

## 品牌家居的白银时代系列报告（三）

## 家居卖场龙头对比：红星美凯龙 vs 居然之家

推荐（维持）

- **家居装饰及家具行业销售额 4 万亿，城镇化率和消费升级推动行业稳定增长。** 2016 年我国家居装饰及家具行业销售额为 3.99 万亿元，近 5 年复合增长率 8%。从消费方式看，可划分为零售消费和批发消费。零售消费 2.6 万亿元，占 2016 年整个家居装饰及家具市场销售额的 65.15%。**家居卖场行业销售额 1.6 万亿，份额有所下降，但行业集中度不断提升。** 2016 年，商场渠道销售额占整个零售市场的 60.4%。2011 年-2016 年复合增长率为 2.9%，预计未来复合增长率达到 6.3%，发展空间广阔；但商场渠道占零售市场比重由 87.3% 下降至 60.4%，家居消费对单一商场渠道依赖降低。连锁商场行业不断集中，2016 年家居装饰及家具行业前五大连锁商场红星美凯龙、居然之家、月星、金盛和欧亚达集团零售额达到 1705 亿元，占连锁家居商场市场份额 28.5%（2015 年为 24.79%），占家居零售市场份额 6.6%（2015 年为 6%）。
- **从发展历程来看，红星和居然均起步于 1990s。从业务模式看，红星美凯龙“自营+委管双轮驱动”，两项业务收入之和占比 91%。** 居然之家的家居建材商场业务，占比 78%。**分业务来看，美凯龙委管商场收入与直营商场收入比例约为一比二，居然之家大部分收入来自于直营商场业务（73%）。** 居然之家自营店收入略大于美凯龙，加盟店收入约为美凯龙的 12%。居然之家自营店数量（81）略大于美凯龙（80），加盟店（198）数量略低于美凯龙（228）。美凯龙自营店**经营面积**略大于居然之家，加盟店经营面积是居然之家的 2.5 倍（2017）。**从出租率来看，美凯龙的自营店和委管店出租率均为 97.6%，自营店出租率略高于居然之家，加盟店出租率远高于居然之家（93.21%）。****单店面积来看，美凯龙的自营店（8 万平方米）和委管店（5 万平方米）面积都远大于居然之家（5 万平方米，3 万平方米）。****年店效来看，美凯龙的自营店年店效（9006 万元）略高于居然之家（8846 万元），加盟店年店效（1962 万元）是居然之家的 4 倍以上（383 万元）。****年坪效来看，居然之家的自营店年坪效（1735 元）大于美凯龙（1121 元），加盟店则是美凯龙（385 元）高于居然之家（119 元）。**由于经营模式差异，红星直营毛利率高（72%），居然加盟毛利率高（100%）。
- **区域优势划分明显：华东、华南红星，华中、西部居然，竞争激烈。** 2018 年，美凯龙和居然之家在三四线城市的门店占比均为 65% 左右。美凯龙一线城市开店占比较大，为 6%，居然之家为 4%。二线城市居然之家占比较大，为 30%，美凯龙 29% 略低。从店面数量按区域分布看，美凯龙在华东地区店面数量优势明显，西部地区和华东地区、北京、重庆居然之家开店数超过美凯龙，全国其他地区两公司店面数量相当，竞争较为激烈。
- **与头部品牌强强联合，红星店占比略高。** 从索菲亚、欧派家居、尚品宅配、顾家家居的门店分布来看，红星店占比均高于居然店。索菲亚门店位于前十大卖场内的占 20%，其中红星占比 10%，居然占比 7%；欧派家居位于前十大卖场内的占 16%，其中红星占比 7.5%，居然占比 6%；尚品宅配门店位于前十大卖场内占比 5%，红星和居然分别占比 2%、1%；顾家家居前十大卖场占比 38%，红星占比 19%，居然占比 11%。从分布来看，各品牌红星店在一线、二线、三线城市的占比均高于居然店，四线及以下城市的红星店占比低于居然店。各品牌的红星店二、三线城市占比最大，而居然店则四线及以下城市占比最大。
- **财务情况来看，美凯龙体量较大（收入 110 亿，利润 43 亿），且公允价值变动损益占比高（47%）。** 美凯龙毛利率（70%）、净利率（39%）较高，居然 ROE 较高（10%）。美凯龙投资性房地产占比 70%，总资产周转率较低。两家公司的收现能力均很强，美凯龙收现能力更强。
- **分别牵手腾讯、阿里，布局新零售：美凯龙：巩固市场领先地位，利用先进技术打造智能购物环境，提供全方位服务。** 居然之家三大融合：居然新零售线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合、产业链上下游融合。
- **风险提示：宏观经济不振导致需求下滑，家居行业格局发生重大改变。**

## 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.89
总市值(亿元)	4,585.42	0.73
流通市值(亿元)	2,833.5	0.63

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	14.97	19.17	-17.61
相对表现	9.7	6.56	-16.94



## 相关研究报告

《卫浴行业深度研究报告：以百年国际卫浴巨头为镜，产品&渠道成我国卫浴企业核心胜负手》

2018-12-25

《由公牛集团招股说明书看家具照明及转换器行业：强渠道能力构筑核心壁垒，全家居品类扩展前景可期》

2019-03-25

《瓷砖龙头企业发展新机遇：精装房带来工程业务蓝海》

2019-03-27

# 目录

一、凭城镇化和消费升级好风，连锁品牌卖场崛起.....	5
(一) 家居零售 4 万亿行业蛋糕，分销渠道占主导.....	5
(二) 家居卖场以经营物业为主要业态，直营和委管占比 95%，直营商品占比极低.....	6
(三) 龙头家居卖场在连锁家居卖场中占比迅速提升.....	7
二、龙头家居卖场对比：红星美凯龙 vs 居然之家.....	9
(一) 发展历程和股权结构.....	9
1、起步于 1990s，从连锁卖场迈向新零售.....	9
2、股权结构高度集中.....	10
(二) 业务模式对比.....	11
1、红星美凯龙与居然之家业务对比.....	11
2、红星门店多、店效高，居然自营店较多、坪效高.....	14
3、经营模式差异，红星直营毛利率高，居然加盟毛利率高.....	16
(三) 区域优势划分明显：华东、华南红星，华中、西部居然，竞争激烈.....	18
(四) 与头部品牌强强联合，红星店占比略高.....	19
(五) 财务情况对比.....	21
1、收入利润：美凯龙体量较大，且公允价值变动损益占比高.....	21
2、盈利能力：美凯龙毛利率、净利率较高，居然 ROE 较高.....	22
3、资产情况：美凯龙投资性房地产占比 70%，总资产周转率较低.....	24
4、现金流量：美凯龙收现能力更胜一筹.....	25
(六) 分别牵手腾讯、阿里，布局新零售.....	25
1、美凯龙：巩固市场领先地位，利用先进技术打造智能购物环境，提供全方位服务.....	25
2、居然之家三大融合：居然新零售线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合、产业链上下游融合.....	26
三、风险提示.....	26

# 图表目录

图表 1	家居建材市场零售销售额持续提升	5
图表 2	家居装饰及家具行业体量拆分	6
图表 3	2016 年家居商场经营模式收入分拆	7
图表 4	直营和委管占有卖场零售额的 95%	7
图表 5	商场渠道占家居产品市场比重下降	7
图表 6	连锁模式占商场渠道份额提升	7
图表 7	家居连锁商场行业集中度不断提升	8
图表 8	美凯龙和居然在连锁卖场中占比 11.8%和 7.5%	8
图表 9	红星美凯龙发展历史回溯	9
图表 10	居然之家发展历史回溯	10
图表 11	红星美凯龙公司股权结构	11
图表 12	居然之家公司股权结构	11
图表 13	美凯龙“自营+委管”双轮驱动模式	12
图表 14	居然之家家居板块业务介绍	13
图表 15	美凯龙业务收入（2017）	13
图表 16	居然之家业务收入（2017）	13
图表 17	红星美凯龙分类型门店收入	14
图表 18	居然之家分类型门店收入	14
图表 19	红星美凯龙分类型门店数量	15
图表 20	居然之家分类型门店数量	15
图表 21	2017 年行业主要经营商商场总数	15
图表 22	2017 年经营面积（万平方米）	15
图表 23	美凯龙、居然门店细项经营数据对比	15
图表 24	家居卖场业务毛利率	16
图表 25	自营商场运营模式	16
图表 26	美凯龙直营商场自有物业及租赁经营比例	17
图表 27	居然之家直营商场自有物业及租赁经营比例	17
图表 28	美凯龙和居然之家加盟模式区别	18
图表 29	美凯龙商场分布（2017）	18
图表 30	居然之家商场分布（2017）	18
图表 31	红星美凯龙分地区门店数量（2018）	19
图表 32	居然之家分地区门店数量（2018Q1）	19

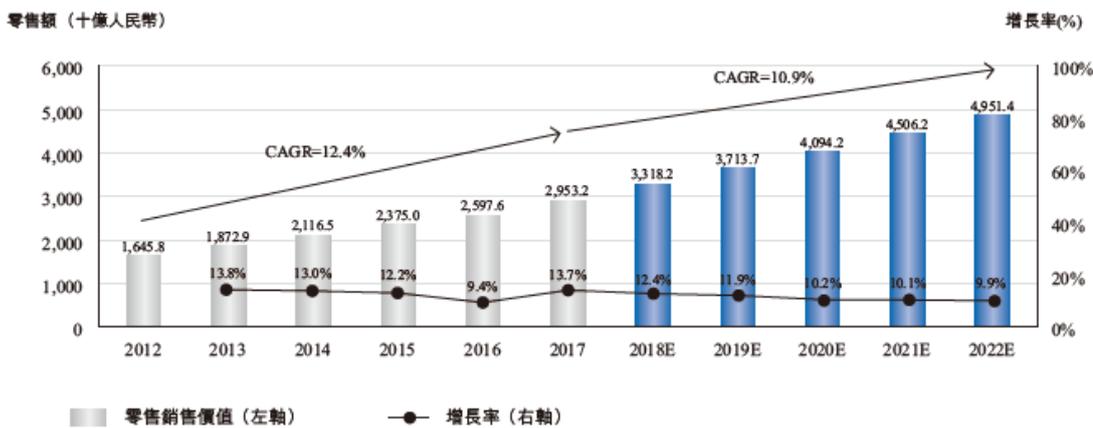
图表 33	红星美凯龙分地区门店数量 (2017)	19
图表 34	美凯龙收入分布 (2017)	19
图表 35	索菲亚前十大卖场占比 20%	20
图表 36	欧派前十大卖场占比 16%	20
图表 37	尚品宅配前十大卖场占比 5%	20
图表 38	顾家家居前十大卖场占比 38%	20
图表 39	部分品牌美凯龙和居然入驻情况	20
图表 40	红星美凯龙与家居制造商部分战略合作协议	21
图表 41	红星美凯龙布局上游家居产业	21
图表 42	红星美凯龙与居然之家营业收入对比 (亿元)	22
图表 43	红星美凯龙与居然之家净利润对比 (亿元)	22
图表 44	红星美凯龙与居然之家扣除公允价值变动损益净利润 (亿元)	22
图表 45	红星美凯龙与居然之家公允价值变动损益/净利润	22
图表 46	美凯龙与居然之家毛利率对比 (%)	23
图表 47	美凯龙与居然之家净利率对比 (%)	23
图表 48	美凯龙与居然之家 ROE 对比 (%)	23
图表 49	美凯龙、居然之家期间费用率 (%)	23
图表 50	美凯龙、居然之家财务费用率 (%)	23
图表 51	美凯龙、居然之家销售费用率 (%)	24
图表 52	美凯龙、居然之家管理费用率 (%)	24
图表 53	美凯龙、居然之家资产总计 (亿元)	24
图表 54	美凯龙、居然之家资产负债率 (%)	24
图表 55	总资产周转率 (次)	25
图表 56	投资性房地产/总资产	25
图表 57	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)	25
图表 58	经营活动现金流量净额/经营活动净收益 (%)	25

## 一、凭城镇化和消费升级好风，连锁品牌卖场崛起

2016 年我国家居装饰及家具行业销售额为 3.99 万亿元，其中家具及住房装修占比 45.6%，轻型建筑材料占比 54.4%。从消费方式看，可划分为零售消费和批发消费，零售消费占 2016 年整个家居装饰及家具市场销售额的 65.15%，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。目前的分销渠道主要有连锁家具商场（占比 23%），非连锁家具商场（占比 37.39%），线上零售（占比 7.21%），其他分销渠道（占比 32.4%），包括超市、品牌专卖店和传统家具一条街等。城镇居民人均可支配收入稳步增长，消费升级带来对家居装饰和家具行业的改善性需求，2011 年至 2016 年，我国城镇居民可支配收入由 21810 元增长至 33616 元，年复合增长率为 9.04%，预计未来年复合增长率不低于 7%。随着中产阶级的扩大，消费升级已经成为未来经济增长的重要推手，随着“80、90”群体成为消费主力军，对生活品质和优质品牌的追求将进一步提高，刚需叠加结构升级，家居装饰及家具作为发展享受型消费，是消费升级的重要发力点，特别利好主打中高端品牌，提供优质服务的大型连锁卖场。

从总量上看，我国家居零售市场规模高速增长。2012年至2017年，由1.65万亿元增加至2.95万亿元，年复合增长率为12.4%，未来五年的年复合增长率预计在10.9%。随着我国人均收入增加带来的消费升级，以及城镇化不断推进和旧屋改造，家居行业发展空间广阔，高速增长趋势料将长期维持。

图表 1 家居建材市场零售销售额持续提升



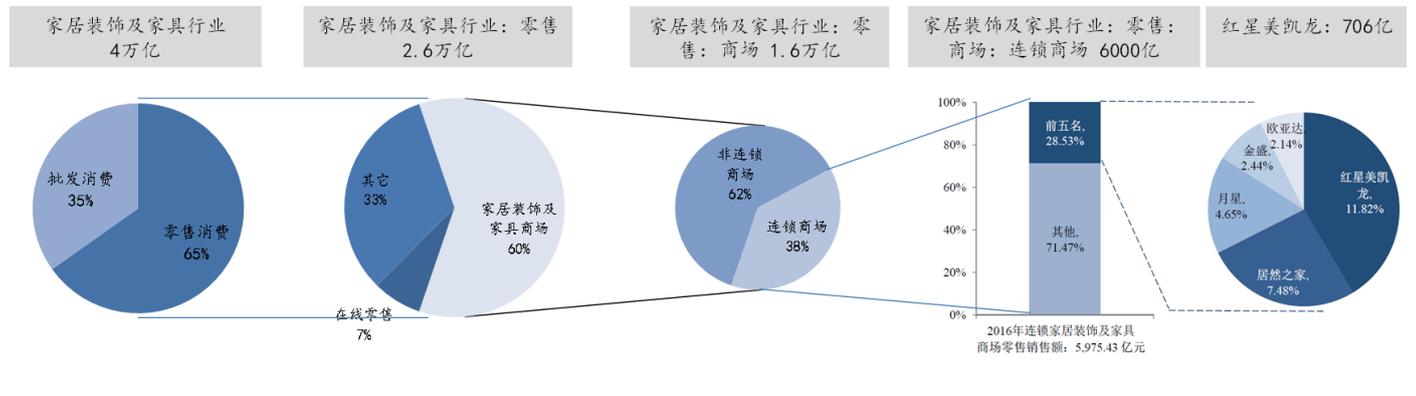
资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

### （一）家居零售 4 万亿行业蛋糕，分销渠道占主导

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、中游制造商、下游分销商、消费者，其中分销是非常重要的环节。上游木材、塑料及金属等原材料已商品化，可广泛获取。中游制造商众多，通常规模不大，2016 年，国内有 14,000 多家家居装饰及家具制造商，市场竞争激烈。部分制造商会销售自有品牌的产品，然而由于制造商能够提供的产品种类及品牌数量有限，以及营销和展出的条件限制，除少数龙头品牌企业外，自销产品的效果不够理想。因此下游的分销环节十分重要，分销商能够综合多个品牌和种类的产品，集中精力提供多种销售服务，充分满足消费者需求。目前的分销渠道主要有连锁家具商场（占比 23%），非连锁家具商场（占比 37.39%），线上零售（占比 7.21%），其他分销渠道（占比 32.4%），包括超市、品牌专卖店和传统家具一条街等。

连锁家具商场提供一站式购物服务及全面的产品组合，拥有较高的品牌声誉和经营管理能力，主要优势包括：商场内品牌多样化，满足顾客“货比三家”的购物需求；提供高质量的售后服务，满足顾客“一条龙服务”的需求；品牌声誉好，消费者信任程度高。目前连锁家具商场行业集中度较低。2016 年，连锁家居装饰及家具商场零售销售额为 5975.43 亿元，前五大商场市场份额为 28.53%。其中，红星美凯龙占比 11.82%，居然之家占比 7.48%，月星集团占比 4.65%，金盛集团占比 2.44%，欧亚达占比 2.14%。

图表 2 家居装饰及家具行业体量拆分



资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

## （二）家居卖场以经营物业为主要业态，直营和委管占比 95%，直营商品占比极低

家居卖场以家居建材为主营业态，按百货商场模式设计，分租给家居建材生产商或代理商，并提供统一营销、统一售后等综合管理服务，通过收取租金及管理费用来获取收益。卖场运营商一般不参与商品的直销或经销，不需要保持存货。家居卖场主要分为连锁卖场和非连锁卖场。其中，连锁卖场规模较大，品牌多样化，购物环境优越，具有良好的品牌影响力和广泛的知名度，代表公司有红星美凯龙、居然之家等；非连锁卖场规模较小，主要分布在欠发达地区，产品品牌数量有限，购物体验一般，品牌知名度和品牌影响力远远不如连锁卖场。

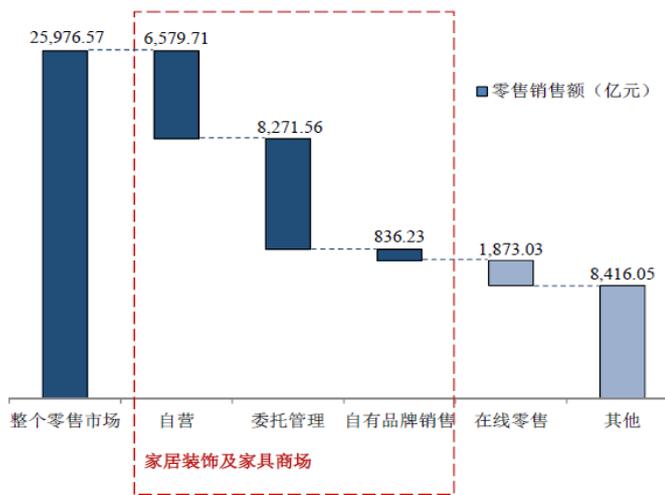
**连锁卖场分为直营、委管和自有品牌销售三种经营模式。委托管理和直营商场占据了绝大部分的销售额。**2016年，家居商场总销售额 1.56 万亿元，其中直营商场销售额 6579.71 亿元，占比 42%；委托管理商场销售 8571.56 亿元，占比 53%；自有品牌销售仅 836.23 亿元，占比 5%。直营模式是卖场运营商通过自建、购买或者租赁的方式获取物业后统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租赁及管理收入。委管模式是卖场运营商向委管合作方提供店址选定、商场设计、商场建造和整修、商场管理等服务，经营商向委管合作方收取管理费和咨询费。自有品牌销售是指家居销售商自己购买或租赁物业，在自己的经销店内销售并管理和经营商场，主要获取销售利润。

**直营模式下，运营商通过自建、购买或租赁的方式获取商场使用权后进行招商。**运营商与商户签署《展位使用合同》，约定展位位置、展位面积、展位使用期限、租金和管理费、付款方式、质量保证金等事项。一般情况下《展位使用合同》一年一签，到期后双方将根据实际情况调整租金和管理费，这使得商场运营商能够及时获取商场经营管理所带来的租金上升，也能够积极管理品牌和产品组合，以迎合不断变化的客户品味。

**直营模式分为自有、租赁和合营联营三种形式。**其中，自有商场是商场运营商自建或购买经营物业，拥有物业的所有权。自有商场将显著受益于土地增值带来的房价上涨。租赁是商场运营商与商场所有方签订长期租赁合同并拥有转租权，租赁模式下运营商能够维持长期租赁租金成本相对固定而根据经营管理情况灵活调整向商户收取的租金。合营联营是商场使用运营品牌，由合资公司进行日常经营管理，商场运营商与合作方按照股权比例分享经营收益。

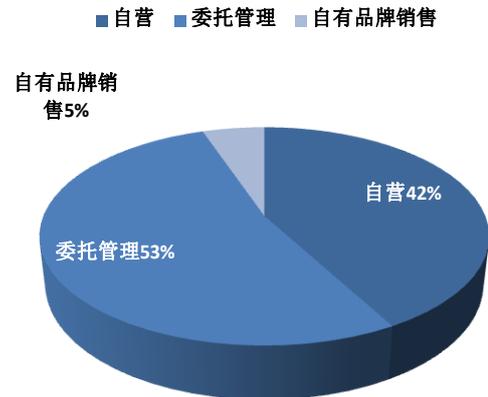
**委管模式**是公司利用强大的品牌知名度和多年的经营经验，派出管理人员为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及日常经营及管理；公司在不同参与阶段收取项目冠名咨询费、招商佣金、商业管理咨询费及委托经营管理费等。委管模式又分为两种形式：委托管理加盟店的日常经营管理由发行人派驻管理团队协助开展，派驻管理团队的工资及各项人力费用均由加盟商承担；特许加盟店的日常经营管理主要是由加盟方自行开展，享有更高的经营自由度。

图表 3 2016 年家居商场经营模式收入分拆



资料来源: 美凯龙招股说明书, 华创证券

图表 4 直营和委管占有卖场零售额的 95%

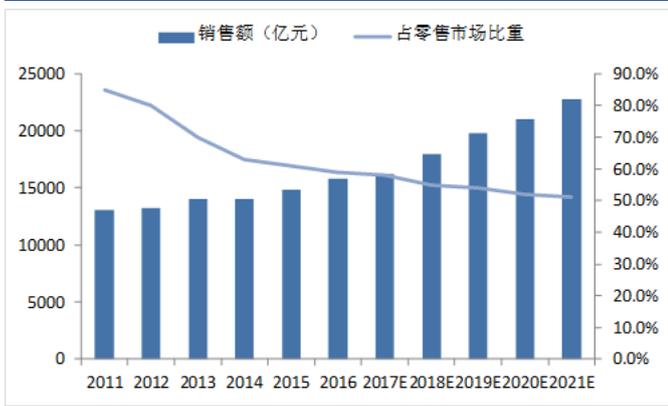


资料来源: 美凯龙招股说明书, 华创证券

### (三) 龙头家居卖场在连锁家居卖场中占比迅速提升

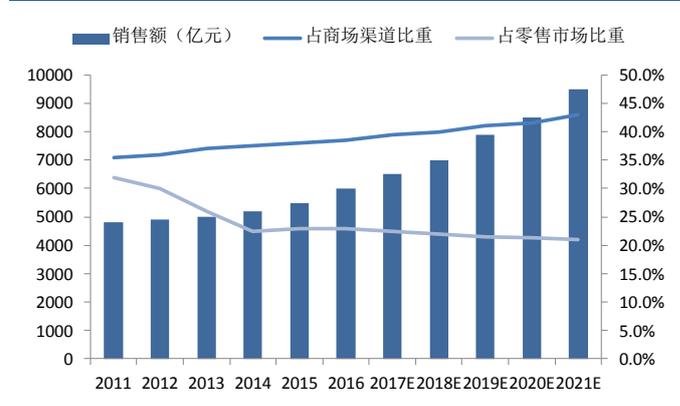
随着家居零售行业整体的快速增长, 家居零售渠道正在发生深刻的变革, 呈现分散化和集中化两个趋势。一方面所谓分散化是指在整体家居零售市场中, 非卖场渠道占比持续提升, 原本聚集在家居建材卖场中的消费流量正在逐步分散到独立店、购物商场中的家居店、家居一条街等渠道。另一方面所谓集中化是指在家居卖场渠道中, 龙头连锁家居卖场的占比显著提升, 仍留在家居卖场内部的流量向龙头卖场聚集。

图表 5: 商场渠道占家居产品市场比重下降



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

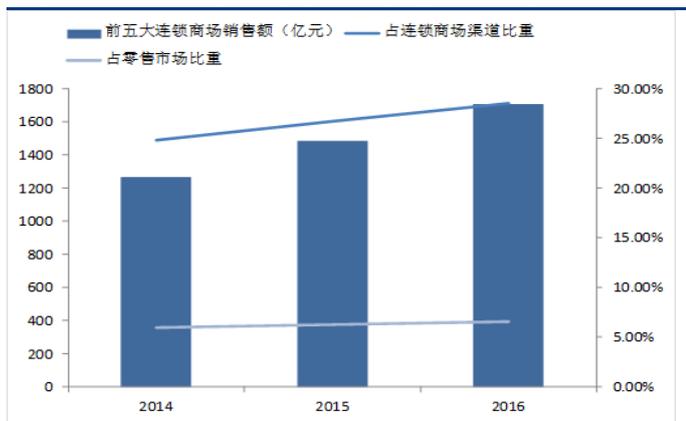
图表 6: 连锁模式占商场渠道份额提升



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华创证券

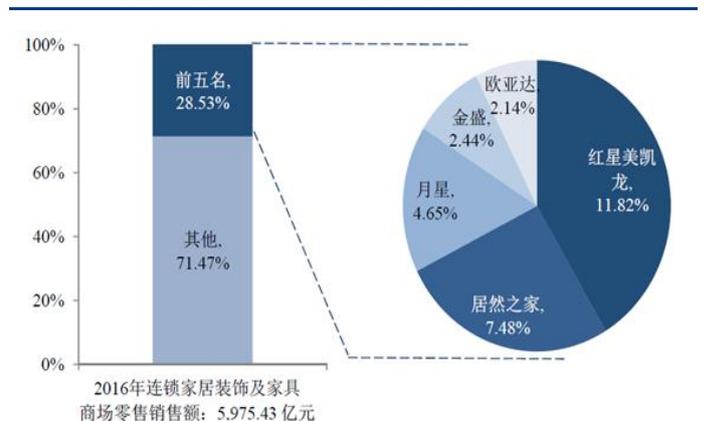
连锁商场行业不断集中, 前五大连锁商场占零售市场比重和连锁商场渠道比重稳步提升。2016 年家居装饰及家具行业前五大连锁商场红星美凯龙、居然之家、月星、金盛和欧亚达集团零售额达到 1705 亿元, 占连锁家居商场市场份额 28.5% (2015 年为 24.79%), 占家居零售市场份额 6.6% (2015 年为 6%)。

图表 7 家居连锁商场行业集中度不断提升



资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

图表 8 美凯龙和居然在连锁卖场中占比 11.8% 和 7.5%



资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

红星美凯龙与居然之家优势明显且市场份额不断提升。2016年，红星美凯龙零售额702亿元，占总市场份额11.82%，第二名居然之家占总市场份额7.48%，明显高于第三名月星集团（市场份额4.65%）。2014年，红星美凯龙零售额550亿元，占连锁商场渠道比重10.8%；2016年零售额706亿，占连锁渠道比重11.82%。中美家居龙头对标，美国最大的两家家居商场家得宝和劳氏合计市场份额占43%，而中国最大两家家居商场合计市场份额占6.37%，中国家居商场集中度提升空间广阔。

## 二、龙头家居卖场对比：红星美凯龙 vs 居然之家

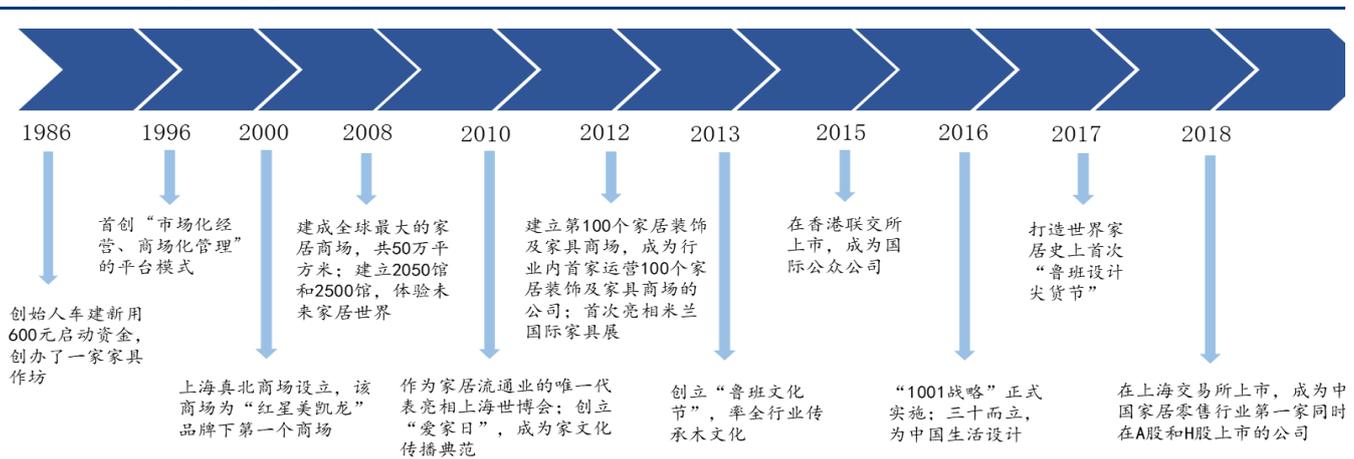
### （一）发展历程和股权结构

#### 1、起步于 1990s，从连锁卖场迈向新零售

红星美凯龙是国内经营面积最大、商场数量最多、地域覆盖面最广的全国性家居装饰及家具商场运营商。公司的发展历程主要分为四个阶段：

- 1) 初创阶段（1994-1996）：从小作坊到家具商场。**公司最初成立于1994年，成立之初名为常州红星家具集团公司，主营业务为家居商城的经营、管理和家居产品的生产。公司最先推出了“产销一体化，前店后厂经营家具”的经营理念，完成了从小家居作坊到租赁厂房经营家居市场再到自建商场的发展。
- 2) 成长阶段（1997-2000）：品牌连锁+快速扩张。**1997年，公司借鉴连锁模式，创建国内最早的连锁家居卖场，通过有效地连锁运营迅速的扩张，使红星品牌走向全国。2000年公司开始使用“红星美凯龙”这一品牌，由红星美凯龙制定的各项行业产品质量与环保的标准获得了国家监委的备案和认可。
- 3) 快速发展阶段（2000-2015）：自营和委管双轮驱动。**2007年，公司利用自身品牌优势和丰富的管理经验，开创了委管运营新模式。2012年公司在全国建成100家商场，成为中国家居行业第一个拥有100家商场的企业。
- 4) 成熟阶段（2015-至今）：A+H股上市，家居卖场绝对龙头。**2015年6月26日，红星美凯龙家居于香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。2018年1月17日，红星美凯龙家居集团股份有限公司在上海证券交易所挂牌上市，正式登陆A股资本市场，充足的资本助力公司进一步深耕家居行业，进击的巨人扬帆起航。

图表 9 红星美凯龙发展历史回溯

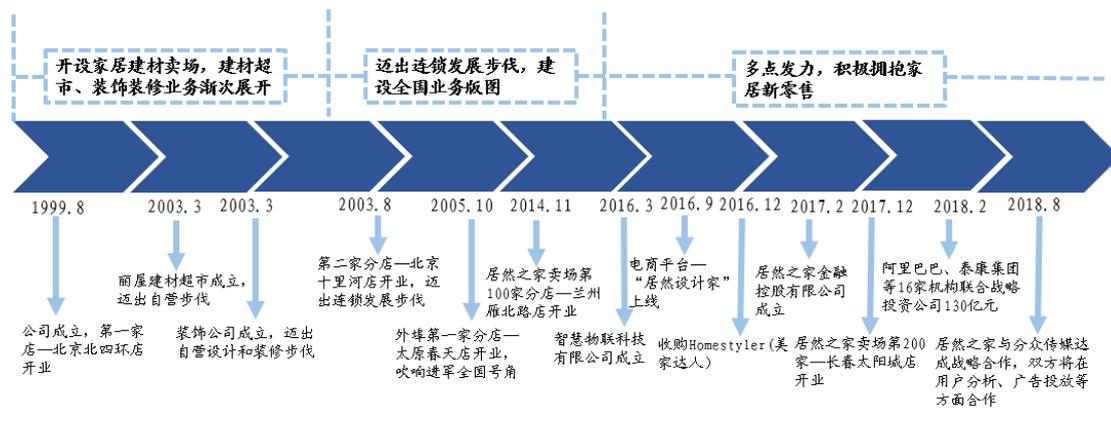


资料来源：红星美凯龙官网、华创证券

自 1999 年创立至今，北京居然之家投资控股集团有限公司已经发展成为以家居为主业，以家庭大消费为平台，业务范围涵盖室内设计和装修、家具建材销售、智慧物流、商业会展、金融服务、跨境电商、食品超市、院线餐饮、儿童娱乐、体育健身、数码智能、居家养老、城市综合体开发等领域的大型商业连锁集团公司。公司已经连续多年获得“北京十大商业品牌”和“中国十佳商业品牌”称号，2017 年市场销售额超过 600 亿元，是中国家居建材流通业的龙头企业之一。

居然之家的的发展历程大致可以分为三个阶段：1) 1999年公司开设了家居建材卖场第一家店—北京北四环店，之后公司还向家居产业链上游布局，丽屋建材超市和装饰公司先后成立。2) 2003-2014年公司迈出连锁发展步伐，建设全国业务版图。从2003年8月北京十里河店开业正式开展居然之家连锁业务，到2005年外埠第一家分店太原春天店开业，再到2014年11月兰州雁北路店开业，居然之家家居建材卖场门店数已达到100家。3) 自2006年开始，公司多点发力，积极拥抱家居新零售，先后成立智慧物联公司建设智慧物流、上线电商平台、发展金融服务等，2018年2月，阿里巴巴等16家机构联合战略投资130亿元使得公司家居新零售业务迈向快速发展的新阶段，同年8月，公司与分众传媒达成战略合作，双方将在用户分析、广告投放等方面积极开展业务合作。2019年2月，居然新零售欲借壳武汉中商上市。

图表 10: 居然之家发展历史回溯



资料来源：居然之家官网，华创证券

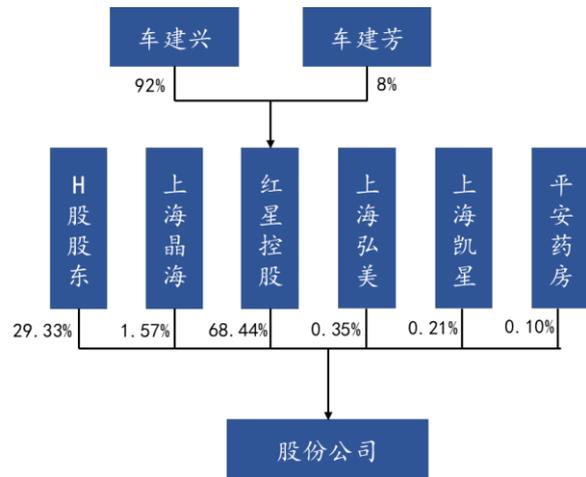
## 2、股权结构高度集中

红星美凯龙的股权结构主要有两个特点：

- 1) **A+H上市**。2015年6月，红星美凯龙在H股上市，发行5.43亿H股，发行价13.28港元，H股募资资金主要用于新商场建设、电子业务开发项目、投资或收购其他公司、偿还银行贷款利息等。2018年1月17日，红星美凯龙在A股上市，上市募资净额30.5亿元，主要用于家居商场建设项目、统一物流配送服务项目、家居设计及服务拓展项目、互联网家装平台项目、偿还银行贷款和补充流动资金等。
- 2) **大股东对公司具有绝对控制权**。公司股权结构集中，实际控制人对公司有绝对控制力。截至2018年12月31日，公司实际控制人车建兴（董事长兼总经理）、车建芳（车建兴之妹）合计持有67.9%的公司股份，保持对公司的绝对控制。

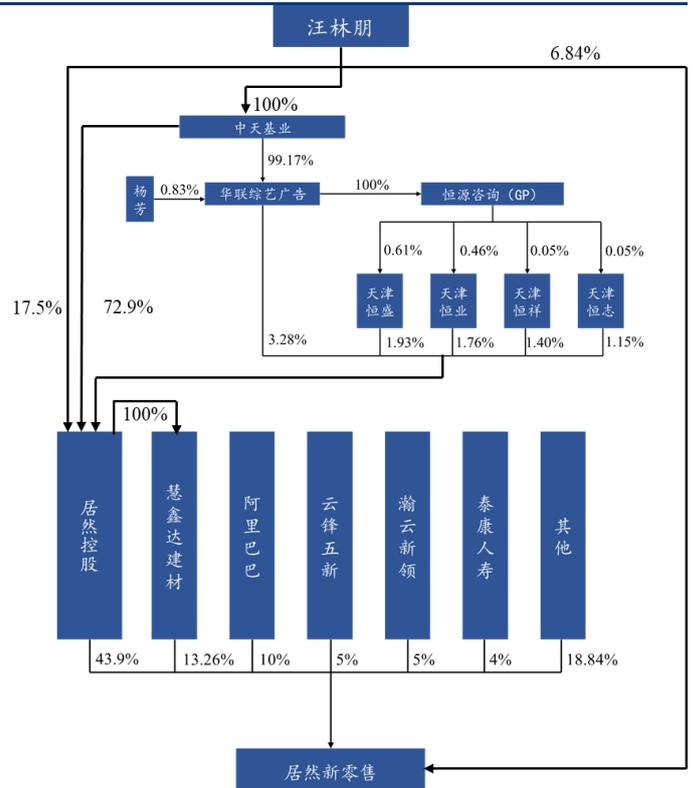
居然之家的股权结构特点为：**股权集中度高**。公司实际控制人为汪林朋先生，除直接持有公司6.84%的股份外，还通过旗下全资子公司居然控股持有公司57%的股份，合计持股占比达到64%，对公司具有绝对的控制权。

图表 11 红星美凯龙公司股权结构



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 12 居然之家公司股权结构



资料来源：公司债券募集说明书，华创证券

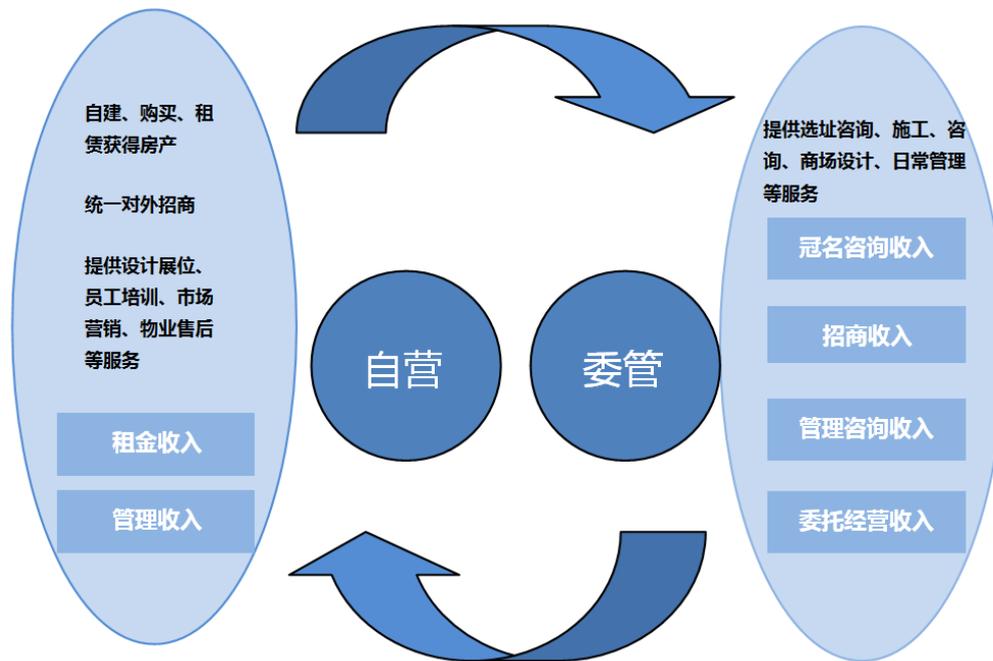
## （二）业务模式对比

### 1、红星美凯龙与居然之家业务对比

美凯龙主要通过经营和管理自营商场和委管商场，为商户、消费者和合作方提供全面服务。同时，本公司还提供包括互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务及物流配送业务。

美凯龙主要业务分为两大板块：**自营商场经营管理和委管商场经营管理**，即“自营”+“委管”双轮驱动模式。自营模式是公司通过自建、购买或者租赁的方式获取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，以收取租赁及管理收入。委管模式是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；公司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。

图表 13: 美凯龙“自营+委管”双轮驱动模式



资料来源：招股说明书，华创证券

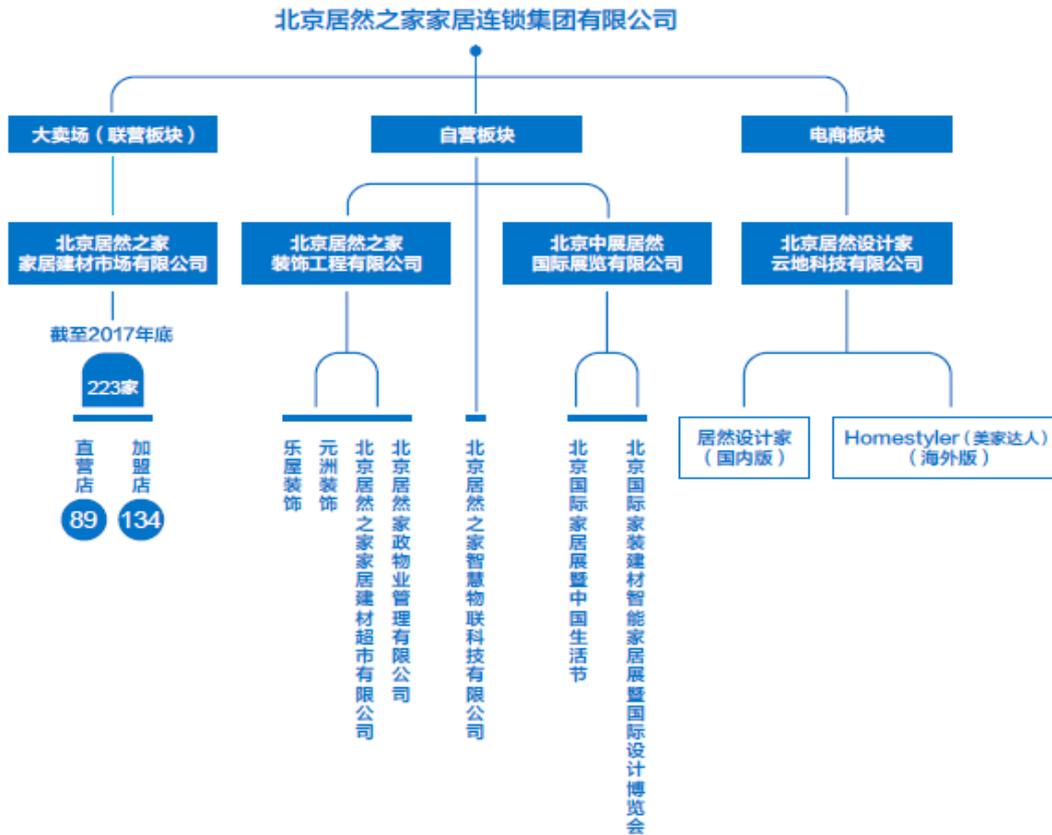
居然之家主营业务分为三大类，家居建材商场业务、家居建材零售超市业务和家庭装饰装修业务，其中家居建材商场业务为公司主要的业务模式。（多业态集合）

**1) 家居建材商场业务。**公司通过直营模式（包括自建、购买、租赁）和加盟模式的方式开设居然之家商场，为家居建材产品供应商（包括生产厂商和经销商）提供销售产品的平台，入驻商场的供应商可获得居然之家提供的包括场地租赁、员工培训、统一管理、统一营销、物业及售后服务等综合服务，并通过收取租赁费及物业管理费而获取利润。公司以“轻资产”运营，建材商场业务多以租赁物业的方式实现。

**2) 家庭装饰装修业务。**家庭装饰装修业务是公司自营板块业务中的重要组成部分，同时也是公司家居建材商场业务的重要补充。公司通过北京居然之家装饰工程有限公司打造“乐屋装饰”品牌。家庭装饰装修业务分标准店、社区店和居然之家别墅家装店三种类型。

**3) 家居建材零售超市业务。**家居建材零售超市主营五金工具、电工电料、油漆涂料、管材管件、家杂用品、散热器等品项数万种商品，其中“丽屋超市”是旗下重要品牌。家居建材超市是由销售企业统一向各生产厂商及代理商采购各类家居建材产品，并出售给终端消费者，通过进销差价及销售返点来获取收益。家居建材零售超市业务营收占比偏低。但作为公司家庭装饰装修业务的上游产业，家居建材零售超市业务的拓展有助于与装饰装修业务优势互补、协同发展，同时也会对公司其他各项业务成长形成重要支撑。

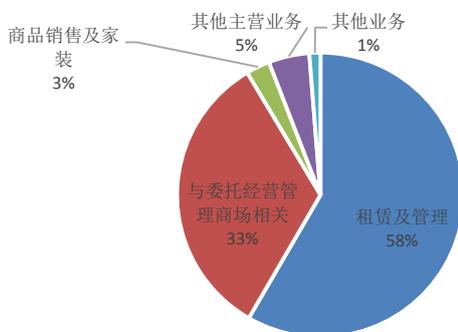
图表 14: 居然之家家居板块业务介绍



资料来源: 居然之家公司官网、华创证券

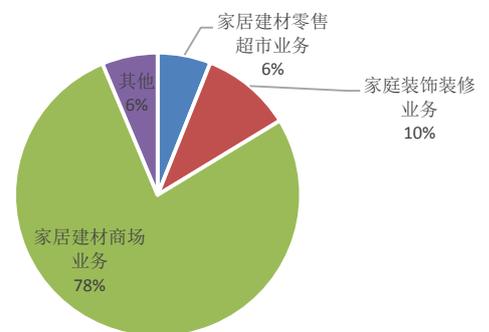
红星美凯龙第一大业务为自营商场经营管理, 第二大业务为委托商场经营管理, 两项业务收入之和占据总业务收入的 91%。居然之家的第一大业务为家居建材商场业务, 占总业务收入的 78%, 家居建材零售超市业务占总业务收入的 8%, 家庭装饰装修业务也只占总业务收入的 7%, 家具建材商场业务在居然之家公司业务中占据主要地位。

图表 15 美凯龙业务收入 (2017)



资料来源: Wind、华创证券

图表 16 居然之家业务收入 (2017)

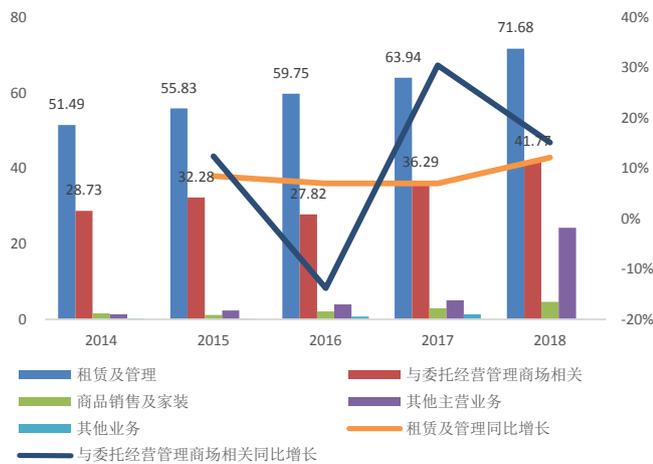


资料来源: Wind、华创证券

## 2、红星门店多、店效高，居然自营店较多、坪效高

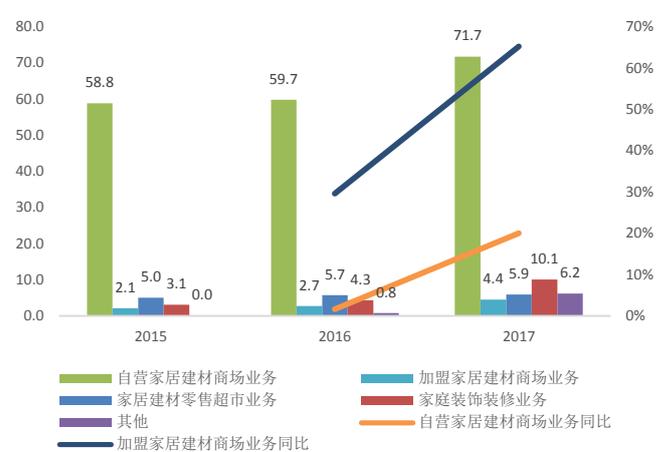
美凯龙委管商场收入与直营商场收入比例约为一比二，居然之家大部分收入来自于直营商场业务。居然之家自营店收入略大于美凯龙，加盟店收入约为美凯龙的 12%。美凯龙 2017 年直营商场租赁管理收入 63.94 亿元，委管经营商场收入 36.29 亿元，合计占比 91.5%；近年来直营商场收入保持较为稳定的增长，委管商场相关收入受行业周期影响呈现较大的波动。居然之家与美凯龙相比除家居建材商场业务外还经营家居建材零售超市业务和家庭装饰装修业务，多种业态结合发展。家居建材商场业务占比最大，2017 年收入占比 77.5%。家居建材商场中大部分收入来自于直营商场收入，加盟店收入占比较少，分别占家居建材商场业务收入的 94.16%和 5.84%。家庭装饰装修业务增长较快分业务收入由 3.08 亿元增长到 10.07 亿元，收入占比由 4.47 增长到 10.25%。

图表 17 红星美凯龙分类型门店收入



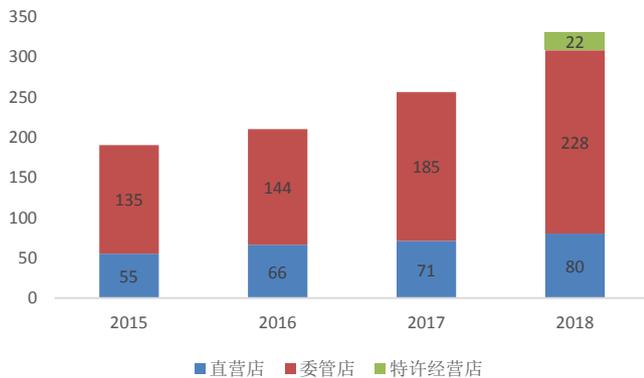
资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 居然之家分类型门店收入

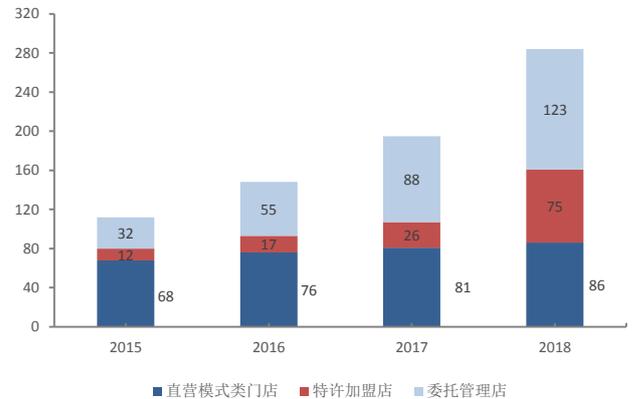


资料来源：公司债券募集说明书，华创证券

居然之家自营店数量略大于美凯龙，加盟店数量少于美凯龙。美凯龙 2018 年经营直营店 80 家，委托管理加盟店 228 家，特许经营家居建材店 22 家。居然之家 2018 年独立核算的经营单位门店 284 家“居然之家”直营商场 86 家，加盟商场 198 家，其中委托管理加盟商场 123 家，特许加盟店 75 家。两家公司直营店数量相当，每年开店数量保持稳定增长，加盟数量近三年增长迅速。美凯龙与居然之家近三年新开加盟店数量均在 160 家左右，依然处于快速增长的阶段。筹建商场上，美凯龙筹备中的自营商场有 30 家，筹备中的委管商场有 361 家，预计未来 3-5 年内直营商场将达到约 110 家，委管商场约 550 家；居然之家 19-22 年，拟每年开店 80-100 家，到 2022 年底实体店超过 600 家，覆盖全部副省级以上城市、三分之二以上地级市、三分之一以上县级市。

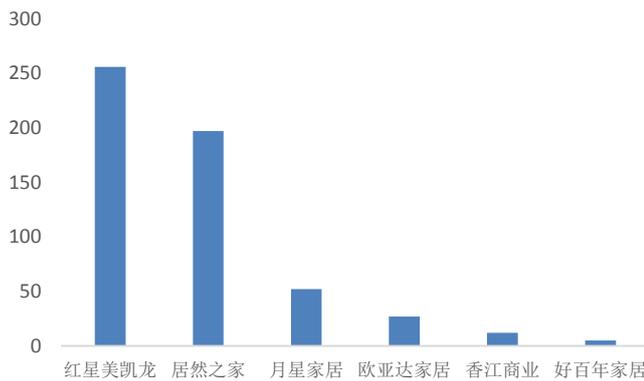
**图表 19 红星美凯龙分类型门店数量**


资料来源：公司公告，华创证券

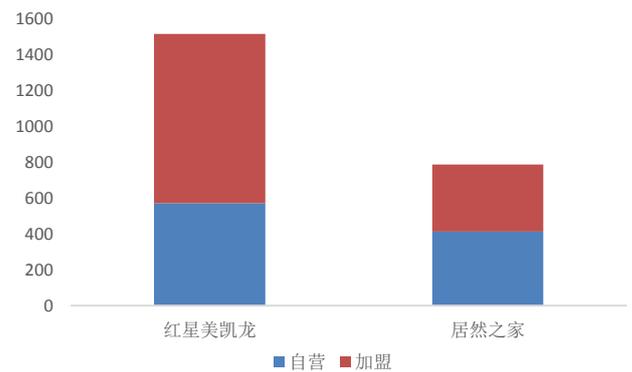
**图表 20 居然之家分类型门店数量**


资料来源：公司债券募集说明书，华创证券

美凯龙自营店经营面积略大于居然之家，加盟店经营面积是居然之家的 2.5 倍。2017 年，美凯龙自营店经营面积 570.6 万平方米，加盟店 943.2 万平方米；居然之家自营店 412.9 万平方米，加盟店 373.8 万平方米。

**图表 21: 2017 年行业主要经营商商场总数**


资料来源：居然之家中期票据募集说明书，华创证券

**图表 22: 2017 年经营面积（万平方米）**


资料来源：居然之家中期票据募集说明书，华创证券

从出租率来看，美凯龙的自营店和委管店出租率均为 97.6%，自营店出租率略高于居然之家，加盟店出租率远高于居然之家（93.21%）。单店面积来看，美凯龙的自营店（8 万平方米）和委管店（5 万平方米）面积都远大于居然之家（5 万平方米，3 万平方米）。年店效来看，美凯龙的自营店年店效（9006 万元）略高于居然之家（8846 万元），加盟店年店效（1962 万元）是居然之家的 4 倍以上（383 万元）。年坪效来看，居然之家的自营店年坪效（1735 元）大于美凯龙（1121 元），加盟店则是美凯龙（385 元）高于居然之家（119 元）。

**图表 23 美凯龙、居然门店细项经营数据对比**

		红星美凯龙	居然之家
出租率	自营	97.60%	97.55%
	加盟	97.60%	93.21%
单店面积（万平方米）	自营	8.04	5.10
	加盟	5.10	3.22
年店效（万元）	自营	9005.63	8846.42

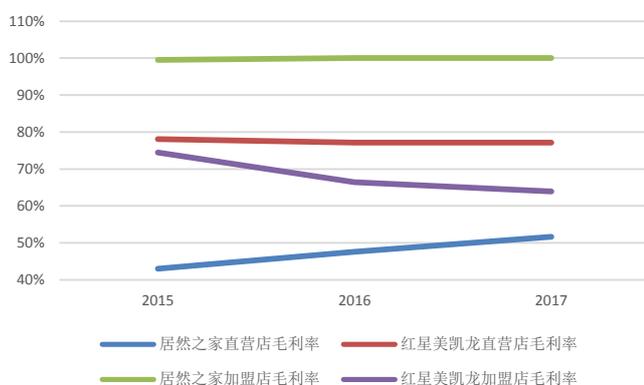
		红星美凯龙	居然之家
年坪效 (元/平方米)	加盟	1961.62	383.27
	自营	1120.58	1735.35
	加盟	384.76	118.94

资料来源：公司公告，华创证券

### 3、经营模式差异，红星直营毛利率高，居然加盟毛利率高

美凯龙直营商场毛利率 72.36%，委管商场业务毛利率 63.9%；从毛利结构看，直营业务毛利占总毛利比例为 63.3%，委管业务毛利占比为 29.7%；从趋势看直营商场毛利率呈小幅上升，委管商场毛利率近年来略有下降。居然之家家居建材商场业务是毛利的主要来源，2017 年家居建材商场业务毛利占营业毛利比例为 90.31%。居然之家 2017 年自营店毛利率 52%，低于美凯龙，美凯龙的自有物业占比 66%，没有租金成本，而居然的自有物业占比仅为 13%。居然 2017 年的毛利率较前大幅增长，主要原因是公司的自有物业成本改为公允价值计量。居然之家加盟店毛利率为 100%，是加盟店运营模式的原因。从毛利率看两家公司直营家居建材商场业务毛利率均呈上升趋势，主要原因是直营商场商户租金提升，自持物业经营成本较为稳定，而租赁物业由于所签合同一般为 15-20 年长期合同租赁成本也较为稳定。

图表 24 家居卖场业务毛利率



资料来源：华创证券

**自营模式**是公司通过自建、购买或者租赁的方式获取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，以收取租赁及管理收入。**自营模式包括自有、租赁和合营联营物业**，三种方式均可享受因公司经营有方而带来的租金上涨，其中**自有物业还将显著受益于地产增值**。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。

图表 25：自营商场运营模式

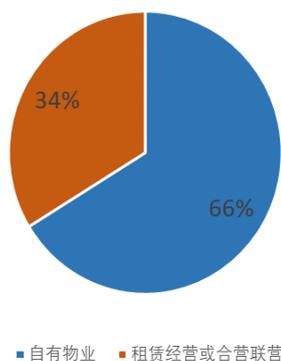
商场类型	运营方式	经营物业权属	收入来源	成本费用构成
自有	商场运营商全权独立负责日常经营管理	商场运营商	租赁、管理费和其他收入、房地产投资收益	商场经营的一切成本费用

商场类型	运营方式	经营物业权属	收入来源	成本费用构成
租赁	商场运营商全权独立负责日常经营管理	出租方	租赁、管理费和其他收入	商场经营的一切成本费用，包括租赁费
合营联营	商场运营商负责日常经营管理并与合作方分担投资收益和风险	合营联营公司	租赁、管理费和其他收入	

资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券。注：2017年居然之家开始将投资性房地产采用公允价值计量

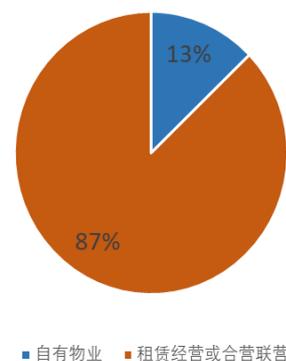
美凯龙 80 家直营店中自有物业有 53 家，占比 66.3%，租赁或合营联营的有 27 家。而居然之家的 86 家直营商场中自有物业有 11 家，占比 12.8%，租赁经营的商场有 75 家。

图表 26 美凯龙直营商场自有物业及租赁经营比例 (2018)



资料来源：公司年报，华创证券

图表 27 居然之家直营商场自有物业及租赁经营比例 (2018)



资料来源：公司公告，华创证券

从加盟模式来看，美凯龙的委管模式是按照四大服务收费，派驻管理团队的工资及各项人力费用由公司承担；居然之家的加盟模式收取加盟费、以及每年按加盟店实际经营成果一定比例收取的权益金（委管模式按实际营收情况收取一定比例的委托管理费），派驻管理团队的工资及各项人力费用均由加盟商承担。毛利率是 100%。加盟商自主权相对较大。

美凯龙的委管模式是指公司利用品牌知名度和经营经验，派出管理人员为合作方提供咨询和委管服务，包括项目冠名咨询服务、工程项目商业管理咨询、招商服务和委托经营管理。公司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。

居然之家的加盟模式是指发行人与加盟方签订加盟协议，根据协议向加盟方提供前期项目咨询、商业管理咨询等服务。与直营模式不同，发行人不承担加盟店的具体运营管理工作；对加盟商的管理，发行人通过派驻或不定期派出管理人员、内部审计人员、培训人员等方式以确保加盟店在合法、合规的前提下，“标准化、流程化”的经营。加盟模式可分为委托管理加盟及特许加盟两种；两者区别在于发行人是否享有加盟店的经营管理主动权。委托管理加盟店的日常经营由发行人派驻管理团队协助开展，派驻管理团队的工资及各项人力费用均由加盟商承担；特许加盟店的日常经营管理主要是由加盟方自行开展，享有更高的经营自由度；因此，特许加盟店准入更为严格。加盟模式收入主要来自加盟费、以及每年按加盟店实际经营成果一定比例收取的权益金；如若加盟店模式为委托管理加盟，发行人还会按实际营收情况收取一定比例的委托管理费。加盟费收入按合同约定金额确认；权益金或委托管理费按门店实际营收情况收取，在实际收到款项后确认收入。

图表 28 美凯龙和居然之家加盟模式区别

	美凯龙委管模式	居然之家加盟模式
收入来源	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	加盟费、以及每年按加盟店实际经营成果一定比例收取的权益金（委管模式按实际营收情况收取一定比例的委托管理费）
成本	派驻管理团队的工资及各项人力费用由公司承担	派驻管理团队的工资及各项人力费用均由加盟商承担
模式	按服务内容收取费用	收取加盟费和权益金
服务内容	派出管理人员为合作方提供咨询和委管服务，包括项目冠名咨询服务、工程项目商业管理咨询、招商服务和委托经营管理	通过派驻或不定期派出管理人员、内部审计人员、培训人员等方式以确保加盟店在合法、合规的前提下，“标准化、流程化”的经营。委托管理加盟店的日常经营管理由发行人派驻管理团队协助开展；特许加盟店的日常经营管理主要是由加盟方自行开展，享有更高的经营自由度。

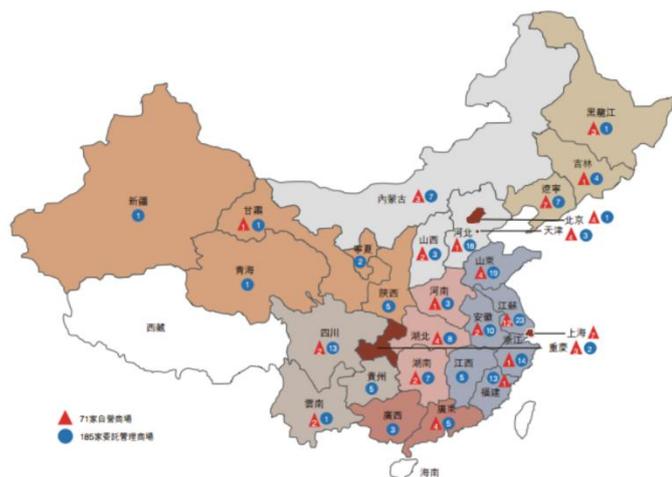
资料来源：公司公告，华创证券

### （三）区域优势划分明显：华东、华南红星，华中、西部居然，竞争激烈

截至2017年12月31日，美凯龙在国内29个省、直辖市、自治区的177个城市经营了256个商场，总经营面积约为15,137,728平方米,包含71个自营商场和185个委管商场。2017年，就零售额而言，公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为13.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为5.3%，在我国快速增长的家居装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额。

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），全年实现市场销售（GMV）588亿元。

图表 29 美凯龙商场分布（2017）



资料来源：红星美凯龙招股书，武汉中商公告，华创证券

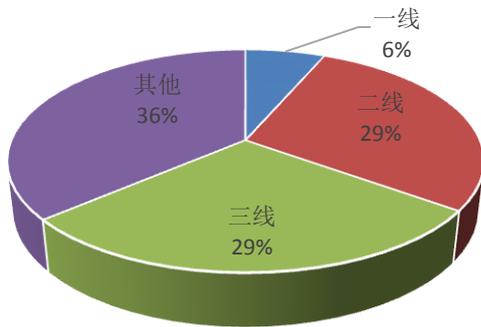
图表 30 居然之家商场分布（2017）



资料来源：红星美凯龙招股书，武汉中商公告，华创证券

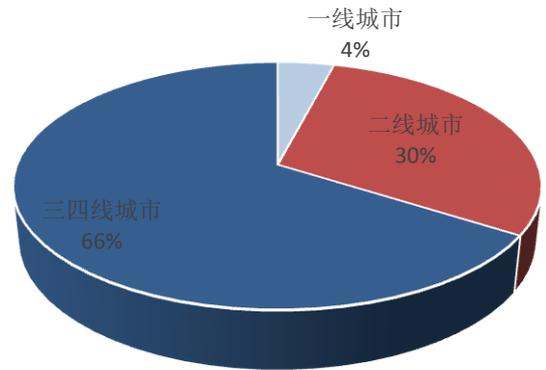
2018年，美凯龙和居然之家在三四线城市的门店占比均为65%左右。美凯龙一线城市开店占比较大，为6%，居然之家为4%。二线城市居然之家占比较大，为30%，美凯龙29%略低。

图表 31 红星美凯龙分地区门店数量 (2018)



资料来源: 红星美凯龙招股书, 武汉中商公告, 华创证券

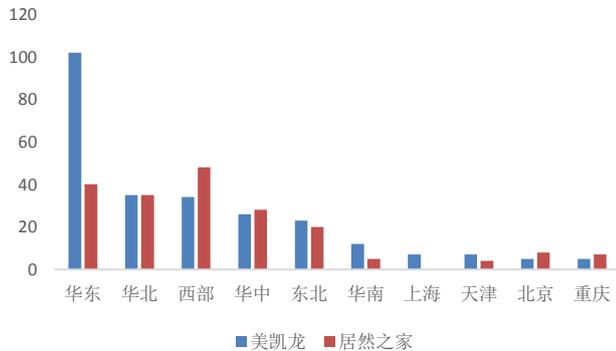
图表 32 居然之家分地区门店数量 (2018Q1)



资料来源: 红星美凯龙招股书, 武汉中商公告, 华创证券

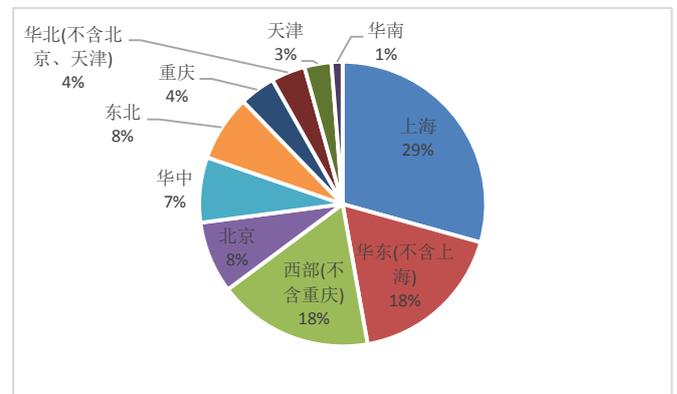
从店面数量按区域分布看, 美凯龙在华东地区店面数量优势明显, 华东地区 (包括上海) 美凯龙与居然之家商场数量分别为 109 家和 40 家, 西部地区和华中地区、北京、重庆居然之家开店数超过美凯龙, 全国其他地区两公司店面数量相当, 竞争较为激烈。

图表 33 红星美凯龙分地区门店数量 (2017)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34 美凯龙收入分布 (2017)

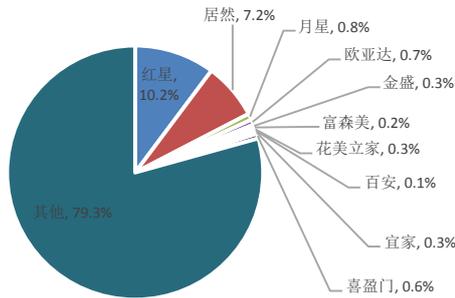


资料来源: 公司公告, 华创证券

#### (四) 与头部品牌强强联合, 红星店占比略高

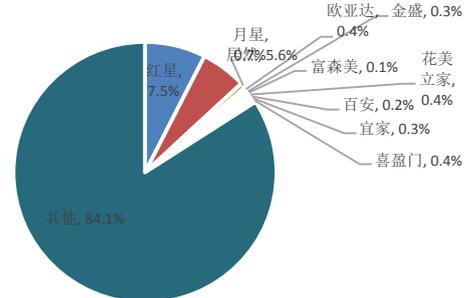
从索菲亚、欧派家居、尚品宅配、顾家家居的门店分布来看, 红星店占比均高于居然店。索菲亚门店位于前十大卖场内的占 20%, 其中红星占比 10%, 居然占比 7%; 欧派家居位于前十大卖场内的占 16%, 其中红星占比 7.5%, 居然占比 6%; 尚品宅配门店位于前十大卖场内占比 5%, 红星和居然分别占比 2%、1%; 顾家家居前十大卖场占比 38%, 红星占比 19%, 居然占比 11%。

图表 35 索菲亚前十大卖场占比 20%



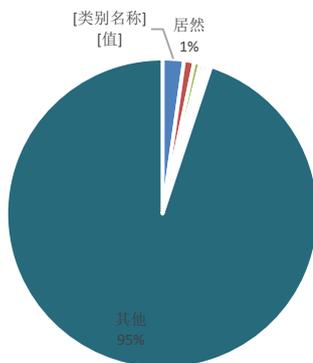
资料来源：公司官网，华创证券

图表 36 欧派前十大卖场占比 16%



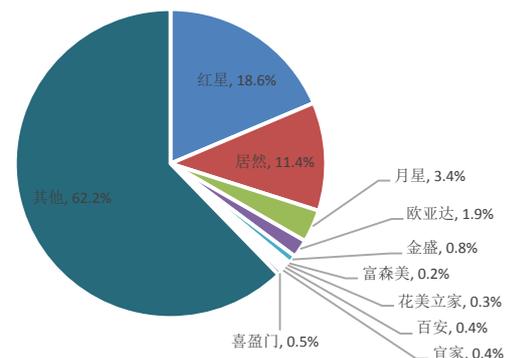
资料来源：公司官网，华创证券

图表 37 尚品宅配前十大卖场占比 5%



资料来源：公司官网，华创证券

图表 38 顾家家居前十大卖场占比 38%



资料来源：公司官网，华创证券

从索菲亚、欧派、尚品、顾家的红星店和居然店的分布来看，各品牌红星店在一线、二线、三线城市的占比均高于居然店，四线及以下城市的红星店占比低于居然店。各品牌的红星店二、三线城市占比最大，而居然店则四线及以下城市占比最大。

图表 39 部分品牌美凯龙和居然入驻情况

家居品牌	卖场	一线	二线	三线	四线及以下
索菲亚	美凯龙	10.4%	27.5%	19.6%	42.4%
	居然之家	9.9%	27.4%	19.7%	43.0%
欧派家居	美凯龙	8.5%	31.7%	23.8%	36.0%
	居然之家	9.9%	25.6%	22.0%	42.5%
尚品宅配	美凯龙	14.3%	38.1%	19.0%	28.6%
	居然之家	30.0%	10.0%	10.0%	50.0%
顾家家居	美凯龙	9.3%	35.6%	25.8%	29.3%
	居然之家	5.2%	32.5%	23.8%	38.5%

资料来源：公司官网，华创证券

红星美凯龙和居然之家利用自身强大的品牌影响力与上游龙头制造商建立稳定的合作关系。公司具有强大的品牌知名度和影响力，能够作为重要分销渠道为家居制造商提供包括店面设计、产品展示、广告营销和售后服务等一系列服务，已与大量家居品牌签订战略合作协议。美凯龙战略合作协议的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，享受红星美凯龙的品牌和营销资源，新品优先在红星美凯龙商场销售，规范销售终端的经营管理和维护品牌知识产权等。此外，美凯龙还积极投资上游家居制造商，持有上游制造商欧派家居、诗尼曼、奥普家居、蓝海科技、广州酷漫居等部分股权。**2018 年来自家居建材行业内不同品类的 70 个品牌成为了居然之家 2018 年战略合作品牌**，包括南洋迪克家具、美克家居、皇朝家具、简一瓷砖、海尔橱柜等。战略合作品牌制度是居然之家为部分行业内产品特色鲜明、发展势头迅猛的优秀企业量身定制的一大利好政策，各战略合作品牌将获得居然之家 2018 年所有新开分店的优先入驻权，同时享受集团总部专人对接、招商信息定期推送、30 天摊位保留期等一系列优惠政策。

图表 40: 红星美凯龙与家居制造商部分战略合作协议

家居制造商	家居制造商行业地位	协议内容
领绣	墙布行业龙头	红星美凯龙为领绣提供最佳资源的店面，并在门店管理、营销等方面提供最优服务
美克家居	家居行业龙头	美克家居新品优先进驻红星美凯龙；红星美凯龙协助公司获得优先承租或续租相应等级展位
冠军磁砖	绿色磁砖领军品牌	冠军磁砖进驻红星美凯龙商场；双方合作举办红星美凯龙在全国范围内的商场联合品牌宣传和各类营销活动
豪利门业	中国顶级实木门第一品牌	豪利门业进驻红星美凯龙商场；红星美凯龙帮助公司规范销售终端经营管理，塑造品牌形象
德国舒尔茨漆	100%原装进口；产品畅销数十个国家	在四川省内二线城市，只要有红星美凯龙的商场，德国舒尔茨漆都会全面进驻

资料来源：公司公告，华创证券

图表 41: 红星美凯龙布局上游家居产业

投资领域	投资公司	投资情况	投资目的
家居	欧派家居	股权比例 4.99%	战略合作关系，向上游进行产业布局
	诗尼曼	股权比例 4.99%	
	奥普家居	股权比例 4.3125%	
智能家居	蓝海科技	股权比例 4.99%	为智能家居领域合作奠定基础
儿童家居	广州酷漫居	股权比例 4.99%	布局儿童家居领域 O2O 业务

资料来源：公司公告，华创证券

## （五）财务情况对比

### 1、收入利润：美凯龙体量较大，且公允价值变动损益占比高

美凯龙与居然之家营业收入差距逐渐减小，净利润方面美凯龙依然大幅领先居然之家。2017 年美凯龙与居然之家营业收入分别为 109.6 亿元和 98.2 亿元，2013-2017 年营业收入年均复合增长率分别为 13.4% 和 21.4%。从净利润来看美凯龙保持着较高的利润水平，两公司 2017 年净利润分别为 42.78 亿元和 13.93 亿元。2017 年美凯龙公允价值变动收益 19.96 亿元，占公司净利润的 46.7%，占比较高，在去除公允价值损益的变动后的净利润同居然之家相比依然保持较为明显的盈利优势。

图表 42: 红星美凯龙与居然之家营业收入对比 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43: 红星美凯龙与居然之家净利润对比 (亿元)



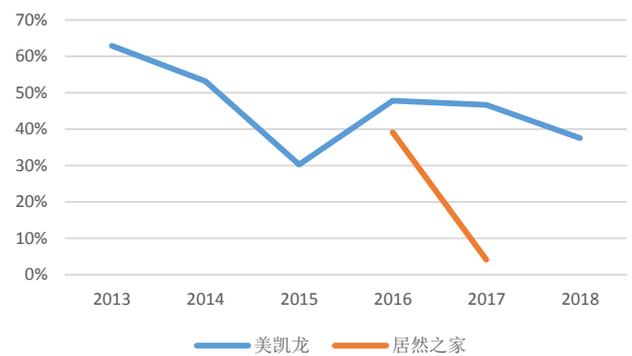
资料来源: Wind, 华创证券

图表 44: 红星美凯龙与居然之家扣除公允价值变动损益净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 45: 红星美凯龙与居然之家公允价值变动损益/净利润

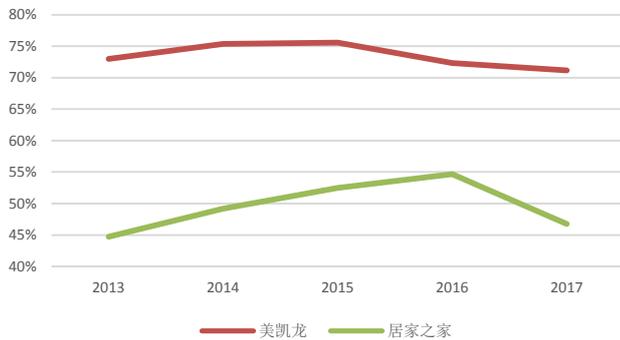


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、盈利能力: 美凯龙毛利率、净利率较高, 居然 ROE 较高

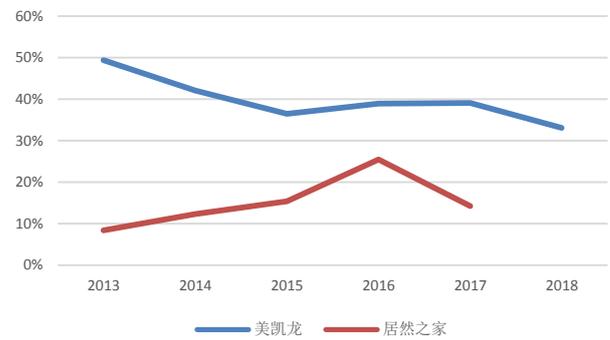
美凯龙与居然之家毛利率与净利率近年来较为稳定, 美凯龙毛利率在 70% 上下浮动, 居然之家毛利率在 50% 上下浮动。作为行业龙头, 美凯龙的毛利率远高于居然之家。近年来美凯龙净利率稍有下降, 但仍维持在较高水平, 2017 年为 39%, 居然之家净利率波动较大, 近年来有下降趋势, 2017 年为 14%。美凯龙 ROE 较平稳, 约 10%, 居然之家的 ROE 高于美凯龙, 2017 年约 13%。

图表 46: 美凯龙与居然之家毛利率对比 (%)



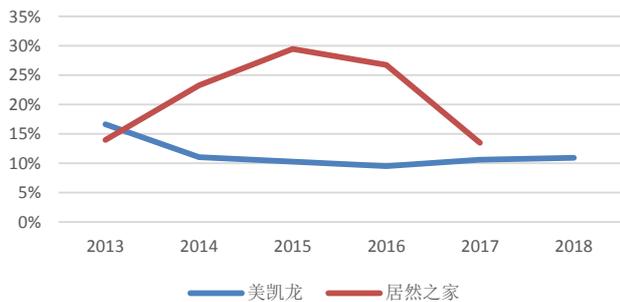
资料来源: Wind, 华创证券

图表 47: 美凯龙与居然之家净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

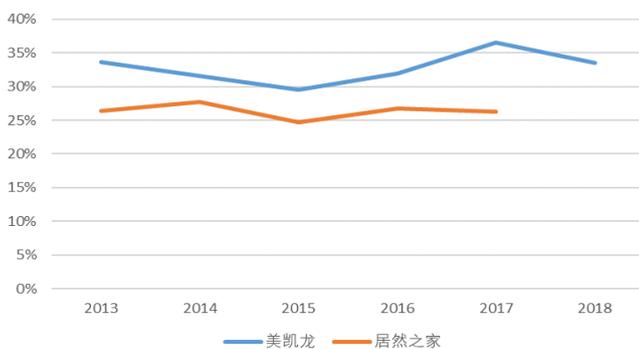
图表 48: 美凯龙与居然之家 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

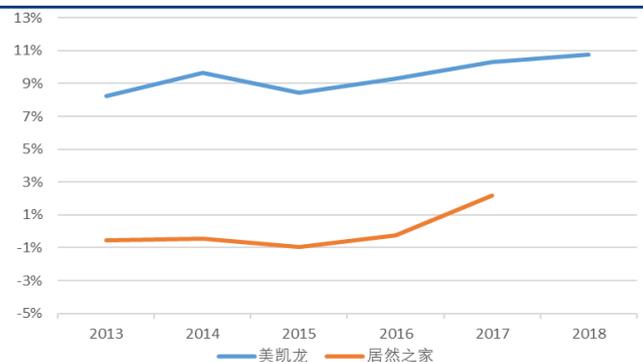
费用方面, 2017 年美凯龙与居然之家期间费用率分别为 36.57% 与 26.32%。美凯龙主要在财务费用方面高于居然之家, 其 2017 年财务费用率分别为 10.3% 和 2.2%, 两公司财务都呈增长态势主要源于近年来新开商场较多资金投入较大利息支付增加。销售费用率和管理费用率二者较为接近, 2017 年分别在 14% 左右和 11% 左右。

图表 49 美凯龙、居然之家期间费用率 (%)



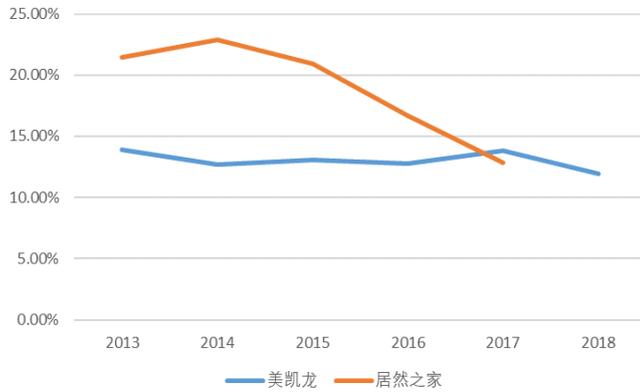
资料来源: wind, 华创证券

图表 50 美凯龙、居然之家财务费用率 (%)



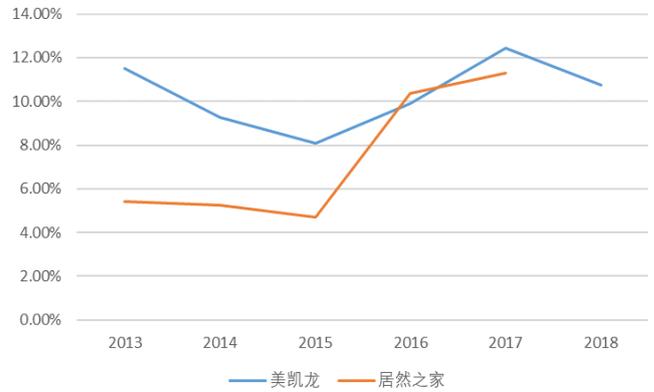
资料来源: wind, 华创证券

图表 51 美凯龙、居然之家销售费用率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 52 美凯龙、居然之家管理费用率 (%)

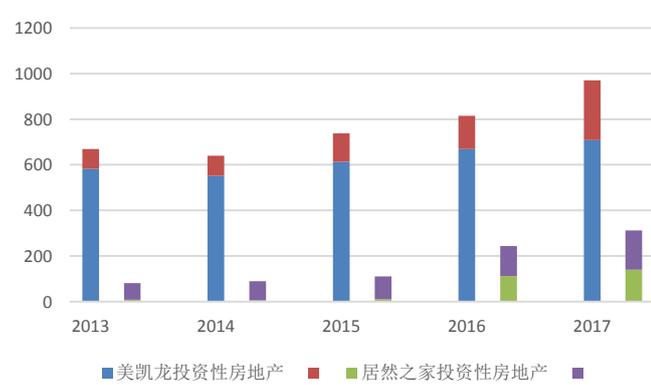


资料来源: wind, 华创证券

### 3、资产情况：美凯龙投资性房地产占比 70%，总资产周转率较低

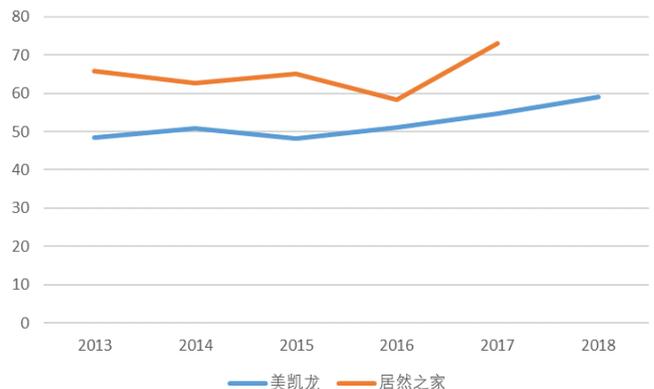
资本结构方面，美凯龙 2018 年底资产总计 1108.6 亿元，其中投资性房地产占比 71%；居然之家 2017 资产总计 372 亿元，其中投资性房地产占比 45%。2018 年底美凯龙负债合计 655.65 亿元，其中流动负债 253.14 亿元占比 38.6%，资产负债率为 59.14%；居然之家负债 2018 年 9 月底负债合计 260.8 亿元，流动负债 154.86 亿元占比 59.4%，资产负债率为 57.3%。居然之家的总资产周转率较高，2017 年约 0.35，美凯龙约 0.12。

图表 53 美凯龙、居然之家资产总计 (亿元)



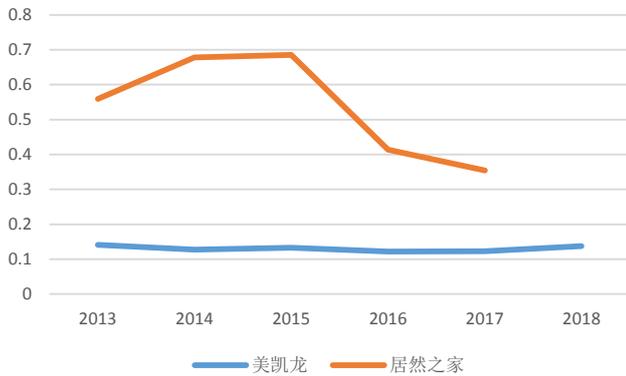
资料来源: wind, 华创证券

图表 54 美凯龙、居然之家资产负债率 (%)



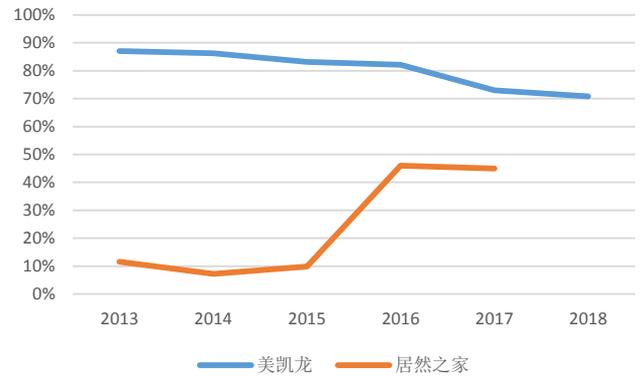
资料来源: wind, 华创证券

图表 55 总资产周转率 (次)



资料来源: wind, 华创证券

图表 56 投资性房地产/总资产

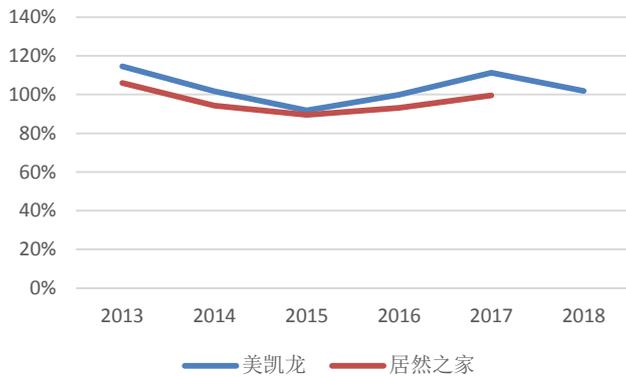


资料来源: wind, 华创证券

#### 4、现金流量: 美凯龙收现能力更胜一筹

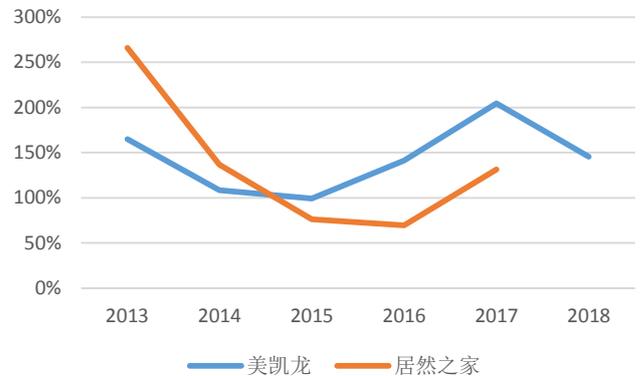
两家公司的收现能力均很强,美凯龙收现能力更强。美凯龙销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 2017 年为 111%, 居然之家为 99%; 美凯龙经营活动现金流量净额/经营活动净收益为 204%, 居然之家为 131%。

图表 57 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 58 经营活动现金流量净额/经营活动净收益(%)



资料来源: wind, 华创证券

#### (六) 分别牵手腾讯、阿里, 布局新零售

##### 1、美凯龙: 巩固市场领先地位, 利用先进技术打造智能购物环境, 提供全方位服务

继续有选择的在具有吸引力的城市拓展家居商场网络。通过直营模式进一步巩固一、二线城市的市场领先地位, 继续有选择性的在核心城市开设新的家居商场; 同时, 将凭借在家居装饰及家具行业良好的品牌声誉、成熟的商场开发、招商和运营管理能力, 通过轻资产的委管经营模式快速渗透三线城市及其他城市, 进一步扩大我们在全范围内的经营覆盖面, 加快城市渗透。公司将利用现有网络布局优势及品牌影响力, 积极发掘各类扩展性业务, 同时结合互联网、大数据等技术的运用, 建立全方位泛家居服务体系为消费者提供一站式挖掘公司的平台价值, 致力于将公司打造成为家居装饰及具行业新零售标杆。

利用先进技术打造智能营销, 建设智慧商场。与腾讯建立战略合作推出 IMP 全球家居智慧营销平台, 实现家居行业全角色、全场景、全渠道、全链路、用户全消费生命周期的营销跨越式升级。打造家居行业 DMP (数据管理平台)

精准实效广告投放系统，通过打通公司自身会员体系数据、腾讯体系数据以及其他互联网数据源，打造一个让流量可以精准触达用户的产品模式，真正实现从“人找货”到“货找人”的家居行业智慧营销新生态。打造了家居行业首个全民社交营销平台，以小程序、微信等社交平台为主阵地，以拥有家居行业精准流量、对消费者有影响力的团达人（如导购、设计师、物业经理等）为主角，精准切入家居消费者的社交场景，实现全民社交营销。聚焦会员复购率的提升，通过智能化管理系统，实现自动化筛选人群、细分场景、关联产品精准推荐。全面启动智慧商场建设项目，通过机器视觉、客流监控、轨迹分析等先进人工智能技术手段以及导购服务型机器人在商场的启用，进一步提升顾客的购物体验，提高商场和商户的经营效率。

**发展拓展性业务建设“全渠道泛家居业务平台服务商”。**家居设计及家装业务方面，公司计划逐步扩大其的经营规模，为消费者提供集装饰设计、硬装施工、材料销售、家具购买、软装配饰于一体的全案整装服务，完善购物体验，推动商场销售。公司将继续打造以设计为主概念的开放式互联网家装平台，接入设计师和装修公司资源帮助用户在线上平台实现完整家装服务流程，并利用公司遍布全国的商场局，提供实体展示空间和部分落地服务，由此增强家居产业线上下互动并进一步带公司当前主营业务的发展。**互联网零售业务方面**，公司将为消费者线下购买提供更便、实时的在导指引和免费的装修知识学习、价格优惠折扣及服务保障，通过推广“互联”零售以便为客户提供完美的多形式零售体验，拉动更多的线上和下消费。公司将加速推动线下红星美凯龙商场网络与互联网零售平台的O2O对接，实现线上下的一体化服务与相互赋能；同时公司将基于商场数字系统建立品牌及商户的撮合平台，通过高效匹配资源并在线上和下同步实现展示空间共享品联动销售，打造泛家居消费“生活馆”形态为客户提供具有专业设计美感的真实场景和高品质的购物体验，从而有效拉动增量消费需求并提升公司平台价值。

## 2、居然之家三大融合：居然新零售线上线下游融合、“大家居”与“大消费”融合、产业链上下游融合

在“线上线下融合”上，居然新零售致力从“物业驱动型”向“大数据驱动型”转型升级，以打造新零售标杆。首先，居然新零售将与阿里巴巴展开全面合作，进一步打造设计家互联网家居家装一体化、一站式平台。该平台将集设计、施工、材料采购、配送安装及售后为一体。随着居然新零售与阿里巴巴合作逐渐深入，阿里巴巴将协同设计家平台，与阿里平台进行线上、线下业务打通、从空间规划、品类规划、品类选择、供应链管理等进行重构，实现商品、交易、会员的全面数字化。其次，居然新零售将逐渐开展对线下实体卖场的智能化改造，将线下“居然之家”卖场与线上设计家平台、天猫、蚂蚁金服全面打通，为消费者提供智能化的购物体验。再次，居然新零售将为所有商户开放线上门店，包括设计家平台，天猫旗舰店等居然体系及阿里体系下的渠道，从而实现商户实体店与网络店的融合。最后，居然新零售还将与上游家居建材品牌商、工厂展开密切合作，探索产品定制数字化与智能化，引领泛家居产业创新发展，树立行业标杆。

在“大家居”与“大消费”融合上，居然新零售将利用现有的实体店平台网络优势，进一步将餐饮、院线、娱乐、健身等多种消费业态引入“居然之家”卖场，实现“居然之家”卖场向家庭消费一站式商业综合体转型，在利用高频消费业态给家居消费带来流量的过程中，也不断满足消费者对美好生活的追求。目前，居然新零售已就“大家居”与“大消费”融合展开了试点。以“居然之家”丽泽店为例，该店正逐渐引入儿童教育、数码、健身、养老等业态，并引入盒马鲜生、美吉姆教育、海底捞火锅等知名品牌店铺，向家居生活 Mall 转型。

在产业链上下游融合上，居然新零售将打造“资本纽带”和“商业纽带”，进行互动式发展，通过联系泛家居产业链上下游的优秀企业展开合作，促进泛家居行业的转型升级。目前，居然新零售正着力建设智慧物流仓储配送系统，打通从工厂到仓储、从仓储到千家万户的全物流链。该体系将以人工智能、机器人、物联网、大数据等新技术为依托，以“家居大件”、“落地配”为特色，并将联动品牌商、仓内作业服务商、物流配送服务商等类型的企业共同提供物流服务。未来，居然新零售将打造智能化仓储空间、智能化配送系统，并逐步实现入户配送安装服务，以解决最后一百米物流配送安装服务需求，解决从商户到客户的无忧销售与无忧购买。

## 三、风险提示

宏观经济不振导致需求下滑，家居行业格局发生重大改变。

## 轻工组团队介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500