

证券研究报告—深度报告

商业贸易

零售

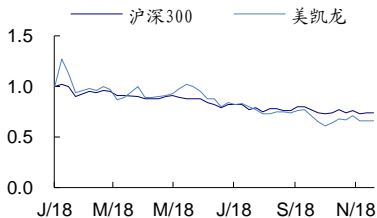
美凯龙(601828)

增持

合理估值: 13.80-15.73 元 昨收盘: 11.47 元 (首次评级)

2018年12月13日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,550/315
总市值/流通(百万元)	40,719/3,613
上证综指/深圳成指	2,602/7,685
12个月最高/最低(元)	23.60/10.25

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

深度报告

家居商场龙头, 平台价值凸显

● 家居商场龙头回归 A 股, 开启新旅程

公司是我国经营面积最大、商场数量最多的家居家具商场龙头企业, 在国内家居家具商场市场份额约为 5.3%, 门店总数 271 家, 总经营面积超过 1700 万平方米。公司加快全国扩张步伐, 以自营+委管、重资产+轻资产模式渗透各级市场。公司门店储备丰富, 筹备自营商场达 29 家, 委管签约项目超过 600 个。公司拓展包括互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送等业务。

● 新零售赋能, 全产业链布局提速

我们认为, 资本市场对家居连锁的品牌价值存在低估: 行业低频、非标、以及上游高度分散的特点, 消费者往往对大型连锁商场渠道的依赖程度将更高, 使得产业链价值最高的环节体现在渠道环节。公司还与腾讯结成额伙伴, 开启智慧零售时代; 同时通过对外投资, 围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”进行上下游跨界外延。

● 行业分析: 市场空间巨大, 集中度提升正当时

2017 年家居装饰及家具行业的销售额达 4.5 万亿元, 同比增速 12.7%; 2016 年连锁家居家具商场零售销售额近为 5,975 亿元, 行业呈现空间巨大、格局高度分散的特点; 我们认为家居商场份额后续将持续向行业龙头集中, 同时多元化并存趋势。此外, 海量二装需求使得家居行业的地产周期性并不明显。

● 风险提示

虽然家居行业周期性并不明显, 地产波动将对开店进度带来一定影响; 品牌制造商掀起“大家居”战略, 长期看行业渠道格局造成影响; 公司资产负债率居于较高水平; 港股股价低迷。

● 投资建议: 展店加速, 份额提升, 新零售赋能, 给予“增持”评级

公司是家居家装渠道行业绝对龙头, 规模优势+品牌优势持续加强, 市场规模、盈利能力存在持续提升的预期。此外, 行业渠道商对上下游的议价能力极强, 我们认为市场对公司的品牌价值存在低估。通过绝对估值法和相对估值法(产业以及海外), 公司合理估值应为 13.80-15.73 元, 对应目前股价估值空间 20-37%。预计 18/19/20 年公司扣非后净利润分别为 26.92/34.06/40.87 亿元, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,436	10,960	13,482	15,870	18,480
(+/-%)	2.8%	16.1%	23.0%	17.7%	16.4%
净利润(百万元)	3397	4078	4491.89	4970.83	5778.99
(+/-%)	5.3%	20.0%	10.2%	10.7%	16.3%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.15	1.27	1.40	1.63
EBIT Margin	45.2%	42.0%	41.3%	41.9%	42.6%
净资产收益率(ROE)	9.3%	10.1%	10.7%	11.4%	12.6%
市盈率(PE)	12.2	10.0	9.1	8.2	7.0
EV/EBITDA	19.2	20.1	17.3	15.4	13.7
市净率(PB)	1.14	1.01	0.97	0.93	0.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们采用 1) 绝对估值法: 合理估值区间为 14.19-17.56 元。2) 相对估值法: 1) 海外对比: 美国家居零售龙头家得宝及劳氏公司, 给予 20-25x 估值, 对应目标价 15.08-18.85 元, 2) 产业估值法: 阿里入股居然之家对应 P/E 和 P/GMV 分别为 30.43x 和 0.61x, 公司对目标价分别为 19.74 和 13.80 元。综上所述, **公司合理估值为 13.80-15.73 元, 对应目前股价空间 20-37%。**

公司是家居家装渠道行业绝对龙头, 规模优势+品牌优势持续加强, 市场规模、盈利能力存在持续提升的预期。此外, 家居行业渠道商对上下游的议价能力极强, 我们认为市场对公司的品牌价值存在低估。我们预计 18/19/20 年公司扣非后净利润分别为 26.92/34.06/40.87 亿元, 给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

行业集中化趋势推动公司展店加快, 自营+委管双轮驱动模式, 尤其是委管业务在三四五线城市将加速发展; 预计 2018/2019/2020 年自营门店净开店 7/10/13 家, 委管门店净开店 22/48/60 家。

我们预计 2018-2022 年期间公司资本开支将维持在 40-50 亿较高位, 随着委管模式成为拓展重点, 资本开支增速将降低, 公司资产结构将得到优化。

公司渠道持续下沉至三四五线诚挚, 我们预计单位经营面积收入不会有较大提升, 委管业务毛利率或将难以恢复到 2015-2016 年 45-50% 的水平。

与市场的差异之处

第一, 市场更多将公司视为商业地产经营公司而非零售公司, 公司委管业务的加速发展体现了出色的品牌影响力、经营管理能力和服务能力, 此外, 公司服务性业务取得高速发展, 我们应逐渐用零售的视角重估公司。

第二, 家居连锁商场的品牌价值被低估, 相对于家电渠道, 家居家具呈现低频、非标、以及上游高度分散的特点, 因而消费者往往对大型连锁商场渠道的依赖程度将更高。

第三, 虽然家居品牌商大力推行“大家居”战略, 但是独立店模式基于流量限制、产品组合不全面等原因, 短期内难以对一站式解决方案的商场造成影响。我们认为渠道份额将持续向连锁商场集中。

最后, 我们看好新零售在家居连锁行业的落地, 行业痛点体现在低频+获客难, 而连锁商场天然自带流量, 公司+腾讯的 IMP 平台通过数据和流量, 对上游品牌商的赋能效果值得期待。

股价变化的催化因素

社会零售增速改善; 地产政策刺激;

新零售的演绎: 公司和腾讯的 IMP 平台合作有望取得较好进展;

管理层激励: 公司推出第一轮员工持股计划, 有望提升经营效率。

核心假设或逻辑的主要风险

1) 虽然家居行业周期性并不明显, 地产波动将对开店进度带来一定影响;

2) 品牌制造商掀起“大家居”战略, 长期看行业渠道格局造成影响;

3) 公司资产负债率居于较高水平; 港股股价低迷。

内容目录

估值与投资建议	8
绝对估值: 14.19-17.56 元	8
绝对估值的敏感性分析	8
相对估值法	9
投资建议	10
家居商场龙头回归 A 股, 开启新旅程	11
全国性家具家居商场龙头, 份额持续提升	11
股权结构集中稳定	12
自营+委管双轮驱动, 全国性布局	13
H 股回购, 员工持股计划彰显信心	14
经营状况分析: 成熟门店增长良好, 出租率保持高位	15
加快全国扩张步伐, 门店储备丰富	19
其他业务: 围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”外延	20
财务分析: 经营稳健, 存在持续优化预期	22
采用公允价值计量投资性房地产, 非经常性损益影响较大	22
经营能力探讨: 商场运营精细化管理能力相对出色	23
展店加速驱动营收利润业绩稳步增长	24
偿债能力及现金流量分析: 资产负债率存在持续优化的可能	25
品牌优势突出, 新零售赋能, 全产业链布局提速	27
竞争优势分析: 被低估的品牌价值	27
牵手腾讯, IMP 开启智慧零售	28
对外投资布局家居全产业链	28
加强与上游轻工企业深度合作	29
行业分析: 市场空间巨大, 集中度提升正当时	29
家具家装零售市场规模达 2.6 万亿	29
新房需求+二次装修需求驱动行业平稳发展, 周期性并不显著	30
渠道分析: 渠道份额持续向行业龙头集中, 多元化并存	32
产业链分析: 渠道环节价值最高, 对上下游议价能力较强	34
竞争对手分析: 公司盈利能力领先	35
主要竞争对手: 居然之家牵手阿里, 大家居转型大消费	37
海外模式研究: 美国家居龙头家得宝的 DIY 模式	40
盈利预测	45
假设前提	45
未来 3 年盈利预测	48
盈利预测的情景分析	48
风险提示	49
附表: 财务预测与估值	50
国信证券投资评级	51
分析师承诺	51
风险提示	51
证券投资咨询业务的说明	51

图表目录

图 1: 家得宝分季度 PE 估值 (倍)	9
图 2: 劳氏公司分季度 PE 估值 (倍)	9
图 3: 公司全国扩张版图 (截止 2018H1)	11
图 4: 2017 年公司分地区营业收入 (%)	11
图 5: 公司股权结构一览	12
图 6: 公司自营商场开发流程	14
图 7: 公司委管商场开发流程	14
图 8: 公司历年分产品收入构成 (百万元)	15
图 9: 公司历年自营和委管商场门店数及门店增速 (家)	15
图 10: 2017 年公司分产品收入构成 (%)	15
图 11: 2017 年公司分产品毛利构成 (%)	15
图 12: 2017 年公司分地区收入构成 (%)	16
图 13: 2017 年公司分地区平均单位经营面积收入 (元)	16
图 14: 2018Q3 公司分地区门店数量构成 (%)	16
图 15: 2018Q3 公司分地区门店面积构成 (%)	16
图 16: 公司历年租赁管理业务收入构成及同比增速 (百万元)	16
图 17: 2018Q1-Q3 公司自营门店分业态毛利率 (%)	16
图 18: 公司自营模式分业态的数量及门店增速 (个, %)	17
图 19: 公司自营门店分业态单店面积 (平方米)	17
图 20: 公司自营模式分业态平均单位经营经营面积收入 (元/月)	17
图 21: 公司自营模式分业态平均单店收入 (百万元/月)	17
图 22: 公司历年成熟商场同店增长率 (%)	17
图 23: 公司口径自营模式分业态平均单位经营经营面积收入 (元/月)	17
图 24: 公司历年委管业务相关收入构成及同比增速 (亿元, %)	18
图 25: 公司历年委管业务相关业务毛利率 (%)	18
图 26: 公司委管门店数量及增速 (个, %)	18
图 27: 公司历年委管门店面积及单店平均面积 (平方米)	18
图 28: 公司历年平均单店年度冠名咨询委托管理服务(按期间平均门店数加权)(百万元, %)	19
图 29: 公司自营商场和委管商场门店出租率 (%)	19
图 30: 公司历年分业态门店数及增速 (个, %)	19
图 31: 公司历年分业态经营面积及增速 (平方米, %)	19
图 32: 2017 年公司自营商场面积按城市分布 (%)	20
图 33: 2017 年公司委管商场面积按城市分布 (%)	20
图 34: 公司互联网家装平台官网	20
图 35: 公司旗下装饰品牌一家倍得官网	20
图 36: 2018-2020 年公司计划开设家装设计馆	21
图 37: 2018-2020 年公司计划开设家装设计馆地域分布	21
图 38: 公司子公司星和宅配官网	22
图 39: 公司募投资金拟建设物流仓储中心分布	22
图 40: 公司历年营业收入及同比增速 (亿元、%)	24

图 41: 公司历年扣非归母净利润及同比增速 (亿元、%)	24
图 42: 2018H1 公司营业收入分产品构成 (%)	25
图 43: 2018 年上半年公司毛利分产品构成 (%)	25
图 44: 公司历年毛利率、扣非净利率和总费用率变化 (%)	25
图 45: 公司历年三项费用率变化 (%)	25
图 46: 公司历年流动比率及速动比率 (x)	26
图 47: 公司历年资产负债率 (%)	26
图 48: 公司历年应收账款及应付账款周转天数 (天)	26
图 49: 公司历年净营业周期 (天)	26
图 50: 公司历年经营活动现金净流量及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)	26
图 51: 公司历年净利润 (扣非前及扣非后) / 经营性现金净流量 (%)	26
图 52: 白电行业与定制家居行业 CR5 市场份额对比 (%)	27
图 53: 定制家居行业主要企业市场份额 (%)	27
图 54: 空调行业主要企业内销市场份额 (%)	28
图 55: 洗衣机行业主要企业内销市场份额 (%)	28
图 56: 公司与腾讯联合打造的 IMP 五大系统	28
图 57: 索菲亚全屋定制 (红星美凯龙苏州园区店)	29
图 58: 美克家居 (红星美凯龙真北商场) 开业	29
图 59: 2011-2021 年中国家具市场零售额及同比增速 (亿元, %)	30
图 60: 2013-2017 年全国 BHI, BHI: 购买力指数, BHI: 销售能力指数, BHI: 出租率指数	30
图 61: 2005-2017 年限额以上单位家具类零售额与同比增长 (亿元, %)	30
图 62: 2008-2017 年装修装饰行业产值与同比增长 (万元, %)	30
图 63: 2000-2017 年我国城镇化人口数量与城镇化率 (亿人, %)	31
图 64: 2000-2017 年我国城镇居民人均可支配收入与同比增长 (万元, %)	31
图 65: 2000-2017 年我国房地产投资额与同比增速 (亿元, %)	32
图 66: 我国月度住宅销售面积累积同比 (%)	32
图 67: 历年我国家具家居行业销售额与住宅销售面积 (亿元、亿平方米)	32
图 68: 2016 年我国家具家居零售市场的 4 种渠道份额对比 (%)	33
图 69: 2011-2021 年连锁家居商场零售额 (亿元) 与所占比重 (%)	33
图 70: 一站式商场份额进一步向连锁商场集中 (亿元, %)	33
图 71: 连锁家居零售额在整理零售额占比中持续下降 (亿元, %)	33
图 72: 2016 年家居家具商场的经营模式占比 (亿元、%)	34
图 73: 家居卖场渠道呈现多元化	34
图 74: 我国家具家居产业链构成	35
图 75: 历年同行业可比公司毛利率对比 (%)	36
图 76: 历年同行业可比公司总费用率对比 (%)	36
图 77: 历年同行业可比公司净利率对比 (%)	37
图 78: 历年同行业可比公司扣非后净利率对比 (%)	37
图 79: 历年同行业可比公司销售费用率对比 (%)	37
图 80: 历年同行业可比公司管理费用率对比 (%)	37
图 81: 历年同行业可比公司财务费用率对比 (%)	37
图 82: 历年同行业可比公司资产负债率对比 (%)	37

图 83: 居然之家大事记	38
图 84: 居然之家全国扩张版图	39
图 85: 居然之家历年营业收入及同比增速 (百万元、%)	39
图 86: 居然之家历年归母净利润及同比增速 (百万元、%)	39
图 87: 居然之家历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)	39
图 88: 居然之家历年三项费用率变化 (%)	39
图 89: 2015 年居然之家分业务营业收入占比 (%)	40
图 90: 2017 年居然之家分业务营业收入占比 (%)	40
图 91: 居然之家历年分业务营业收入构成 (%)	40
图 92: 居然之家历年分业务毛利率 (%)	40
图 93: 居然之家与阿里巴巴达成战略合作协议	40
图 94: 居然之家与盒马鲜生签约仪式	40
图 95: 家得宝经营模式示意图	41
图 96: 家得宝商场示意图	41
图 97: 家得宝大事记	42
图 98: 家得宝历年营业收入及同比增速 (亿美元、%)	42
图 99: 家得宝历年归母净利润及同比增速 (亿美元、%)	42
图 100: 2017 年家得宝门店数量分经营模式占比 (%)	43
图 101: 2017 年家得宝门店面积分类型占比 (%)	43
图 102: 家得宝历年各国门店分布 (家)	43
图 103: 家得宝历年门店数及其增速 (家, %)	43
图 104: 家得宝历年客流量及其增速 (百万人, %)	43
图 105: 家得宝历年客单价增速及同店销售增速 (%、%)	43
图 106: 家得宝历年资产负债率 (%)	44
图 107: 2017 年公司分产品销售收入构成 (%)	44
图 108: 家得宝历年股票价格和收入 (美元/股、亿美元)	44
图 109: 家得宝历年股票价格和净利润 (美元/股、亿美元)	44
图 110: 家得宝分季度 PE 估值 (倍)	44
图 111: 家得宝分季度 PS 估值 (倍)	44
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	8
表 2: 资本成本假设	8
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	9
表 4: 公司发展历程一览	11
表 5: 募集资金的运用情况一览	12
表 6: 截至 2018 年 9 月 30 日公司普通股前十名股东情况 (万股, %)	12
表 7: 公司自营商场中自有、租赁、合营联营三类模式的主要区别一览	13
表 8: 公司委管商场三类细分收入主要区别一览	14
表 9: 公司对于投资性房地产进行后续计量方式与同行业 A 股上市公司在主要财务报表科目上的会计处理差异	23
表 10: 投资性房地产以公允价值计量、成本模式测算下, 主要财务指标 (百万元, %)	23
表 11: 公司与同行业 A 股上市公司剔除对于投资性房地产后续计量模式主要会计处理差异后的财务数据对比	24

表 12: 我国主要家居家具零售市场渠道对比	33
表 13: 全国主要连锁家居流通企业概况	36
表 14: 2017 年家得宝自有和租赁设施占比及面积 (%、万平方米)	44
表 15: 公司门店数量模型及预测 (个)	46
表 16: 公司自营部分单店模型及预测 (平方米、百万元、元)	46
表 17: 公司委管业务收入、盈利能力及预测 (百万元、%)	47
表 18: 未来 3 年盈利预测表	48
表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	48

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：14.19-17.56 元

家居家具卖场龙头企业处于加速扩张阶段，同时由于三四五线城市消费升级对中高端连锁卖场的需求，连锁卖场渠道下沉将提速。公司通过自营+委管双轮驱动模式，尤其是委管业务在三四五线城市将加速发展。

从公司角度考虑，作为家居商场行业龙头，品牌和平台优势明显，通过加速展店，将获得较好的持续市场份额提升。我们预期公司在 2018-2020 年复合收入增速将超过 17%，短期毛利率因委管业务占比提升及渠道下沉加速或将小幅下滑，长期随着精细化管理优而提升；费用率因规模效应而优化。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	10.16%	2.81%	16.14%	23.02%	17.71%	16.45%	17.41%	15.00%	14.00%
毛利率	75.58%	72.31%	71.14%	69.71%	69.92%	70.18%	70.50%	70.50%	70.50%
管理费用/营业收入	7.81%	7.39%	8.26%	7.50%	7.40%	7.40%	6.50%	6.50%	6.50%
销售费用/销售收入	13.04%	12.78%	13.81%	13.40%	13.20%	13.00%	12.70%	12.50%	12.00%
营业税及附加/营业收入	6.58%	4.39%	2.90%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税税率	26.80%	23.49%	28.53%	28.30%	28.30%	28.30%	28.30%	28.30%	28.30%
股利分配比率	117.35%	84.82%	68.86%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	28.30%
无风险利率	4.50%	Ka	11.20%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.36
公司股价（元）	11.47	Ke	14.33%
发行在外股数（百万）	3550	E/(D+E)	60.52%
股票市值(E, 百万元)	40719	D/(D+E)	39.48%
债务总额(D, 百万元)	26557	WACC	10.14%
Kd	5.20%	永续增长率（10年后）	1.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 15.73 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得到合理价值区间为 14.19-17.56 元。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.9%	10.0%	10.14%	10.2%	10.3%
永续 增长 率 变 化	1.6%	17.56	17.18	16.81	16.44	16.09
	1.4%	17.16	16.79	16.43	16.08	15.74
	1.2%	16.78	16.42	16.07	15.73	15.40
	1.0%	16.41	16.07	15.73	15.40	15.08
	0.8%	16.06	15.73	15.40	15.08	14.77
	0.6%	15.73	15.41	15.09	14.78	14.48
	0.4%	15.41	15.10	14.79	14.49	14.19

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值法

我们拟采用 P/B、P/GMV、P/E 进行相对估值, 得出公司股价区间在 13.80-19.74 元。

产业估值法-P/E, P/GMV:

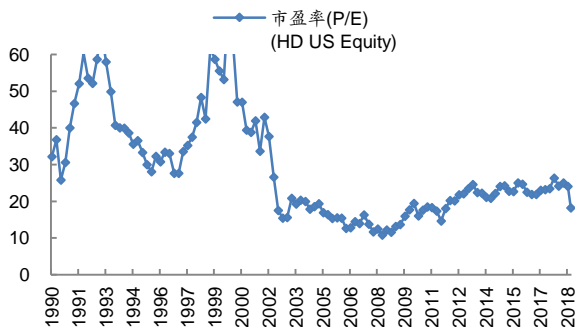
2018 年 2 月, 阿里巴巴联合中信和泰康向居然之家投资 54.53 亿元, 持有其 15% 的股份, 投后估值超 360 亿元。我们测算, 此次投资对应 2017 年 P/S 约为 3.66x, 对应 2017 年扣非前后归母净利润收益 P/E 分别为 29.5x/30.43x。我们参考居然之家 2017 年扣非后的估值水平, 得出公司合理市值应为 30.43x*23.05=701 亿元, 对应股价 19.74 元。

如果按照 GMV 估值, 2017 年居然之家 GMV 约为 588 亿元, 而公司 2016 年 GMV 为 706 亿元, 保守假设 2017 年 GMV 为 800 亿元, 则合理估值应为 490 亿元, 对应股价 13.80 元。

相对估值法-P/E:

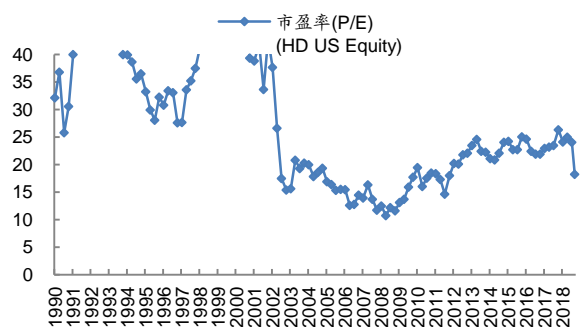
鉴于 A 股家居商场企业稀缺, 我们参考美股家居龙头家得宝和劳氏公司进行相对估值。在高速发展阶段, 两家公司的 P/E 估值中枢分别在 30x/25x, 2000 年后进入稳定阶段, 估值中枢则在 20x。基于审慎考虑, 我们认为给予公司 20-25x 估值较合理。我们预测, 2018/2019/2020E 公司扣非后净利润分别为 26.77/33.74/39.46 亿元, 同比增 16.56/25.54/16.96%, 对应 2018E 扣非后净利, 合理总市值为 535.4 亿-669.25 亿元, 对应每股目标价 15.08-18.85 元。

图 1: 家得宝分季度 PE 估值 (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 2: 劳氏公司分季度 PE 估值 (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

相对估值法-P/B:

公司当前 P/B 估值略小于 1。我们认为, 用 P/B 法为公司进行是不太合理的,

公司并非传统意义上的地产公司，然而 P/B 估值可以作为绝对的安全边际。

投资建议

我们采用 1) FCFF 合理估值区间为 14.19-17.56 元。2) 相对估值法：1) 海外对比：对比美国家居零售龙头家得宝及劳氏公司，给予 20-25x 估值，对应目标价 15.08-18.85 元，2) 产业估值法：阿里入股居然之家对应 P/E 和 P/GMV 分别为 30.43x 和 0.61x，则公司对应目标价分别为 19.74 和 13.80 元。综上所述，公司合理估值应为 13.80-15.73 元，对应目前股价空间 20-37%。

公司是家居家装渠道行业绝对龙头，规模优势+品牌优势持续加强，市场规模、盈利能力存在持续提升的预期。此外，家居行业渠道商对上下游的议价能力极强，我们认为市场对公司的品牌价值存在低估。我们预计 18/19/20 年公司扣非后净利润分别为 26.92/34.06/40.87 亿元，给予“增持”评级。

家居商场龙头回归 A 股，开启新旅程

全国性家具家居商场龙头，份额持续提升

公司于 1986 年成立于江苏，2000 年在上海设立首个品牌商场，2015 年 6 月 26 日在香港联合交易所主板挂牌上市，2018 年 1 月 17 日登陆上交所。据 Frost & Sullivan，公司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全国性家居装饰及家具商场运营商，主要业务包括经营自营商场和委管商场，还提供泛家居互联网消费、金融信息服务及物流配送业务。

截至 18Q3，公司门店总数达 271 家，总经营面积超过 1700 万平方米，已进入全国 29 个省份、超过 180 个城市，包含 75 个自营商场和 192 个委管商场，6 家特许经营家居建材店/产业街，共包括 302 家家居建材店/产业街。2017 年，公司商场总营业额超过 706 亿元。据 Frost & Sullivan，2016/2017 年，公司占连锁家居家具商场行业的市场份额为 11.82/13.50%，占家居家具商场行业（含非连锁）的市场份额为 4.50/5.3%；市场份额持续提升。

表 4：公司发展历程一览

时间	事件
2000 年	上海真北商场设立，该商场为“红星美凯龙”品牌下第一个商场。
2002 年	于北京建立首个自营商场，北部地区业务得以扩展。
2006 年	于重庆建立首个自营商场，西部地区业务得以扩展。
2007 年	公司前身上海红星美凯龙家居装饰有限公司成立； 公司与合作伙伴订立首份商场管理协议，开设首家委管商场。
2008 年	于深圳建立首个自营商场，南部地区业务得以扩展。
2009 年	公司第 50 个家居装饰及家具商场开业，成为行业内首家运营 50 个家居装饰及家具商场的公司。
2010 年	公司开业委管商场数量（46 家）首次超过自营商场（33 家），轻资产模式得到市场广泛认可。
2012 年	公司第 100 个家居装饰及家具商场开业，成为行业内首家运营 100 个家居装饰及家具商场的公司； 公司首次亮相米兰国际家具展。
2013 年	公司首个第九代商场上海浦东金桥商场开业，第九代商场提供了现代化购物环境、高端商品且其装饰包含更多艺术元素； 公司开始开拓家居设计及预付卡等扩展性业务。
2014 年	公司于国内第 100 个城市扩大运营； 公司第 150 个家居装饰及家具商场开业； 公司进一步开拓消费金融及物流配送等扩展性业务。
2015 年	公司启动全国红星美凯龙会员计划、电子商务业务； 公司成立家金所以进一步拓展互联网金融业务； 公司于香港联交所主板挂牌上市。
2016 年	公司第 200 个家居装饰及家具商场开业。

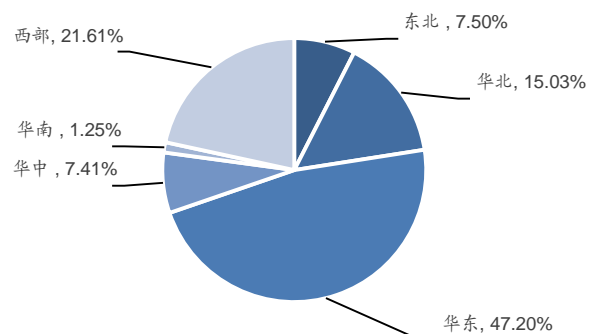
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 3：公司全国扩张版图（截止 2018H1）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：2017 年公司分地区营业收入（%）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

2018 年初公司 IPO 募集资金总额为 32.22 亿元，无流通限制及锁定安排的股

票数量为 3.15 亿股，占发行后总股本的 8.00%，募资金额主要用于建设家居商场、物流配送体系、家居设计、互联网家装平台等项目。

表 5: 募集资金的运用情况一览

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
家居商场建设项目		
天津北辰商场项目	10.69	2.8
呼和浩特玉泉商场项目	5.66	0.76
东莞万江商场项目	3.94	1.17
哈尔滨松北商场项目	9.21	4.17
乌鲁木齐会展商场项目	8	5.6
小计	37.5	14.5
统一物流配送服务体系建设项目	6	4.5
家居设计及装修服务拓展项目	3	2
互联网家装平台项目	5	4
偿还银行借款	8	4
补充流动资金	3	1.5
合计	62.5	30.5

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

股权结构集中稳定

公司股权结构清晰，截至 18 年 9 月末，红星控股持有公司 69.87% 的股权，为公司的控股股东。董事长兼总经理同时也是公司创始人车建兴先生持有红星控股 64.28% 股权，是红星控股的控股股东，也是公司的实际控制人。

图 5: 公司股权结构一览



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 6: 截至 2018 年 9 月 30 日公司普通股前十名股东情况 (万股, %)

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
红星美凯龙控股集团有限公司	248,032	69.87%
香港中央结算(代理人)有限公司	67,376	18.98%
上海晶海资产管理中心(有限合伙)	5,685	1.60%
上海弘美投资管理中心(有限合伙)	1,266	0.36%
上海凯星企业管理中心(有限合伙)	759	0.21%
中国建设银行股份有限公司-华宝行业精选混合型证券投资基金	556	0.16%
香港中央结算有限公司(陆股通)	378	0.11%
上海平安大药房有限公司	369	0.10%
宋军	227	0.06%
李兆元	221	0.06%
合计	324,867	91.51%

资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

自营+委管双轮驱动，全国性布局

公司作为第三方平台的商场运营商，以自营+委管模式渗透各级城市，重资产+轻资产模式相结合，构筑较高进入壁垒。公司通过自营商场（重资产）深化一、二线城市战略性布局，由于发达城市优势区域位置的稀缺性，公司现有自营商场的优势很难被复制，并从土地增值中获益；通过委管模式（轻资产）在三线及其他城市扩展，无需承担大量资本开支，受益于品牌知名度、服务能力以及管理能力等，公司委管业务优势明显。

1) 自营模式

自营模式指公司通过自建、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。对于新商场，招商程序通常在施工阶段基本完成之时开始；通常公司可以在六个月内完成新商场的招商，开业时的出租率通常超过 90%。

自营商场产生的租赁及管理收入为可预测的稳定经常性收入，具有明确的增长前景。公司的自营商场分布在国内一二线城市的优质地段，区位优势明显；自营商场无需承担物业租赁成本，拥有较为稳健的经营性现金流及利润水平。截止 18Q3，公司自营商场门店数达 75 家，总面积超过 648 万平。

表 7：公司自营商场中自有、租赁、合营联营三类模式的主要区别一览

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	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	公司全资或控股子公司	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收
租赁	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	出租方（或自最终产权人合法获得物业使用权和转租权）	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收，包括经营物业租金等，无经营物业折旧
合营/联营	公司负责商场的日常经营管理并与合营、联营方分担投资风险	公司合营/联营公司	公司合营/联营公司	合营联营公司确认收入和成本费用，公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益	

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

2) 委管模式

委管模式指公司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、施工、商场设计装修咨询，招商开业以及日常经营管理；公司会统一招募及管理商场的全体员工，以确保遍布全国的网络达到同样水平的质量标准。相应地公司根据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。合作方承担商场整修的资本开支、日常经营成本费用。

委管商场可以利用有限的资本开支实现快速扩张，利润率较高。公司通过委管商场轻资产模式在三线及其他城市迅速扩展版图，快速渗透市场，扩大地域覆盖面积；此外，其盈利模式因提供相关服务的高附加值呈现高利润率的特点。

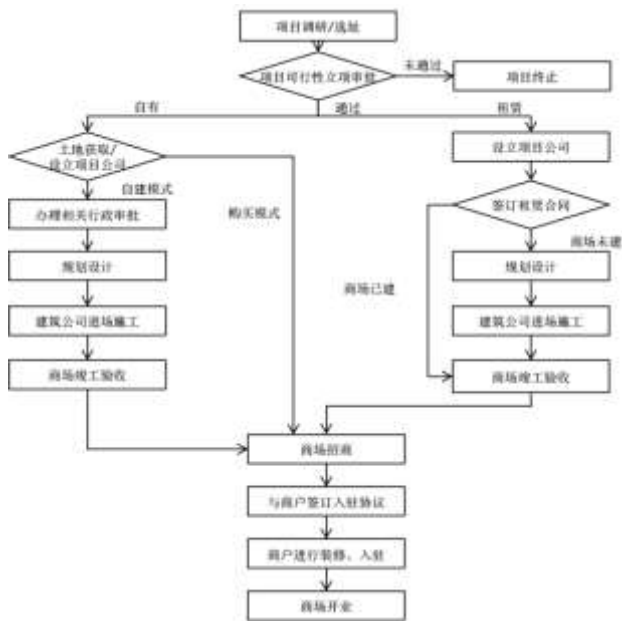
截至 18 年 Q3，公司委管商场门店数达 196 家，总经营面积超过千万平米。截止 18H1，委管商场平均出租率 97.6%，华东（不含上海）、华北（不含北京、天津）区域占比 59.4%。

表 8: 公司委管商场三类细分收入主要区别一览

收入项目	具体过程	对应服务内容	收费金额标准	收入取得对象	收入确认阶段
项目前期冠名咨询费收入	项目冠名咨询费、招商佣金	公司向委管合作方提供 专业咨询服务 (如土地竞标等)及 商场开业前招商服务 ,并授权项目使用红星美凯龙及其旗下无形资产品牌	固定金额,根据项目城市级别、商场规模及商场位置决定;项目冠名咨询费通常在800万元至3,000万元之间;招商费通常在50-300万间	委管商场合作方	商场开业前、开业时
年度冠名咨询委托管理服务收入	年度管理费 委管收入	下属管理公司在委托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	根据项目确定固定金额(通常在 30万至600万 之间)以及超额租金收益的递增提成(约为租金增加部分的 6%至10%) 根据商场日常运营管理的相关成本费用确定收费金额	委管商场合作方 由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	公司向建设施工单位(总承包人)提供物业的规划、设计、建筑安装方案的咨询服务,并负责协调和监督。	固定金额,根据项目确定收费金额;费用通常在 500万至3,000万	委管商场建设施工单位	于商场竣工并达到可开业状态后出具建筑商服务确认书,支付款项。

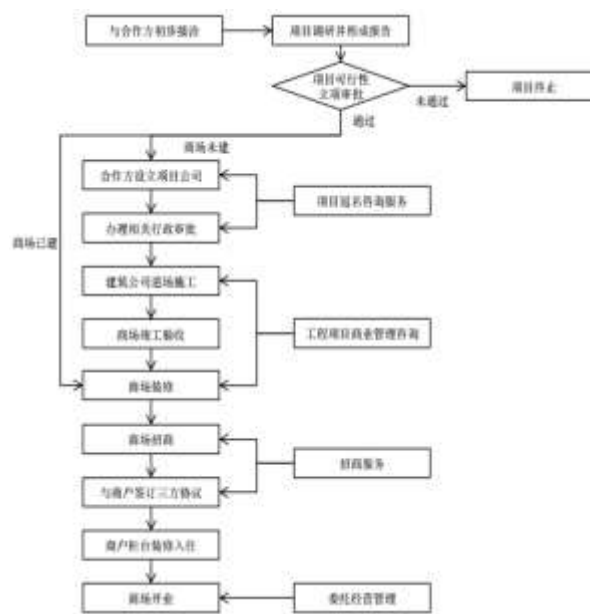
资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司自营商场开发流程



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司委管商场开发流程



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

H 股回购, 员工持股计划彰显信心

公司于 2018 年 3 月 13 日向递交 H 股要约回购请示事项,以 11.78 港元/股回购不超过 3.88 亿股 H 股股份(约占公司已发行总股本的 9.87%),回购资金约为 45.81 亿港元。7 月 17 日公司完成 H 股回购并注销相应 H 股股份。回购完成后,红星美凯龙控股集团有限公司对公司的持股比例上升至 69.87%,管理层持股占公司总股本的 2.17%,A 股流通股占公司总股本的比例从 8%上升至 8.97%,H 股流通股占公司总股本比例下降至 18.98%。本次回购是公司管理层对公司未来发展信心的体现,同时对 EPS 有所增益。

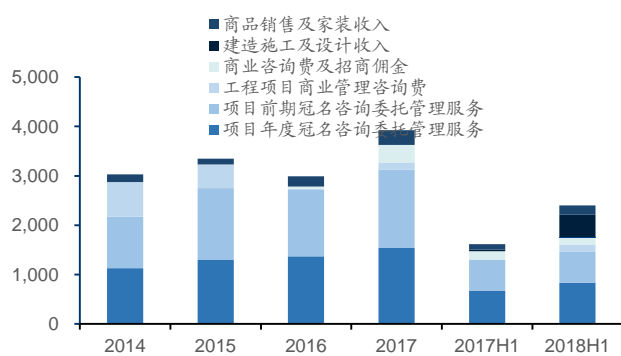
公司 11 月 29 日晚间发布《第一期员工持股计划》，拟对不超过 1500 名公司及其下属公司管理及核心骨干人员（不含董监高及已通过持股平台间接持有公司股票的员工），筹集资金总额上限为 1.1 亿元。公司将委托专业机构设立信托计划，募集不超过 2.2 亿元，通过二级市场等方式购买公司股票。该信托计划按照不超过 1:1 的比例设置优先级份额和劣后级份额，员工持股计划认购信托计划的全部劣后级份额。存续期为 24 个月，锁定期为 12 个月

经营状况分析：成熟门店增长良好，出租率保持高位

公司在高速展店的同时，维持较好的门店运营状况。2017 年成熟商场同店增长率 5.4%，剔除 2016 年营业税改增值税的影响后，成熟商场同店增长率为 7.2%。2018H1，自营/委管门店出租率达到 97.9%/97.7%，维持较高水平。

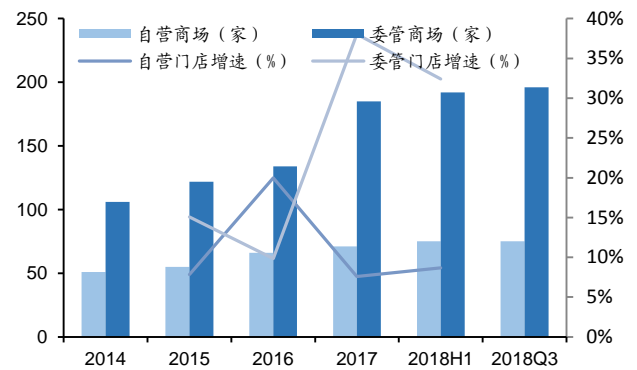
收入构成方面，2017 年，自营业务收入占比为 58.34%，同比小幅下降；分地区看，上海、华东和西部地区仍然是收入主要贡献区域。

图 8：公司历年分产品收入构成（百万元）



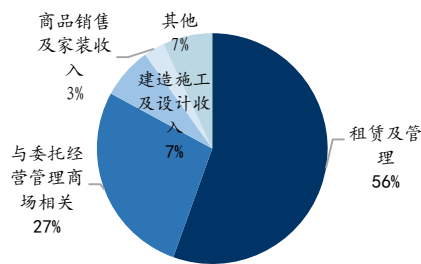
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司历年自营和委管商场门店数及门店增速（家）



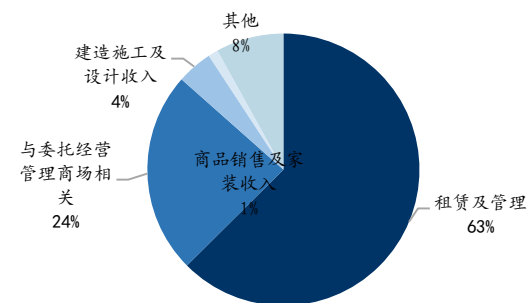
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：2017 年公司分产品收入构成 (%)



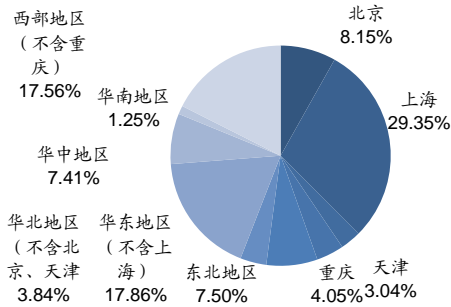
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：2017 年公司分产品毛利构成 (%)



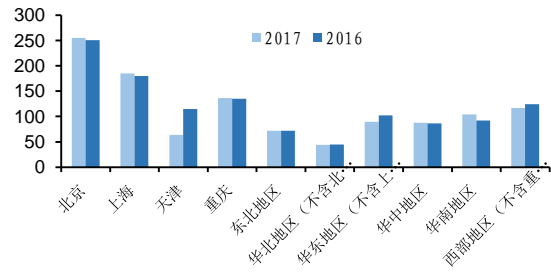
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 2017 年公司分地区收入构成 (%)



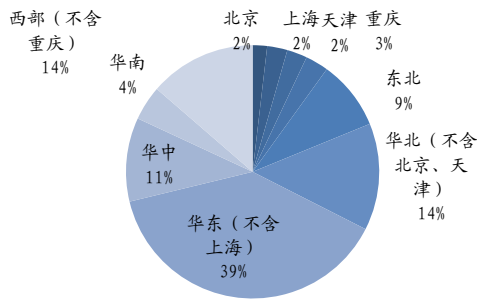
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 2017 年公司分地区平均单位经营面积收入 (元)



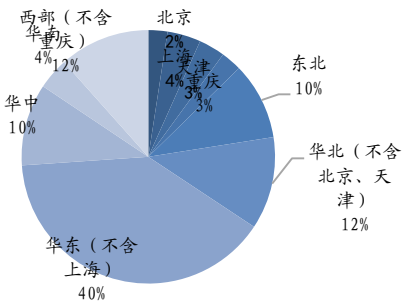
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 2018Q3 公司分地区门店数量构成 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 2018Q3 公司分地区门店面积构成 (%)



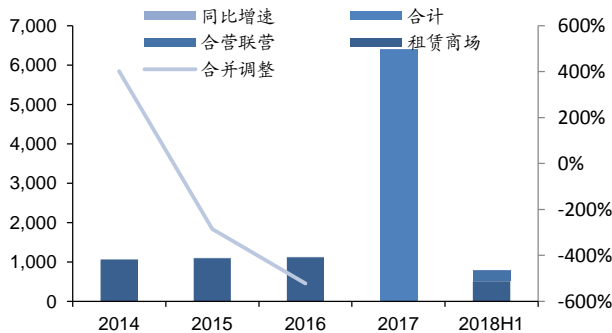
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

租赁及管理业务收入: 成熟商场同店增速良好

租赁及管理业务收入主要来自自营门店及租赁门店, 合营联营商场不计入公司合并报表租赁及管理收入。2017 年, 公司租赁及管理业务收入为 63.94 亿元, 同比增长 7.01%, 毛利率为 77.16%, 同比基本维持稳定。截止 2018Q3, 公司自营门店数量为 75 家, 总面积达 648 万平方米, 自有/租赁/合营联营商场数量分别为 51/20/4 家, 平均单店面积约为 8 万平方米。

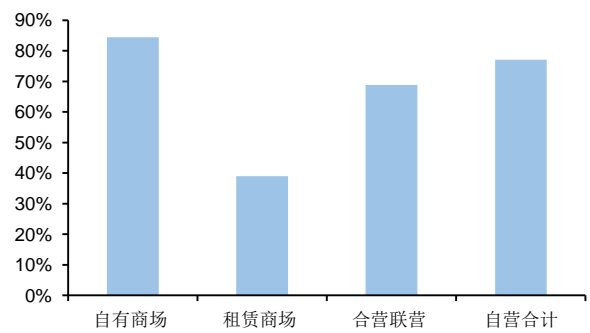
公司单位经营面积收入呈现下降趋势, 主要因公司新开门店区位优势不如处在核心区域的成熟门店, 我们认为随着公司持续展店, 这一趋势或将延续。盈利能力方面, 租赁门店毛利率较低, 主要因租金费用计入营业成本所致, 此外, 租赁门店区位优势一般不如自有门店。

图 16: 公司历年租赁管理业务收入构成及同比增速 (百万元)



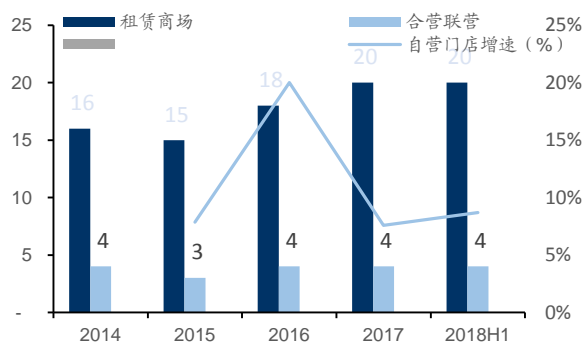
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 合营联营商场的租赁及管理收入系合营联营公司财务报表中列示的营业收入, 不计入公司合并报表租赁及管理收入

图 17: 2018Q1-Q3 公司自营门店分业态毛利率 (%)



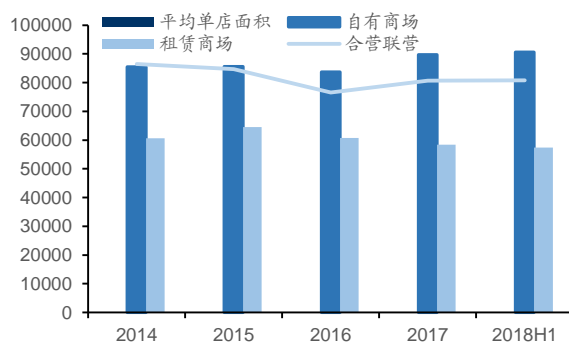
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司自营模式分业态的数量及门店增速 (个, %)



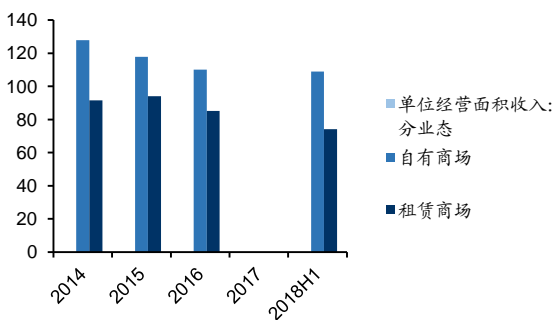
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司自营门店分业态单店面积 (平方米)



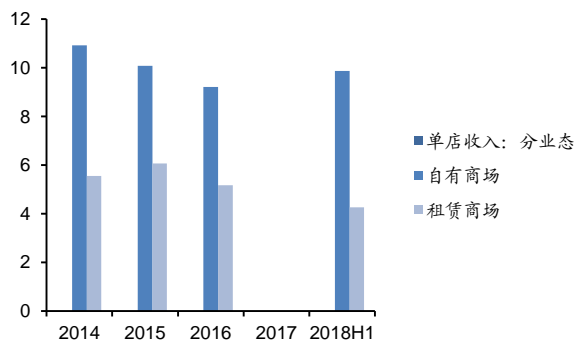
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司自营模式分业态平均单位经营经营面积收入 (元/月)



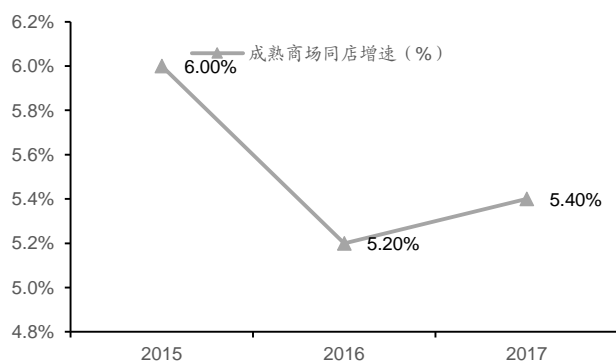
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 此处平均单位经营经营面积收入通过

图 21: 公司自营模式分业态平均单店收入 (百万元/月)



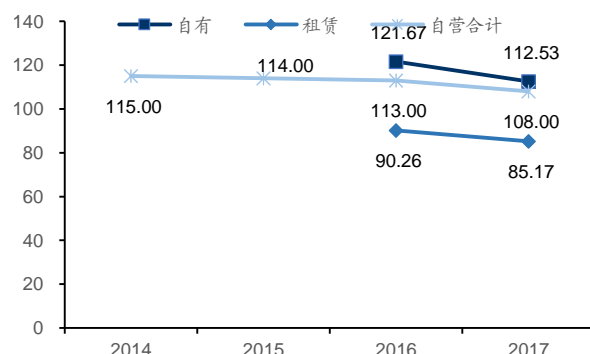
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 公司历年成熟商场同店增长率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注 1: 所有已有三个完整财政年度运营记录且截至报告期末仍在运营的自营商场 (包含联营、合营) 于报告期内的经营收入较去年同期的增长。
注 2: 2017 年剔除营业税改增值税的影响后, 成熟商场同店增长率为 7.2%。

图 23: 公司口径自营模式分业态平均单位经营经营面积收入 (元/月)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

委管业务: 高速扩张, 持续渠道下沉

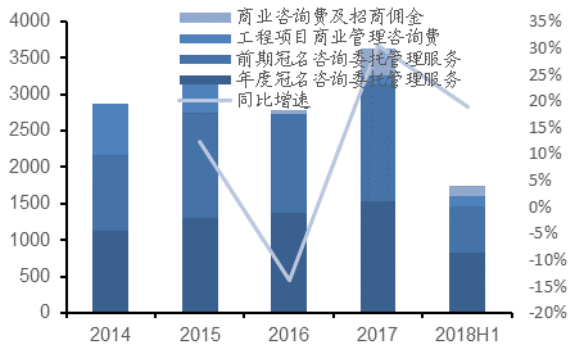
2017 年, 公司委管业务收入为 36.28 亿元, 同比增长 30.44%, 委管毛利率为 30.39%, 同比大幅下降。17 年收入增速较高, 主要因 2016 年委管业务减化同期基数较低, 以及 17 年开店速度加快所致; 此外, 随着渠道下沉推进, 新进入

四五线城市的盈利能力将稍逊于二三线城市。

公司委管部分收入构成分成固定部分和非固定部分：其中年度冠名费及委管收入主要向已开业商场收取，与已开业门店数量直接相关；而前期冠名费、商业资讯非以及工程项目咨询费等与新开门店以及建设周期相关，年度波动较大。

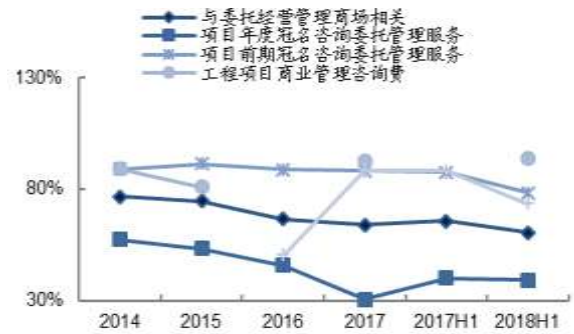
其中年度冠名咨询委托管理业务收入在委管相关收入占比约为 40%，2017 年，委管年度冠名及管理服务收入平均单店收入为 965 万元，均呈现下降趋势，主要因：1) 17 年新开门店较多而新店盈利能力尚需爬坡；2) 公司委管门店呈现持续下沉趋势，四五线城市门店盈利模式将弱于二三线城市，公司委管门店平均单店面积下降也可以佐证。

图 24: 公司历年委管业务相关收入构成及同比增速(亿元, %)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 公司历年委管业务相关业务毛利率 (%)



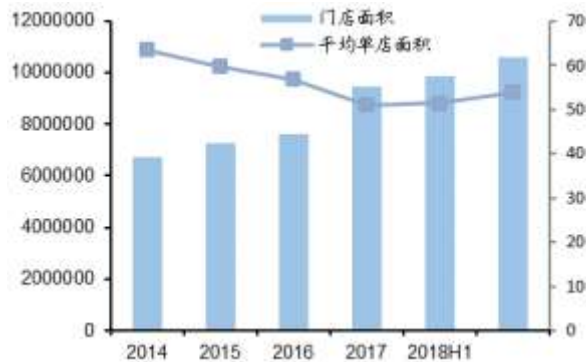
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司委管门店数量及增速 (个, %)



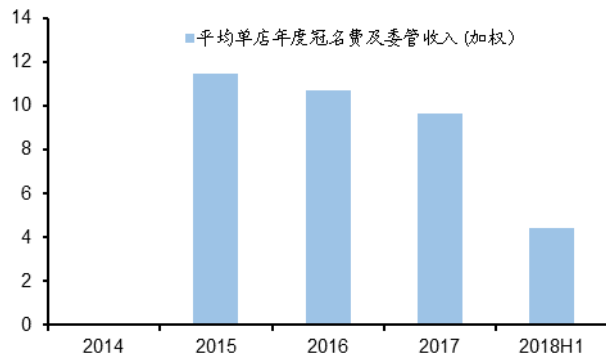
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 公司历年委管门店面积及单店平均面积 (平方米)



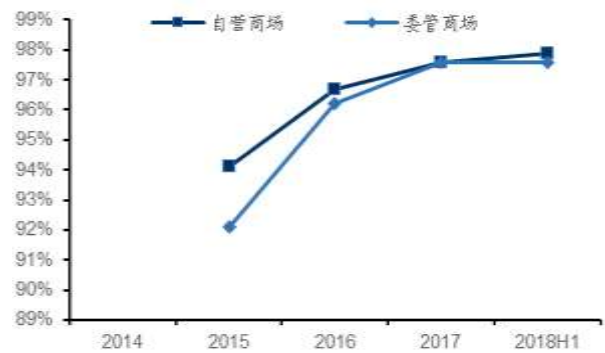
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 公司历年平均单店年度冠名咨询委托管理服务 (按期间平均门店数加权) (百万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29: 公司自营商场和委管商场门店出租率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

加快全国扩张步伐, 门店储备丰富

从 2010 年起, 公司开始加快自身全国扩张的步伐。公司对于对外扩张实行明确的战略性布局策略, 自营商场主要布局于全国一、二线城市, 委管商场则快速占领三四线城市市场, 最终实现全国范围内的地级市到达。公司以自身强大的品牌声誉, 成熟的管理运营能力, 实行自营+委管模式加速在全国的扩张, 最终实现全国范围内的市场全覆盖。

开店提速, 门店储备丰富。2015/2016/2017 年, 公司净开店分别为 20 家/23 家/56 家, 门店增速分别为 12.74%/12.99%/28.00%, 门店面积增速分别为 9.14%/8.85%/19.27%, 开店提速明显; 截至 2018Q3, 公司自营/委管/特许经营门店数量分别为 75/196/6 家, 门店面积超过 1595 万平方米。门店储备方面, 筹备的自营商场达 29 家 (自有 22 家、租赁 7 家), 计划建筑面积约 384 万平方米; 筹备的委管商场中, 有 365 个项目取得土地使用权证/已获得地块, 签约项目超过 600 个。

公司的自营商场分布在国内一二线城市的优质地段, 尤其是直辖市的核心区域, 具备难以复制的区位优势, 截止 2018H1, 自营商场中有 19 家分布在北京、上海、天津、重庆四个直辖市, 数量占比达到 25.3%, 面积占比达到 27.8%。委管商场中有 114 家分布在华东、华北区域, 比例达到 59.4%, 面积占比达到 61.1%。未来公司将在全国范围内重点加快委管商场的发展步伐。公司通过自营商场与委管商场双轮驱动的发展模式占领了一线城市、二线城市核心区域的物业, 同时积累了丰富的商场营运经验, 不断提升品牌价值, 并构建了较高的进入壁垒。

图 30: 公司历年分业态门店数及增速 (个, %)



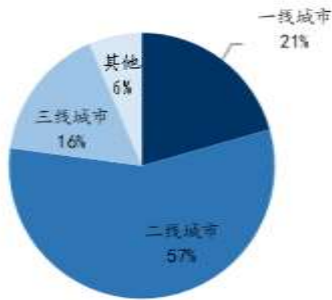
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 公司历年分业态经营面积及增速 (平方米, %)



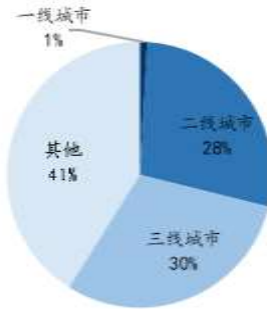
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32: 2017 年公司自营商场面积按城市分布 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 33: 2017 年公司委管商场面积按城市分布 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

其他业务: 围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”外延

公司其他业务主要包括互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送等业务, 围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”进行上下游跨界外延。

(1) 互联网泛家居消费

公司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。

1) 互联网家装

公司以家居商场为平台切入家装领域, 有效降低获客成本和营销成本。通过整合家装上下游产业链, 为客户提供集家居设计方案、材料销售、家具购买、装修施工于一体的完整的服务, 为家居商场带来更多客流、提高客单价及销售额, 并优化消费者的购物体验。公司募集资金中的 5 亿元投入互联网家装平台建设, 进一步扩大该项业务规模。

公司子公司上海家倍得在商场内开设自营家装门店, 向消费者提供家居设计及装修一体化服务。截至 18 年中, 家装门店达到 40 家 (17H1 为 34 家), 分进入 13 个城市。互联网家装平台已签约高端家装公司 74 家, 招募入驻平台设计师 24,895 名, 通过平台预约装修的客户 55,207 名。18H1, 公司商品销售及家装业务收入达 1.88 亿元, 同比增长 71.6%。

图 34: 公司互联网家装平台官网



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 35: 公司旗下装饰品牌一家倍得官网

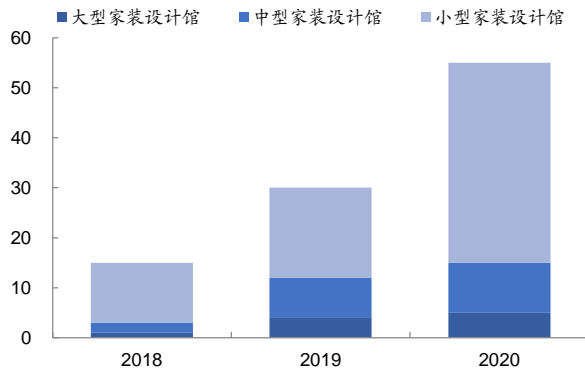


资料来源: 家倍得官网、国信证券经济研究所整理

公司 IPO 募投资金拟在 2018-2020 年在自有商场中新增 100 个家装设计馆, 其中包括 10 个大型家装设计馆、20 个中型家装设计馆和 70 个小型家装设计馆, 用于设计沙龙、品牌展示、业务洽谈、方案沟通、设计师工作等。将针对各地

家装消费水平、市场需求特点等进行分布，与家居商场经营产生明显的协同效应，并最终形成覆盖全国重点家装市场的成熟运营网络。

图 36: 2018-2020 年公司计划开设家装设计馆



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 37: 2018-2020 年公司计划开设家装设计馆地域分布



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

2) 互联网零售业务

公司互联网零售平台主要通过移动 APP 客户端，覆盖商品包括家具、建材以及家电、家饰、家纺等完整居家消费品类。线上平台为消费者提供商品展示、客服咨询、会员营销、在线交易、线下商场门店引导及预约体验等功能。截至 18H1，公司互联网零售平台已累计实现 17,726 家商户签约入驻；基已实现 32 座城市 69 家线下红星美凯龙商场与线上平台的商品及服务对接。

(2) 金融信息服务

公司为消费者及金融机构提供消费贷款信息业务，通过与商业银行、消费金融公司等金融机构合作，由金融机构向消费者提供家居消费贷款，消费者取得的贷款资金将专项用于消费者在我们的家居商场内进行消费。18H1，公司通过上述渠道由金融机构发放的消费贷款金额为 7.7 亿元，实现相关佣金营业收入 746.8 万元，并拉动了商场商户的商品销售。

3) 物流服务：满足平台两端多重需求，实现资源共享

在家居装饰及家具行业的终端服务体系中，配送安装作为“最后一公里”，对品牌的口碑有一定影响。公司向商户及消费者提供专业化的配送安装服务，提高消费者满意度及对商户品牌、公司品牌的粘性。

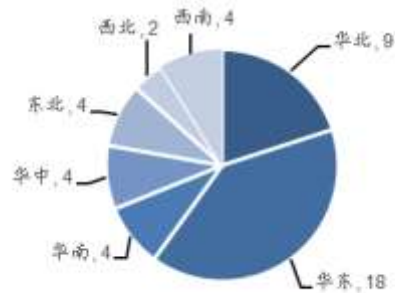
截至 18H1，公司物流仓储面积超过 115,400 平方米，服务品牌数目已超 418 个，在南京、无锡、石家庄、长沙、沈阳、济南、青岛和太原等 16 个城市开设试点物流中心，为消费者提供“一站式”专业服务。

图 38: 公司子公司星和宅配官网



资料来源: 星和宅配官网、国信证券经济研究所整理

图 39: 公司募投资金拟建设物流仓储中心分布



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

财务分析: 经营稳健, 存在持续优化预期

采用公允价值计量投资性房地产, 非经常性损益影响较大

公司自营商场大多为自持物业, 相关物业资产计入投资性房地产, 并采用公允价值模式进行后续计量。公司与同行业 A 股上市公司会计处理方式存在差异, 相比于同行业 A 股上市公司 (富森美) 采用成本法对投资性房地产进行后续计量, 公司采用公允价值模式进行后续计量, 导致公司扣除非经常损益前后利润差异较大。投资性房地产公允价值的波动, 将会产生变动幅度较大的非经营性损益。

两种计量方式对利润表的影响主要体现在:

- 1) **非经常性损益:** 投资性房地产公允价值的变动是否计入当期损益 (包括自有地产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);
- 2) **成本/费用:** 成本模式下, 需根据资产原值及对应预计使用年限计提相应的折旧和摊销; 采用公允价值模式计量则不需。

此外, 递延所得税资产/负债也将产生影响。

2015/2016/2017 年, 公司投资性房地产账面价值分别为 613.61/669.48/708.31 亿元, 占资产总额的比例分别为 83.13/82.11/73.01%; 投资性房地产公允价值变动损益分别为 10.10/17.54/19.96 亿元, 占各期利润总额的比例分别为 22.12/36.53/33.34%, 对公司整体利润水平影响较大。

截至 18Q3, 公司投资性房地产账面价值为 777.72 亿元, 占资产总额的比例分别 71.95%。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为 17.33 亿元, 企业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 7939.67 万元, 二者合计占非经常损益比例达 92.4%。因此, 我们将重点关注扣非后归母净利润。

表 9: 公司对于投资性房地产进行后续计量方式与同行业 A 股上市公司在主要财务报表科目上的会计处理差异

项目	公司-公允价值模式计量	同行业 A 股上市公司-成本模式计量	金额影响
投资性房地产	包括房屋建筑物及其对应土地使用权、专用设备及装修改造支出, 账面价值按照公允价值计量, 不计提折旧或进行摊销	包括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, 账面价值按照成本扣除累计折旧和摊销后的净值计量(部分资产也可能计入固定资产、无形资产)	物业存在评估增值的情况下, 公允价值模式计量下金额较高; 反之则较低
递延所得税资产/负债	包括投资性房地产公允价值变动所产生的递延所得税, 将于相关资产处置时计入当期所得税	不涉及投资性房地产公允价值变动相关的递延所得税	物业存在评估增值的情况下, 公允价值模式计量下产生递延所得税负债; 反之则产生递延所得税资产
营业成本/管理费用	不包括投资性房地产相关折旧和摊销	包括投资性房地产相关折旧和摊销	同等情况下, 公允价值模式计量下金额较低
公允价值变动损益	投资性房地产期末公允价值与原账面价值的差额计入当期公允价值变动损益	不涉及投资性房地产相关公允价值变动损益	物业升值的情况下, 公允价值变动损益对增加利润; 反之则减少利润
非经常性损益	包括投资性房地产公允价值变动损益及相关所得税影响	不包括投资性房地产公允价值变动损益及相关所得税影响	物业公允价值变动较大的情况下, 公允价值模式计量下金额较高

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 10: 投资性房地产以公允价值计量、成本模式测算下, 主要财务指标(百万元, %)

项目	2014	2015	2016	2017H1
营业收入	8332.04	9178.57	9436.08	5070.97
归母净利润-公允价值计量	3243.05	3224.87	3397.18	2045.17
归母净利润-成本法	1561.87	1901.86	1472.21	944.42
扣非后归母净利润-公允价值计量	2188.73	2386.94	2072.65	1286.40
扣非后归母净利润-成本法	1636.34	1783.02	1341.64	857.70
扣非后归母净利润率-公允价值计量	26.27%	28.65%	24.88%	15.44%
扣非后归母净利润率-成本法	19.64%	21.40%	16.10%	10.29%
投资性房地产-公允价值计量	55117.00	61361.00	66948.00	69722.91
投资性房地产-成本法	23660.63	27952.67	30569.81	31730.51
资产总额-公允价值计量	63910.03	73810.24	81535.40	91131.94
资产总额-成本法	32227.60	40161.87	44854.69	52594.00
投资性房地产/总资产-公允价值计量	86.24%	83.13%	82.11%	76.51%
投资性房地产/总资产-成本法	73.42%	69.60%	68.15%	60.33%

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

经营能力探讨: 商场营运精细化管理能力相对出色

精细化管理能力相对出色。为进一步探索公司实际经营能力, 我们于同行业 A 股上市公司富森美进行对比。富森美作为区域性公司, 精细化管理能力非常出色。富森美的投资性房地产采用成本法计量, 我们将富森美经营成本中土地使用相关的部分进行还原, 得: 2017 年富森美自有商场可比毛利率为 88.28%, 而 2018H1 公司自营自有商场毛利率为 84.7%, 作为全国性布局的企业, 公司的实际经营能力也相当出色。

表 11: 公司与同行业 A 股上市公司剔除对于投资性房地产后续计量模式主要会计处理差异后的财务数据对比

	美凯龙		富森美	
	2016	2017	2016	2017
营业收入	9,436.08	10,959.51	1221.06	1258.46
归母净利润	3,397	4,078	555.97	651.2
扣非归母净利润	2,073	2,305	553.01	630.69
归母净利率	36.00%	37.21%	45.53%	51.75%
扣非后归母净利率	21.97%	21.04%	45.29%	50.12%
毛利率-租赁及管理业务(美凯龙)	77.15%	77.16%		
毛利率-租赁及管理: 自有商场(美凯龙, 2017H1 及 2018H1)	84.20%	84.70%		
毛利率-商业服务业(富森美)			69.37%	68.96%
营业成本-投资性房地产/固定资产折旧(富森美)			212.93	215.75
营业成本-土地使用权摊销(富森美)			24.59	27.38
土地使用相关成本/营业收入(富森美)			19.45%	19.32%
毛利率-剔除土地使用相关成本(富森美)			88.82%	88.28%
自营自有商场可比毛利率(%)	84.20%	84.70%	88.82%	88.28%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

展店加速驱动营收利润业绩稳步增长

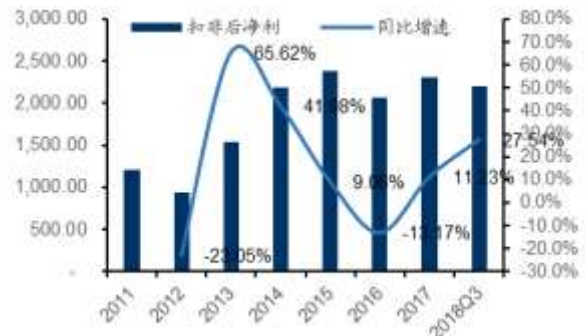
2018H1/Q1-Q3 公司实现营业收入 63.74/99.91 亿元, 同比增长 25.96/29.40%, 归母净利润 30.38/41.69 亿元, 同比增长 48.57/46.50%; 扣非后归母净利润 16.14/21.99 亿元, 同比增长 25.33/27.54%。收入、利润的稳步增长主要因门店数量增加与成熟门店管理效率提升。

图 40: 公司历年营业收入及同比增速(亿元、%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

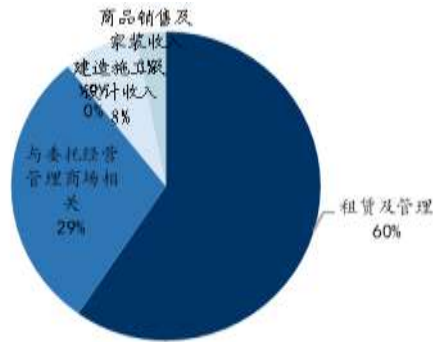
图 41: 公司历年扣非归母净利润及同比增速(亿元、%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

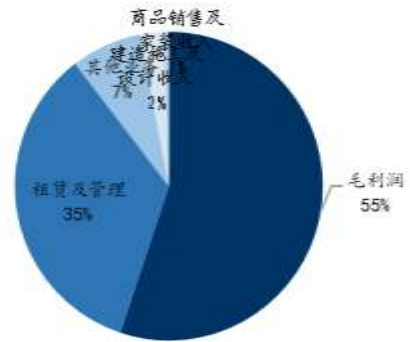
分产品构成方面, 自营商场的租赁管理业务仍然是收入、毛利的主要来源, 在营收/毛利占比分别为 56/63%。

图 42: 2018H1 公司营业收入分产品构成 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 43: 2018 年上半年公司毛利分产品构成 (%)

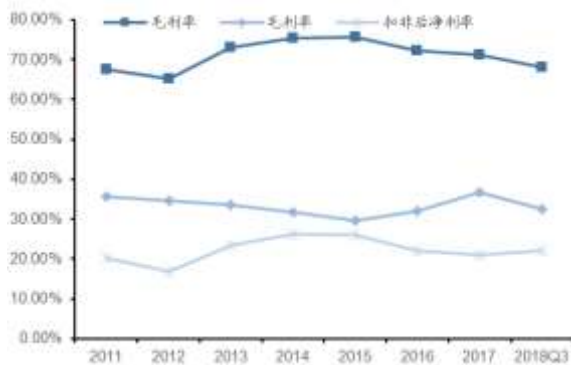


资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面, 2018Q1-Q3 公司毛利率为 67.99%, 同比下降 1.90%, 主要因收入结构变化相关: 委管业务以及其他业务占比提升。分产品看, 2018H1 自营业务毛利率为 78.16%, 同比维持稳定; 委管业务毛利率为 69.62%, 同比 -4.94pct, 主要原因是去年下半年集中新开委管店致 18H1 毛利率下降, 另外由于委管业务进入三四五线城市后, 单个项目收费略微降低。

费用率方面, 公司 18Q1-Q3 总费用率为 32.53%, 同比下降 0.6pct。其中销售费用率、管理费用率分别优化了 0.9pct、0.43pct, 为 11.39%、9.33%, 主要因精细化管理及规模效应提升; 财务费用率同比提升 0.73pct 至 11.81%。我们认为, 公司总费用率随着规模效应的持续释放、以及资产负债率的优化, 存在持续优化的空间。

图 44: 公司历年毛利率、扣非净利率和总费用率变化 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 45: 公司历年三项费用率变化 (%)



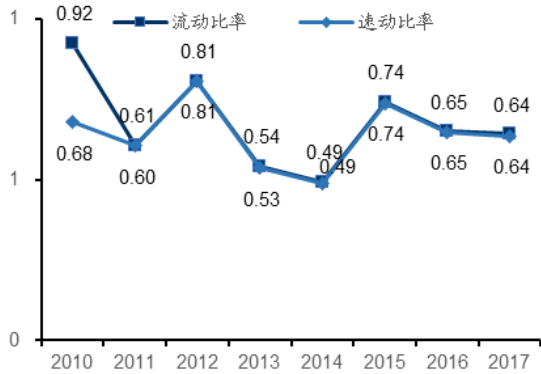
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

偿债能力及现金流量分析: 资产负债率存在持续优化的可能

偿债能力方面, 2017 年底, 公司流动比率及速动比率都为 0.64, 公司流动比率及速动比率均较低, 主要由于公司经营规模的持续扩张, 导致投入较大, 且公司资产结构以投资性房地产等非流动资产为主。

2017 年底, 公司资产负债率为 54.72%, 呈现小幅上升趋势。我们认为, 随着一二线城市连锁家装建材市场趋于饱和, 公司未来更多将通过委管模式向三四线拓展, 未来的扩展模式将以轻资产为主, 公司财务杠杆水平有望得到优化。

图 46: 公司历年流动比率及速动比率 (x)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

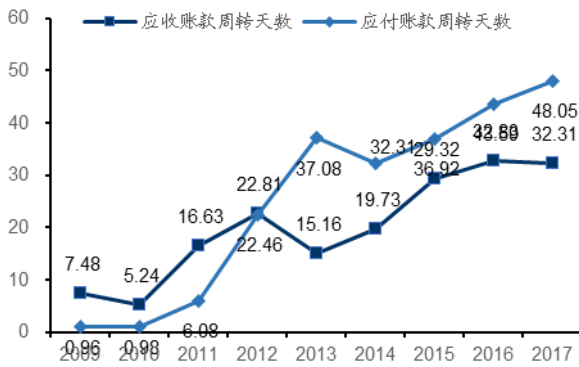
图 47: 公司历年资产负债率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

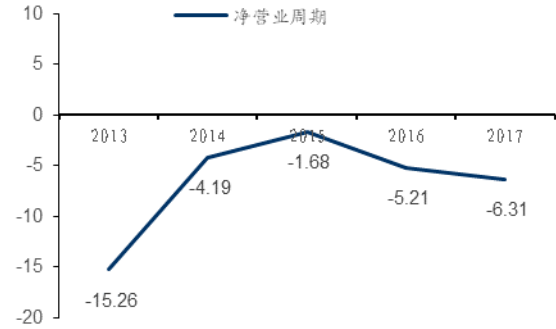
公司营运能力良好, 近年来应收账款、应付账款周转天数都有所延长, 但是净营业周期始终为负, 体现出对上下游较强的议价能力。

图 48: 公司历年应收账款及应付账款周转天数 (天)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 49: 公司历年净营业周期 (天)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

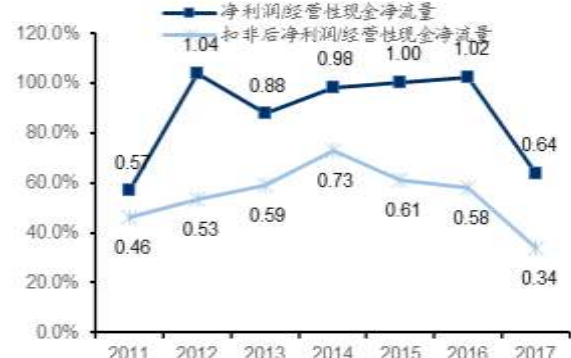
现金流量表方面, 近年来, 公司 CFO 已经基本覆盖 capex(主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金), 现金状况进入相对良性循环; 经营性现金流相对稳健。17 年 CFO 大幅增长, 一方面是预收租金以及管理费的收款状况良好, 另一方面新开委管商场增加, 定金、保证金以及押金的收取增加。

图 50: 公司历年经营活动现金净流量及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 51: 公司历年净利润 (扣非前及扣非后) / 经营性现金净流量 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

品牌优势突出，新零售赋能，全产业链布局提速

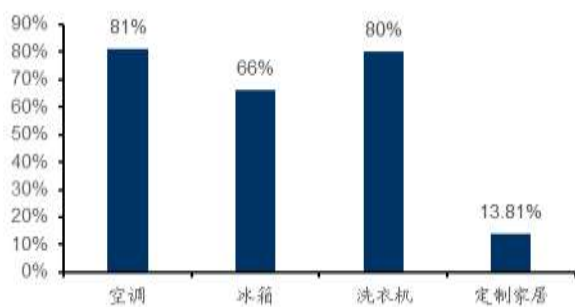
竞争优势分析：被低估的品牌价值

公司的竞争优势主要包括品牌价值、连锁网络、管理能力、资本投入等方面。我们认为，资本市场对家居家具连锁渠道的品牌价值存在低估：与其他连锁渠道不同的是，家装产业链价值最高的环节体现在渠道环节，而非品牌制造商环节——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。公司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，

我们尝试用家电市场与定制家居市场进行对比。在同属广义家装行业的家电领域（主要针对高价低频的大家电品类），因为产品高度标准化、品牌份额高度集中，消费者往往对品牌商而非渠道商更容易产生认同感；而家居家具行业则截然相反，作为低频、非标、高度分散的品类，消费者对渠道的依赖程度将更高。此外国内家装家居消费者往往还面临软装+硬装等多品类一站式购买的难题，运输、安装等问题也使得渠道的服务价值有所体现。

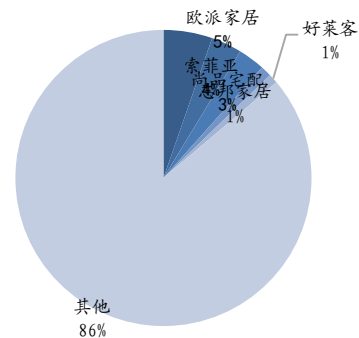
家居与家电行业市场集中度差异极大，渠道商的议价能力也截然不同。据测算，定制家居行业 CR5 份额仅为 13.81%，呈现高度分散化的特点，而白电中空调、洗衣机 CR5 则高达 80%。因此，在家电行业中，上游厂商往往具备更强的议价权，而中游渠道与下游客户则议价能力较弱；相反，在家具家居行业中，尽管定制家居独立渠道处于高度发展阶段，我们仍然很难说有绝对强势的企业出现，厂商对连锁渠道依赖较大，同时消费者也更信赖连锁商场企业。（对于定制家居行业，拟采用上市公司销售收入与行业数据进行测算。据统计局，2017 年规模以上家具制造业主营业务收入为 9112.6 亿元，假定制家居在家居整体市场占比为 20%，则定制家居市场规模约为 1800 亿元。）

图 52：白电行业与定制家居行业 CR5 市场份额对比（%）



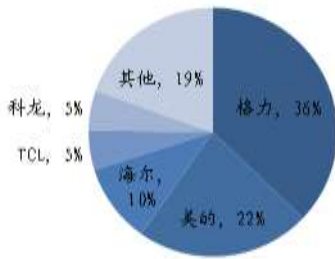
资料来源：产业在线、统计局、公司公告、国信证券经济研究所整理及预测
注：家电行业数据采用 Q1-Q3 产业在线内销数据；定制家居行业份额通过 2017 年上市公司收入/定制家居收入测算

图 53：定制家居行业主要企业市场份额（%）



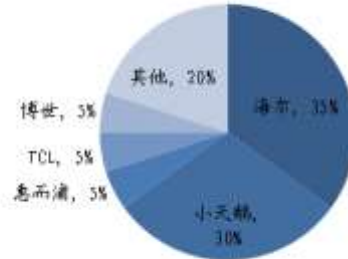
资料来源：统计局、公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

图 54: 空调行业主要企业内销市场份额 (%)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

图 55: 洗衣机行业主要企业内销市场份额 (%)



资料来源: 产业在线、国信证券经济研究所整理

牵手腾讯，IMP 开启智慧零售

10 月 31 日，红星美凯龙正式与腾讯建立全面战略合作伙伴关系，还公布的双方首个合作成果——IMP 全球家居智慧营销平台。IMP 平台就像是一个“超级连接器”，将不同的家居品牌连接起来，从而可以实现家装周期内用户不同家装阶段之间的无缝连接。接入 IMP 平台的家居品牌可以用准确的方式找到自己最准确的用户。

在腾讯全方面的赋能下，公司以微信小程序为线上主战场，实现全场景全渠道精准引流，将腾讯的流量和数据加持进行高效转化，首创家居行业“团尖货”模式。在“团尖货”11·11 大促中，红星美凯龙全国商场成交额突破 160 亿元，相比去年的 2 天时间，今年 10 月 22 日至 11 月 11 日的成交额同比猛增 550%。活动期间，总订单数超 41 万，客单价高达 3.89 万。

图 56: 公司与腾讯联合打造的 IMP 五大系统



资料来源: 中国经济新闻网、国信证券经济研究所整理

公司还积极探索线上线下一体化转化，流量核心是线上线下一体化营销矩阵，其中线上流量是很重要的部分，公司有大量微信群、客户群，全国 260 多个商场中大量的营业员、导购员、楼管等都会维护相当数量的微信群，进行点对点沟通以转化流量，公司也对品牌商进行流量输出。

对外投资布局家居全产业链

公司加强以家为核心进行业务的跨界外延，布局整个家居产业链，通过投资的方式撬动更大的市场。

公司在家居产业投资战略方面已初见成效。除了此前成功 IPO 的欧派家居，公司近年来在科技、AI、大数据等领域先后投资了爱笔科技、康力优蓝、紫光物联、云丁科技、智谛智能等一批科技创新型企业，涉及智慧商场人脸识别、服务机器人、全屋智能家居、智能门锁、智能厨房等多个细分领域。此外，公司

通过济南财金复星惟实股权投资基金投资的上海华培动力科技股份有限公司已于11月23日获IPO批文。该基金亦有其他被投资企业符合科创板申报条件。

加强与上游轻工企业深度合作

公司的快速扩张离不开其强大的招商能力。公司强大的品牌影响力全国性布局网络体系对处于品牌强化期的家居装饰及家具生产企业有较强号召力。截至2017年末，公司的商场品牌库拥有1.9万个品牌，与约1.1万家家居品牌工厂和约4万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，也大大缩减了招商时间和成本。对于新开商场，招商程序通常在施工阶段基本完成之时开始，通常公司可以在六个月内完成新商场的招商，开业时出租率通常超过90%。

公司与一系列家居上游龙头进行深度合作，目前有大量家居品牌与公司签订战略合作协议，其中包括领绣、左右家私、美克家居、中策装饰等行业内龙头，合作内容包括家居制造商在同等条件下优先承租铺位，获得最佳位置的店面，享受公司的品牌和营销资源，新品优先在公司的商场销售，规范销售终端的经营管理和维护品牌知识产权等。

图 57: 索菲亚全屋定制 (红星美凯龙苏州园区店)



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 58: 美克家居 (红星美凯龙真北商场) 开业



资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

行业分析: 市场空间巨大, 集中度提升正当时

家具家装零售市场规模达 2.6 万亿

据 Frost & Sullivan, 2017 年, 家居装饰及家具行业的销售额达 4.5 万亿元, 同比增 12.7%, 2016 年销售额为 3.99 万亿元, 其中零售市场规模为 2.60 万亿元, 占比 65.15%。2011 年至 2016 年, 受益于国民经济的平稳发展、国内家居家具行业零售销售额由 1.51 万亿元增加至 2.60 万亿元, 年复合增长率为 11.48%, 预计未来五年复合增长率达到 11.12%。

家居家具行业主要包括三类产品: 家具、住房装修 (含耐用品家具及消费品) 以及轻型建筑材料。其中轻型建筑材料占比约为 54.44% (2016 年), 轻型建筑材料的需求与新屋销售相关, 且通常比家具及住房装修需求更具周期性。

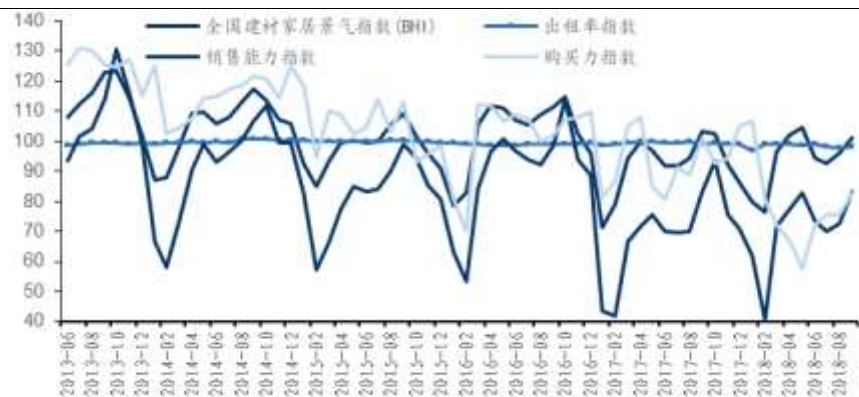
图 59: 2011-2021 年中国家具市场零售额及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

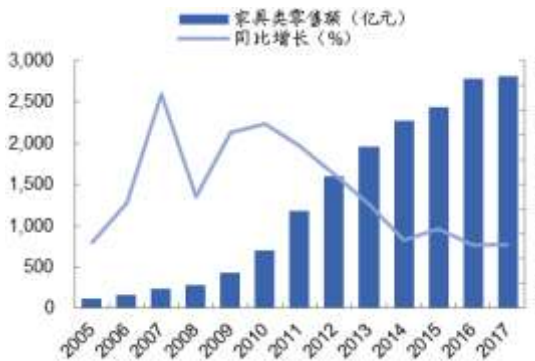
中国家居市场整体增速放缓, 家居景气度下降。2017 年, 限额以上单位家具类零售额 2808.9 亿元, 同比增长 12.8%, 同比增速小幅放缓; 装修装饰行业产值为 12017.27 亿元, 同比增长 6.39%, 增速有所放缓。建材家居景气指数 (BHI) 进入下降轨道, 购买力指数、销售能力指数降幅较快, 对出租率指数带来较大压力——18 年 9 月出租率指数下探至 98.10。

图 60: 2013-2017 年全国 BHI, BHI: 购买力指数, BHI: 销售能力指数, BHI: 出租率指数



资料来源: 统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 61: 2005-2017 年限额以上单位家具类零售额与同比增长 (亿元, %)



资料来源: 统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 2008-2017 年装修装饰行业产值与同比增长 (万元, %)



资料来源: 统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

新房需求+二次装修需求驱动行业平稳发展, 周期性并不显著

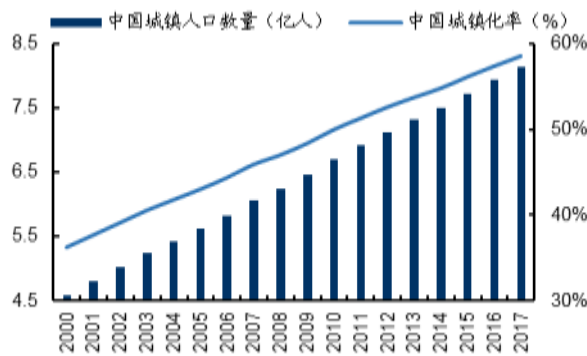
城镇化速度加快与消费升级带动地产行业发展，我国城镇化发展，人口涌入带来的是房地产市场高速发展的真实需求。2017年，全国城镇人口数量达到 8.13 亿，城镇化率 58.52%，1996 年仅为 30.48%。据 Frost & Sullivan，2021 年我国城镇人口将达到 9.03 亿人，较 2017 年增加约 0.90 亿人，按照人均 30 平方米住房面积计算，未来 4 年城镇化带来增量约为 27 亿平方米。

此外，城镇化助推我国消费升级，居民对于生活品质的追求更高。2017 年，我国城镇居民人均可支配收入达到 3.64 万元，同比增长 8.27%。消费升级拉动我国家庭改善型住房需求增长，催化“小房换大房”的置业需求。此外，婚育住房消费、家具的二次装修也为行业带来持续的发展空间。

地产波动在一定程度上对行业造成短期扰动。整体而言，近年来我国房地产行业保持较快发展趋势，“十二五”期间，房地产累计投资额 41.06 万亿元，年均增长 14.74%；2017 年，房地产投资额达到 10.98 万亿元，同比增长 7.04%。尽管终端商品房销售增速持续下行，近年来系列抑制大城市房价过快增长的政策，减弱房地产的资产属性，促使大量投资、投机性存量房或空置房转化为居住性住房，具备居住或出租功能，成为家居装饰及家具市场需求的来源。

此外，值得注意的是，**家居家具行业相较于地产行业，周期性并不显著，具备较强的防御性。家具家居行业终端消费群体既包括新房购买者，还包括大量存量市场的二次装修需求**。从新房增量的角度，家居流通相对房产销售滞后期约 12 个月；此外，通常国内居民住宅、公共建筑的装修周期在 6-8 年，二次装修需求带来市场空间不容小觑。宏观数据印证这一观点：2014-2015 年房地产市场低迷，住宅销售面积均同比下滑，而家居装饰及家具行业的销售却保持稳健增长。

图 63：2000-2017 年我国城镇化人口数量与城镇化率（亿人，%）



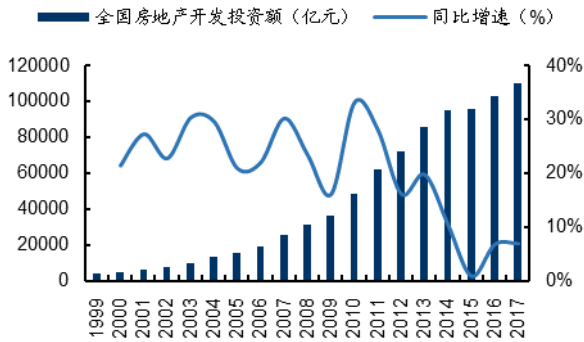
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 64：2000-2017 年我国城镇居民人均可支配收入与同比增长（万元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 65: 2000-2017 年我国房地产投资额与同比增速 (亿元,%)



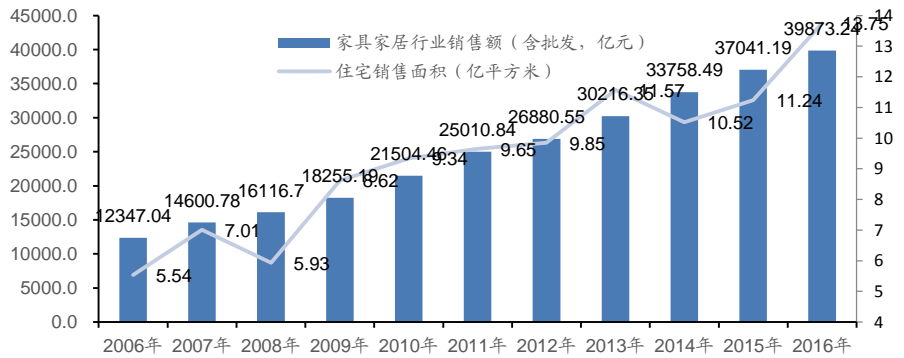
资料来源: 统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 66: 我国月度住宅销售面积累积同比 (%)



资料来源: 统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图 67: 历年我国家具家居行业销售额与住宅销售面积 (亿元、亿平方米)



资料来源: Frost & Sullivan、公司招股书、国信证券经济研究所整理

渠道分析: 渠道份额持续向行业龙头集中, 多元化并存

我国家具零售行业呈现高度分散的特点。从渠道的角度, 目前我国家具零售市场主要包括四种渠道: 连锁商场、商场、电商以及其他。其中, 公司所属的连锁商场份额较低, 仅为 23%, 显示出当前行业的高度分散化。据中国建筑材料流通协会的统计, 目前全国规模以上建材家居卖场超过 3,000 家。据 Frost & Sullivan, 2016 年我国连锁家居家具商场零售销售额约为 5,975.43 亿元, 前五大连锁零售商 (红星美凯龙、居然之家、金盛集团、月星集团及武汉欧亚达) 销售额仅为 1,705 亿元, 占比为 28.53%; 此外, 庞大的非连锁零售市场规模接近万亿。

从市场空间来看, 全国共有 2297 个市以及县, 而公司仅进入 180 个城市, 全国绝大部分地区对于连锁中高端家居商场仍是空白区域。保守假设公司实现 50% 的渗透率, 潜在开店空间也超 1000 家。从零售市场空间来看, 2016 年家居零售市场空间达 2.6 万亿, 静态假设公司实现 10% 的渗透率 (当前约为 2.7%), 潜在销售额也可达到 2600 亿元 (2016 年约为 706 亿), 市场空间较大。

表 12: 我国主要家居家具零售市场渠道对比

渠道	市场份额 (2016年)	简介
连锁商场	23%	前五大家居家具连锁零售商依次为红星美凯龙、居然之家、金盛集团、月星集团及武汉欧亚达
非连锁商场	37.39%	小型一站式连锁家居商场，与同行连锁商场相比，缺乏产品类别及消费者的信任。他们通常分布在欠发达的地区市场
其他	32.4%	传统渠道（如家居装饰及家具销售一条街）以及超市、百货公司及品牌专卖店等其他传统销售渠道。在早期传统的消费习惯下形成，而随着城镇化的发展、消费者对专业的一站式商场购物服务的青睐以及未来产业集中度的提升，传统家具及建材市场销售份额将大幅减少。
线上渠道	7.21%	典型线上零售商包括美乐乐及齐家装修网，天猫与京东也已扩张至家居家具领域。在线销售的产品仍以小型家居装饰品为主，大型产品以及需要定制服务的产品主要通过线下渠道销售。

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

行业集中化成为长期趋势，连锁运营商将持续蚕食其他渠道。1) 小型非连锁运营商通常分布在欠发达的地区市场，随着大型一站式连锁运营商渠道下沉持续，小型运营商无论从品牌能力、管理能力、供应链效率等方面都难以抗衡。2) 线上渠道更多是作为线下的补充: 电商渠道近年发展较快，然而受制于购物体验、售后服务、以及物流安装等方面，短期内难以对线下渠道造成太大影响。据 Frost & Sullivan, 2016 年线上零售占比为 7.21%; 而据艾瑞咨询推测, 2016 家装网购渗透率仅为 4%。3) 近年独立自营店发展较快，独立订制家居品牌展店加速，然而由于一站式卖场能提供更全面的产品组合，独立自营店的引流难度较大。综上，行业集中度将持续向连锁卖场集中。

图 68: 2016 年我国家居家具零售市场的 4 种渠道份额对比 (%)



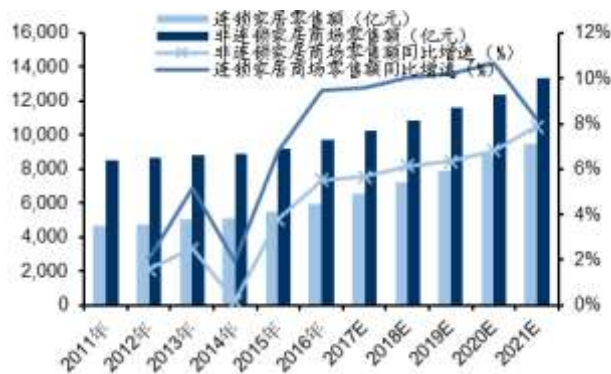
资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 69: 2011-2021 年连锁家居商场零售额(亿元)与所占比重 (%)



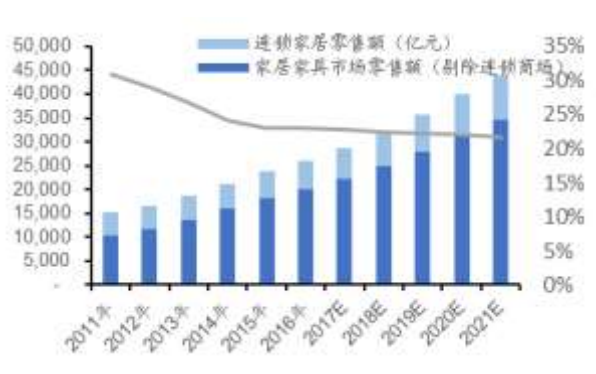
资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 70: 一站式商场份额进一步向连锁商场集中 (亿元, %)



资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 71: 连锁家居零售额在整体零售额占比中持续下降 (亿元, %)



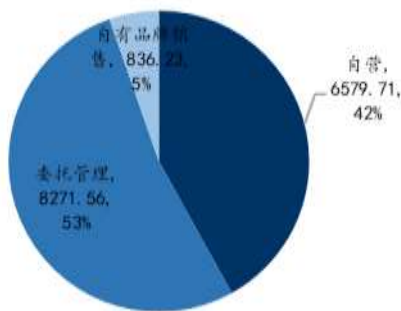
资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

我们仍应注意到，**渠道多元化的趋势也持续呈现**。在消费升级+新零售趋势下，全屋定制和“大家居”成为有实力家居企业创新升级的主要方向。电商渠道、独立店、整装公司、品牌旗舰店等都带来一定分流。家居企业纷纷布局“大家居”战略，独立开拓自身的渠道，体现在从单品类向对品类进行产品线扩宽，或是通过个性定制单品向全屋定制看齐，或是整合设计、装修、供应链、物流、安装等服务。

然而，大家居并非品类的简单组合与叠加，而是一项系统工程，由于行业壁垒、技术、资金、以及资源整合等方面原因，**品牌商的大家居还处于起步阶段**。而强势的渠道运营企业如公司，已经可以为消费者提供综合产品选择、体验试用、产品定制、下单、运送及协调安排的一站式购物服务，同时还通过股权投资加强对上游布局，进一步提升一站式解决方案的能力。

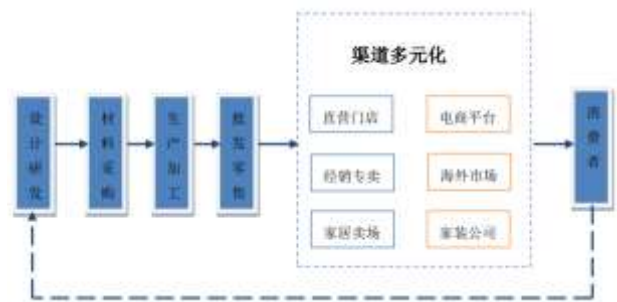
从商场经营模式的角度，家居装饰及家具商场经营模式主要包括：自营、委托管理及自有品牌销售。随着家居装饰及家具市场的迅速发展，越来越多的商场采用委管模式经营，2016年，委管占比超过50%。

图 72：2016 年家居家具商场的经营模式占比（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图 73：家居卖场渠道呈现多元化



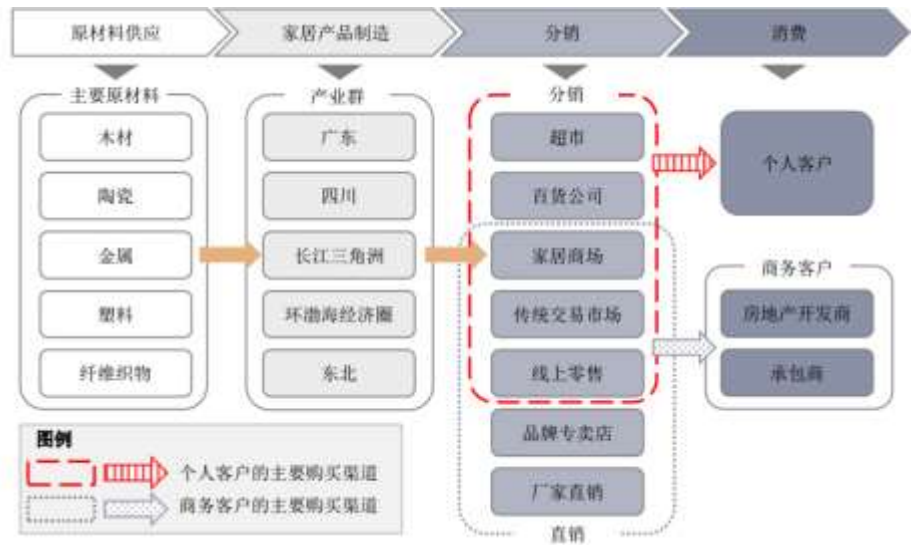
资料来源：富森美年报、国信证券经济研究所整理

产业链分析：渠道环节价值最高，对上下游议价能力较强

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。

渠道环节从价值链中创造并抽取大部分经济效益。由于家居家具产业链极长、上游制造行业进入壁垒较低，呈现数量大、规模小、高度分散化的特点，且标准化程度较低、品质鱼龙混杂，直接接触消费者的分销环节在产业链占据至关重要的地位，从价值链中创造并抽取大部分经济效益。尽管国内部分优质制造商通过品牌建设、定制化加快自有渠道建设，短期内受限于品牌影响力及资源投入，对连锁渠道的依赖性仍然较高。

图 74：我国家具家居产业链构成



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

相对于海外市场，我国家具家居市场呈现出以下特点：

“帮我做”而非“自己做”模式的长期存在：相较于美国国家得宝等专注于提供半成品及工具、消费者自行组装家具的“自己做”模式，国内分销商更普遍提供“帮我做”模式。这种现象主要是由于：1) 生活习惯差异：欧美国家居民拥有自建房屋的习惯，且劳工成本较高；国内情形则相反，促使“帮我做”模式流行；2) 早期我国地产交房以毛坯房为主，消费者需同时考虑购置硬装+软装，一站式连锁商场提供的产品和服务的全面性更为全面。

单一制造品牌薄弱，消费者对分销渠道依赖度极高：与其他连锁行业不同，家居家具行业消费者更熟悉渠道品牌而非单一产品品牌。主要因：1) 产品购买高价低频的特点，使得单一品牌商建立零售渠道的成本巨大。2) 我国家装产业链条极长，单一品牌制造商难以提供全品类的产品组合和服务，消费者倾向于一站式商场满足所有品类需求，凭借高客流量易于构筑品牌壁垒。此外，便利消费（如交付安排、在线零售、售后服务相结合的一站式购物体验）的需求的不断增长也将使连锁运营商受益。

然而，我们仍需注意到，2017 年各地政府相继出台房地产精装房政策即“建住宅实 100%全装修和成品交付”，房地产企业进入精装房市场，也势必影响家居流通业企业变革。公司对这些变革早已做出一系列应对措施：包括通过内生+外延手段向产业链上游延伸（包括制造、品牌、设计等等），以及积极开展互联网泛家居消费策略。

竞争对手分析：公司盈利能力领先

2016 年我国连锁家居家具商场零售销售额约为 5,975.43 亿元，前五大连锁零售商（红星美凯龙、居然之家、金盛集团、月星集团及武汉欧亚达）销售额仅为 1,705 亿元，占比为 28.53%。根据弗若斯特沙利文的数据，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）4.50% 的市场份额。

全国性布局的连锁家居流通企业中，大多采用自营+委管的模式进行扩张，此外，居然之家部分门店还采用加盟模式。

表 13: 全国主要连锁家居流通企业概况

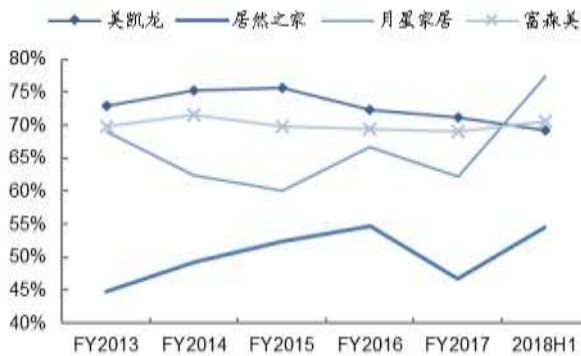
品牌	创立时间	门店总数	经营面积	财务数据	经营模式	主要分布	市场定位
红星美凯龙	1986 年	256	1514 万平方米		自营+委管	地级市到达, 覆盖 29 省市	Shopping Mall 式的一站式体验家居购物广场
居然之家	1999 年	241 (2018H1)	超过 1200 万平方米	2017 年销售额 (GMV)588 亿元, 收入 98.24 亿元, 归母净利润 12.19 亿元。	自营+加盟	从一线城市至下沉县城, 覆盖 28 省市	“居然之家”家居建材主题购物中心包括家装设计中心、家具建材品牌专卖店、建材超市、家居商场等多种业态; 此外, 公司还积极布局新零售、大消。2018 年 2 月, 阿里巴巴等投资人向居然之家投资 54.53 亿元, 持有其 15% 的股份, 投后估值超 360 亿元。
月星家居	1988 年	54	300 平方米	2017 年收入 25.98 亿元, 归母净利润 9.26 亿元	自营+委管	二三线城市, 覆盖 22 省市	集团业务包括家具制造、家居连锁商场和商业地产, 家居连锁商场包括自营和委托管理两种模式。家居连锁板块推出“百店计划”
欧亚达	1984 年	近 50 家	400 万平方米		自营	二、三、四线城市经济较发达城市, 覆盖 10 省市	为顾客提供“一站式”高品质家居生活消费体验为主题的泛家居城市商业综合体
富森美	2000 年	12	137.22 万平方米	2017 年收入 12.58 亿元, 归母净利润 6.51 亿元	自营+委管	四川, 重庆, 覆盖 2 省市	成都、四川地区区域性家居品牌, 加大委管拓展力度

资料来源:公司招股书、居然之家官网、国信证券经济研究所整理(注:居然之家数据截止 2018/6/30,欧亚达、月星家居数据截止 2016/6/30)

盈利能力方面, 公司毛利率在同行居于较高水平; 扣非后净利率也高于居然之家, 次于区域性企业富森美。

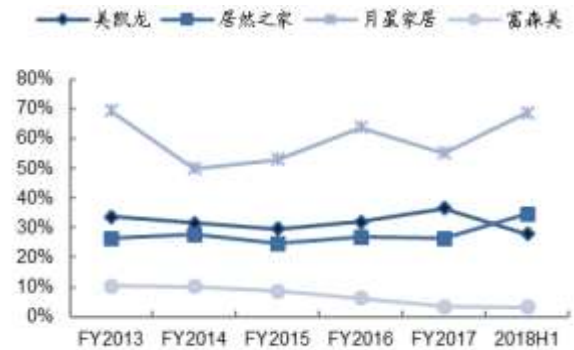
从费用率来看, 公司总费用率在同行居于较高水平, 主要因全国布局营销投入较大, 以及财务成本较高。公司的销售费用率高于同行业可比公司, 在高速扩张期也是相对适宜的发展战略。我们认为, 后续随着资本结构的优化和规模效应的释放, 公司总费用率存在持续优化的预期。

图 75: 历年同行业可比公司毛利率对比 (%)



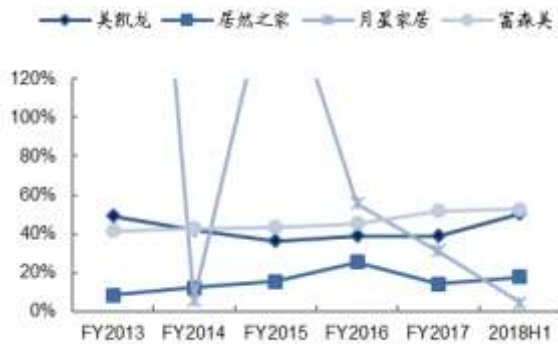
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 76: 历年同行业可比公司总费用率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 77: 历年同行业可比公司净利率对比 (%)



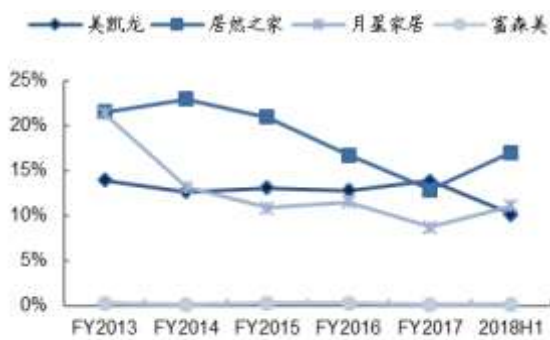
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 78: 历年同行业可比公司扣非后净利率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 79: 历年同行业可比公司销售费用率对比 (%)



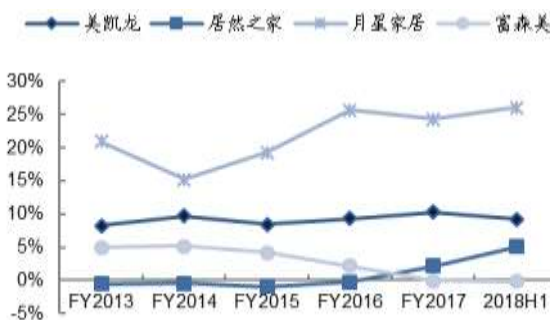
资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 80: 历年同行业可比公司管理费用率对比 (%)



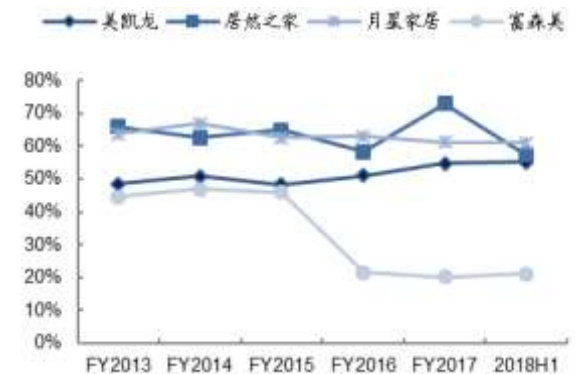
资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 81: 历年同行业可比公司财务费用率对比 (%)



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 82: 历年同行业可比公司资产负债率对比 (%)



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

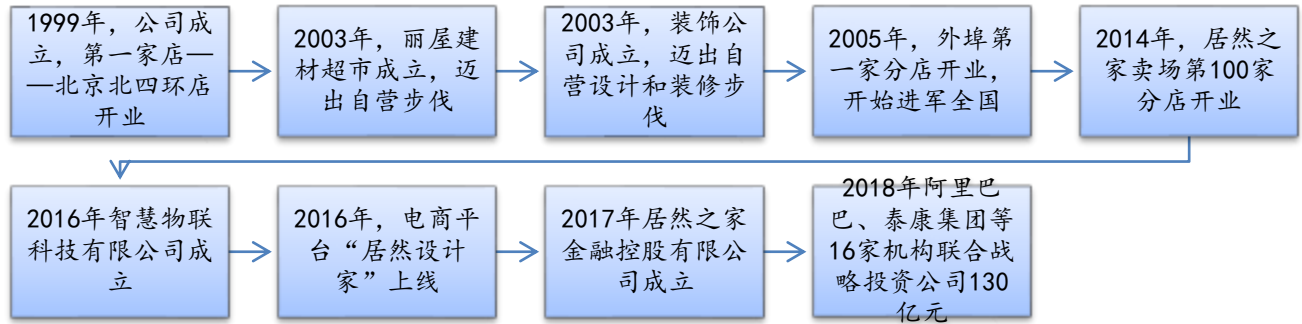
主要竞争对手: 居然之家牵手阿里, 大家居转型大消费

北京居然之家投资控股集团控股有限公司成立于 1999 年, 是我国家居建材行业龙头企业之一。截至 2017 年底, 居然之家家具建材大卖场已经覆盖全国 29 个省(市)自治区, 开店数量达到 223 家, 其中直营店 89 家, 加盟店 134 家; 全年市场销售额 (GMV) 588 亿元, 仅次于公司。

2018 年 2 月 11 日, 阿里巴巴以及关联投资方以 54.53 亿元投资居然之家 15% 的股份, 成为居然之家家居连锁集团的第二大股东。双方将运用各自优势, 在

移动支付、智慧门店、电商平台、智慧物流、消费金融等方面进行‘1+1>2’的深入合作，从而实现信息同步，资源共享，共同打造家居零售新模式。

图 83: 居然之家大事记



资料来源:公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

居然之家主营业务分为三大板块，家居建材商场业务、家庭装饰装修业务及家居建材零售超市业务；其中以家居建材商场业务为核心业务。家居建材商场业务在收入构成中占比最大，分为直营和加盟模式：直营模式由公司自主运营家居建材商场；加盟模式下，居然之家与加盟方签订加盟协议，不承担加盟店的具体运营管理工作，通过派驻或不定期派出管理人员确保“标准化、流程化”的经营。

家庭装饰装修业务主要承接家庭设计和装修施工业务，在传统的“以整合式家装服务为特征的整体家装模式”基础上，为客户提供省时、省心、省力、省钱的“整体家装解决方案”。家居建材零售超市业务通过经销与代销模式。主营五金工具、电工电料、油漆涂料、管材管件等建材商品，通过进销差价及销售返点来获取收益。经销约占总收入 80%左右。

未来，居然之家将深化大家居战略，“一个中心+四个基本点”：继续在家居建材领域深耕；并围绕电商、物流、金融和大消费四个方向转型，升级商业模式。

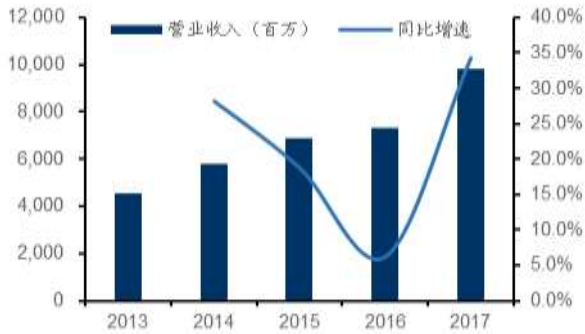
据腾讯家居，居然之家五年内计划将线上线下完全融为一体，实体店数量超过 600 家，市场年销售额（GMV）超过 1000 亿元，成为中国家居行业第一品牌；十年内完成从“大家居”向“大消费”的转型升级，走出国门，实体店数量超过 1200 家，市场年销售额（GMV）超过 2000 亿元。

图 84: 居然之家全国扩张版图



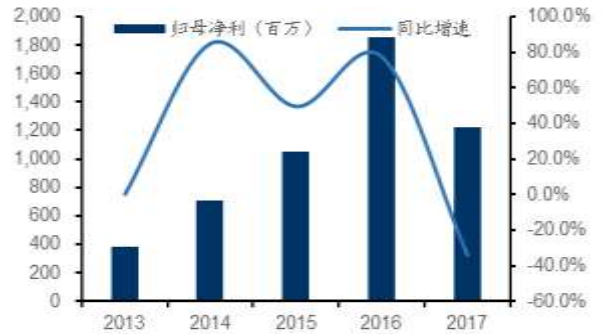
资料来源: 百度图片、国信证券经济研究所整理

图 85: 居然之家历年营业收入及同比增速 (百万元、%)



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 86: 居然之家历年归母净利润及同比增速 (百万元、%)



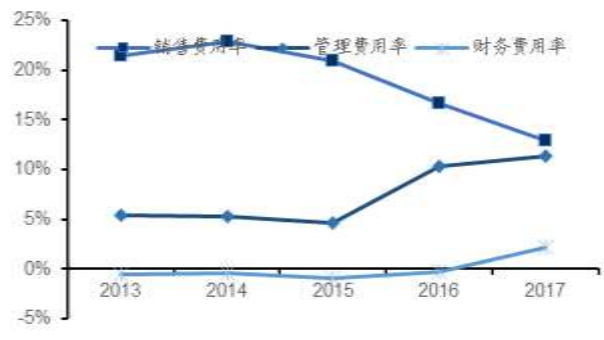
资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 87: 居然之家历年毛利率、净利率和总费用率变化 (%)



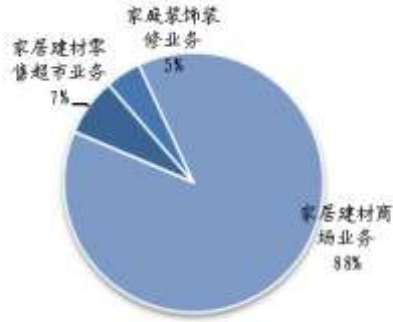
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 88: 居然之家历年三项费用率变化 (%)



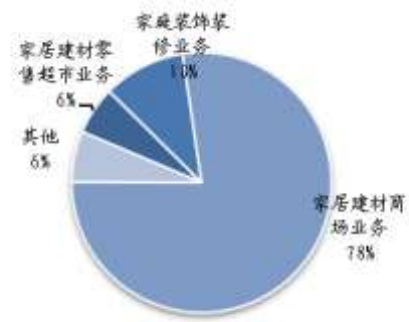
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 89：2015 年居然之家分业务营业收入占比 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 90：2017 年居然之家分业务营业收入占比 (%)



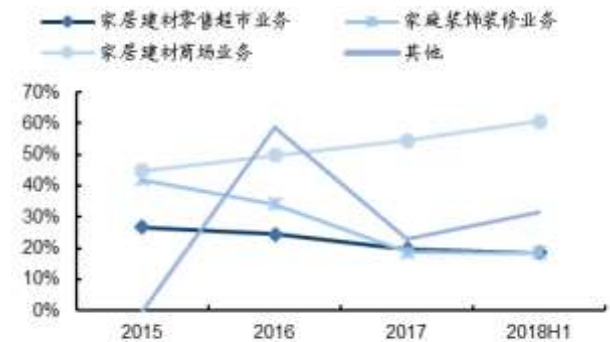
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 91：居然之家历年分业务营业收入构成 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 92：居然之家历年分业务毛利率 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 93：居然之家与阿里巴巴达成战略合作协议



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

图 94：居然之家与盒马鲜生签约仪式



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

海外模式研究：美国家居龙头家得宝的 DIY 模式

家得宝 (HomeDepot) 成立于 1978 年，是排在沃尔玛之后的全美第二大零售商，连续 9 年被《财富》杂志评为最受欢迎的专业零售商。2018 年 7 月 19 日，《财富》世界 500 强排行榜发布，家得宝位列 57 位。公司主营建材家居用品的零售，主打一站式采购、自助家装 (DIY) 概念，后端通过全球采购、优化供应链，前端通过仓储式门店连锁经营，有效地控制成本，价格优势明显。

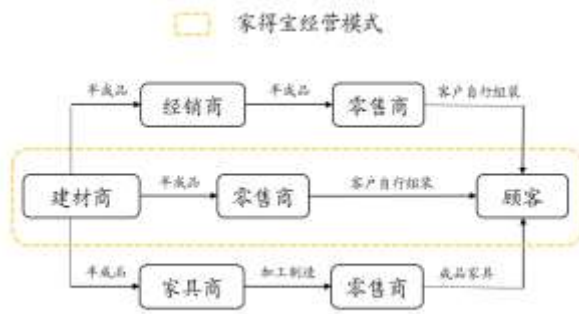
家得宝是全球最大的家居装饰零售商，定位为仓储式自营连锁零售商场，集商品销售与商品储存于一个空间，2017 年家得宝平均门店面积 9662 平方米，单店年均存储 30000-40000 件商品。通过 F2C 模式直接向制造商大批量进货，同时以低于百货商店的价格出售高质量商品，从而稳步提升市场占有率。目前，家得宝在美国、加拿大、墨西哥、中国、印度、东南亚、欧洲均设有采购办公室，在全球拥有 300 余家供应商。

家得宝商场大多建造于郊区，购物现场布置粗犷，商场没有整齐规划和装修，降低了租金成本与装修成本。家得宝以薄利多销为核心，实行“高周转、低毛利”的商业模式，通过全球采供以及直接向制造商进货降低成本，严格控制加价率低价取胜。家得宝拥有完善的物流配送体系，自有供应链配送商品超过 95%，保证能在 2 天之内将产品送到 90% 以上的美国家庭。

家得宝以 DIY 客户为主要目标消费群体，主要业务模式为提供半成品家具建材及工具，让客户在家自己 DIY 组装家具。美国新房大多以成品房交付，新房基装与硬装需求低，因而主要装修需求来自于二次翻新装修，房屋维护和局部整修，加上美国人工成本高昂，更多美国人选择自己对房屋进行装修维护。家得宝直接提供建材、家具半成品、工具以及家具组装指导方案，让顾客在家自己组装家具，以低廉的价格取胜。

同时，家得宝也根据时代潮流与客户需求不断改进自身服务，可以根据客户自身需求提供 DIFM(上门送货安装)等一整套家居服务，并进一步演变 DIY+BIY+CIY(自己创造设计装修风格,请专业人士施工)的新时代组合。2006 年以后公司开始将 O2O 模式视为同店销售新增长点，启动“快速调动中心”提高自有供应链配送。

图 95: 家得宝经营模式示意图



资料来源:国信证券经济研究所整理

图 96: 家得宝商场示意图



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

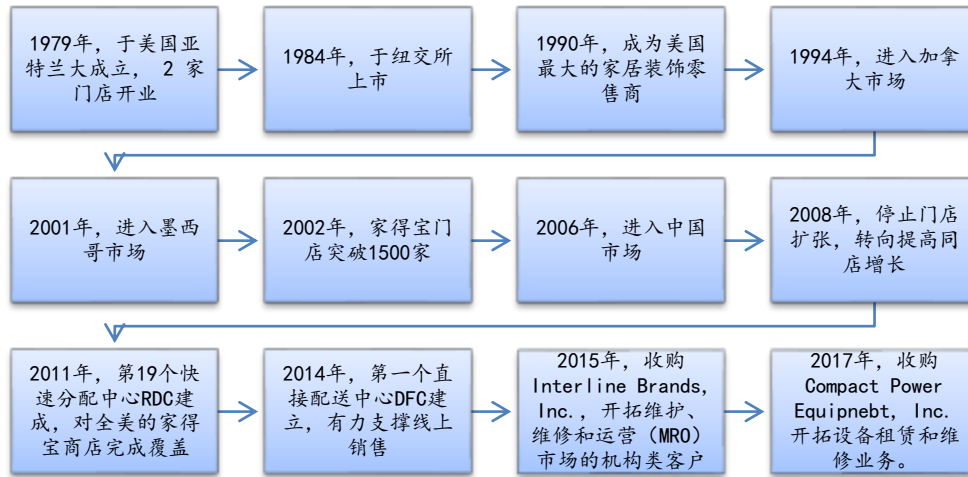
进入中国市场与退出: 国内外家居市场消费模式差异极大。家得宝于 2006 年底，通过收购天津家世界家居，成功登陆中国市场。2012 年 9 月 14 日，正式对外宣布关闭其在中国的所有七家大型家居建材零售商店，但是同时保留于 2012 年 6 月开立的涂料专卖店。这场教训主要是因为家得宝错误地高估了中国 DIY 消费的市场规模。DIY 模式在中国仅占很小的市场份额。

截至 2017 年底，家得宝于全球共拥有 2284 家门店，其中在美国拥有 1701 家门店。2017 年公司营业收入为 1009.04 亿美元，归母净利润为 86.30 亿美元。从 1986 年到 2017 年，公司收入的年均复合增速 (CAGR) 为 15%。自 1984 年上市以来，公司前复权股价由 0.28 美元增至 169.05 美元，增长 582 倍，当前市值 1910 亿美元。公司当前 PE 估值为 18.24 倍,PS 估值为 1.81 倍，税息折旧及摊销前利润为 44.11 亿美元。美国第二大室内装饰材料零售商劳氏公司

PE 估值为 17.00 倍，而 PS 估值仅为 1.02 倍。

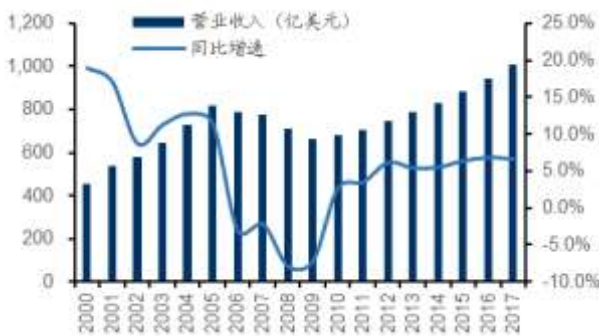
2017 年，家得宝销售收入为 1009.04 亿美元，同比增长 6.67%。归母净利润为 87.57 亿美元，同比提升 10.05%。

图 97: 家得宝大事记



资料来源:公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

图 98: 家得宝历年营业收入及同比增速 (亿美元、%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 99: 家得宝历年归母净利润及同比增速 (亿美元、%)

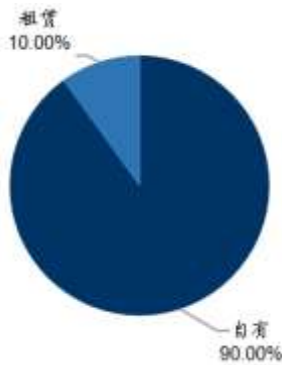


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

家得宝主要经营模式包括自有和租赁。2017 年公司自有门店数量占比达到 90%，而租赁门店占比 10%。2017 年，家得宝客流量达到 15.79 亿人次，平均客单价为 63.92 美元，客单价与同店销售增长率分别为 4.50%和 6.80%。

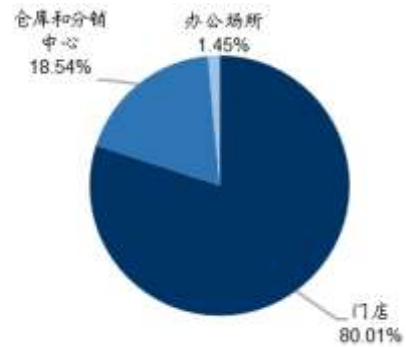
分产品来看，2017 年销售占比排名前三的产品分别为室内园艺用品、家电、涂料，占比分别为 9.55%/8.07%/7.92%。

图 100: 2017 年家得宝门店数量分经营模式占比 (%)



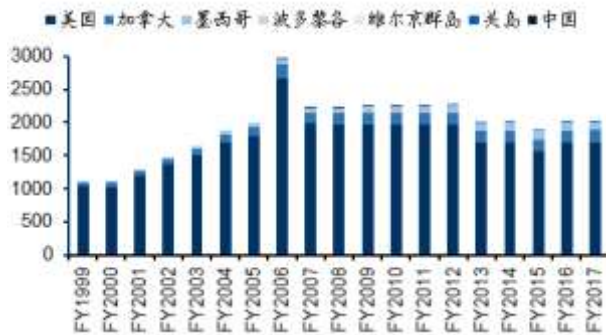
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 101: 2017 年家得宝门店面积分类型占比 (%)



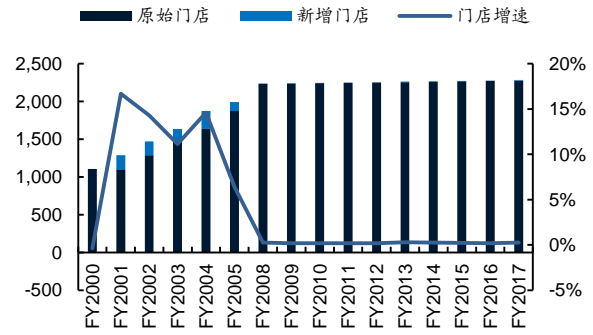
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 102: 家得宝历年各国门店分布 (家)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 103: 家得宝历年门店数及其增速 (家, %)



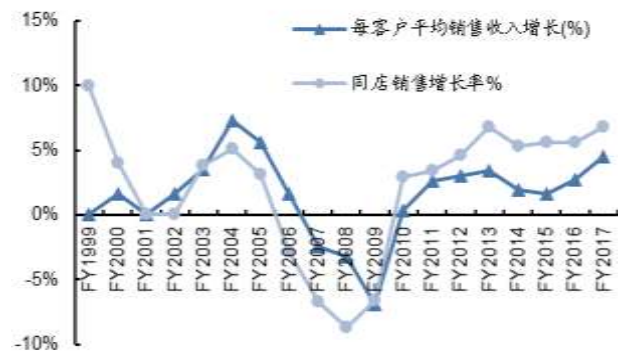
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 104: 家得宝历年客流量及其增速 (百万人, %)



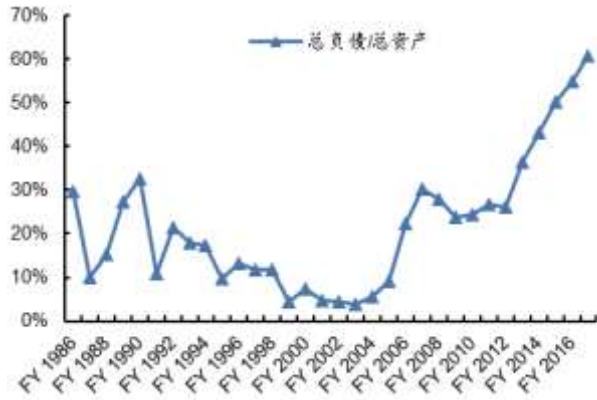
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 105: 家得宝历年客单价增速及同店销售增速 (% , %)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 106: 家得宝历年资产负债率 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 107: 2017 年公司分产品销售收入构成 (%)



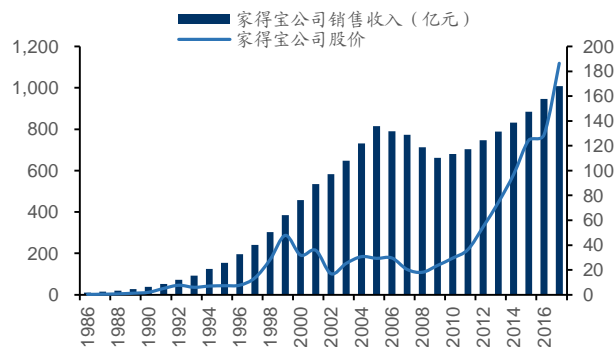
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

表 14: 2017 年家得宝自有和租赁设施占比及面积 (%、万平方米)

名称	自有	租赁	面积合计 (万平方米)
门店	90%	10%	2205
仓库和分销中心	4%	96%	511
办公场所	21%	79%	40

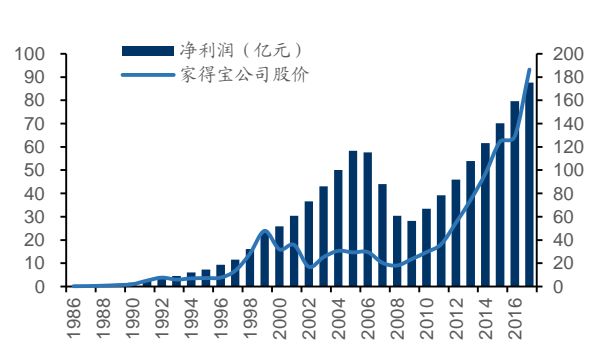
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 108: 家得宝历年股票价格和收入 (美元/股、亿美元)



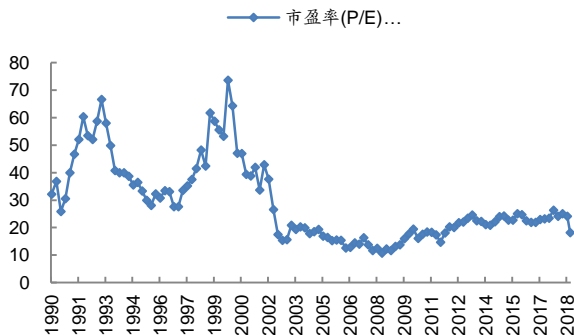
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 109: 家得宝历年股票价格和净利润 (美元/股、亿美元)



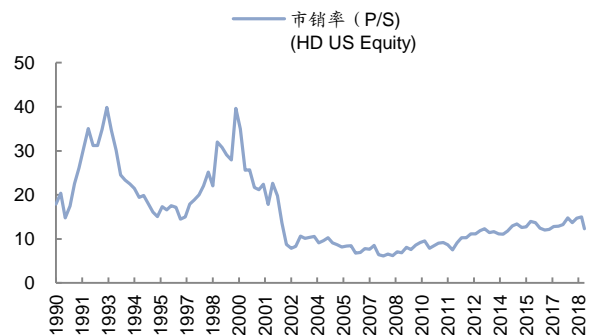
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 110: 家得宝分季度 PE 估值 (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 111: 家得宝分季度 PS 估值 (倍)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们通过租赁及管理（自营业务）、委管业务和其他业务（含商业）进行分析。我们的盈利预测基于以下假设条件：

1) 自营业务:

1.1 单店模型部分:

公司租赁及管理业务收入来自自营商场租金收入，我们按照单店模型进行测算：

单店收入=单店经营面积（平方米）*单位经营面积收入（元/平米/月）*12*出租率（%），

单店收入的增长来源于：1) 门店经营面积提升：公司门店注重体验式建设而公共空间较高，可通过精细化管理使得实际经营面积提升；2) 租金水平提升：主要取决于商户的经营状况，受宏观经济状况及商场运营状态影响；3) 出租率提升：新开门店逐步成熟的过程中，门店出租率将得到提升。

单位面积经营收入：我们通过期间内平均面积（（期初+期末）/2）经营收入进行测算，经计算，2015/2016/2017/18H1 公司单位经营面积收入分别为 115.60/107.47/107.95 元，同比-9.09/-7.03/-0.46%，主要因新开门店区位不如成熟老店，我们假设 2018/2019/2020 年同比增速分别为-0.50/0.00/1.00%；

平均出租率：2015/2016/2017/18H1 公司自营门店出租率分别为 94.10/96.70/97.60/97.90%，展店加速同时呈现提升趋势，假设 2018/2019/2020 年出租率分别为 98/98.10/98.20%。

单店面积：假设未来三年平均新增单店面积为标准店 10 万平方米。

1.2 门店数量部分:

门店数量：公司 2015/2016/2017/18H1 自营门店净增加数分别为 4/11/5/4 家，截止 18Q3，公司筹备中自营店为 22 家，我们判断未来三年公司开店将呈现提速趋势，假设 2018/2019/2020 年净开店 7/10/13 家。

1.3 盈利能力部分:

毛利率：公司自营业务（即租赁及管理业务）的成本部分包括非自有门店的租金、以及员工薪酬。2015/2016/2017/18H1 公司自营业务毛利率分别为 78.07/77.15/77.16/78.16%，我们预计 2018/2019/2020 年分别为 77.30/77.50/77.70%。

1.4 资本开支：我们预测最近三年公司资本开支将维持在 40-50 亿左右水平，从 2022 年起，新开自有门店下降，资本开支将有望减少；

1.5 自营业务整体：预计 2018/2019/2020 年公司自营业务收入同比增速分别为 16.55/17.72/17.20%。

表 15: 公司门店数量模型及预测 (个)

门店数量	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3	2018E	2019E	2020E	2021E
自营商场 (家)	51	55	66	71	75	75	78	88	101	117
净增加		4	11	5	4	4	7	10	13	16
新增	5	7	8	7		0				
关闭	2	4	0	2		0				
委管转入	4	1	3	2		0				
转出委管	0	0	0	2		0				
委管商场 (家)	106	122	134	185	192	196	207	255	315	383
净增加		16	12	51	7	11	22	48	60	68
新增	27	20	20	53	8	6				
关闭	3	3	5	2	0	2				
自营转入	0	0	0	2	0	0				
转出自营	4	1	3	2	2	0				
门店数量合计	157	177	200	256	267	271	285	343	416	500
门店净增加数 (家)	0	20	23	56	11	15	29	58	73	84

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

表 16: 公司自营部分单店模型及预测 (平方米、百万元、元)

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E
门店面积 (自有+租赁, 平方米)	3618684	4132041	4777187	5383085	5769319	6469319	7469319	8769319	10369319
期间平均面积		3875362.5	4454614	5080136	5576202	5926202	6969319	8119319	9569319
新增面积		513357	645146	605898	386234	700000	1000000	1300000	1600000
平均单店面积	0	70461	67494	71551	76924	82940	84879	86825	88627
新增单店面积		128339	58650	121180		100000	100000	100000	100000
收入及坪效									
租赁收入 (百万元)	5134.21	5564.48	5975.41	6394.48	3535.89	7,452.56	8,773.29	10,282.54	12,252.51
租赁收入 yoy		8.38%	7.38%	7.01%	10.90%	16.55%	17.72%	17.20%	19.16%
单位经营面积收入 (元/月, 测算)		127.16	115.60	107.47	107.95	106.94	106.94	107.47	108.54
yoy			-9.09%	-7.03%	-0.46%	-0.50%	0.00%	1%	1.00%
自营出租率		94.10%	96.70%	97.60%	97.90%	98.00%	98.10%	98.20%	98.30%
毛利率	75.42%	78.07%	77.15%	77.16%	78.16%	77.30%	77.50%	77.80%	88.80%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

2) 委管业务:

我们将委管业务按照固定部分以及变化部分进行分析。

2.1 门店数量部分:

门店数量: 公司 2015/2016/2017/18H1 委管门店净增加数分别为 16/12/51/7 家, 我们判断未来三年公司开店将呈现提速趋势, 假设 2018/2019/2020 年净开 22/48/60 家, yoy 11.89/23.19/23.53%。

2.1 固定部分: 年度冠名费及委管收入

我们按照平均单店年度冠名及委管收入*门店数量的方式进行测算: 2015/2016/2017 年平均单店年度收入 (加权) 分别为 1143/1069/965 万元, 17 年因委管大量开店且经营周期较短 (净增 51 家, yoy38.06%) 而有所拖累, 我们预计 2018/2019/2020E 单店收入分别为 984 万/1014 万/1034 万元; 则 2018/2019/2020E 年度冠名咨询委托管理服务收入同比增速分别为 25.34/17.45/16.60%。

毛利率: 由于渠道下沉, 委管业务固定收入毛利率或将难以恢复到 2015-2016 年 45-50% 的水平, 我们保守假设 2018/2019/2020E 年度冠名咨询管理服务毛利率为 39/40/41%;

2.2 变化部分

变化部分包括前期冠名咨询委托管理费用、工程项目咨询费用、以及商业咨询费及招商佣金，与新增门店数量相关。我们保守假设 2018/2019/2020E 变化委管以上三项业务收入增速分别为 10.10%/14.34%/16.16%。

假设变化部分毛利率基本维持稳定。

表 17: 公司委管业务收入、盈利能力及预测 (百万元、%)

固定部分	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E
平均门店数量 (加权, 个)		114	128	159.5	188.5	196	223.5	255.5	295
平均单店年度冠名费及委管收入 (加权, 百万元)		11.43	10.69	9.65	4.40	9.84	10.14	10.34	10.55
年度单店固定收入 (加权) yoy			-6.44%	-9.75%	-8.97%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%
年度冠名咨询委托管理服务合计 (百万元)		1,303	1,369	1,539	829	1,929	2,266	2,642	3,112
年度冠名咨询委管服务收入 yoy		15.63%	5.05%	12.46%	23.00%	25.34%	17.45%	16.60%	17.77%
变化部分									
委管门店数量	106	122	134	185	192	207	255	315	383
门店数量 yoy		15.09%	9.84%	38.06%	32.41%	11.89%	23.19%	23.53%	21.59%
前期冠名咨询委托管理服务 (百万元)	1045.66	1448.78	1356.23	1587.2	633.38	1,714.18	1,988.44	2,346.36	2,745.25
前期冠名费用 yoy		38.55%	-6.39%	17.03%	1.30%	8.00%	16.00%	18.00%	17.00%
工程项目商业管理咨询费 (百万元)	700.47	476.52	11.46	140.19	144.74	224.30	269.16	317.61	365.26
工程项目 yoy		-31.97%	-97.60%	1123.30%		60.00%	20.00%	18.00%	15.00%
商业咨询费及招商佣金 (百万元)			45.49	362.05	142.09	362	373	392	423
商业咨询费 yoy				695.89%	-15.90%	0.00%	3.00%	5.00%	8.00%
变化部分合计				2,089.44	920.21	2,300.53	2,630.52	3,055.54	3,533.38
变化部分 yoy						10.10%	14.34%	16.16%	15.64%
委管收入合计	2,873	3,228	2,782	3,629	1,749	4,230	4,897	5,698	6,645
委管收入 yoy		12.37%	-13.83%	30.44%	18.78%	16.57%	15.76%	16.36%	16.63%
委管毛利润合计	2,200.05	2,405.17	1,853.73	2,318.77	1,060.32	2,590.67	3,043.35	3,569.05	4,179.59

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

2) 其他业务:

其他业务主要包括建造施工及设计、商品销售及家装, 以及其他业务, 我们预计 2018/2019/2020E 其他业务收入分别为 18 亿/22 亿/25 亿, 毛利率分别为 58/57/56%。

费用部分: 从长期来看, 公司的三项费用率存在大幅优化的空间。销售费用率和管理费用率随着规模优势释放有较大优化的可能性; 此外, 资本结构优化将带动财务费用率降低。

未来3年盈利预测

表 18: 未来3年盈利预测表

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,960	13,482	15,870	18,480
营业成本	3,163	4,083	4,773	5,512
销售费用	1,514	1,807	2,095	2,402
管理费用	1,336	1,604	1,857	2,125
财务费用	1,132	1,105	1,255	1,418
营业利润	5,916	6,560	7,260	8,443
利润总额	5,986	6,571	7,272	8,454
归属于母公司净利润	4,078	4,492	4,971	5,779
扣非后净利润	2,305	2,692	3,406	4,087
EPS	1.15	1.27	1.4	1.63
ROE	10%	11%	11%	13%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

按上述假设条件, 我们得到公司 18-20 年收入分别为 134.82/158.70/184.80 亿元, 扣非后归属母公司净利润 26.92/34.06/40.87 亿元, 扣非后利润年增速分别为 26.54/19.97/23.33%。每股收益 2018-20 年分别为 1.27/1.40/1.63 元。

盈利预测的情景分析

乐观假设: 公司 2018/2019/2020 年自营店开店数 9/12/15, 委管店开店数 25/52/65; 悲观情景 2018/2019/2020 年自营店开店数 5/7/7, 委管店开店数 20/40/50。

表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
乐观预测					
营业收入(百万元)	9,436	10,960	13,623	16,283	19,176
(+/-%)	2.81%	16.14%	24.30%	19.53%	17.76%
净利润(百万元)	3,397	4,078	4,537	5,109	6,017
(+/-%)	5.34%	20.04%	11.26%	12.61%	17.77%
摊薄 EPS	0.94	1.15	1.28	1.44	1.69
中性预测					
营业收入(百万元)	9,436	10,960	13,482	15,870	18,480
(+/-%)	2.81%	16.14%	23.02%	17.71%	16.45%
净利润(百万元)	3,397	4,078	4,492	4,971	5,779
(+/-%)	5.34%	20.04%	10.15%	10.66%	16.26%
摊薄 EPS(元)	0.94	1.15	1.27	1.40	1.63
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,534	1,963	2,611	3,342	4,177
(+/-%)	24.50%	28.00%	33.00%	28.00%	25.00%
净利润(百万元)	187	268	362	470	593
(+/-%)	39.20%	43.30%	35.00%	30.00%	26.00%
摊薄 EPS	0.73	1.05	1.42	1.84	2.32
总股本(百万股)	3,624	3,550	3,550	3,550	3,550

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

- 1) 虽然家居行业周期性并不明显，地产波动将对开店进度带来一定影响；
- 2) 品牌制造商掀起"大家居"战略，长期看行业渠道格局造成影响；
- 3) 公司资产负债率居于较高水平
- 4) 港股股价低迷。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	10627	8000	8160	8323	营业收入	10960	13482	15870	18480
应收款项	2905	3472	4000	4658	营业成本	3163	4083	4773	5512
存货净额	120	152	178	206	营业税金及附加	317	404	476	554
其他流动资产	795	984	1159	1349	销售费用	1514	1807	2095	2402
流动资产合计	14567	12741	13642	14696	管理费用	1362	1623	1875	2144
固定资产	225	832	1690	1940	财务费用	1132	1105	1255	1418
无形资产及其他	459	440	422	404	投资收益	634	300	300	300
投资性房地产	6256	6256	6256	6256	资产减值及公允价值变动	1713	1800	1565	1692
长期股权投资	1614	2014	2364	2714	其他收入	98	0	0	0
资产总计	97015	101839	109107	116655	营业利润	5916	6560	7260	8443
短期借款及交易性金融负债	9850	7288	11001	14778	营业外净收支	70	11	11	11
应付款项	491	682	855	1055	利润总额	5986	6571	7272	8454
其他流动负债	12375	14922	16478	17928	所得税费用	1708	1860	2058	2393
流动负债合计	22717	22892	28335	33762	少数股东损益	200	220	243	283
长期借款及应付债券	16269	19269	19269	19269	归属于母公司净利润	4078	4492	4971	5779
其他长期负债	14097	14397	14897	14897					
长期负债合计	30366	33666	34166	34166	现金流量表 (百万元)				
负债合计	53083	56558	62501	67928	净利润	4078	4492	4971	5779
少数股东权益	3505	3582	3667	3766	资产减值准备	(289)	(15)	(16)	(18)
股东权益	40427	41999	43739	45761	折旧摊销	70	63	65	66
负债和股东权益总计	97015	102139	109907	117455	公允价值变动损失	(1713)	(1800)	(1565)	(1692)
					财务费用	1132	1105	1255	1418
关键财务与估值指标					营运资本变动	2538	1935	985	755
每股收益	1.15	1.27	1.40	1.63	其它	1574	1495	1615	1799
每股红利	0.79	0.82	0.91	1.06	经营活动现金流	6257	6170	6054	6689
每股净资产	11.39	11.83	12.32	12.89	资本开支	228	(4500)	(4500)	(4500)
ROIC	-52%	-52%	-47%	-54%	其它投资现金流	(75)	(12)	(13)	(15)
ROE	10%	11%	11%	13%	投资活动现金流	(4994)	(4912)	(4863)	(4865)
毛利率	71%	70%	70%	70%	权益性融资	134	0	0	0
EBIT Margin	42%	41%	42%	43%	负债净变化	2925	0	0	0
EBITDA Margin	43%	42%	42%	43%	支付股利、利息	(2808)	(2920)	(3231)	(3756)
收入增长	16%	23%	18%	16%	其它融资现金流	4079	(2562)	3713	3777
净利润增长率	20%	10%	11%	16%	融资活动现金流	3226	(3885)	(1031)	(1661)
资产负债率	58%	59%	60%	61%	现金净变动	4489	(2627)	160	163
息率	6.9%	7.2%	7.9%	9.2%	货币资金的期初余额	6138	10627	8000	8160
P/E	10.0	9.1	8.2	7.0	货币资金的期末余额	10627	8000	8160	8323
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	6125	1488	1318	1963
EV/EBITDA	20.1	17.3	15.4	13.7	权益自由现金流	12257	(1866)	4132	4723

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032