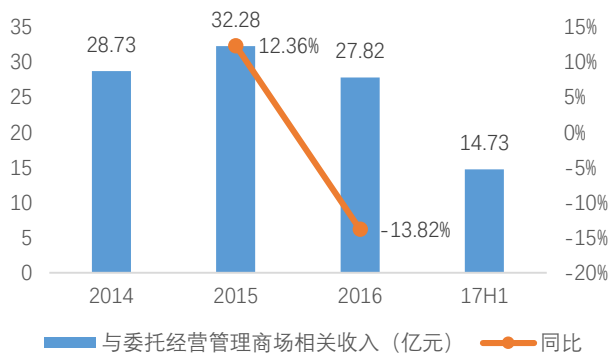
资料来源：招股书，天风证券研究所

图 8：租赁及管理收入保持稳定增长态势



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 9：受咨询收入减少影响，2016 年收入同比下降 13.82%



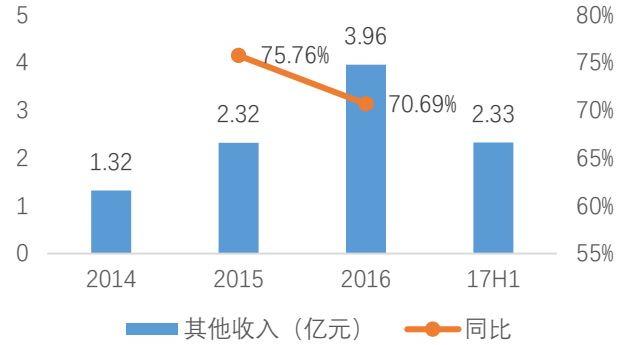
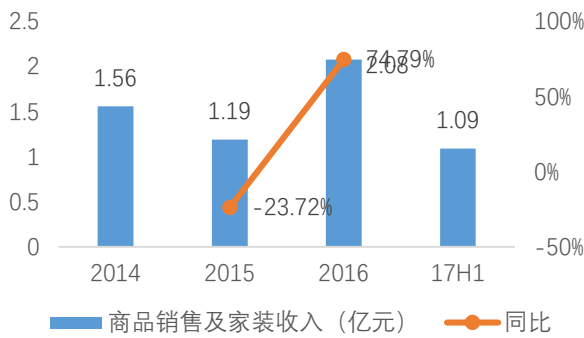
资料来源：招股书，天风证券研究所

公司商品销售及家装收入主要来自于家居装饰及家具产品的线下零售及网上平台 B2C 销售、家居设计及装修工程服务。2016 年该项收入同比增加 0.89 亿至 2.08 亿元，升幅高达 75.24%，主要系上海家倍得业务规模快速发展，导致相关收入增加所致。

除此之外，主营业务中其他收入占比整体保持小幅增长态势，2014-17H1 占主营业务收入的比例分别为 1.59%、2.53%、4.23% 和 4.65%，主要系公司总部战略咨询服务收入以及红星品牌管理、红星咨询联合营销活动收入增加影响所致。

图 10：商品销售及家装收入实现迅猛增长

图 11：其他收入保持高增长态势



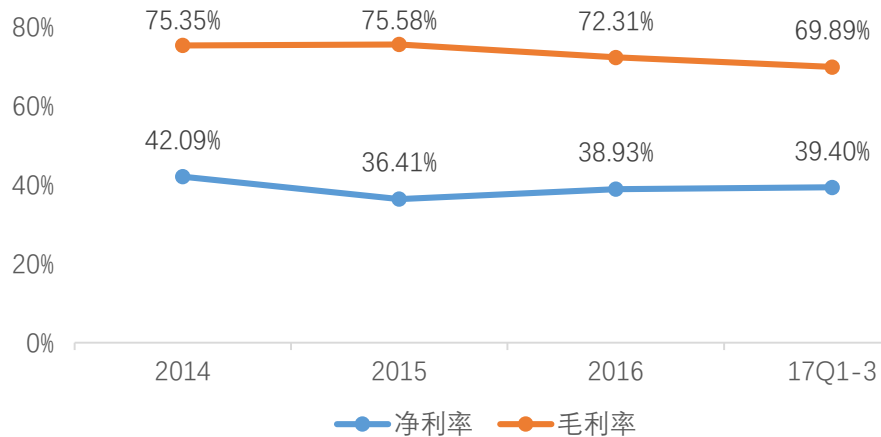
资料来源：招股书，天风证券研究所

资料来源：招股书，天风证券研究所

毛利率及净利率保持着整体较为稳定的态势，FY2015-17Q1-3 公司净利率分别为 36.41%、38.93%以及 39.4%。租赁及管理业务的毛利占主营业务毛利的比例在 60%以上，是公司盈利的主要来源。

公司 FY2015-17Q1-3 综合毛利率分别为 75.35%、75.58%、72.31%以及 72.89%，主要系：（1）2016 年 5 月起实施的营改增政策下价税分离，造成收入同比增长幅度减少；（2）以前年度毛利率较高的工程项目商业管理咨询费收入大幅减少，以及项目年度冠名咨询委托管理服务收入毛利率降低；（3）本期上海家倍得的外服人工成本上升，导致相关家装业务收入毛利率下降。

图 12：毛利率及净利率保持着整体较为稳定的态势

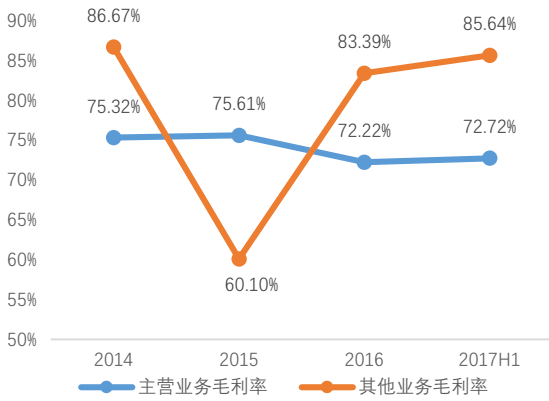


资料来源：招股书，天风证券研究所

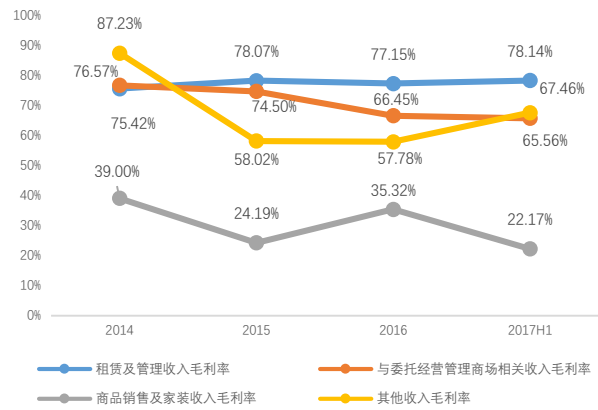
分具体业务来看，FY2014-17H1 公司租赁及管理收入毛利率分别为 75.42%、78.07%、77.15%及 78.14%，保持稳中有升的整体趋势，2016 年度毛利率稍有下降，主要系 2016 年 5 月起实施的营改增政策下价税分离，造成收入同比增长幅度减少所致；FY2014-17H1 公司与委托经营管理商场相关收入毛利率分别为 76.57%、74.50%、66.45%以及 65.56%，FY2016 及 2017H1 毛利率相对较低主要系以前年度毛利率较高的工程项目商业管理咨询费收入大幅减少，以及项目年度冠名咨询委托管理服务收入毛利率降低所致；而商品销售及家装收入毛利率分别为 39%、24.19%、35.32%和 22.17%，17H1 毛利率下降主要系上海家倍得的外服人工成本上升所致；由于联合营销活动收入规模扩大，17H1 公司其他收入毛利率增至 67.46%。

图 13：主营业务毛利率维持大体稳定趋势

图 14：FY2014-17H1 租赁毛利率分别 75.4%、78.1%、77.2%及 78.14%



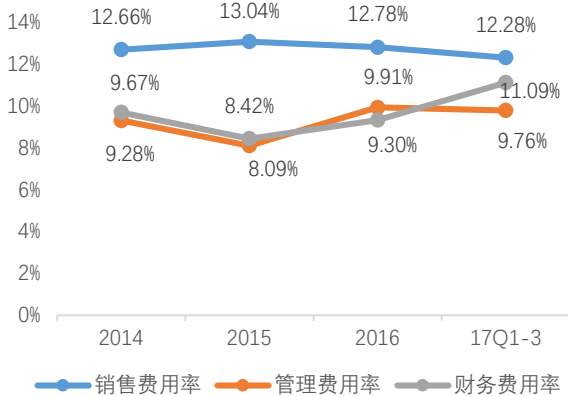
资料来源：招股书，天风证券研究所



资料来源：招股书，天风证券研究所

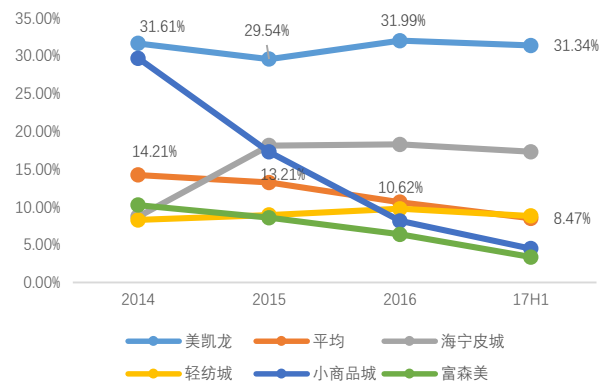
期间费用金额随着公司业务规模的扩大总体呈增长趋势，而期间费用率基本保持稳定。FY2014-17Q1-3 期间费用率分别为 31.61%、29.54%、31.99%及 33.12%。相比于海宁皮城、轻纺城、小商品城以及富森美等同行其他上市公司，公司期间费用率整体维持较高水平，主要系：（1）公司商场网络规模的持续扩张有赖于消费者对红星美凯龙及其旗下品牌的高度信赖和认可，因此公司相应投入较高的广告宣传费用在全国范围内开展品牌价值宣传和形象建设，同时积极拓展多种创新的营销推广计划以提升公司商场经营业绩。上述经营策略导致公司企划宣传和市场营销开支等销售费用处于较高水平；（2）为打造精细化、标准化、现代化的管理模式，公司建立了较为庞大的总部管理体系和管理人员规模，且实施行业内具有竞争力的薪酬激励机制，此外，公司近年着力孵化和发展家居产业链相关拓展性新业务体系，因此造成管理费用相应增加；（3）公司正处于业务规模的快速扩张阶段，新商场项目的投资建设以及新业务的实施均涉及大量外部债务融资，致使公司借款利息支出处于较高水平。同时公司拥有大量已开业商场，相关经营性物业贷款利息支出费用化，导致财务费用处于较高水平。

图 15：期间费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：与同行业其他上市公司的期间费用率对比



资料来源：招股书，天风证券研究所

2. 竞争力分析：深耕家装销售，品牌+渠道价值凸显

2.1. 国内家居装饰及家具零售行业第一品牌

与产品品牌认可度高于零售渠道品牌的一般商品零售市场不同，家居装饰及家具行业的特点是零售渠道品牌强于产品品牌。全国性布局网络的口碑效应+中高端市场定位+有效营销和服务创新，打造国内最具影响力的家居装饰及家具行业品牌——“红星美凯龙”，使其在消费者心目中享有较高的品牌认知度。

全国性布局网络的口碑效应、中高端市场定位的成功实现、营销的有效性和服务创新使得公司的“红星美凯龙”品牌成为国内最具影响力的家居装饰及家具行业品牌之一，在消费者心目中享有较高的品牌认知度。根据中国品牌研究中心的数据，“红星美凯龙”品牌于 2016 年被认定为国内家居装饰及家具零售行业的第一品牌。

截至 2017H1，公司已与约 11,000 家居品牌工厂和约 40,000 户家居产品经销商建立了紧密的合作关系，为公司扩张打下良好的客户资源基础，也大大缩减招商时间和招商成本。

表 5：公司 16-17 年所获荣誉

获取时间	荣誉
2017	CCFA 行业人才培养优秀协作企业
2017	2016 中国融资上市公司大奖——最具品牌价值奖
2016	2016 上海市“商务诚信建设重点推进行动计划”示范单位
2016	全国家具行业质量领军企业
2016	2016CCFA 零售创新大奖
2016	2016 年度中国家装金钻奖优秀施工品质企业、绿色环保品牌企业
2016	2015-2016 年度十大最具影响力设计机构（综合类）
2016	最佳投资者关系公司—新上市公司
2016	全国最受经销商喜爱的家具卖场
2016	全国五一品牌建设奖
2016	“世界上 3 日内家居用品销量最多的连锁家居商城”世界纪录
2016	2015 年度中国人才创新企业奖

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

以创新为发展源动力，根据市场环境的和消费习惯变化，不断调整优化商场结构，从最初的“第一代”商场到目前的第九代“红星美凯龙家居艺术设计博览中心”，引领家居消费从单纯的“买家居”，过渡到“逛家居”、“赏家居”时代，通过欣赏家居艺术、家居文化，提升消费者自身的生活品位。**注重服务创新，开发增值型业务和创新型服务，基于其商品质量控制体系，推行“家居专家”系列服务，实现覆盖售前、售中、售后全过程服务体系，提出“商品质量负全责、绿色环保、同城比价 3 倍退差、30 天无理由退货、送货安装准时达、先行赔付、设计师免费咨询、家居顾问全程导购、购物免费停车”等服务承诺。**

图 17：红星美凯龙品牌认知度高

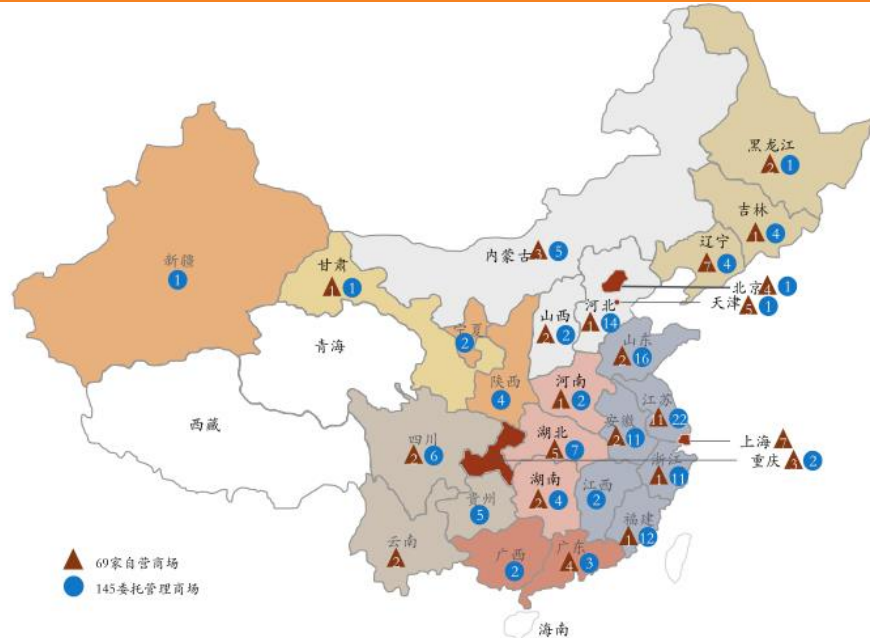


资料来源：美凯龙官网，天风证券研究所

2.2. 全国 214 家商场，最大家居装饰及家具零售网络

截至 2017H1，公司经营国内较大的家居装饰及家具零售商场网络，为行业内仅有覆盖全国 28 个省份 150 个城市的运营商。公司 214 个商场覆盖的总经营面积约为 1330 万平方米。公司的零售网络提供大量家居装饰及家具产品，商场品牌库拥有 19000 多个品牌。根据弗若斯特沙利文的数据，2016 年公司商场的商品销售总额为业内最高水平。

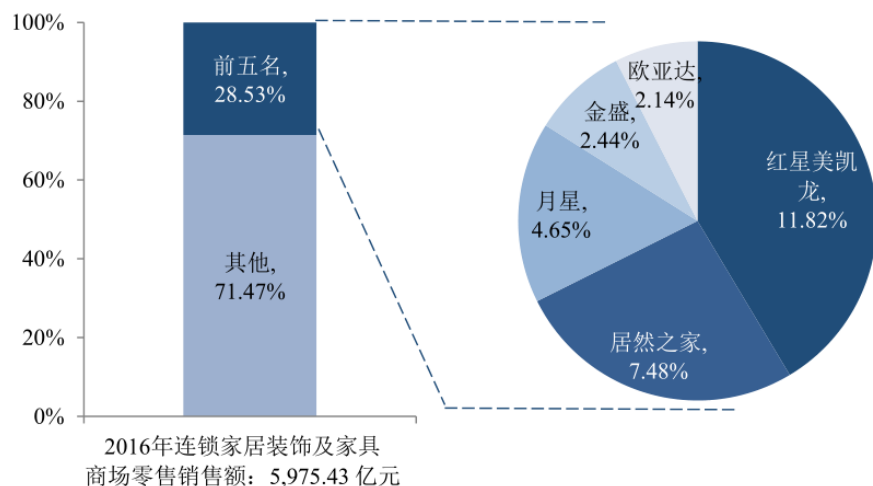
图 18：公司全国零售网络



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

与此同时，尽管公司拥有毋庸置疑的市场领导地位，但 2016 年公司的销售额仅占国内连锁家居装饰及家具商场 11.82% 的市场份额，占国内家居装饰及家具商场（包括连锁及非连锁）4.5% 的市场份额，因此，公司还有巨大的增长空间，可从业内其他运营商手中争取更多的市场份额。

图 19：2016 年连锁家居装饰及家具商场零售销售额 5,975.43 亿元，红星美凯龙排名第一



资料来源：招股书，天风证券研究所

同时服务质量行业领先，极具吸引力的购物环境：优质的商场设计和装饰：从一开始即对消费者产生强大的购物吸引力；**内部设置格局清晰：**不同类别的产品分别于商场的不同分区进行展示，进一步提升了客户体验；**消费者购物的便利性：**确保了较高的可见性和

可达性，如通过物免费停车、战略性地将商场选址于城市交通干线或高速公路沿线或附近。

商品选择范围广阔，通过提供一站式购物体验，公司尽力满足消费者购买家居装饰及家具商品的全部需求。公司商场品牌库拥有的产品品牌数量超过 11,000 个，均经过严格筛选，消费者不再需要走遍多个零售商场以购买同等丰富品类的产品。

产品均明码标价，零售标价折扣最高 30%的政策大大节省消费者购物时间。消费者可直接集中到商场退货柜台进行退货，允许购物后 30 天内退换产品，退货后 7 天内即完成结算退款；另外，售后实行“先行赔付”，并先行对所有售出商品负全责。

图 20：公司部分品牌选择范围

资料来源：美凯龙官网，天风证券研究所

2.3. 自营+委管结合，双轮驱动扩张

自营商场确保实现公司在战略地点的布局及提供可预测的租金增长。公司大多数自营商场战略性地分布在国内一线城市及选定的二线城市的优质地段，从而具备行业内竞争对手难以复制的区位优势。

委管商场可以有限的资本开支实现快速扩张。凭借公司具知名度的品牌、成熟的业务流程及庞大的商户资源，公司采取轻资产战略，以委管商场业务模式在三线及其他城市迅速扩展版图。

混合扩张模式难以被复制。公司所采取的“自营+委管”双轮驱动的混合扩张模式对行业内竞争对手构成了很高的进入壁垒。由于很难在一线及二线城市物色到优势区域位置，公司现有的自营商场版图很难被复制。

图 21：自营及委管商场收入情况

各板块业务收入	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
自营商场经营及管理	318,883.09	62.88	597,540.84	63.33	558,297.54	60.83	514,891.46	61.80
委管商场经营及管理	147,305.21	29.05	278,196.16	29.48	322,834.02	35.17	287,302.26	34.48
其他业务	40,908.44	8.07	67,871.17	7.19	36,725.38	4.00	31,009.89	3.72
合计	507,096.73	100.00	943,608.18	100.00	917,856.94	100.00	833,203.61	100.00

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

专注构建第三方平台，以创新作为发展源动力。国内的家居装饰及家具零售行业的经

营者众多，行业集中度低，行业标准尚未完全建立，仅作为渠道企业发展将面临较大的经营风险和盈利压力，而结合国内市场实际情况而搭建的第三方销售平台可有效分散经营风险，使公司得以与供应商共同成长。公司在以渠道为主流的市场环境中构建了第三方平台，体现出公司的创新能力，使公司得以轻装上阵，专注搭建好的平台（即开发红星美凯龙家居商场）并持续升级综合服务水平

图 22：第三方平台

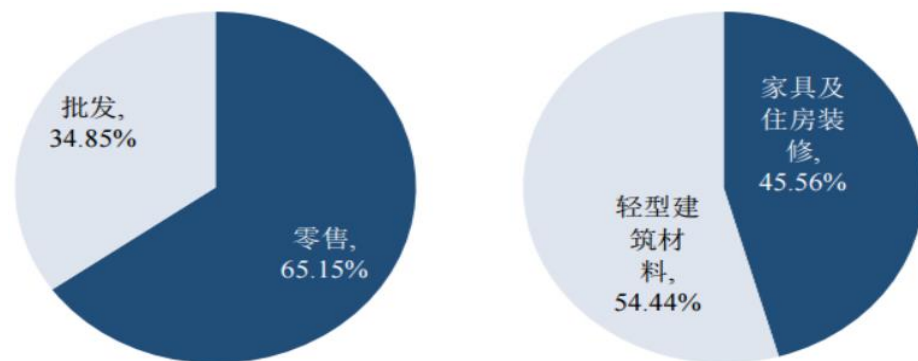


资料来源：美凯龙官网，天风证券研究所

3. 行业分析：市场空间广阔，分销渠道决定行业龙头地位

家居装饰及家具行业按消费方式可划分为零售消费及批发消费。零售消费主要包括家庭及个人为满足自己的需求而购买的家居装饰及家具产品，批发消费包括房地产开发商的统一采购及承包商的批量采购。2016 年零售消费占整个家居装饰及家具市场销售额 65.15%，批发消费占 2016 年整个市场的销售额的 34.85%。家居装饰及家具行业主要包括三个产品类别，分别为家具、住房装修及轻型建筑材料，其中，家具及住房装修产品占 2016 年我国整个家居装饰及家具市场的 45.56%，轻型建筑材料占 2016 年我国整个家居装饰及家具零售市场的 54.44%。

图 23：行业消费方式以零售消费为主



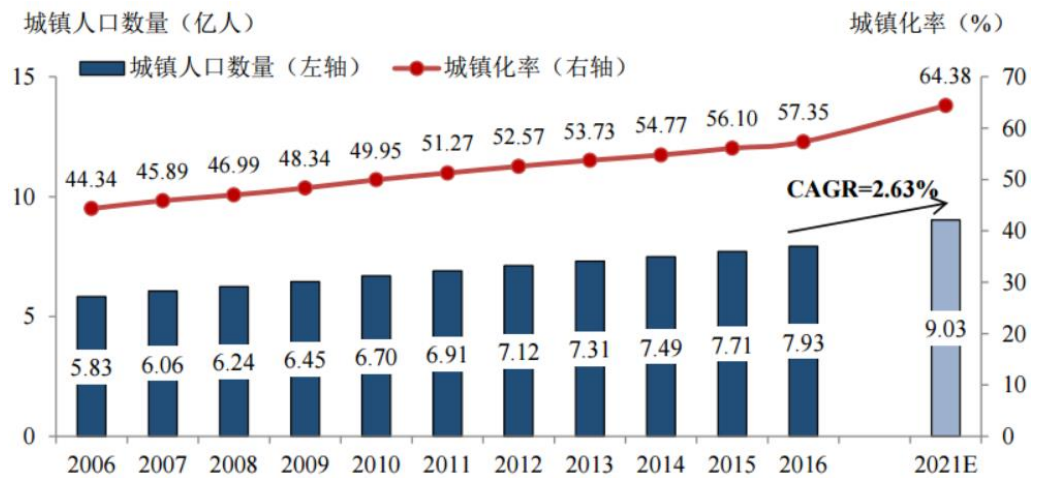
资料来源：招股书，天风证券研究所

3.1. 行业需求空间大，具有良好发展基础

城市化进程为家居装饰及家具行业提供广阔的市场空间。我国城镇化正处于中期发展阶段，城镇人口快速增长。据国家统计局数据显示，我国城镇化率由 1996 年的 30.48% 上升到 2016 年的 57.35%，城镇人口数量 7.93 亿人；按照弗若斯特沙利文的预测，2021 年我国城镇人口将达到 9.03 亿人，城镇化率 64.38%，以目前人均 30 平方米住房面积计算，未来 5 年因城镇人口的增加而产生的新增住房需求约 33.04 亿平方米。因此，未来新增住房

需求将促进城市基础设施建设和城镇住房建设投资增长，为家居装饰及家具行业提供了广阔的市场空间。

图 24：2006-2021 年全国城镇人口数量以及城镇化率变化及预测



居民收入持续增长和消费升级为行业发展提供了物质基础。2016 年我国城镇居民人均可支配收入 33616 元，较上年实际增长 5.6%，未来全国城镇居民人均可支配收入仍将保持稳定增长。这一变化影响我国家居消费者购物行为的因素从过去单纯的价格因素逐渐发展到对品牌、质量、信誉、服务、购物环境以及节能环保等综合因素的考虑，未来市场对行业内的龙头企业利好。

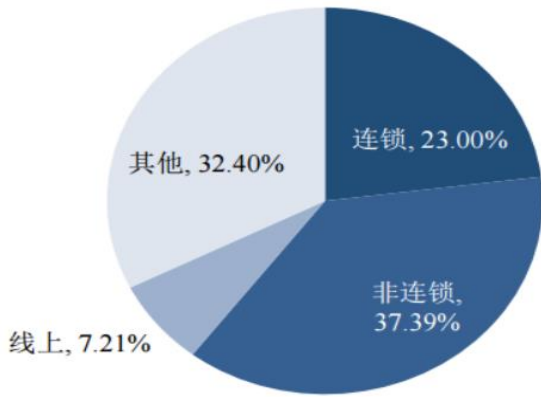
图 25：2011-2021 年城镇居民人均可支配收入及其增长速度情况及预测



3.2. 连锁家居渠道是未来行业发展主流

连锁家居商场能够为消费者提供专业的一站式购物服务，同时具有较高的资本投资及经营管理能力。家居装饰及家具行业拥有不同的零售渠道，主要包括连锁、非连锁、线上及其他，2016 年具体份额分别为 23%、37.39%、7.21%、32.40%。连锁模式具有运作模式成熟、品牌输出能力强、资源整合能力突出等优点，是未来行业发展的主流趋势，国内行业龙头企业如红星美凯龙、居然之家及月星集团等采用的都是连锁零售渠道；而非连锁模式一般规模较小，容易缺乏产品类别及消费者的信任，未来随着行业集中度进一步提高，其市场份额必然会被连锁模式挤占。

图 26: 家居装饰及家具行业不同零售渠道份额占比(销售入口径)



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

图 27: 2011-21 年连锁家居装饰及家具商场零售销售额情况及预测

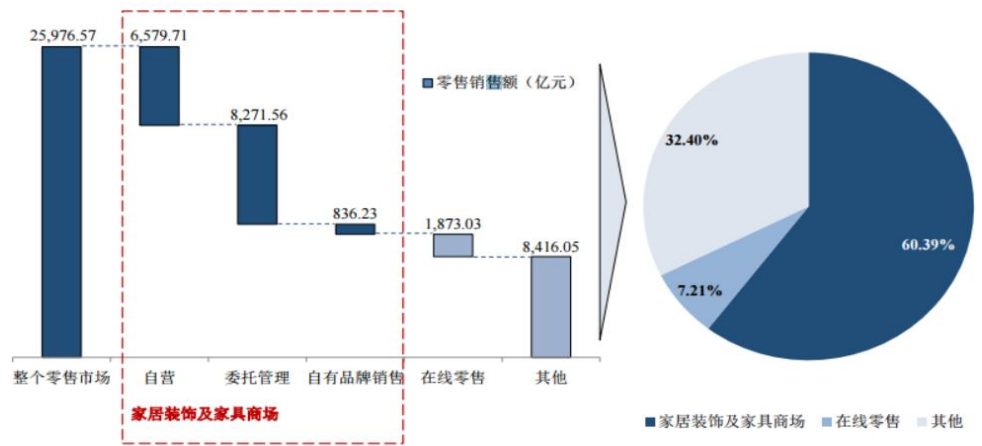


资料来源: 招股书, 天风证券研究所

3.3. 自营+委管经营模式向二三线城市拓展

家居装饰及家具市场经营模式以自营、委托管理及自有品牌销售为主，目前市场份额较大的是自营模式和委托管理模式。其中自营模式是家居商场经营商通过自建、企业并购或者租赁的方式获得商业物业或其使用权；家居商场经营商通常为商户提供统一的促销、市场营销和售后服务。而委托管理模式是家居商场经营商与委管合作方签订合同，向委管合作方提供店址选定、商场设计、商场建造和整修、商场管理等服务。据弗若斯特沙利文数据显示，2016 年委管商场占据 16 年家居装饰及家具零售市场销售额的最大份额。

图 28: 2016 年家居装饰及家具市场各类经营模式零售销售额细分



资料来源: 招股书, 天风证券研究所

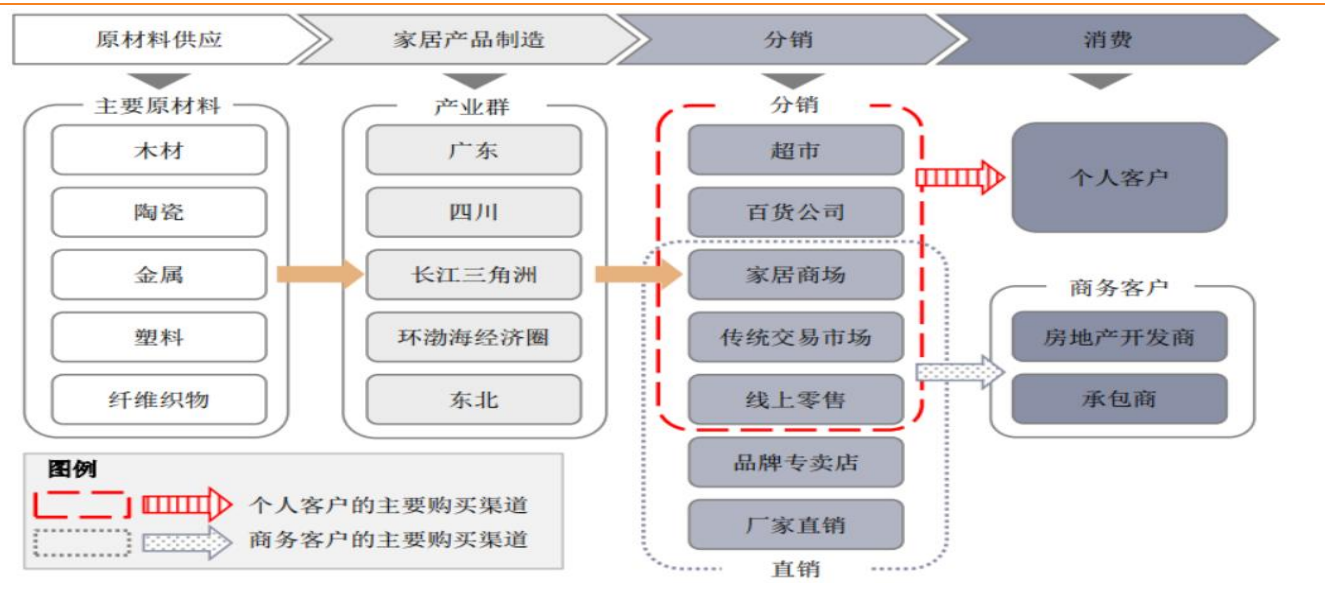
随着我国经济的发展及城镇化战略的实施，二三线城市成为家居装饰及家具企业新的增长点。我国北上广深等一线城市聚集了大批家居装饰及家具企业，市场竞争激烈，所剩市场空间较小；随着我国经济的发展及各项振兴战略的实施，二三线城市经济发展强劲，城镇人均收入水平快速提高，行业内企业纷纷布局二三线城市，如红星美凯龙借助自营与委管的经营模式，在确保一线城市优势地位的同时积极布局二三线城市，在全国范围内形成领先的市场地位。

3.4. 分销渠道是产业链中重要环节，抽取价值链中大部分经济效益

家居装饰及家具行业产业链可分为四个部分：上游原材料供货商、家居装饰及家具制

造商，下游行业家居装饰及家具分销商以及消费者，其中分销是重要的环节，能够获得价值链中大部分经济效益。截至 2016 年，国内有 14000 多家家居装饰及家具制造商，相对于产品品牌商，消费者更熟识零售渠道商，而且通过设立一站式商场可以满足消费者对家居装饰及家具所有产品种类的需求。由于一般的商户不具有自身获得较大客流量的强大品牌或能力，家居装饰及家具商场不需要依赖固定的商户，议价能力较强，因此可以获得产业价值链中大部分的经济效益。

图 29：我国家居装饰及家具行业产业链的具体构成



资料来源：招股书，天风证券研究所

4. 首次覆盖，给予买入评级

红星美凯龙是国内家居商场经营的龙头，主营业务是家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务，全国性布局网络的口碑效应+中高端市场定位+有效营销和服务创新，打造国内最具影响力的家居装饰及家具行业品牌。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.95 元、1.11 元、1.28 元，当前 PE 分别为 15x、13x、11x，参考行业平均估值，我们给予 18 年 24xPE，目标价 26.64 元。

表 6：可比公司估值表

公司名称	股票代码	EPS (元)				PE			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
美凯龙	601828.SH	0.86	0.95	1.11	1.28	17.08	15.48	13.25	11.46
小商品城	600415.SH	0.19	0.31	0.41	0.49	41.38	19.28	14.41	12.00
海宁皮城	002344.SZ	0.49	0.27	0.28	0.23	38.77	29.32	28.43	34.45
富森美	002818.SZ	1.38	1.48	1.64	1.84	46.61	21.59	19.38	17.35

资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,725.84	6,137.87	2,028.40	5,573.68	15,265.83
应收账款	1,428.53	1,778.49	1,145.21	1,697.58	1,543.20
预付账款	92.88	164.84	244.17	186.90	290.29
存货	35.11	45.42	78.50	49.42	105.89
其他	595.11	669.46	511.85	595.49	587.81
流动资产合计	7,877.47	8,796.08	4,008.13	8,103.07	17,793.02
长期股权投资	804.29	1,012.65	1,012.65	1,012.65	1,012.65
固定资产	137.77	141.66	182.64	232.36	274.31
在建工程	24.16	65.98	75.59	93.35	86.01
无形资产	539.27	467.82	445.33	422.85	400.36
其他	64,427.28	71,051.21	70,148.45	70,356.88	70,414.32
非流动资产合计	65,932.77	72,739.32	71,864.66	72,118.08	72,187.65
资产总计	73,810.24	81,535.40	75,872.79	80,221.15	89,980.67
短期借款	897.00	500.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,038.64	5,512.19	8,495.04	7,312.69	10,368.18
其他	4,685.40	7,530.01	6,553.72	6,489.44	8,118.20
流动负债合计	10,621.04	13,542.20	15,048.76	13,802.13	18,486.38
长期借款	7,027.17	8,447.54	0.00	0.00	0.00
应付债券	7,335.01	8,434.10	6,210.14	7,326.42	7,323.55
其他	10,630.75	11,190.79	10,666.25	10,829.27	10,895.44
非流动负债合计	24,992.93	28,072.43	16,876.40	18,155.68	18,218.99
负债合计	35,613.97	41,614.63	31,925.15	31,957.81	36,705.37
少数股东权益	3,317.40	3,354.92	3,319.68	3,256.04	3,207.04
股本	3,623.92	3,623.92	3,938.92	3,938.92	3,938.92
资本公积	5,626.98	5,620.01	5,620.01	5,620.01	5,620.01
留存收益	31,254.95	32,941.94	36,689.05	41,068.39	46,129.35
其他	(5,626.98)	(5,620.01)	(5,620.01)	(5,620.01)	(5,620.01)
股东权益合计	38,196.27	39,920.77	43,947.64	48,263.34	53,275.31
负债和股东权益总	73,810.24	81,535.40	75,872.79	80,221.15	89,980.67

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,341.75	3,673.44	3,747.11	4,379.34	5,060.96
折旧摊销	133.52	127.43	31.90	35.01	37.87
财务费用	844.03	951.98	575.12	(61.60)	(168.85)
投资损失	(146.47)	(130.90)	(101.00)	(77.00)	(110.00)
营运资金变动	(1,133.68)	(278.22)	4,548.09	(2,020.27)	4,319.29
其它	349.07	(359.81)	1,650.90	1,402.28	1,380.89
经营活动现金流	3,388.22	3,983.93	10,452.12	3,657.76	10,520.16
资本支出	(371.80)	(305.84)	584.54	(83.01)	(16.17)
长期投资	12.60	208.35	0.00	0.00	0.00
其他	(3,928.51)	(4,811.24)	(2,248.21)	(1,384.21)	(1,351.13)
投资活动现金流	(4,287.71)	(4,908.73)	(1,663.67)	(1,467.22)	(1,367.30)
债权融资	17,169.95	21,591.68	9,033.54	10,307.82	10,661.83
股权融资	5,279.73	(746.17)	(203.14)	136.37	258.94
其他	(19,594.13)	(19,576.75)	(21,728.32)	(9,089.45)	(10,381.48)
筹资活动现金流	2,855.55	1,268.76	(12,897.92)	1,354.74	539.29
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,956.06	343.96	(4,109.47)	3,545.28	9,692.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,178.57	9,436.08	10,568.41	11,942.31	13,614.23
营业成本	2,241.38	2,612.77	3,371.32	3,821.54	4,302.10
营业税金及附加	603.87	413.92	465.01	549.35	612.64
营业费用	1,196.89	1,205.70	1,500.71	1,707.75	1,919.61
管理费用	742.23	935.08	1,139.27	1,325.60	1,647.32
财务费用	772.50	877.71	575.12	(61.60)	(168.85)
资产减值损失	210.36	572.89	329.00	301.00	97.00
公允价值变动收益	1,009.77	1,754.03	1,688.00	1,467.00	1,431.00
投资净收益	146.47	130.90	101.00	77.00	110.00
其他	(2,312.46)	(3,769.86)	(3,578.00)	(3,088.00)	(3,082.00)
营业利润	4,567.57	4,702.95	4,976.96	5,842.67	6,745.42
营业外收入	109.60	119.57	11.80	15.50	10.10
营业外支出	112.07	21.00	100.74	151.00	101.00
利润总额	4,565.10	4,801.52	4,888.03	5,707.17	6,654.52
所得税	1,223.35	1,128.08	1,178.01	1,392.55	1,643.67
净利润	3,341.75	3,673.44	3,710.01	4,314.62	5,010.85
少数股东损益	116.88	276.26	(37.10)	(64.72)	(50.11)
归属于母公司净利润	3,224.87	3,397.18	3,747.11	4,379.34	5,060.96
每股收益(元)	0.82	0.86	0.95	1.11	1.28

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.16%	2.81%	12.00%	13.00%	14.00%
营业利润	-5.68%	2.96%	5.83%	17.39%	15.45%
归属于母公司净利润	-0.56%	5.34%	10.30%	16.87%	15.56%
获利能力					
毛利率	75.58%	72.31%	68.10%	68.00%	68.40%
净利率	35.13%	36.00%	35.46%	36.67%	37.17%
ROE	9.25%	9.29%	9.22%	9.73%	10.11%
ROIC	-26.59%	-28.77%	-26.83%	-22.71%	-28.46%
偿债能力					
资产负债率	48.25%	51.04%	42.08%	39.84%	40.79%
净负债率	36.21%	31.86%	31.59%	43.23%	30.18%
流动比率	0.74	0.65	0.27	0.59	0.96
速动比率	0.74	0.65	0.26	0.58	0.96
营运能力					
应收账款周转率	7.57	5.88	7.23	8.40	8.40
存货周转率	249.39	234.33	170.57	186.71	175.32
总资产周转率	0.13	0.12	0.13	0.15	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.86	0.95	1.11	1.28
每股经营现金流	0.86	1.01	2.65	0.93	2.67
每股净资产	8.85	9.28	10.31	11.43	12.71
估值比率					
市盈率	17.99	17.08	15.48	13.25	11.46
市净率	1.66	1.59	1.43	1.29	1.16
EV/EBITDA	0.00	0.00	-0.33	-0.75	-2.09
EV/EBIT	0.00	0.00	-0.33	-0.76	-2.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com