

## 美凯龙(601828)/商业贸易

## 家居业的“麦当劳”

**评级: 买入(首次)**

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

联系人: 蒋正山

Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

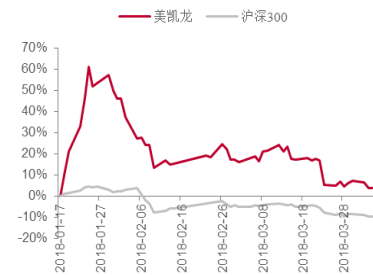
联系人: 徐稚涵

Email: xuzh01@r.qizq.com.cn

感谢实习生郭美鑫对本报告的支持

**基本状况**

总股本(百万股)	3939
流通股本(百万股)	315
市价(元)	16.09
市值(百万元)	55,090
流通市值(百万元)	5,068

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9436.08	10959.51	12765.87	14807.7	17138.4
增长率 yoy%	2.77%	16.14%	16.48%	15.99%	15.74%
净利润	3397.18	4077.90	4497.60	5200.48	6057.52
增长率 yoy%	-17.14%	20.04%	10.29%	15.63%	16.48%
每股收益(元)	0.94	1.04	1.14	1.32	1.54
每股现金流量	1.1	1.65	1.29	1.82	2.17
净资产收益率	9.29%	10.09%	10.45%	11.25%	12.10%
P/E	0.0	15	13	12	10
PEG	-	0.74	1.3	0.74	0.60
P/B	0.0	1.37	1.32	1.23	1.14

备注:

**投资要点**

- 家居连锁卖场第一股。**公司主要从事家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务。公司业务分成两个板块：**自营板块**，主要通过购买以及租赁土地出租给家居建材厂商收取租金，2017年实现营收63.94亿，占比58.35%；**委管板块**，收取品牌冠名费，以及为委管商场提供从选址到运营等全方位咨询服务，2017年实现营收36.29亿，占比33.11%。公司收入稳健增长，2012-2017年CAGR达到12%。从盈利构成上看，17年自营商场业务毛利率77.16%且稳步增长，委管商场业务毛利63.9%，有所下滑。
- 快速跑马圈地，品牌卖场集中度加速提升。**家居零售占全部家居消费的65%，且将长期处于高速增长阶段。其中商场渠道占零售市场份额的6成，是家居零售的主流渠道。在商场渠道内，家居连锁商场行业集中度上升过程，CR5达到28.5%并稳步提升，基于规模优势、谈判能力、拿地能力等壁垒，行业马太效应持续凸显。
- 自营商场提供稳定现金流。**自营商场战略性布局一二线城市，自有物业占主导享土地增值收益。同时，自营模式与麦当劳“承租-转租”机制均具有浓厚的地产商色彩，家居行业景气度向好租金成长空间充裕，成熟自营商场同店租金收入持续增长，租金收入带来稳定现金流。公司分红率50%以上，现金牛属性突出。
- 低成本+可复制，品牌输出形成商业模式闭环。**委管模式为轻资产运作，可复制性高且储备项目丰富，令美凯龙在三四线城市快速扩张且无需承担大量资本开支。同时，委管模式以品牌输出的方式扩大美凯龙地域覆盖面、提高市场份额，这将增厚美凯龙品牌力，一定程度上反哺自营业务的租金议价能力。公司自营和委管商场出租率均达到97.6%的高位，运营能力强，未来公司将向全渠道泛家居业务平台服务商的目标定位持续前行。
- 预估公司2018-20年实现总营收127.66、148.08、171.38亿元，同比增长16.48%、15.99%、15.74%，实现归属于母公司净利润44.98、52.00、60.58亿元，同比增长11.17%、15.75%、16.27%，对应EPS为1.14、1.32、1.54元。考虑到美凯龙行业龙头地位及标的稀缺性，我们给予2018年20倍PE，对应价格22.8元，首次覆盖给予“买入”评级。**
- 风险提示：**地产景气程度下滑风险、委管业务储备项目大幅减少风险。

## 内容目录

家居商场运营商领先企业，稳健发展 .....	- 5 -
行业端：零售卖场集中度持续提升，强者恒强 .....	- 8 -
公司分析：“自营+委管”双轮驱动模式 .....	- 12 -
为什么我们认为美凯龙是家居业的“麦当劳”？ .....	- 12 -
同店租金持续增长，股息率走高，现金牛属性突出 .....	- 13 -
低成本，可复制性高，侧重轻资产扩张 .....	- 16 -
分红比例高，向全渠道泛家居业务平台服务商发展 .....	- 18 -
几种商业模式的探讨？ .....	- 19 -
新渠道模式步入发展快车道，看好家居零售全渠道化发展 .....	- 20 -
委管 VS 自有品牌销售，国内外家居商场经营形式大不同 .....	- 20 -
盈利预测、估值分析和投资建议 .....	- 21 -
盈利预测与估值分析 .....	- 21 -
投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，对应价格 22.8 元 .....	- 21 -
风险提示 .....	- 22 -
地产景气程度下滑风险 .....	- 22 -
委管业务储备项目大幅减少风险 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1：美凯龙营业总收入（亿元）及增速 .....	- 5 -
图表 2：美凯龙归母净利润（亿元）及增速 .....	- 5 -
图表 3：美凯龙发展历程 .....	- 6 -
图表 4：美凯龙股权结构（截止 2017 年 12 月 31 日） .....	- 6 -
图表 5：美凯龙分板块业务收入（万元） .....	- 7 -
图表 6：美凯龙委管板块细分业务收入（万元） .....	- 7 -
图表 7：美凯龙分板块业务毛利率 .....	- 7 -
图表 8：美凯龙委管板块细分业务毛利率（%） .....	- 7 -
图表 9：工程项目商业管理咨询服务项目数量下降 .....	- 8 -
图表 10：平均年度冠名咨询委管服务收入下降（万元） .....	- 8 -
图表 11：自营项目数量（个）与经营面积（平方米） .....	- 8 -
图表 12：委管项目数量（个）与经营面积（平方米） .....	- 8 -
图表 13：家居装饰及家具行业渠道结构（2016 年） .....	- 9 -
图表 14：家居装饰及家具行业产品结构（2016 年） .....	- 9 -
图表 15：家居装饰及家具行业零售市场规模（亿元） .....	- 9 -
图表 16：零售市场渠道结构（2016 年） .....	- 9 -
图表 17：家居装饰及家具商场零售市场规模 .....	- 10 -

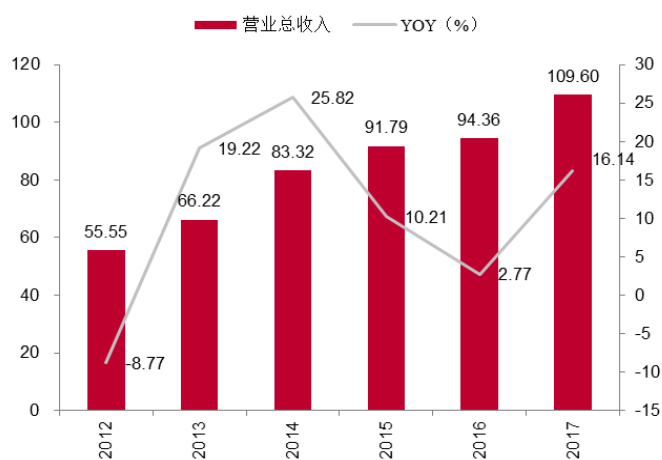
图表 18: 连锁模式占商场渠道份额提升 .....	- 10 -
图表 19: 非连锁模式占商场渠道份额下滑 .....	- 10 -
图表 20: 家居连锁商场 CR5 提升 (亿元, 零售额口径) .....	- 11 -
图表 21: TOP5 市场份额 (2016 年, 连锁商场口径) .....	- 11 -
图表 22: 美凯龙市场份额提升 (亿元, 零售额口径) .....	- 11 -
图表 23: 对标美国市场集中度 (2014 年) .....	- 11 -
图表 24: TOP5 家居装饰及家具零售商经营规模 (2014 年) .....	- 11 -
图表 25: 美凯龙商场地理分布 (截止 2017 年 6 月 30 日) .....	- 12 -
图表 26: 自营模式与委管模式优缺点比较 .....	- 13 -
图表 27: 麦当劳收入规模 (百万美元) 与占比 .....	- 13 -
图表 28: 麦当劳门店结构 (个) .....	- 13 -
图表 29: 自营业务收入 (万元) 及毛利率 .....	- 14 -
图表 30: 自营商场经营面积按城市分布 (2017 年) .....	- 14 -
图表 31: 自营商场物业结构 (2017H1, 数量口径, 个) .....	- 14 -
图表 32: 投资性房地产公允价值逐年增长 .....	- 14 -
图表 33: 自有商场信息汇总 (截止 2017H1) .....	- 14 -
图表 34: 家具板块 25 所上市公司总营收增速超 30% (申万分类) .....	- 16 -
图表 35: 各期产生租赁及管理收入的自营商场 .....	- 16 -
图表 36: 自营商场单位经营收入 (元/平方米/月) .....	- 16 -
图表 37: 委管业务收入 (万元) 及毛利率 .....	- 17 -
图表 38: 委管商场经营面积按城市分布 (2017 年) .....	- 17 -
图表 39: 商场平均出租率维持在高位 .....	- 17 -
图表 40: 成熟自营商场同店增长率 .....	- 17 -
图表 41: 储备自营项目结构 (2017 年) .....	- 17 -
图表 42: 储备委管项目结构 .....	- 17 -
图表 43: 美凯龙基于扣非净利润的分红率 (元) .....	- 18 -
图表 44: 麦当劳基于 EPS 的普通股分红率 (美元) .....	- 18 -
图表 45: 美凯龙差异化现金分红政策 .....	- 18 -
图表 46: 美凯龙互联网家装零售平台 2017 年成果 .....	- 19 -
图表 47: 美凯龙线上线下一体化新零售战略 .....	- 19 -
图表 48: 非商场渠道零售份额占比提升 .....	- 20 -
图表 49: 尚品宅配购物中心店单店提货额 (万元) .....	- 20 -
图表 50: 国内家居商场经营结构 (亿元, 2016 年) .....	- 21 -
图表 51: Home depot 和 Lowe's 门店情况 (2015 年) .....	- 21 -
图表 52: 美凯龙三大财务报表 .....	- 21 -



## 家居商场运营商领先企业，稳健发展

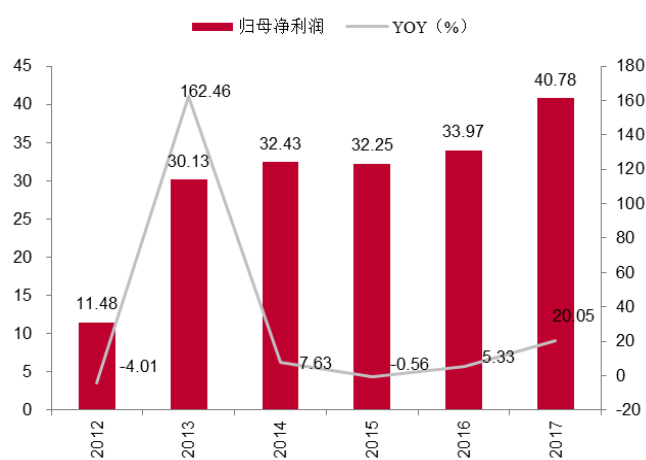
- 美凯龙是国内经营面积最大、商场数量最多以及地域覆盖面最广阔的家  
居装饰及家具商场运营商。主要从事家居装饰及家具商场的经营、管理  
和专业咨询服务。公司是国内首批品牌家居装饰及家具商场之一，在我  
国现代家居装饰及家具零售市场中享有开拓者地位。自成立以来，美凯  
龙业绩稳健增长，2017 年美凯龙实现营收 109.6 亿元，同比增长  
16.14%，2012-2017 年 CAGR 达到 12%。2017 年实现归母净利润 40.78  
亿元，同比增长 20.05%，2012-2017 年 CAGR 达到 23.5%。

图表 1：美凯龙营业总收入（亿元）及增速



来源：wind、中泰证券研究所

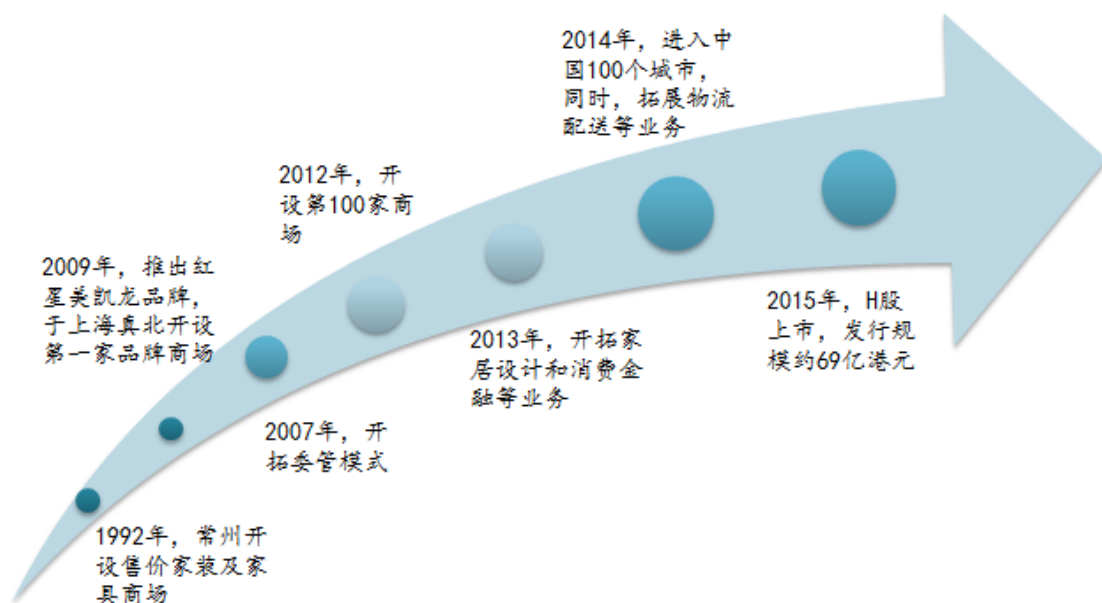
图表 2：美凯龙归母净利润（亿元）及增速



来源：wind、中泰证券研究所

- 公司主要通过经营和管理自营商场和委管商场，为“红星美凯龙”家  
居装饰及家具商场的商户、消费者和合作方提供全面服务。就商场商户而  
言，公司提供包括设计商场内展位、员工培训、营销和推广、日常管理  
和客户服务等全方面的服务。就商场消费者而言，公司为消费者提供丰  
富的品牌和产品，提供优质的“一站式”购物体验。此外，公司为委管  
商场合作方提供从选址到商场规划设计、招商、开业策划等全过程咨询  
服务和后续运营、管理服务。截至 2017 年 12 月 31 日，公司在中国 29  
个省份 177 个城市经营 256 个商场，总经营面积约为 1513.77 万平方米。

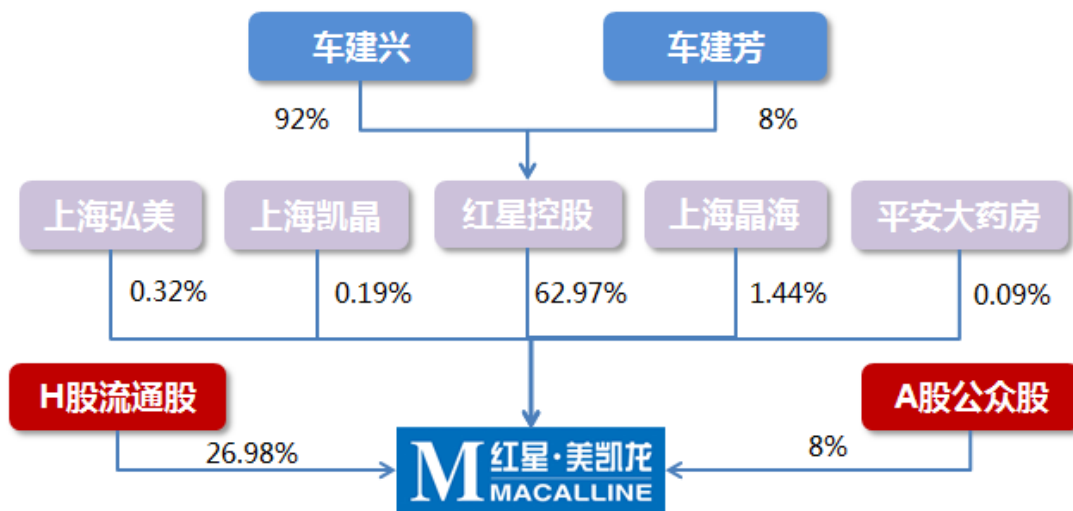
图表 3: 美凯龙发展历程



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2018年1月, 美凯龙成功在上交所主板 IPO 上市, 发行新股 3.15 亿股, 占发行后总股本 8%, 发行价格 10.23 元/股, 截至当前, 美凯龙总股本为 39.875 亿股。公司实际控制人车建兴、车建芳合计持有 62.97% 的公司股份。

图表 4: 美凯龙股权结构 (截止 2017 年 12 月 31 日)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

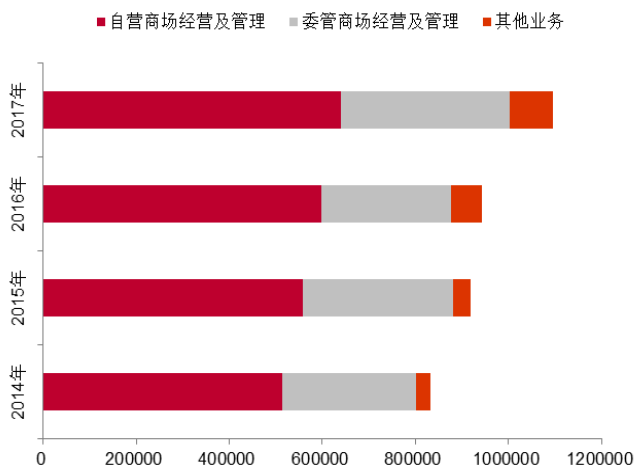
- 从收入构成看, 美凯龙收入主要包括两大板块: 自营商场经营及管理、委管商场经营及管理; 两大板块业务收入占比稳定在 90% 以上。此外, 公司还经营互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送等业务。自营板块 2017 年实现营收 63.94 亿, 占比 58.35%。委管板块 2017 年实现营收 36.29 亿, 占比 33.11%。2016 年度委管板块收入较 2015 年度下降 13.83%, 主要系提供工程项目商业管理咨询服务的开业委管商场数量大幅减少所致: 2016 年和 2017 年确认工程项目商业管理咨询



服务费的项目分别仅为 1 家、3 家，相应确认的收入大幅减少。

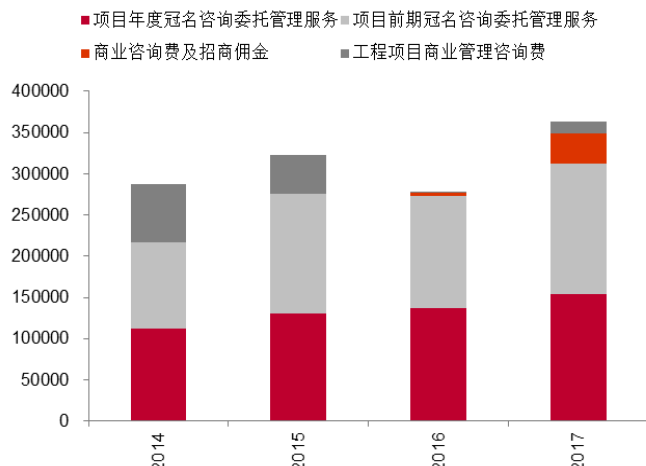
- 随着公司签约委管项目向三线及以下城市延伸，项目建设体量根据区域市场容量相应缩小，项目所在地提供垫资的工程施工单位逐步获得合作方青睐，其选择美凯龙推荐/指定的全国性总包建筑商的委管项目比例明显降低，预计未来工程项目商业管理咨询业务的总体规模会有所下降。

图表 5: 美凯龙分板块业务收入 (万元)



来源: Wind、中泰证券研究所

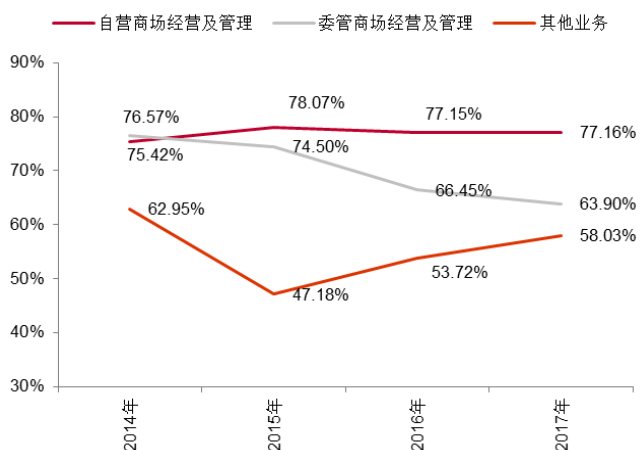
图表 6: 美凯龙委管板块细分业务收入 (万元)



来源: Wind、中泰证券研究所

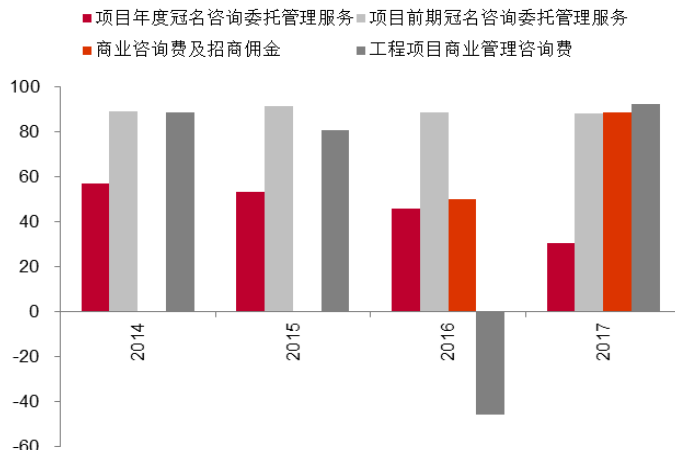
- 从盈利构成上看，自营板块毛利率稳步增长，委管板块毛利下滑显著。其中，自营板块 2017 年毛利率 77.16%，较 2014 年提升 1.74%；委管板块 2017 年毛利率 63.9%，较 2014 年下降 12.67%。主要系毛利率较高的工程项目商业管理咨询费收入大幅减少，及项目年度冠名咨询委托管理服务收入毛利率降低所致。

图表 7: 美凯龙分板块业务毛利率



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 8: 美凯龙委管板块细分业务毛利率 (%)

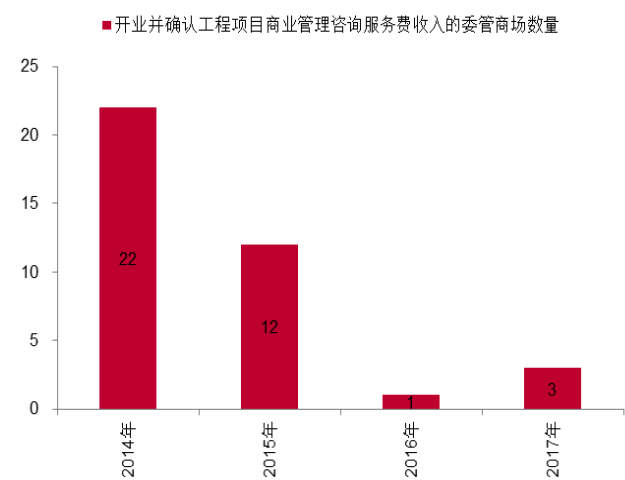


来源: Wind、中泰证券研究所

- 项目年度冠名咨询委托管理服务收入由两部分组成：1) 年度管理费；2) 委托经营管理收入。其中，前类收入基本为纯收入，毛利率较高；后类收入仅用于弥补实际发生的商场经营管理成本，毛利率较低。委管项目

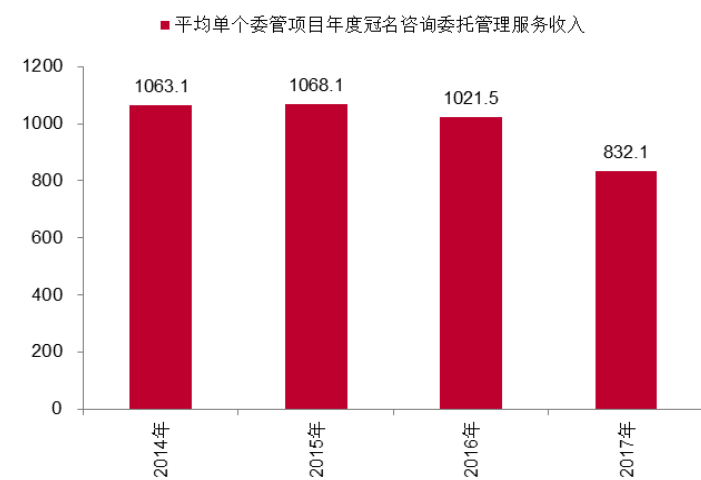
向三四线城市的延伸，导致单个项目高毛利的年度委管费收入下降，进而拉低了该项业务整体毛利率。

图表 9: 工程项目商业管理咨询服务项目数量下降



来源: Wind、中泰证券研究所

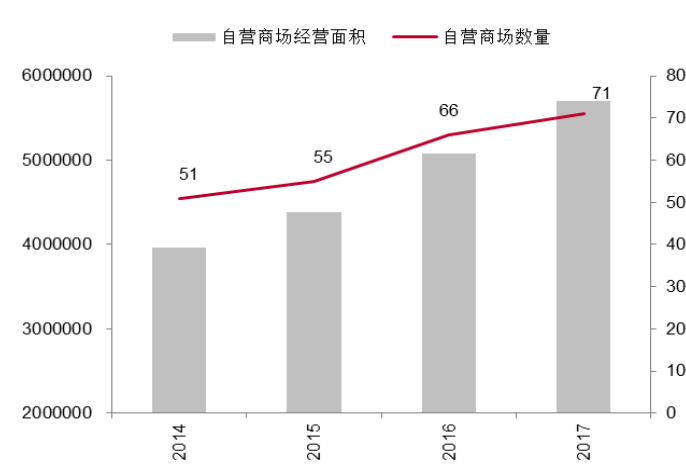
图表 10: 平均年度冠名咨询委管服务收入下降 (万元)



来源: Wind、中泰证券研究所

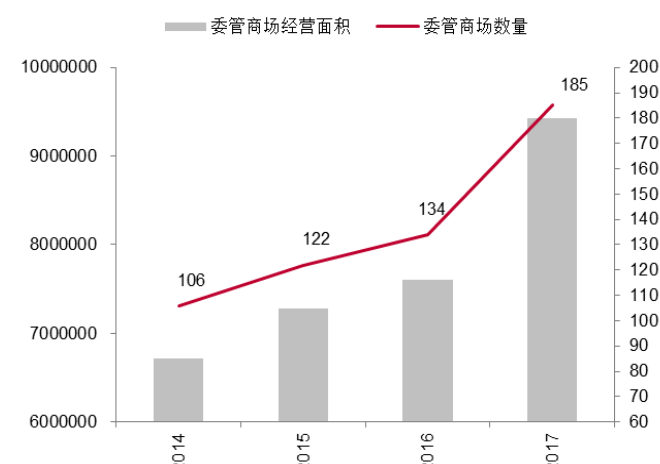
- 未来公司将进一步依托“自营+委管”的双轮驱动模式，践行轻资产扩张步伐。轻重资产并重的业务模式使得公司在最发达的地区巩固其市场领导地位，并从土地增值中获益，与此同时迅速在三线及其他城市拓展商场布局，而无需承担大量资本开支。

图表 11: 自营项目数量 (个) 与经营面积 (平方米)



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 12: 委管项目数量 (个) 与经营面积 (平方米)



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

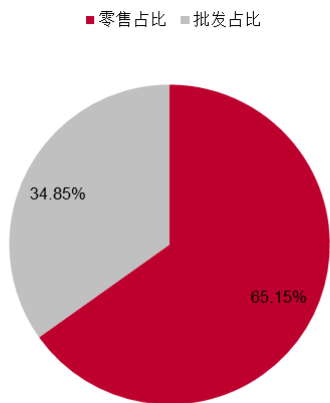
### 行业端: 零售卖场集中度持续提升, 强者恒强

- 国内家居销售渠道仍以零售为主，批发渠道占比不到 35%。弗若斯特沙利文数据显示，2016 年国内家居装饰及家具行业销售额达到 3.99 万亿



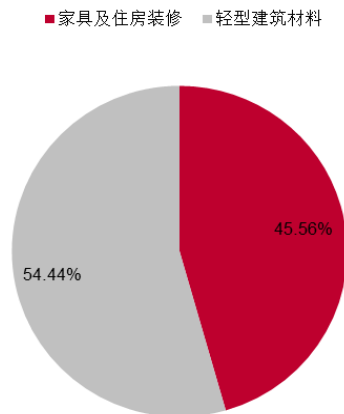
元，分渠道来看，零售渠道占比 65.15%，批发渠道占比 34.85%；分产品来看，轻型建筑材料占比超过一半。

图表 13: 家居装饰及家具行业渠道结构 (2016 年)



来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

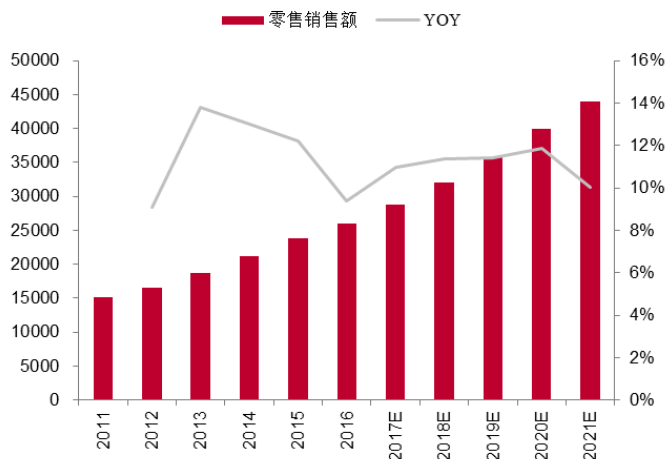
图表 14: 家居装饰及家具行业产品结构 (2016 年)



来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

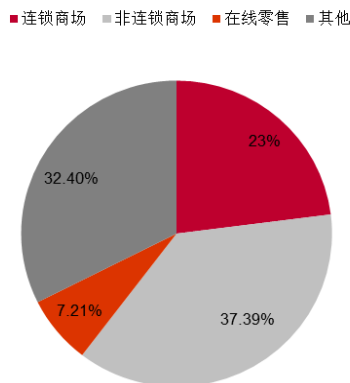
- **家居零售市场高速增长，商场渠道是主流。**2016 年国内家居装饰及家具行业零售市场规模达到 2.6 万亿元，2011 年至 2016 年 CAGR 为 11.48%，未来五年的 CAGR 预计在 11.12%，高速增长趋势将长期维持。其中，包含连锁和非连锁商场在内的商场渠道 2016 年销售额 1.57 万亿元，占到整个零售市场份额的 60.39%，是家居零售的主流渠道。

图表 15: 家居装饰及家具行业零售市场规模 (亿元)



来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

图表 16: 零售市场渠道结构 (2016 年)

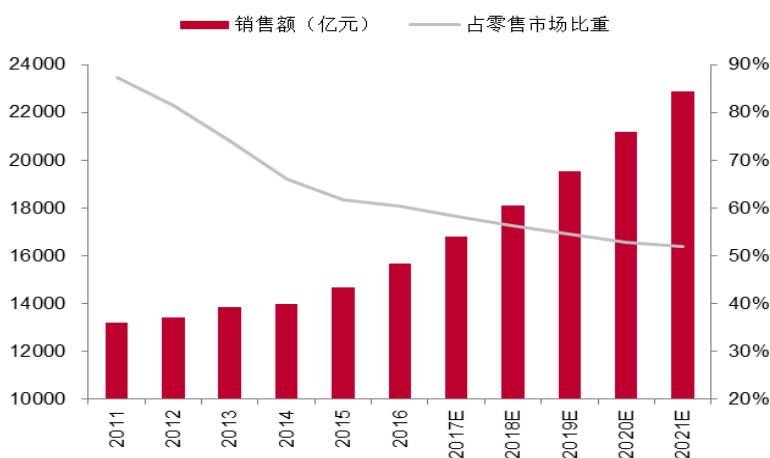


来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

- **商场渠道规模稳健增长的同时份额下滑趋缓，地位短期难以动摇。**商超渠道 2016 年销售额 1.57 万亿元，2011 年-2016 年 CAGR 为 2.9%，整体规模稳健增长。未来五年伴随整体家居装饰及家居零售市场 CAGR 达 11.12% 的高增长，商场渠道市场扩容提速，预计 CAGR 达 6.3%。发展趋势上，2011 年-2016 年，商场渠道占零售市场比重由 87.3% 下降至 60.4%，未来五年降速边际收窄。家居消费对单一商场渠道的依赖降低，

但受益于协同效应和渠道品牌认可，商场渠道主流地位短期仍难以动摇。

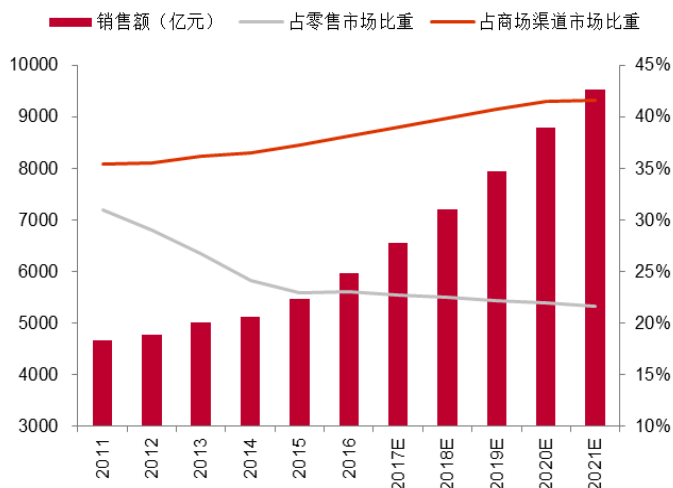
**图表 17: 家居装饰及家具商场零售市场规模**



来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

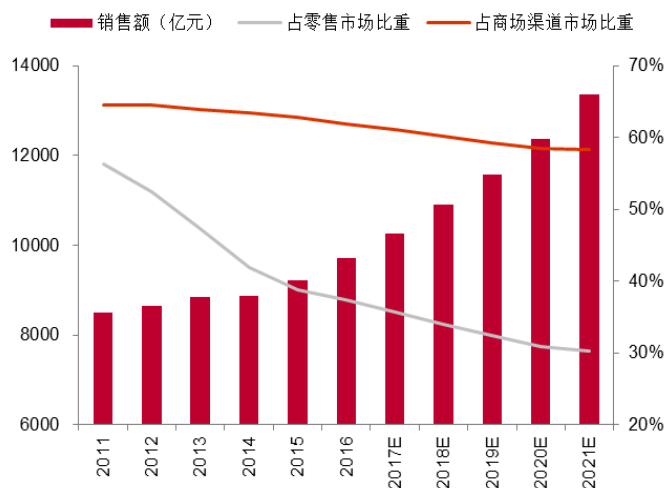
- 细分市场中，以美凯龙为代表的连锁模式是商场渠道发展方向。2016年连锁商场销售额 5975 亿元，占商场渠道份额的 38.1%，同比提升 0.87%，且份额增长加速。非连锁商场销售额 9712 元，占商场渠道份额的 61.9%，正逐步丧失市场份额。连锁家居商场凭借规模效应和招商能力，拥有较高的品牌声誉和消费者渠道认可度，成为商场渠道发展方向。

**图表 18: 连锁模式占商场渠道份额提升**



来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

**图表 19: 非连锁模式占商场渠道份额下滑**

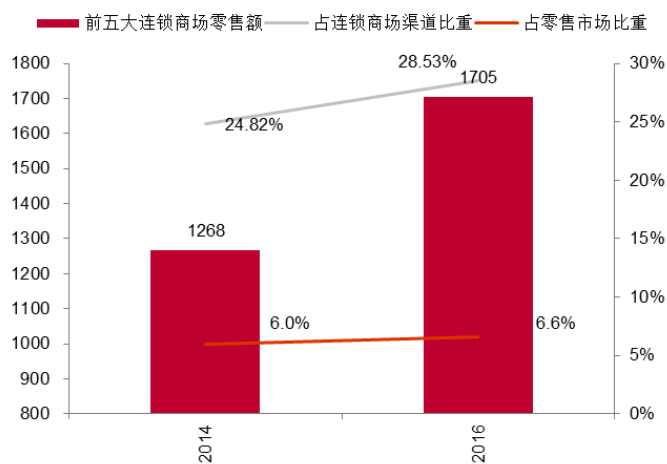


来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

- 家居连锁商场行业集中度提升过程。弗若斯特沙利文数据显示，2016年家居装饰及家具行业前五大连锁商场零售额达到 1705 亿元，占连锁家居商场市场份额 28.5%，占家居零售市场份额 6.6%，分别较 2014 年提升 3.71%、0.6%。红星美凯龙、居然之家、月星、金盛和欧亚达是国内家居连锁商场前五名，其中，龙头企业红星美凯龙 2016 年零售额 702 亿元，占连锁家居商场行业份额 11.82%，占家居零售市场份额 4.5%，

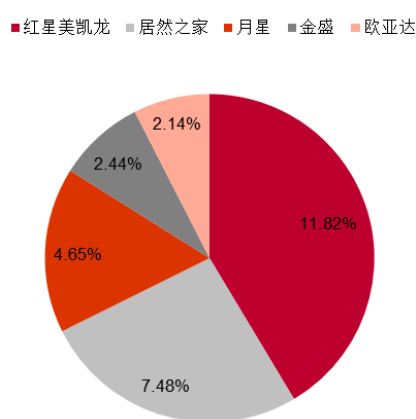
均处提升通道。对标 2014 年美国家居装饰用品市场 home depot 和 Lowe's 合计 43%的市场份额，国内家居连锁商场行业集中度提升空间广阔。

图表 20: 家居连锁商场 CR5 提升 (亿元, 零售额口径)



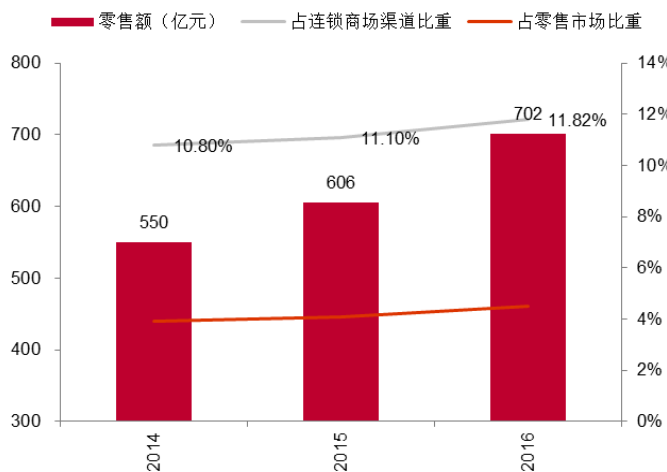
来源: 弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

图表 21: TOP5 市场份额 (2016 年, 连锁商场口径)



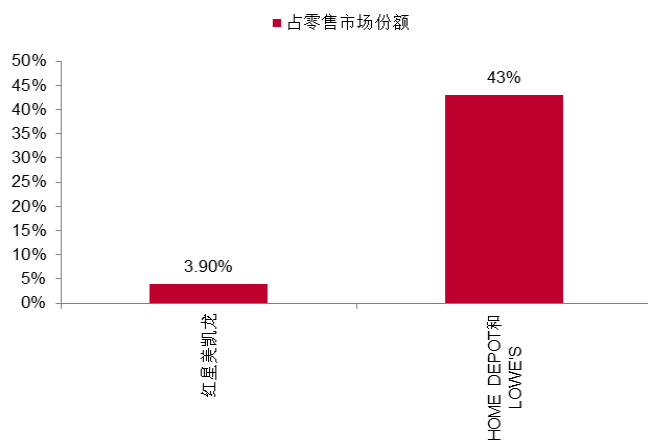
来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 美凯龙市场份额提升 (亿元, 零售额口径)



来源: 弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

图表 23: 对标美国市场集中度 (2014 年)



来源: 红星美凯龙 H 股招股说明书、中泰证券研究所

- 我们认为基于下列壁垒，家居连锁商场行业马太效应将持续凸显。龙头企业 1) 多年经营积累的品牌声誉，契合家居装饰及家具产品费用高且频率低的特性。2) 商场数量规模优势与谈判能力，能以有利的商业条款吸引优质品牌商户入驻商场。3) 强大的招商能力，使得商户组合及商品多元化，吸引终端客户。4) 获得优质地理位置，地理资源稀缺性阻碍潜在竞争者进入。5) 家居商场是资本密集型行业，领先的连锁商场运营商经过多年行业积累已具备持续扩大商场网络布局并提升市场份额的先发优势。

图表 24: TOP5 家居装饰及家具零售商经营规模 (2014 年)

	红星美凯龙	居然之家	月星集团	欧亚达集团	金盛集团
商场总数(家)	177	111	46	21	13
总经营面积(百万平方米)	11.66	5.04	3.90	1.80	1.70

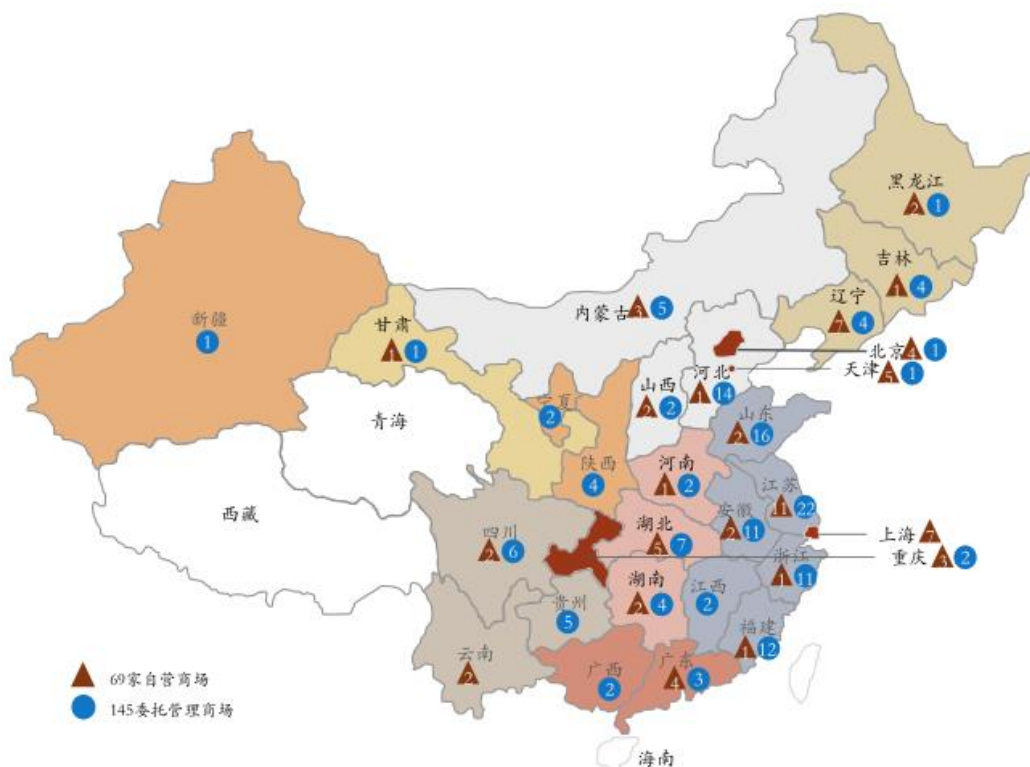
来源:居然之家中期票据募集说明书、中泰证券研究所

## 公司分析：“自营+委管”双轮驱动模式

为什么我们认为美凯龙是家居业的“麦当劳”？

- 公司主要收入来源于商场经营，包含自营与委管两类模式。自营模式下公司通过自建、购买或者租赁的方式获取经营性物业后统一招商，获得租赁及管理收入；委管模式下公司以“红星美凯龙”品牌名称经营合作方的家居装饰及家具商场，获取咨询费及管理费收入。截止 2017 年 12 月 31 日，美凯龙共经营 256 家商场。

图表 25: 美凯龙商场地理分布(截止 2017 年 6 月 30 日)



来源:招股说明书、中泰证券研究所

- 美凯龙自营模式与麦当劳“承租-转租”机制，均具有浓厚的地产商色彩。对上游，两者以较高的品牌声誉和融资能力购买或租赁优质地块/物业，对下游，两者凭借规模优势、谈判和招商能力，以有利的商业条款吸引优质品牌商户保障商品多元化，吸引终端客户。最终，两者从租户或加盟商手中获取稳定的租金收入。2017 年，麦当劳年末承租门店数量达到 12262 家，占总门店数量的 33%，租金收入达到 64.96 亿美元，占总收

入的 29%、加盟端收入的 64%。

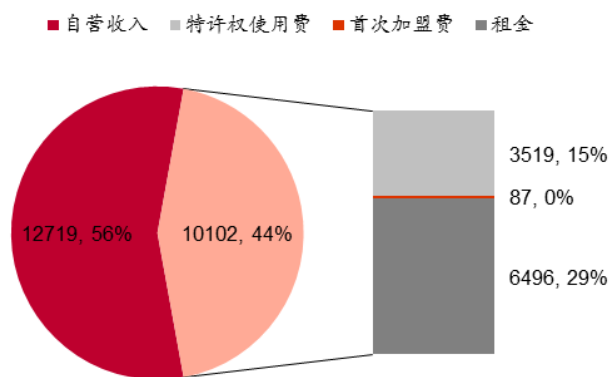
- **美凯龙委管模式与麦当劳加盟模式类似，享有轻资产稳健现金流。**美凯龙项目前期冠名咨询委托管理服务收入对应麦当劳首次加盟费，均为一次性收取；美凯龙项目年度冠名咨询委托管理服务收入对应麦当劳特许权使用费，在分店开业后持续获取。2017 年，麦当劳首次加盟费与特许权使用费收入分别 0.87 亿和 35.19 亿美元，占总收入的 0.4%和 15.4%，加盟端收入的 0.9%和 34.8%。

图表 26：自营模式与委管模式优缺点比较

	自营（自有物业）	自营（非自有物业）	委管
优势	土地升值利于再融资和扩张	租赁期内稳定性强	无初始投资，回报快
	市场低迷时稳定性显著，更具防御性	初始投资较小，投资回收期短	可迅速扩张，短期内提升市场份额和品牌力
劣势	初始投资大，投资回收期长	物业不可用于再融资	委托续约风险
	扩张较慢	租赁期满存在经营风险，易受租金上涨和搬运风险影响	与合作方意见分歧或将影响经营

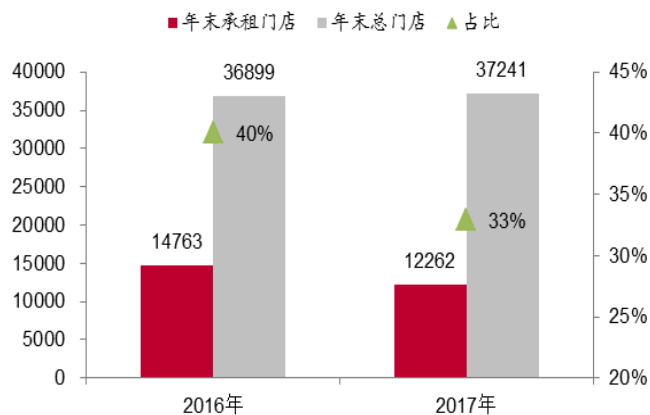
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 27：麦当劳收入规模（百万美元）与占比



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 28：麦当劳门店结构（个）



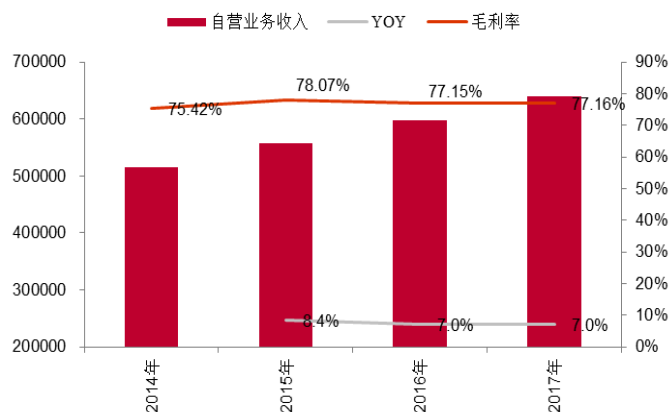
来源：公司年报、中泰证券研究所

### 同店租金持续增长，股息率走高，现金牛属性突出

- **自营商场战略性布局一二城市，自有物业占主导享土地增值收益。**截至 2017 年 12 月 31 日，美凯龙自营商场 71 家，经营面积 570.6 万平方米。有 18 家分布在北京、上海、天津、重庆四个直辖市，经营面积口径占比达 27.8%。截止 2017H1，美凯龙自有物业商场 45 个，经营面积 385 万平方米，将持续享有一二线物业增值收益。公司投资性房地产（主要

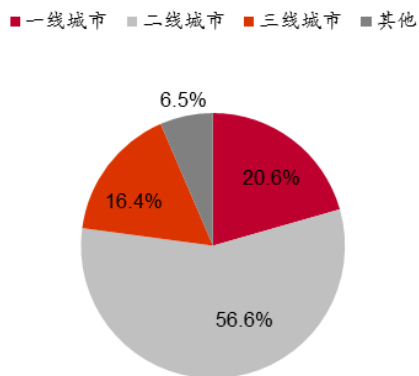
为自有商场物业相关房屋建筑物及其对应土地使用权、专用设备及房屋建筑物后续装修支出)公允价值 2017 年 708.31 亿元,较 2016 年增长 5.8%。

图表 29: 自营业务收入 (万元) 及毛利率



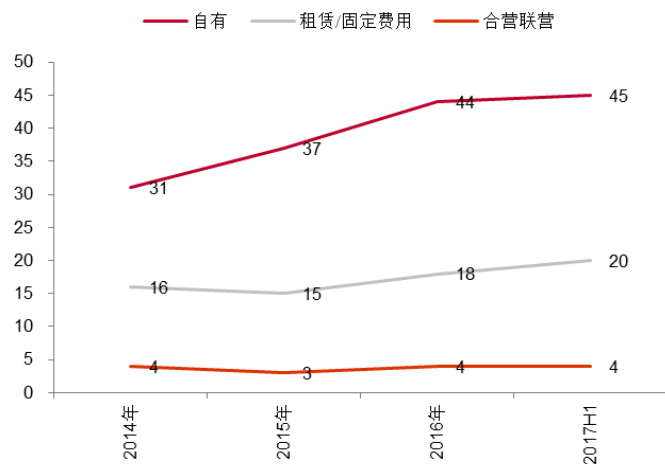
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 30: 自营商场经营面积按城市分布 (2017 年)



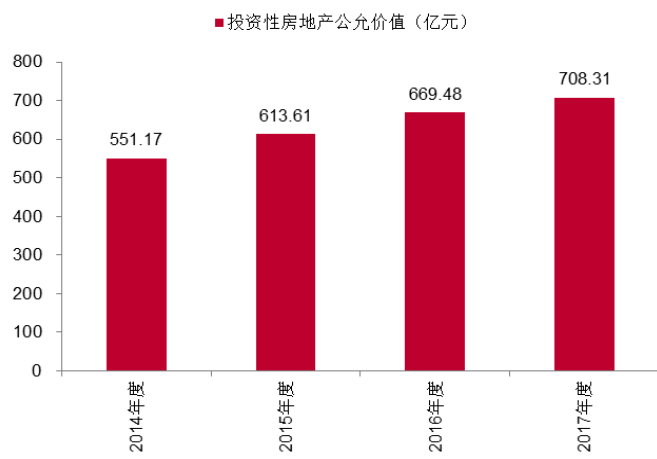
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 31: 自营商场物业结构 (2017H1, 数量口径, 个)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 32: 投资性房地产公允价值逐年增长



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 33: 自有商场信息汇总 (截止 2017H1)



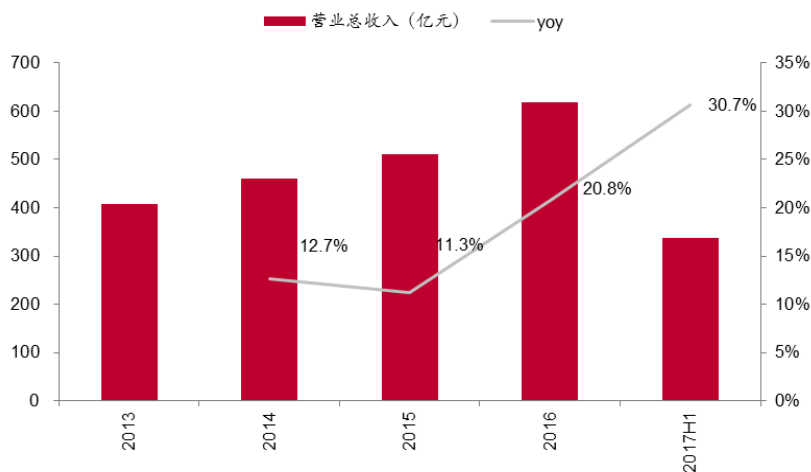
编号	名称	开业时间	位置	城市级别	经营面积 (平方米)	出租率(%)		总收入(亿元)	
						2017年H1	2017年H1	2016年	
1	上海真北商场	2000年10月	上海	一线	185,540	>99	2.44	4.85	
2	常州飞龙商场	2001年1月	江苏常州	三线	108,265	>99	0.47	0.89	
3	无锡锡山商场	2001年3月	江苏无锡	二线	120,451	98	0.59	1.24	
4	北京西四环商场	2002年11月	北京	一线	52,456	>99	0.9	1.76	
5	天津河西商场	2003年10月	天津	二线	51,436	99	0.59	1.32	
6	天津红桥商场	2004年5月	天津	二线	46,318	>99	0.41	0.88	
7	北京东四环商场	2006年10月	北京	一线	82,385	>99	1.67	3.17	
8	上海汶水商场	2007年4月	上海	一线	133,500	>99	1.63	3.08	
9	成都武侯商场	2007年6月	四川成都	二线	56,886	95	0.48	0.99	
10	郑州商都商场	2007年10月	河南郑州	二线	147,710	>99	1.57	2.92	
11	沈阳铁西商场	2008年6月	辽宁沈阳	二线	119,105	>99	1.26	2.52	
12	北京北四环商场	2008年9月	北京	一线	56,255	>99	1.02	2	
13	南京夫子门商场	2008年12月	江苏南京	二线	107,248	>99	1.49	2.85	
14	上海浦东沪南商场	2010年5月	上海	一线	146,345	>99	1.63	3.12	
15	常州武进商场	2010年9月	江苏常州	三线	144,010	94	0.22	0.28	
16	济南天桥商场	2010年10月	山东济南	二线	97,808	>99	0.94	1.8	
17	昆明广福路商场	2011年9月	云南昆明	二线	81,686	>99	0.43	0.89	
18	天津河东商场	2012年2月	天津	二线	107,304	97	0.7	1.41	
19	沈阳浑南商场	2012年5月	辽宁沈阳	二线	118,960	97	0.54	1.03	
20	长春远大商场	2012年5月	吉林长春	二线	99,064	>99	0.27	0.55	
21	天津东丽商场	2012年9月	天津	二线	87,407	91	0.22	0.41	
22	上海吴中路商场	2013年4月	上海	一线	46,173	>99	0.54	1.01	
23	大连华南商场	2013年8月	辽宁大连	二线	74,471	>99	0.53	1	
24	廊坊凯宏商场	2013年8月	河北廊坊	三线	65,060	>99	0.31	0.58	
25	苏州园区商场	2013年8月	江苏苏州	二线	91,752	>99	0.62	1.1	
26	盘锦兴隆商场	2013年10月	辽宁盘锦	其他	49,622	88	0.08	0.15	
27	上海浦东金桥商场	2013年12月	上海	一线	83,792	>99	0.76	1.37	
28	重庆二郎商场	2014年3月	重庆	二线	77,768	96	0.35	0.7	
29	烟台二期商场	2014年4月	山东烟台	三线	78,764	>99	0.19	0.31	
30	上海浦江商场	2014年9月	上海	一线	48,422	>99	0.3	0.53	
31	沈阳铁西二期商场	2014年11月	辽宁沈阳	二线	32,113	98	0.09	0.16	
32	大庆世博商场	2014年12月	黑龙江大庆	三线	65,575	76	0.11	0.21	
33	长沙岳麓商场	2015年10月	湖南长沙	二线	74,372	>99	0.42	0.74	
34	中山港口商场	2015年10月	广东中山	三线	59,467	99	0.2	0.26	
35	武汉额头湾商场	2015年10月	湖北武汉	二线	126,151	94	0.28	0.57	
36	兰州高新商场	2015年12月	甘肃兰州	二线	66,006	>99	0.38	0.74	
37	无锡滨湖商场	2015年12月	江苏无锡	二线	92,452	>99	0.3	0.56	
38	东莞万江商场	2016年9月	广东东莞	一线	56,508	>99	0.14	0.07	
39	武汉汉阳商场	2016年9月	湖北武汉	二线	66,187	>99	0.14	0.06	
40	合肥四里河商场	2016年11月	安徽合肥	二线	75,715	>99	0.3	0.07	
41	合肥东部新城商场	2014年3月	安徽合肥	二线	81,420	71	0.07	0.09	
42	哈尔滨西客站商场	2016年10月	黑龙江哈尔滨	二线	77,678	98	0.37	0.2	
43	呼和浩特玉泉商场	2016年10月	内蒙古呼和浩特	二线	65,061	>99	0.19	0.08	
44	沈阳于洪商场	2016年10月	辽宁沈阳	二线	85,831	98	0.2	0.09	
45	天津北辰商场	2017年5月	天津	二线	59,580	99	0.07	-	
合计					3,850,079		26.41	48.61	

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 家居行业景气度向好，租金成长空间充裕，成熟自营商场同店租金收入持续增长。**消费升级下，品质化家居需求高速增长，符合美凯龙租户定位的高品质家居企业最为受益。以申万分类中的家具板块为例，包括恒林股份在内的共 25 家上市家居公司 2017H1 合计营收增速超 30%，行业景气度向好下美凯龙租金成长空间充裕。自营模式初期较高的资本投入后，将给美凯龙带来稳定增长的高毛利现金流和土地升值收益。由于合营联营的自营商场收入纳入投资收益，除去此类合营商场及期末开业商场后产生收入的自营商场信息如图表 33 所示。在商户租赁合同一年

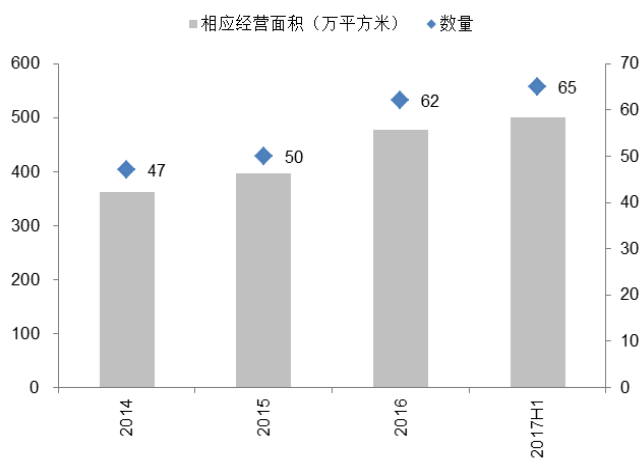
一签的频率下，经营成熟的自营商场的租金价格总体处于上涨的趋势。同时，当期新增自营商场营业面积对收入增长的单位边际贡献相对较小。主要系新开业自营商场通常在开业培育期给予商户较多租赁及管理收入优惠，以尽快稳定市场经营环境、支持商场消费提升。

**图表 34: 家具板块 25 所上市公司总营收增速超 30% (申万分类)**



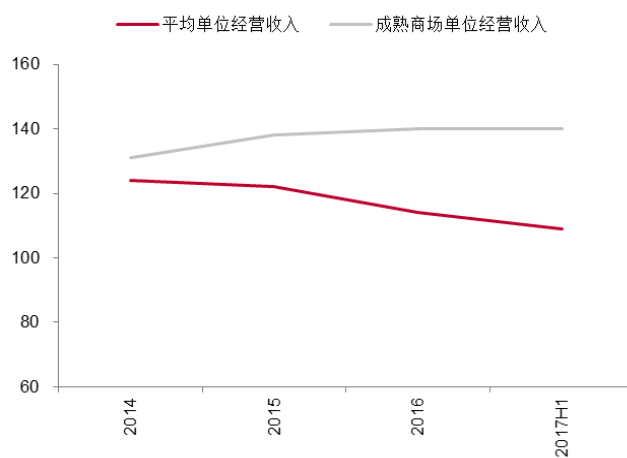
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 35: 各期产生租赁及管理收入的自营商场**



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

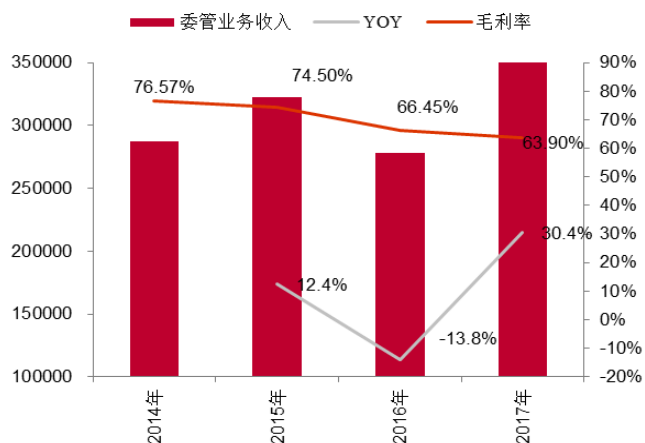
**图表 36: 自营商场单位经营收入 (元/平方米/月)**



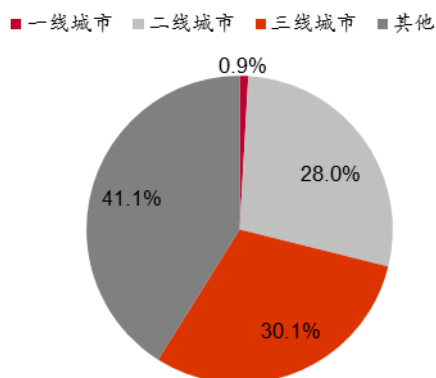
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

### 低成本，可复制性高，侧重轻资产扩张

- **委管商场为轻资产运作、复制性强，布局三四线顺应消费升级背景下家居渠道下沉趋势。**委管模式为轻资产运作，可复制性高，使得公司在资本开支相对较低的情况下快速实现营业收入提升。同时，委管模式以品牌输出的方式扩大美凯龙地域覆盖面、提高市场份额和品牌知名度，这将增厚美凯龙品牌力，一定程度上反哺自营业的租金议价能力。截至 2017 年 12 月 31 日，美凯龙委管商场 185 家，经营面积 943.18 万平方米。集中分布于三四线城市，尤其是华东地区，以顺应三四线城市家居消费品质化过程。

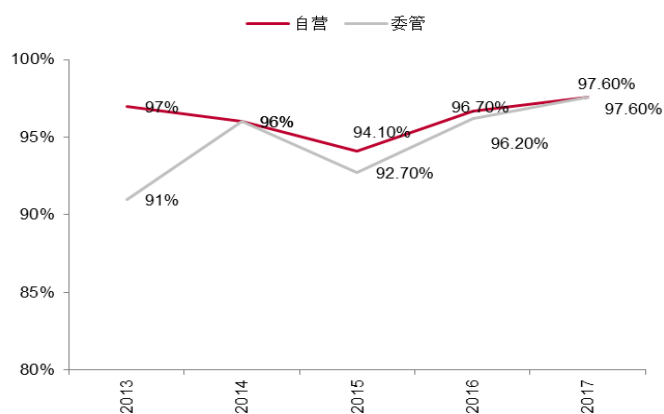
**图表 37: 委管业务收入 (万元) 及毛利率**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

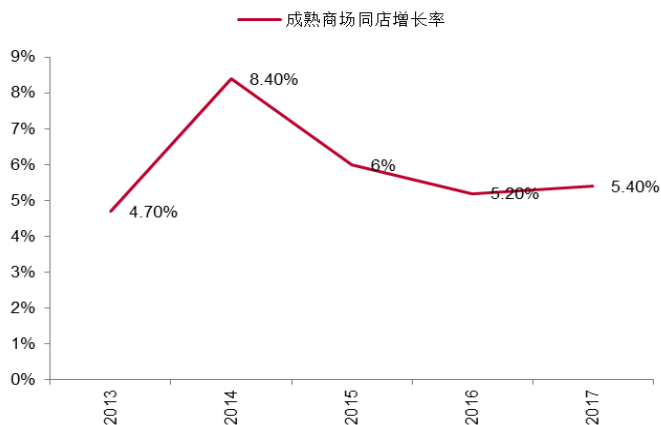
**图表 38: 委管商场经营面积按城市分布 (2017 年)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **出租率高位稳中有升, 凸显强大运营能力。**2017 年美凯龙旗下自营商场和委管商场出租率达到 97.6% 的高位, 稳中有升。成熟门店 (指运营满三个财政年度且仍在运营的自营商场) 均保持正的同店增长率, 议价能力优异。高出租率与同店增长凸显公司作为行业龙头企业强大的运营能力。

**图表 39: 商场平均出租率维持在高位**


来源: wind、中泰证券研究所

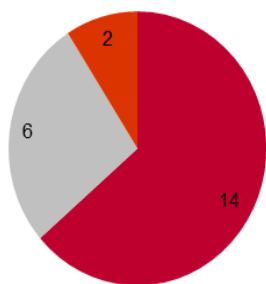
**图表 40: 成熟自营商场同店增长率**


来源: wind、中泰证券研究所

- **储备项目丰厚, 侧重轻资产加速扩张, 业绩富有弹性。**截止 2017 年末, 公司拥有 22 个筹备中的自营商场, 612 个筹备中的委管商场, 委管储备项目较 2017H1 增加 70 个, 其中 350 个项目已获得土地证预计于 2018 年及以后年度开业。侧重轻资产的委管业务扩张提速将使公司业绩富有弹性。

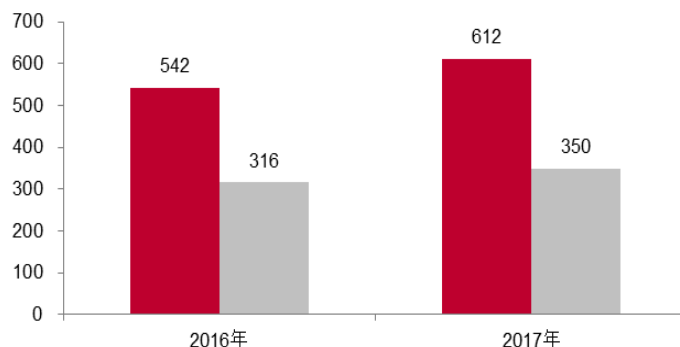
**图表 41: 储备自营项目结构 (2017 年)**
**图表 42: 储备委管项目结构**

■ 在建自建项目 ■ 规划中自建项目 ■ 租赁项目



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ 已签约未开业项目 ■ 其中已获得土地证项目

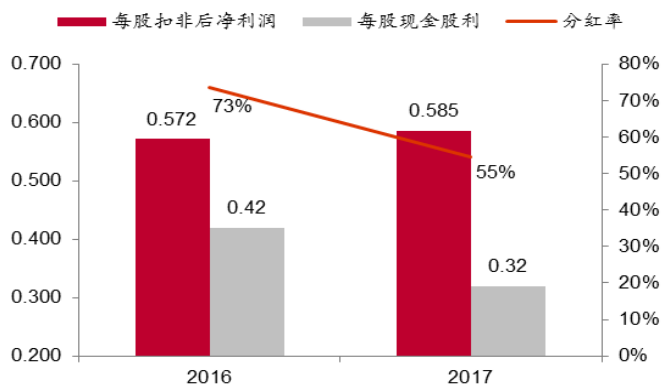


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 分红比例高，向全渠道泛家居业务平台服务商发展

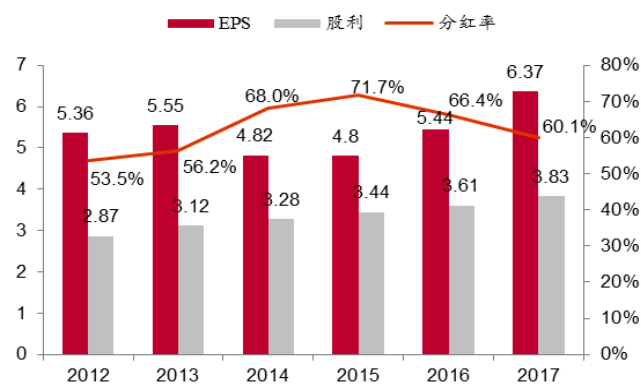
- 基于扣非净利润的分红率 50%以上，现金牛属性突出。2015 年红星美凯龙登录港股市场，2016 年和 2017 年分别派发现金股利 0.42 元/股、0.32 元/股，扣非后归母净利润口径下的分红率达到 73%和 55%，是成熟期运营企业作为现金牛标的的典型。同期，麦当劳基于 EPS 的分红率为 66.4%和 60.1%。

图表 43: 美凯龙基于扣非净利润的分红率 (元)



来源：wind、中泰证券研究所

图表 44: 麦当劳基于 EPS 的普通股分红率 (美元)



来源：wind、中泰证券研究所

图表 45: 美凯龙差异化现金分红政策

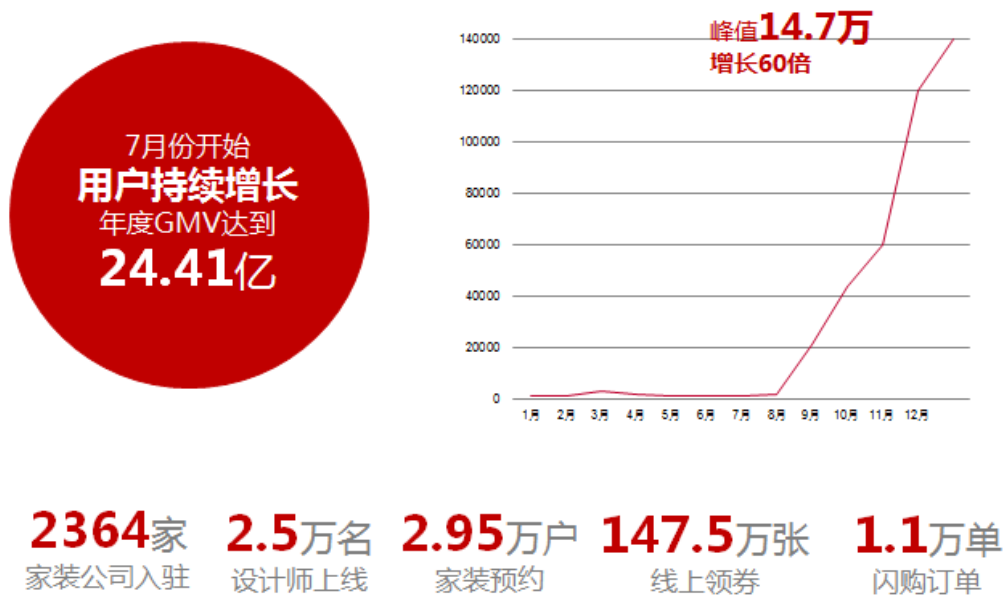
发展阶段	有无重大资金支出安排	现金分红在利润分配中所占比例
成熟期	无	最低应达到 80%
	有	最低应达 40%
成长期	有	最低应达 20%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 向全渠道泛家居业务平台服务商发展，打造线上线下一体化互联网家装零售平台。由于家居和家装消费者重合度高，且大多数消费者不具备整

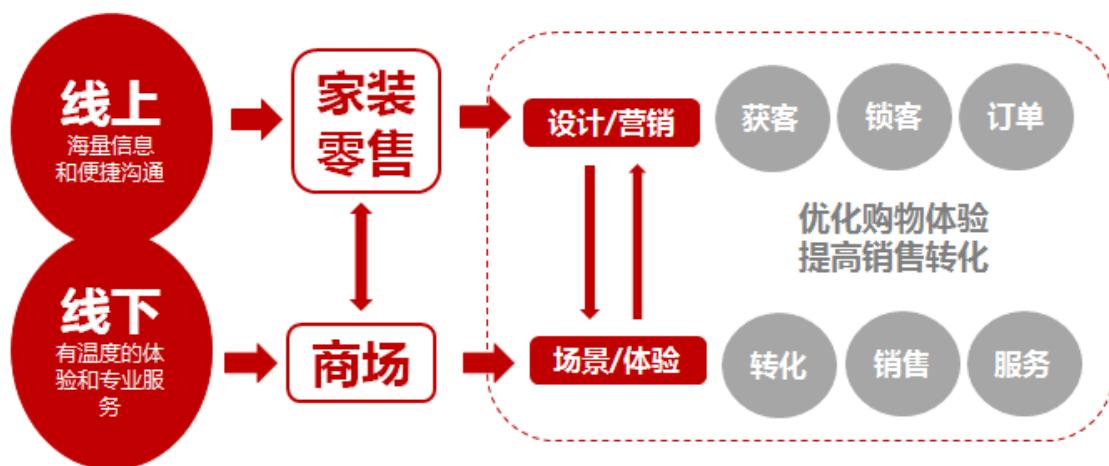
体设计和搭配能力，以此为切入点，美凯龙通过打造互联网家装零售平台，为消费者提供从装修入住到居家消费品购买的家居消费产业链服务及物流服务。其旗下家装子公司家倍得也入驻商场开设自营门店，提供设计装修一体化的整装服务。互联网家装零售平台与家居商场业务形成协同效应，实现客源及供应链共享，降低家装和商场的获客成本，提高了商场的复购率和客单价，及消费者一站式的购买体验和商家的销售效率。截至 2017 年，美凯龙线下经营 36 家自营家装门店，其互联网家装零售平台超过 2364 家家装公司入驻，获得 2.95 万户家装预约，零售平台 GMV 达到 24.41 亿。

图表 46: 美凯龙互联网家装零售平台 2017 年成果



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 47: 美凯龙线上线下一体化新零售战略



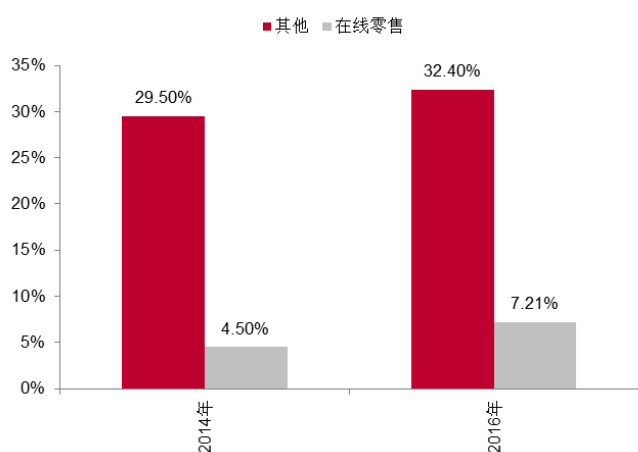
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 几种商业模式的探讨?

新渠道模式步入发展快车道，看好家居零售全渠道化发展

- 家居零售方式全渠道化发展，以品牌专卖店、购物中心店等形式为主的非商场渠道获得零售市场更大份额。与产品品牌认可度高于渠道品牌的一般商品零售市场不同，消费者更熟识家居行业的零售渠道品牌，而非产品品牌。过去由于单一家居品牌薄弱，一般不具备自身获客能力，分销渠道把握实质性竞争力。我们认为，消费升级过程是家居企业的品牌化过程，消费群体对单一品牌的认可将强化上游家居企业自身获客能力，降低对商场分销渠道的依赖，促进家居零售向全渠道模式发展。以尚品宅配为例，独立于家居卖场之外的购物中心店已获得成功。而线上渠道也在过去几年快速发展，线上渠道占家居零售市场份额由 2014 年的 4.5% 提升至 2016 年 7.21%。

图表 48: 非商场渠道零售份额占比提升



来源：弗若斯特沙利文、中泰证券研究所

图表 49: 尚品宅配购物中心店单店提货额 (万元)



来源：wind、中泰证券研究所

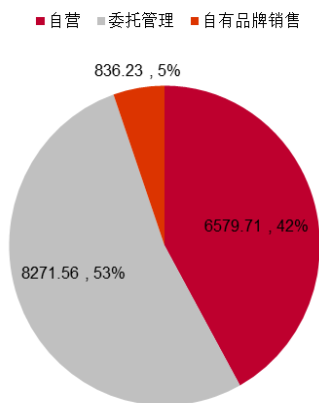
委管 VS 自有品牌销售，国内外家居商场经营形式大不同

- 家居装饰及家具商场以三种经营模式经营：自营、委托管理及自有品牌销售。其中自有品牌销售模式是指家居商场既拥有物业，又拥有产品，获取产品销售利润而非商户租金或管理费。就国内市场而言，委管模式是家居商场经营的主流。2016 年委管模式下的家居商场零售额 8272 亿元，占全部家居商场零售额的 53%，自有品牌销售模式商场零售额仅为 836 亿元，份额仅为 5%。国外市场自有品牌销售商场占据主导地位，排名前二的家居装饰用品零售商家得宝 (Home Depot) 和劳氏公司 (Lowe's) 占据家居装饰用品行业 43% 的份额。
- 文化因素和宏观经济发展差异造就家居商场经营模式差异。相较于美国国家得宝等家居装饰及家具零售商专注于提供半成品及工具，让客户在家自己组装家具的“自己做”模式，国内家居装饰及家具零售商更普遍地为客户提供“帮我做”模式。家居卖场经营模式差异主要由人力成本差距造成。由于国内的劳工成本相对较低，加上经济发展迅速使人们生活节奏加快，促使“帮我做”这种更为便捷的模式得到了更多的应用。就文化差异而言，国内消费者也普遍认为“帮我做”模式更为体面。“自



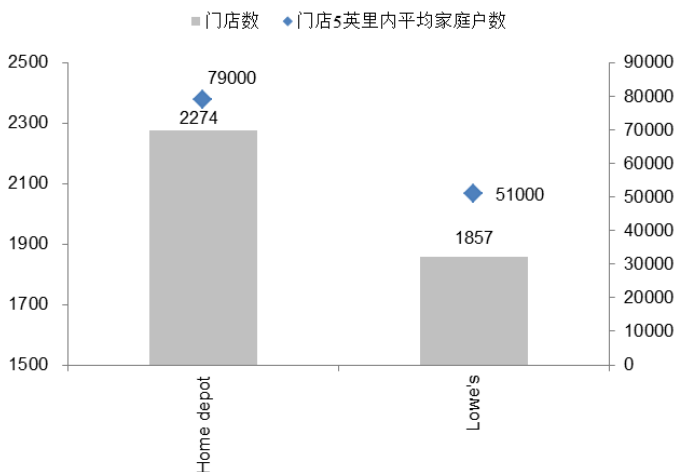
己做”理念下，以自有品牌销售模式为主的家居商场 Home Depot 2012 年退出中国市场，英国零售业巨头翠丰集团也于 2014 年出售旗下百安居中国业务。

图表 50: 国内家居商场经营结构 (亿元, 2016 年)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 51: Home depot 和 Lowe's 门店情况 (2015 年)



来源: Credit Suisse、中泰证券研究所

## 盈利预测、估值分析和投资建议

### 盈利预测与估值分析

- 核心假设:** 公司立足于连锁家居零售卖场运营，自营业务带来稳健现金流，委管业务储备项目丰厚，委管模式下侧重轻资产扩张将助力公司享有广阔增长空间。同时，家居连锁卖场行业集中度提升通道且家居行业景气程度持续向好，公司做为行业龙头将显著受益，业绩有望持续稳健增长。我们预估公司 2018-20 年实现总营收 127.66、148.08、171.38 亿元，同比增长 16.48%、15.99%、15.74%，实现归属于母公司净利润 44.98、52.00、60.58 亿元，同比增长 11.17%、15.75%、16.27%，对应 EPS 为 1.14、1.32、1.54 元。考虑到美凯龙行业龙头地位及标的稀缺性，我们给予 2018 年 20 倍 PE，对应价格 22.8 元。

投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级，对应价格 22.8 元

- 公司从连锁家居卖场运营商向全渠道泛家居业务平台服务商迈进，龙头优势明显，是家居零售行业的优质标的。委管模式下的轻资产扩张路线有望助力公司业绩持续稳健增长。介于美凯龙行业龙头优势以及标的稀缺性，应当享有龙头溢价，我们给予美凯龙 2018 年 20 倍 PE 估值，对应价格 22.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 52: 美凯龙三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10959.51	12765.87	14807.70	17138.42	净利润	4278.01	4755.77	5504.72	6400.09
营业成本	3163.19	3799.66	4521.33	5346.36	折旧与摊销	134.38	97.75	110.46	118.43
营业税金及附加	317.33	433.08	477.82	562.49	财务费用	1131.84	1521.84	1630.71	1681.62
销售费用	1513.83	1634.03	1895.39	2142.30	资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	1361.79	1276.59	1480.77	1713.84	经营营运资本变动	2769.02	989.83	2013.65	2301.39
财务费用	1131.84	1521.84	1630.71	1681.62	其他	-2078.33	-2232.00	-2142.00	-2047.00
资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	6518.36	5092.08	7154.85	8561.53
投资收益	633.90	132.00	142.00	147.00	资本支出	-21.54	-100.00	-65.00	-80.00
公允价值变动损益	1996.19	2100.00	2000.00	1900.00	其他	-5989.57	-3556.17	-4053.24	-4524.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-6011.11	-3656.17	-4118.24	-4604.61
<b>营业利润</b>	5916.43	6408.87	7437.53	8692.40	短期借款	-200.00	3199.99	500.00	0.00
其他非经营损益	69.60	67.25	73.25	70.64	长期借款	2925.13	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	5986.04	6476.11	7510.78	8763.04	股权融资	-257.90	315.00	0.00	0.00
所得税	1708.02	1720.34	2006.06	2362.95	支付股利	-1522.05	-1935.94	-2095.15	-2438.01
净利润	4278.01	4755.77	5504.72	6400.09	其他	2928.45	-2664.88	-1210.71	-1261.62
少数股东损益	200.12	258.17	304.24	342.58	<b>筹资活动现金流净额</b>	3873.64	-1085.83	-2805.86	-3699.63
归属母公司股东净利润	4077.90	4497.60	5200.48	6057.52	<b>现金流量净额</b>	4376.87	350.08	230.75	257.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	10626.92	10977.00	11207.75	11465.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3172.71	3093.75	3747.56	4395.67	销售收入增长率	16.14%	16.48%	15.99%	15.74%
存货	120.29	104.19	132.40	161.03	营业利润增长率	25.80%	8.32%	16.05%	16.87%
其他流动资产	647.58	784.11	905.91	1042.88	净利润增长率	16.46%	11.17%	15.75%	16.27%
长期股权投资	1613.82	1743.82	1883.82	2028.82	EBITDA 增长率	25.83%	11.78%	14.33%	14.31%
投资性房地产	70831.00	75789.17	81094.41	86771.02	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	224.96	272.61	272.55	279.51	毛利率	71.14%	70.24%	69.47%	68.80%
无形资产和开发支出	504.63	482.17	459.71	437.25	三费率	36.57%	34.65%	32.40%	30.03%
其他非流动资产	9272.72	9999.79	10726.86	11453.92	净利率	39.03%	37.02%	36.12%	35.51%
<b>资产总计</b>	97014.62	103262.53	110529.41	118244.14	ROE	9.74%	10.45%	11.25%	12.10%
短期借款	300.01	3500.00	4000.00	4000.00	ROA	4.41%	4.61%	4.98%	5.41%
应付和预收款项	5287.30	5388.69	6478.22	7617.12	ROIC	-26.71%	-26.16%	-27.61%	-28.47%
长期借款	11372.66	11372.66	11372.66	11372.66	EBITDA/销售收入	65.54%	62.50%	60.23%	58.22%
其他负债	36122.68	37478.86	39629.25	42080.37	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	53082.65	57758.70	61616.00	65368.65	总资产周转率	0.12	0.13	0.14	0.16
股本	3623.92	3938.92	3938.92	3938.92	固定资产周转率	72.94	59.17	54.32	62.09
资本公积	5362.12	5362.12	5362.12	5362.12	应收账款周转率	11.14	10.54	10.90	10.80
留存收益	29877.77	32439.43	35544.76	39164.26	存货周转率	38.18	33.85	38.22	36.44
归属母公司股东权益	40426.77	41740.46	44845.79	48465.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.18%	—	—	—
少数股东权益	3505.20	3763.37	4067.62	4410.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	43931.97	45503.84	48913.41	52875.49	资产负债率	54.72%	55.93%	55.75%	55.28%
负债和股东权益合计	97014.62	103262.53	110529.41	118244.14	带息债务/总负债	31.21%	34.23%	32.90%	31.01%
					流动比率	0.64	0.56	0.53	0.51
					速动比率	0.64	0.55	0.52	0.51
					股利支付率	37.32%	43.04%	40.29%	40.25%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.04	1.14	1.32	1.54
					每股净资产	11.15	11.55	12.42	13.42
					每股经营现金	1.65	1.29	1.82	2.17
					每股股利	0.39	0.49	0.53	0.62
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	7182.65	8028.45	9178.69	10492.45					
PE	14.75	13.37	11.57	9.93					
PB	1.37	1.32	1.23	1.14					
PS	5.49	4.71	4.06	3.51					
EV/EBITDA	-20.98	-19.76	-19.07	-18.40					
股息率	2.53%	3.22%	3.48%	4.05%					

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

### 地产景气程度下滑风险

- 家居行业位处房地产行业下游，具有后周期性，房地产行业景气程度影响到家居市场整体需求。地产市场景气程度下滑将抑制家居市场整体需求，从而对美凯龙客户收入带来不利影响，进而影响美凯龙收入。

### 委管业务储备项目大幅减少风险

- 美凯龙委管业务中项目前期冠名咨询服务收入占比较高，单一项目上为

非持续性收入，该项收入持续增长依赖储备项目数量，储备项目数量大幅下降将导致该项收入明显下滑。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。