

美凯龙 (601828)

证券研究报告

2021年06月16日

轻资产降杠杆重运营，全渠道泛家居平台服务商腾飞在即

非标低频高客单&重场景重服务重决策的家居行业消费特征，决定了线下实体渠道的不可替代性。连锁家居装饰及家居行业产业链分为原材料供应、商品制造、销售、消费四大环节：上游进入壁垒不高，家居产品制造大部分位于沿海地区，竞争格局分散，物流成本高企决定制造商难以自建销售网络。下游家居消费非标、低频、高客单，且重场景体验、重服务体验、试错成本低，平台型企业产业议价能力强。

复盘全球最大的家居家装市场美国，存量房改造需求旺盛。积极拥抱需求变化的家居零售龙头家得宝，凭借全球直采、线上线下一体化、优化产品与服务组合、高效物流配送，脱颖而出飞轮效应显著。我国家庭家装市场万亿空间，老房翻新改造叠加新房装修需求，共同推动市场稳步增长。城镇化水平提升、居民消费能力增强、消费者年轻化大环境下，全渠道泛家居平台服务商成长空间巨大。

美凯龙是国内头部家居零售企业，2020年连锁类市占率17.1%排名第一，创始人车建新行业经验丰富，管理团队员工激励充分。2020年，制定“新零售变革增强主业竞争力，家装业务打造第二增长曲线”的战略部署；2021年，继续全面推进“降杠杆、轻资产、重运营”的发展战略。甩开债务包袱、加码轻资产运营、携手阿里探索新零售、发力家装整合产业链，美凯龙有望迎来历史拐点：

① **重资产向轻资产转型**：近年来委管商场数量提升较快，未来美凯龙重点发展轻资产业务加速下沉市场渗透，资本开支有望持续降低。

② **家装家居一体化**：通过“美凯龙空间美学”、“家倍得”、“更好家”三大品牌矩阵争夺前端流量，与地产商、设计师等紧密合作，拓宽业务收入来源的同时，降低商场获客成本。

③ **线上线下一体化**：“天猫同城站”实现家居同城商品在线上的“上架、订单、支付、服务”一体化，大幅降低引流成本，提升客户体验。

④ **稳步进入降杠杆通道**：“主营业务拐点向上+取消分红+定增过会+非主营资产剥离+PE投资股权变现”多并举下，安全边际有望大幅提升。

投资建议：美凯龙所处的家居零售赛道实体场景壁垒极高，公司处于细分赛道龙头，面对消费年轻化和存量市场翻新的双轮需求驱动，自身债务问题解决同时加码轻资产运营，传统业务增长稳健且持续；同时拓展家装主流家居、线上线下一体化家居新零售。参考同行相对估值，给予21年25倍估值预计21-23年净利润分别为33.4/38.5/44.7亿，目标市值835亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：流动性风险，家装业务开拓不及预期，行业竞争加剧流量成本上升，投资性房地产公允价值波动造成大额非经常性损益的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,469.24	14,236.46	19,070.00	21,059.00	23,552.00
增长率(%)	15.66	(13.56)	33.95	10.43	11.84
EBITDA(百万元)	8,788.68	6,242.02	7,268.09	7,907.40	8,690.98
净利润(百万元)	4,479.68	1,730.58	3,339.25	3,851.45	4,472.38
增长率(%)	0.05	(61.37)	92.96	15.34	16.12
EPS(元/股)	1.15	0.44	0.86	0.99	1.15
市盈率(P/E)	8.72	22.56	11.69	10.14	8.73
市净率(P/B)	0.85	0.82	0.79	0.74	0.68
市销率(P/S)	2.37	2.74	2.05	1.85	1.66
EV/EBITDA	(3.38)	(6.05)	(4.33)	(5.02)	(4.77)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 商业贸易/商业物业经营

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 10.13元

目标价格 21.38元

基本数据

A股总股本(百万股) 3,905.00

流通A股股本(百万股) 3,163.71

A股总市值(百万元) 39,557.65

流通A股市值(百万元) 32,048.43

每股净资产(元) 12.42

资产负债率(%) 61.44

一年内最高/最低(元) 11.34/8.38

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《美凯龙-首次覆盖报告:家装连锁第一股，开启王者新征程》2018-01-19

内容目录

1. 全渠道泛家居平台服务商，轻资产模式赋能发展新纪元.....	5
1.1. 自营委管双轮驱动，打造全球家居品牌典范.....	5
1.2. 管理层经验丰富，近十年收入 CAGR22%稳步扩张.....	7
2. 家居家装万亿市场空间广阔，渠道强者恒强，龙头市占率有望进一步提升.....	9
2.1. 紧抓供需新机遇，国内家装家居市场成长空间广阔.....	9
2.1.1. 家居装饰及家具行业大而分散，渠道品牌强于产品品牌.....	9
2.1.2. 非标低频高客单&重场景重服务重决策，决定了线下实体渠道的不可替代性.....	11
2.1.3. 家装市场空间万亿，存量住宅翻新需求渐成主流.....	13
2.2. 复盘海外龙头家得宝成长之路，家居零售平台型企业潜力可观.....	15
2.2.1. 作为全球最大的家居家装市场，美国存量房改造需求旺盛.....	15
2.2.2. “全球直采&渠道一体化&优化产品与服务&高效物流配送”打造核心竞争力.....	17
3. 轻资产转型+家装业务聚焦+新零售变革，美凯龙迎来历史拐点.....	22
3.1. 重资产向轻资产转型，加速开店步伐抢占下沉市场.....	22
3.2. 家装家居一体化，双核联动与双向赋能.....	24
3.3. 线上线下一体化，领航家居新零售.....	26
3.4. 稳步进入降杠杆通道，安全边际大幅提升.....	28
4. 盈利预测与估值.....	29
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1：美凯龙发展历程.....	5
图 2：美凯龙商业版图.....	6
图 3：美凯龙股权结构（截至 2021 年 6 月）.....	7
图 4：21Q1 营业收入同比增长 30.7%.....	7
图 5：商品销售及家装业务迅速起量.....	8
图 6：分业务毛利率水平.....	8
图 7：期间费用率水平.....	8
图 8：归母净利润及净利率.....	8
图 9：经营性净现金流/净利润.....	8
图 10：家居装饰及家居行业概览.....	9
图 11：我国家居装饰及家具市场成交额预测.....	9
图 12：连锁家居装饰及家居商场行业发展历程.....	10
图 13：线上线下一体化闭环.....	11
图 14：中美家居行业线上渠道渗透率.....	11
图 15：2020 年国内典型行业主要电商平台 GMV 同比增长率.....	11

图 16: 连锁家居装饰及家居商场行业产业链	11
图 17: 全球泛家居市场零售渠道占比 (零售额占比)	12
图 18: 我国家装家居专业零售渠道占绝对主导 (零售额占比)	12
图 19: 2020 年美凯龙分地区占比	13
图 20: 2020 年居然之家分地区占比	13
图 21: 家具制造业呈现地产后周期特征	13
图 22: 人均可支配收入与城镇化率	14
图 23: 中国建筑装饰行业产值逐年提升	14
图 24: 终端消费群体及其需求	14
图 25: 装修需求分类	14
图 26: 商品房销售面积与新开工房屋面积	15
图 27: 我国历年出生人口数 (万人)	15
图 28: 2020 年中国消费者选购家居产品考虑因素	15
图 29: 全球家居家装行业市场规模	16
图 30: 美国家居家装市场规模	16
图 31: 美国家居家装市场分产品占比	16
图 32: 美国新建房数量 (千户)	16
图 33: 美国家庭家装需求 (亿美元)	17
图 34: 美国住房改造人均花费 (美元)	17
图 35: 2019 年美国住房改造花费结构	17
图 36: 家得宝发展历程	17
图 37: 家得宝股价复盘	18
图 38: 家得宝的飞轮效应	18
图 39: 家得宝的网点数量与单店收入	19
图 40: 室内花园销售收入占比最大	19
图 41: 家得宝收入集中于美国本土市场	19
图 42: 家得宝毛利率水平稳定	20
图 43: 家得宝线上收入及占比	20
图 44: 客户销售单价稳定提升 (美元)	20
图 45: 家得宝订单自运比例接近 100%	21
图 46: 销售及一般行政管理费用率逐步降低	21
图 47: 净利率稳步提高	21
图 48: 美凯龙零售额市占率持续提升	22
图 49: 委管商场占比持续提升	23
图 50: 委托经营管理商场相关收入变动	23
图 51: 委托经营管理商场相关业务毛利润及毛利率	23
图 52: 委管商场经营面积与出租率	24
图 53: 委管商场坪效 (元/平方米)	24
图 54: “订智美好”的家装一站式解决方案	24
图 55: 2020 年商品销售及家装营收达 12.24 亿	25
图 56: 2020 年家装门店数量达 214 家	25

图 57：“设计云”使用流程及效果呈现.....	26
图 58：美凯龙与阿里巴巴战略合作协议内容.....	26
图 59：美凯龙智慧营销平台提供一站式服务.....	26
图 60：21 年 6 月的系列促销活动上线中.....	27
图 61：携手央视打家居界“春晚”直播.....	27
图 62：天猫同城站服务全流程.....	28
图 63：股权投资股利收入（万元）.....	29
表 1：国内各梯队家居商场数量.....	12
表 2：美凯龙营收/资产规模等方面优势显著.....	13
表 3：客户分类与专属服务.....	19
表 4：美凯龙收入来源.....	23
表 5：定增募集资金用途.....	28
表 6：截至 2021 年 6 月美凯龙股权投资项目.....	28
表 7：盈利预测.....	30
表 8：相对估值比较.....	30

1. 全渠道泛家居平台服务商，轻资产模式赋能发展新纪元

1.1. 自营委管双轮驱动，打造全球家居品牌典范

深耕家居零售产业三十余年，2020 年市占率 17.1%领跑行业。红星美凯龙是国内头部家居装饰及家具商场运营商和泛家居业务平台服务商，主要经营和管理自营商场、委托管理商场、特许经营商城和战略合作商场，并提供家装、设计、互联网零售等泛家居消费服务。2020 年，美凯龙以 1080 亿元的零售额位列行业第一，占连锁家居装饰及家具商场行业市场份额的 17.1%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）市场份额的 7.1%，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泛家居平台服务商。发展历程可分为以下三个时期：

①奠基时期（1986-2006）：筚路蓝缕启山林，栉风沐雨砥砺前行

1986 年，美凯龙创始人车建兴以 600 元启动资金，创办一家家具作坊。1990 年，常州市红星家具城创办。1994 年，常州红星家具城、红星家具总厂及常州建材家具批发中心共同出资成立红星家具集团公司；1999 年完成改制，变更为红星家具集团有限公司，由车建兴、车建芳两位股东持股。2000 年，红星美凯龙旗下第一家商场——上海真北商场成立。

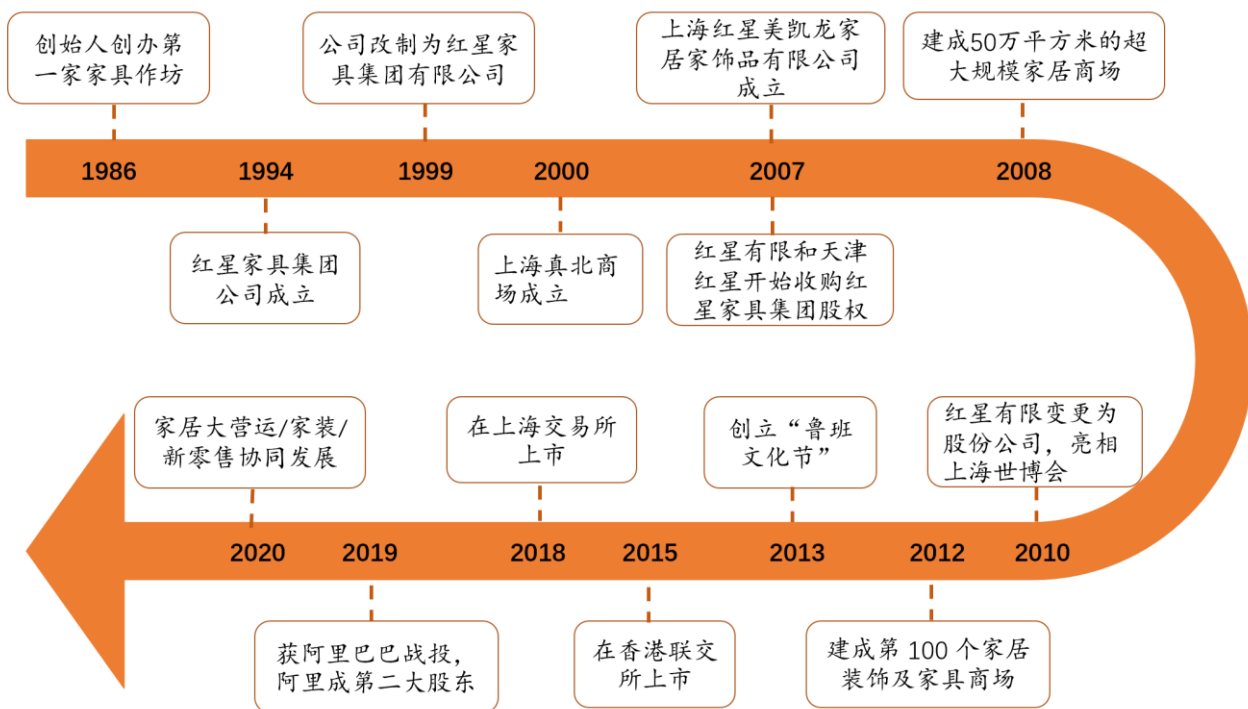
②重组变革期（2007-2017）：集团资源高效重组整合，快速扩张打造家居连锁行业 NO.1

2007 年，上海红星美凯龙家居饰品有限公司开始按地域分阶段收购，红星家具集团旗下从事家居商场经营和管理的子公司股权。2011 年底完成重组，家居商场经营和管理主业进一步明确，资源有效整合，美凯龙品牌知名度提升。2008 年，美凯龙建成全球最大的家居商场，经营面积达 50 万平方米。2010 年，作为家居流通业的唯一代表亮相上海世博会。2012 年，第 100 个家居装饰及家具商场建成，连锁规模为行业之最。2015 年，联交所上市，资本助力加速发展。

③转型腾飞期（2018 至今）：数字化转型推行线上线下新零售，一站式家装实现家装家居一体化

2018 年，美凯龙在上交所上市，成为中国家居零售行业第一家 AH 股上市公司。2019 年，获阿里巴巴战略投资，与阿里巴巴共同探索家居新零售领域布局，实现线上线下渠道融通，为传统主业注入新鲜活力。2020 年，成立装修产业集团并将装修业务提升为第一业务，通过三大品牌矩阵“美凯龙空间美学”、“家倍得”、“更好家”加速入局，争夺前端流量，通过“一站式”家装实现家装家居消费一体化。

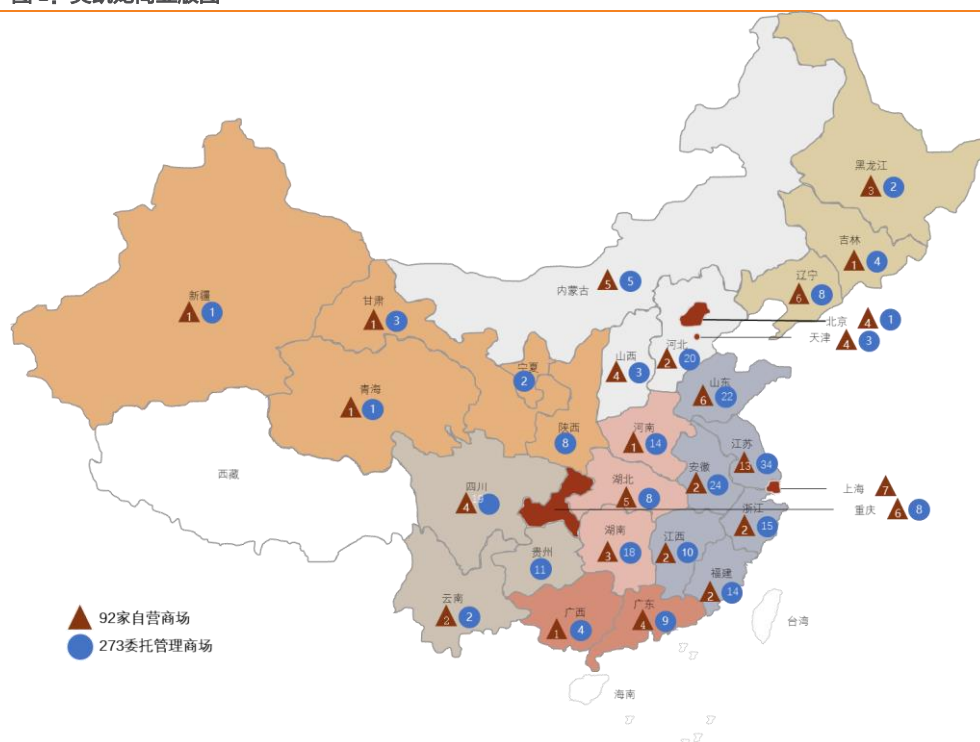
图 1：美凯龙发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

自营商场抢占优质地段打造区位优势，委管商场轻资产运行快速下沉扩张。美凯龙具有难以被复制的扩张模式，自营委管轻重结合双轮驱动，截至2021年3月31日，其中93家自营商场（其中58家为自有物业）主要分布在一二线城市的优质地段，经常性收入稳定可预测。271家委管商场主要分布在三线及其他城市，以轻资产的模式快速开张新店及增加市场渗透率。此外，美凯龙还通过战略合作经营12家家居商场，以特许经营方式授权开业66家特许经营家居建材项目，共包括476家家居建材店/产业街。截至2020年底，经营面积达2205万平方米，在连锁网络、市场覆盖和销售规模方面均处于国内领先地位。

图2：美凯龙商业版图

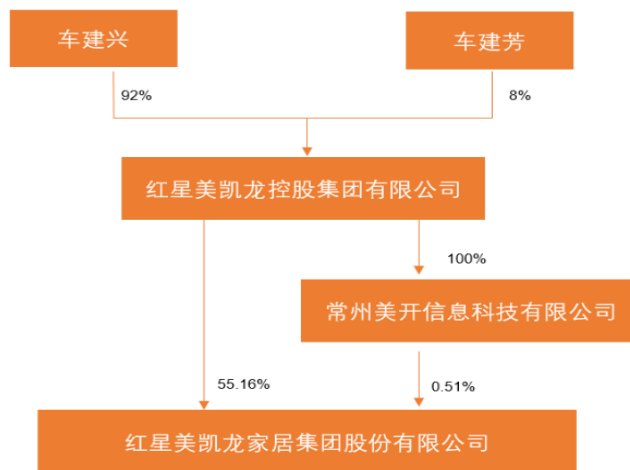


资料来源：公司公告，天风证券研究所
图中数据截至2020年底

1.2. 管理层经验丰富，近十年收入 CAGR22%稳步扩张

管理层经验丰富，19 年引入阿里巴巴为战略投资人。车建兴与车建芳（兄妹关系）分别持有红星美凯龙控股集团有限公司 92%与 8%的股份，并通过控股集团持有上市公司 55.16%的股份。2019 年引入阿里巴巴作为战略投资人，积极推进新零售业务转型。创始人车建兴先生自 20 世纪 80 年代开始家居制造的职业生涯，以深厚的经验和行业洞察把握集团发展方向。截止 2020 年底，美凯龙共拥有 25201 位员工，其中财务、施工咨询、招商、经营管理、市场经营及品牌推广、维护和安保、人力资源和其他岗位员工人数分别占比 10.9%/3.0%/3.8%/19.9%/11.4%/29.7%/4.4%/17.0%，33.2%的员工拥有本科以上学历，人才储备丰富。

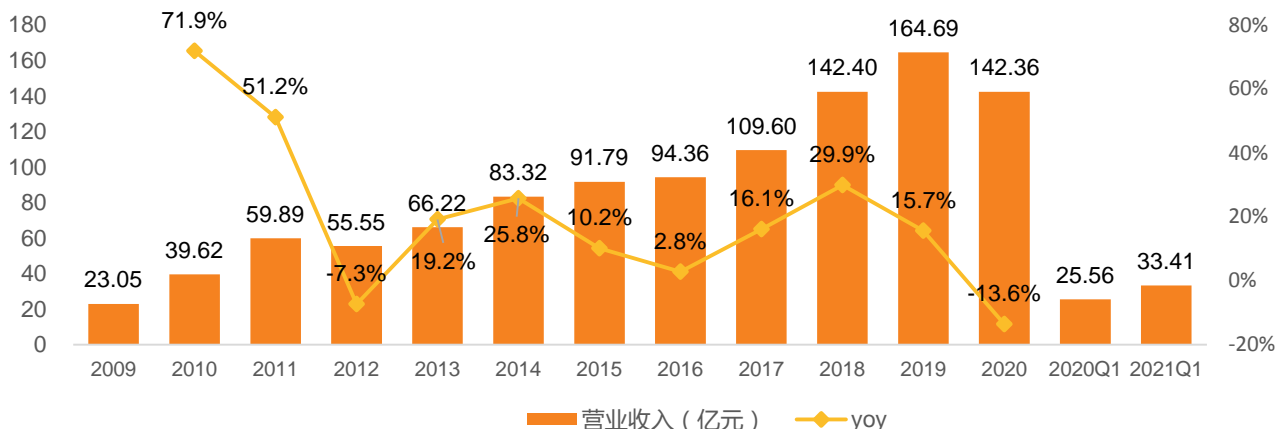
图 3：美凯龙股权结构（截至 2021 年 6 月）



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2009 至 2019 年收入的年均复合增长率为 21.7%，稳步扩张；21Q1 快速复苏，收入同比增长 30.7%。从 2000 年建立第一家“红星美凯龙”品牌商场，到 2012 年第 100 家家居商场落成，再到 2021Q1 年的 364 家商场和 2205 万平方米的经营面积，美凯龙保持坚定稳健的扩张步伐。收入从 2009 年的 23.1 亿元提升至 2019 年的 164.7 亿元，年均复合增长率为 21.7%。2020 年实现营业收入 142.4 亿元，同比减少 13.6%，主要是受新冠疫情影响，为商户和客户提供免租和优惠支持，免租安排涉及金额 6.03 亿元。同时，疫情也延缓了项目前期品牌咨询委托管理服务、建造施工业务的推进进度。美凯龙通过远程办公、商场数字化营销、天猫同城零售、招商线上路演等举措有效解决众多困难，业务逐渐复苏，21Q1 实现收入 33.4 亿元，同比增长 30.7%。

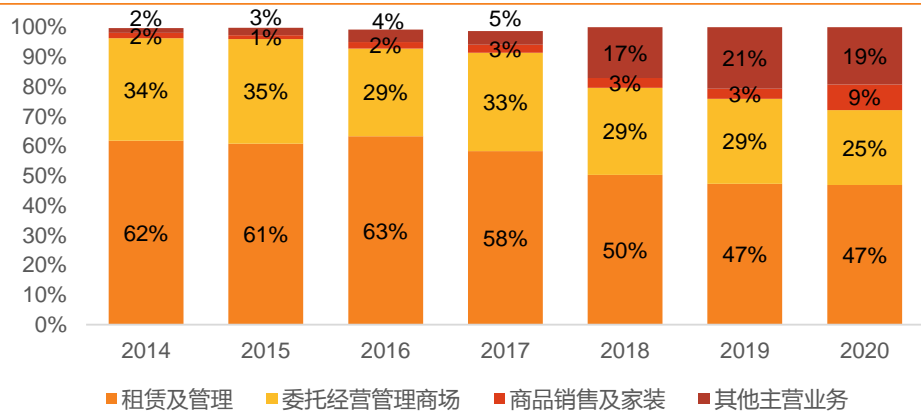
图 4：21Q1 营业收入同比增长 30.7%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

“自营+委管”双轮发展，“家装+新零售”再添两翼。2020年美凯龙租赁及管理、委托经营管理、商品销售及家装、其他主营业务收入分别占比47%/25%/9%/19%。作为传统核心业务，2018年以前自营商场的租赁及管理收入、委托经营管理商场带来的收入合计占比在90%以上。近年来，美凯龙积极把握市场发展机会，制定“新零售变革增强主业竞争力，家装业务打造第二增长曲线”的战略，重点发展同城零售、家装等新业态。2018年以来商品销售及家装、工程施工、互联网家装、互联网零售等其他主营收入占比明显提升，近三年收入合计占比分别为20%/24%/28%，发展态势良好。

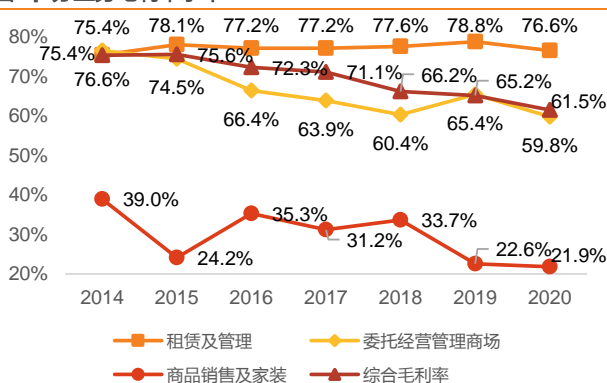
图 5：商品销售及家装业务迅速起量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

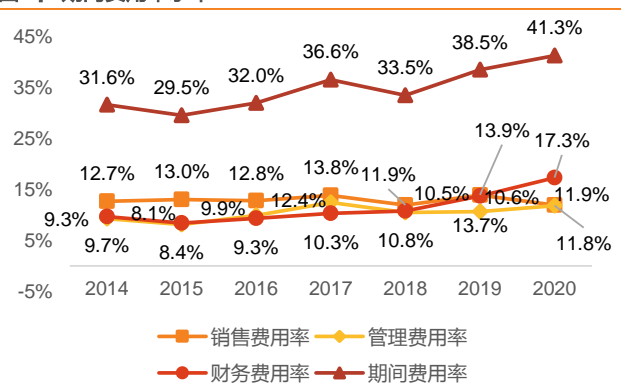
核心业务基本盘稳固，夯实高毛利基础。近年来综合毛利率有所下滑，主要是由于业务结构的变化。分业务来看，自营商场中半数以上为自有物业，租赁及管理始终保持75%以上的高毛利率水平；委托经营管理商场毛利率水平也在60%以上；商品销售及家装业务为战略重点发展业务，前期重投入暂不考虑利润率水平。2019年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为13.9%/10.6%/13.7%。销售费用率和管理费用率处于较为稳定的水平，财务费用率有所上升。

图 6：分业务毛利率水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：期间费用率水平

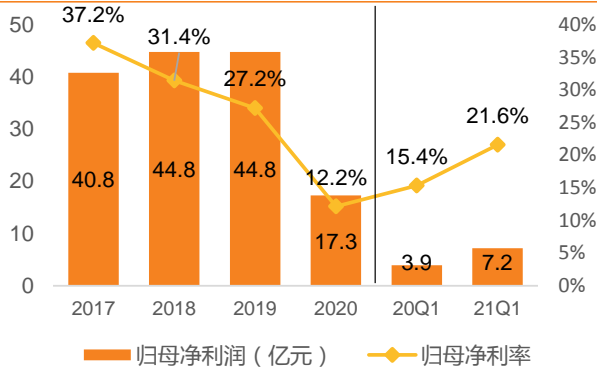


资料来源：公司公告，天风证券研究所

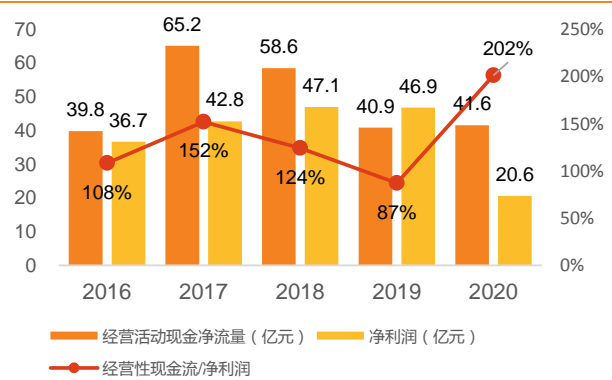
2020年利润水平受疫情影响较大，21Q1迅速回升。17-20年，美凯龙实现归母净利润分别为40.8/44.8/44.8/17.3亿元，归母净利率分别为37.2%/31.4%/27.2%/12.2%。21年Q1实现归母净利润7.2亿元，同比增长84.6%，净利率21.6%，同增6.2pct。一方面，20年下半年疫情影响减弱，家居商场销售整体发展态势良好；另一方面，2020年公司进行深化调整改革，委管商场和特许经营项目稳步推进，家装业务发展良好，盈利水平提升。

图 8：归母净利润及净利率

图 9：经营性净现金流/净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 家居家装万亿市场空间广阔，渠道强者恒强，龙头市占率有望进一步提升

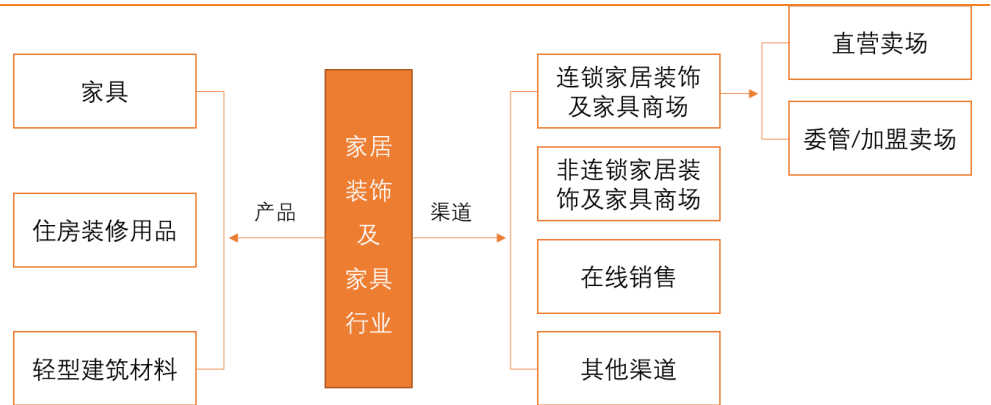
2.1. 紧抓供需新机遇，国内家装家居市场成长空间广阔

2.1.1. 家居装饰及家具行业大而分散，渠道品牌强于产品品牌

家居装饰及家具行业涵盖的产品类别范围较广，可分为家具、住房装修用品、轻型建筑材料三大类。随着国内居民可支配收入持续增长，城镇化率逐步提高，居民生活水平持续改善，预计家具及住房装修用品需求将继续上升。而照明设备、地板、涂层等轻型建筑材料多与新房装修相关，周期性更为显著。

渠道方面，家居装饰及家具行业销售渠道可分为连锁家居商场、非连锁家居商场、在线销售，以及超市、百货商店及品牌专卖店等传统渠道。其中，连锁家居装饰及家具商场通常分为自营经营和委管/加盟经营两种模式。

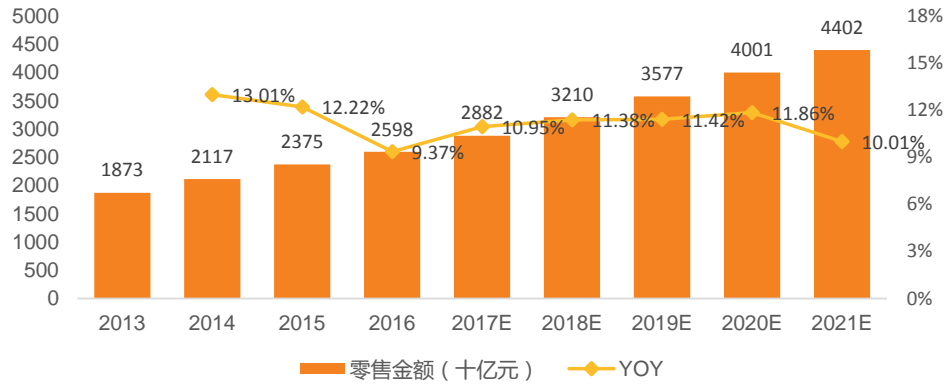
图 10：家居装饰及家居行业概览



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

家居装饰及家具市场稳健增长，渠道品牌强于产品品牌。根据弗若斯特沙利文统计，2020 年我国家居装饰及家具市场零售成交额为 4.5 万亿元。由于家居消费的低频化和非标准化，物流成本高，安装施工等服务重要，这些特征决定了渠道的重要性。且由于上游生产商、供应商区域割据，行业大而分散，整合难度大，进一步强化了消费者对渠道的信任。

图 11：我国家居装饰及家具市场成交额预测

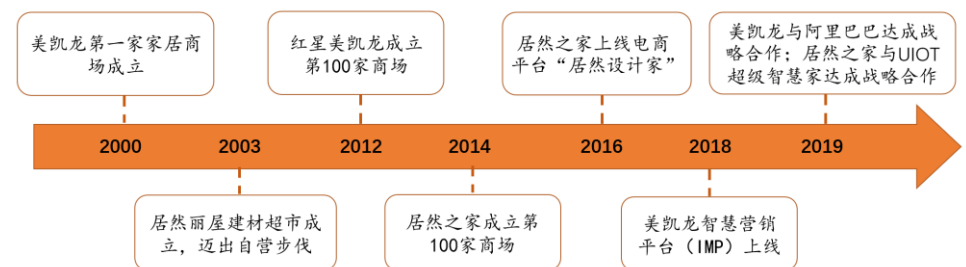


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

中国连锁家居装饰及家居商场于 2000 年萌芽，至今已形成完善的全国销售网络、成熟的经营业态与高粘性的消费群体。行业发展主要经历三个阶段：

- ① **初步发展时期（2000-2009 年）**：由于家居建材单体店销售受阻，部分家具企业开始扩大经营范围，并尝试大型卖场经营模式。这一时期，连锁家居商场以直营商场为主，通过自建、租赁等方式获得商场物业，并承担物业管理、招商、品牌推广、产品促销等业务。2000 年，美凯龙开设上海真北商场，第一家“红星美凯龙”品牌旗下家居商场成立；2003 年，居然之家陆续成立建材超市、装饰公司。
- ② **高速扩张期（2009-2016 年）**：2009 年起，美凯龙与居然之家等大型连锁家居商场加速覆盖各大省份，并逐渐开展委托管理、加盟商场等轻资产业务模式，依托于自身品牌影响力与运营能力，为合作商、加盟商提供管理咨询服务，实现异地复制、高速扩张与广泛下沉渗透。2010 年，美凯龙委管商场数量达 46 家，首次超过自营商场数量（33 家），轻资产模式运营良好；2012 年，红星美凯龙成立第 100 家商场；2014 年，居然之家第 100 家商场开业。
- ③ **转型变革期（2016 至今）**：随着互联网及移动设备的日渐普及、在线购物渗透、新零售概念兴起，2016 年家居装饰及家具零售市场在线零售渠道占比约为 7.21%。许多在线 B2C 平台以及线下零售商开始为家居装饰及家具产品设立专门网站，比如美乐乐、齐家装修网，天猫与京东也已扩张至家居装饰及家具领域。连锁家居商场开启新零售、智慧家居转型之旅，2016 年居然之家成立智慧物联网科技公司，“居然设计家”平台上线；2018 年美凯龙 IMP 平台上线，2019 年与阿里巴巴达成战略合作，开启线上线下一体化战略转型。

图 12：连锁家居装饰及家居商场行业发展历程

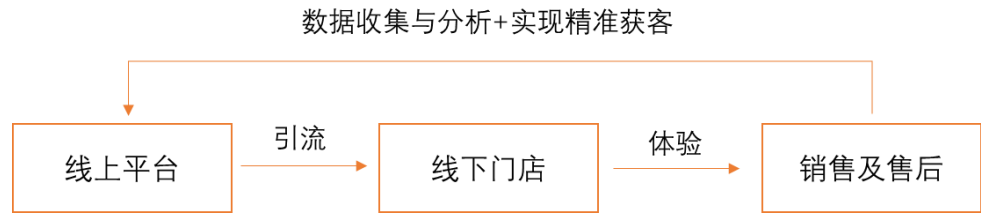


资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

家居建材行业发生结构性变化，催生全渠道变革。目前，家居建材行业已从以“场”为核心和以“货”为核心的线下购物为主导的单一渠道，转变为以“人”为核心的多元渠

道。线上与线下融合、数字化运营与家居新零售是行业转型的必然趋势和方向。通过线上数字化营销，实现家居产品多渠道推广，多方位触达客户，激发客户购买欲望，进一步向线下门店引流；通过线下门店为消费者提供优质服务体验，增强客户粘性；完成购买流程后实现数据收集，回流反馈数字化渠道建设，实现精准获客，品效兼优。

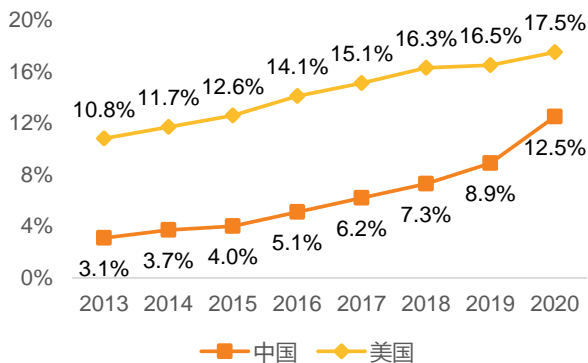
图 13：线上线下一体化闭环



资料来源：天风证券研究所

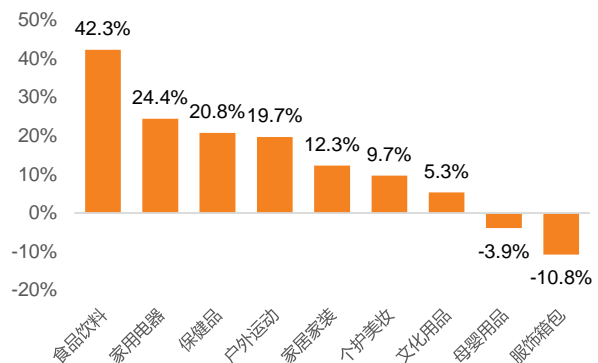
疫情培育家居电商生态，数字化营销实现多渠道推广。2020 年，中国家具行业的线上渠道渗透率为 12.5%，而美国家居线上行业渗透率为 17.5%。由于家居产品的特殊性与传统的重线下渠道、重经销网络模式，国内家居数字化渠道建设较为落后。疫情刺激下，家居企业纷纷开拓数字渠道网络，开展直播电商等销售尝试，2020 年我国家居行业线上渗透率提升 3.6 个百分点，在主要电商平台的 GMV 同比增长 12.3%，家装相关手机 APP 的使用总时长同比增长 56.5%，家居家装行业消费者的线上消费习惯逐渐养成。

图 14：中美家居行业线上渠道渗透率



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

图 15：2020 年国内典型行业主要电商平台 GMV 同比增长率

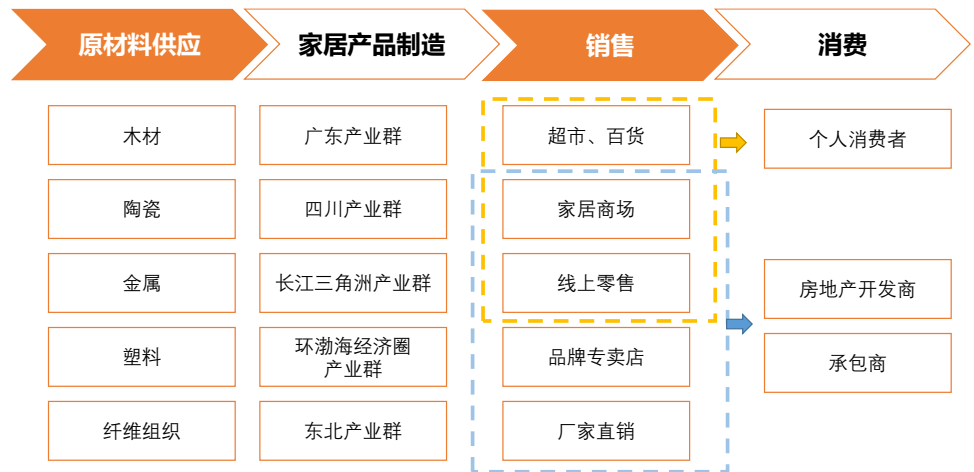


资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

2.1.2. 非标低频高客单&重场景重服务重决策，决定了线下实体渠道的不可替代性

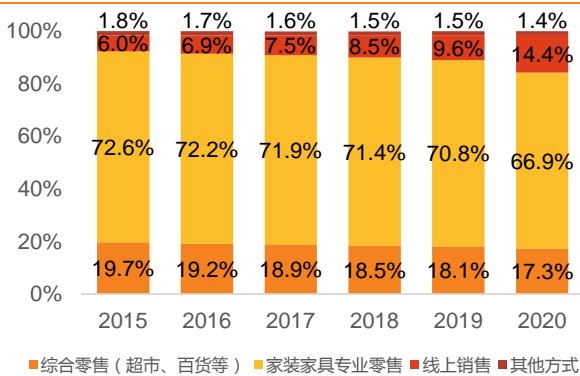
销售环节承接分散上游与广大下游，扼住产业链关键环节。连锁家居装饰及家居行业产业链分为原材料供应、商品制造、销售、消费四大环节：①原材料供应：木材、陶瓷、金属、纤维、塑料等原材料供给丰富，选择众多。②家居产品制造：2016 年国内有 1.4 万多家家居装饰及家具制造商，大部分位于沿海出口中心，成群聚集。制造商多注重自有品牌的宣传和销售，产品单一，打造零售渠道、知名度与口碑的难度较高。且物流成本高，难以自建销售网络。③终端消费：家居、住房装修为刚性消费需求，消费特征非标、低频、高客单，且重场景体验、重服务体验、试错成本低，这些特征决定了线下零售实体渠道的不可替代性。国内消费者更倾向于“帮我做”的便捷模式，连锁家居商场具有更强的议价能力，一站式家居购物更受消费者欢迎。

图 16：连锁家居装饰及家居商场行业产业链



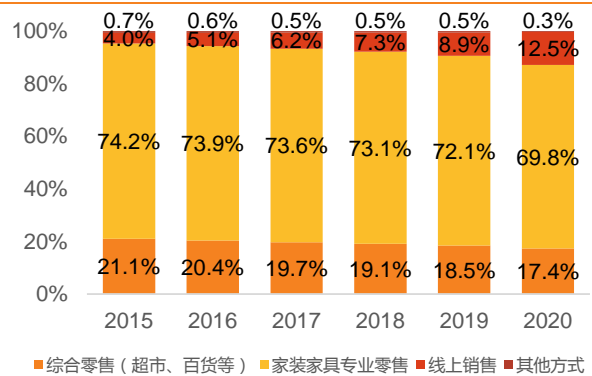
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：全球泛家居市场零售渠道占比（零售额占比）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 18：我国家装家居专业零售渠道占绝对主导（零售额占比）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

资源头部集中，马太效应强者恒强。以商场数量与销售网络划分，目前国内家居商场可分为三大梯队：第一梯队包括美凯龙、居然之家、月星家居和欧亚达，四家企业家居商场数量总计超过 1120 家；第二梯队以海外家居商场品牌和中大型区域性连锁家居商场品牌为主，包括宜得利、宜家、百安居、富森美等；第三梯队主要为中小型区域性家居商场。

表 1：国内各梯队家居商场数量

梯队	企业	商场数量	主要辐射地区
第一梯队	红星美凯龙	364	中国
	居然之家	382	中国
	月星家居	207	中国
	欧亚达	170+	中国
第二梯队	百安居	80+	中国
	宜得利	36	中国
	宜家	36	北京、四川、江苏等
	富森美	13	西南地区
...
第三梯队	集美家居	6	北京、河北、福建
	金马凯旋	8	湖北、辽宁、河南

资料来源：公司官网，天风证券研究所

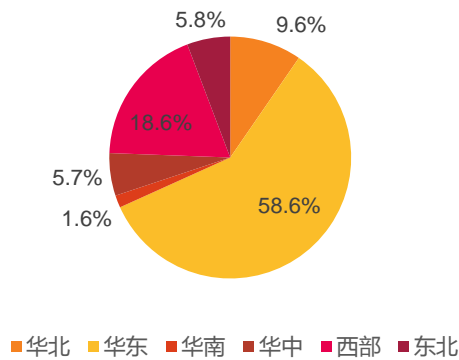
分地域来看，形成“南美凯龙、北居然之家”的格局，美凯龙经营面积约为居然之家的1.7倍，自有物业占比远超居然之家。美凯龙旗下家居商场主要布局在华东和西部地区，2020年华东与西部地区营收合计占比为77%。居然之家则主要布局于华北、华中地区，2020年两地营收合计占比为74%。截至2021年Q1，美凯龙经营93家自营商场（其中58家为自有物业），271家委管商场，通过战略合作经营12家家居商场，以特许经营方式授权开业66家特许经营家居建材项目。截至2020年底，居然之家经营90个直营卖场（其中14家为自有物业，76家为租赁物业），292个加盟卖场。

表 2：美凯龙营收/资产规模等方面优势显著

	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营面积 (万平米 ²)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	2019年 ROE	市值 (亿元)	PE TTM
美凯龙	142.36	17.31	2205.57	1315	476	10.3%	338	19
居然之家	89.93	13.63	1272.82	393	197	38.4%	475	27

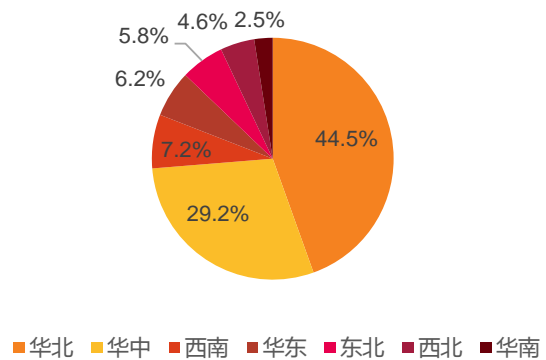
资料来源：美凯龙公司公告，居然之家公司公告，天风证券研究所

图 19：2020 年美凯龙分地区占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2020 年居然之家分地区占比

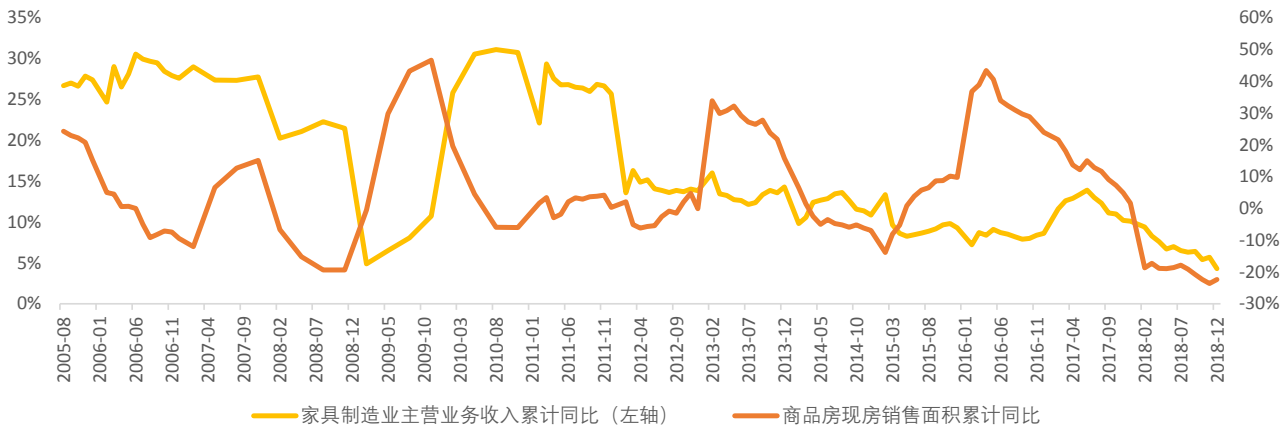


资料来源：居然之家公司公告，天风证券研究所

2.1.3. 家装市场空间万亿，存量住宅翻新需求渐成主流

家居行业地产后周期属性明显，翻新需求熨平周期波动。自 2006 年以来，我国商品房销售经历四次较大波动。政策调控方面，2006 年“国六条”发布，强调调整住房结构，引导合理消费，控制房价过快上涨；2007 年十七大强调加快解决城市低收入家庭住房困难；2010 年和 2011 年发布政策限制第二套住房首付比例与贷款利率；2013 年“新国五条”、2016 年皆强调“限购、限贷”政策；2017 年十九大强调“房住不炒”原则；2019 年推进新兴城镇化建设和老旧小区改造、整顿住房租赁市场、放松落户限制；2020 年“十四五”规划强调坚持房住不炒、租购并举、因城施策，扩大保障性租赁住房供给推动金融、房地产同实体经济均衡发展。家居行业地产后周期属性明显，发展趋势与房地产市场大约滞后 6-30 个月。2012 年以来，翻新需求拉平房地产市场变动带来的周期波动，家具制造业主营业务增速较为平稳，保持 5%-10% 的增长速度。

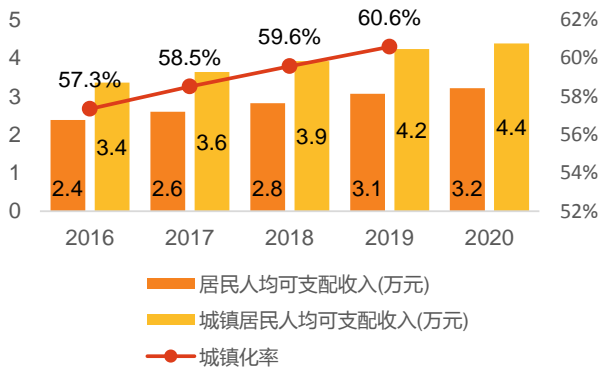
图 21：家具制造业呈现地产后周期特征



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

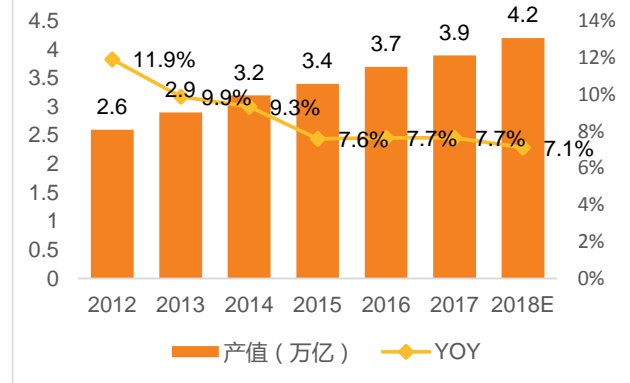
城镇化水平与消费能力提升，形成家居消费的坚实需求。近年来，我国城镇化率稳步提升，2019 年达 60.6%。以每年城镇化率提升 0.8-1 个百分点预测，年均新增城镇居民 1100-1400 万人，未来家居家装行业发展前景仍然广阔。根据国家统计局，2020 年城镇居民人均可支配收入为 43834 元，人均消费支出 27007 元，其中 24%的消费支出用于居住。许多消费者存在房屋二次装修、家具翻新的需求。居民收入水平的持续增长和居民消费结构的升级，为家居装饰及家具行业发展提供了坚实的物质基础。

图 22：人均可支配收入与城镇化率



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

图 23：中国建筑装饰行业产值逐年提升

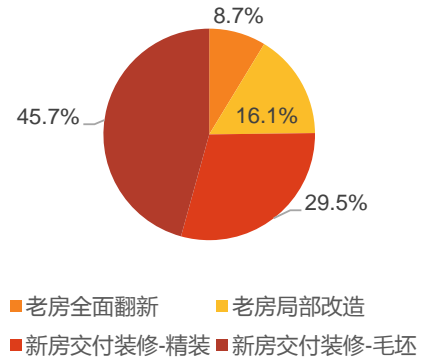
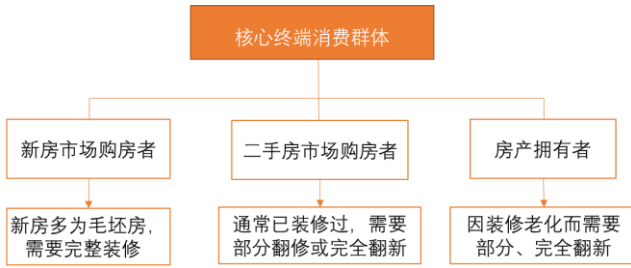


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

老房翻新改造叠加新房装修需求，共同推动家居家装市场稳步增长。增量方面，2020 年我国商品房销售面积达 17.6 亿平方米，房地产企业新开工房屋面积为 22.4 亿平方米，新房装修需求可期。存量方面，二手房购买者与房产拥有者，因装修老化、装修风格陈旧，局部翻新与全面翻新需求旺盛，一二线城市老房/二手房翻新和改善型消费需求在装修总量中占比为 54.3%。近年来国家提倡“房住不炒”，促使大量投资、投机性存量房或空置房转化为居住性住房，房地产市场稳步发展，推动家居装饰及家具市场稳定增长。

图 24：终端消费群体及其需求

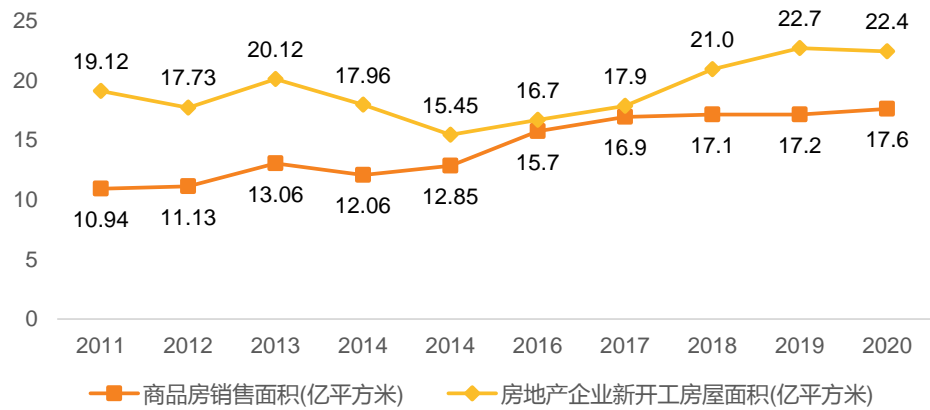
图 25：装修需求分类



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

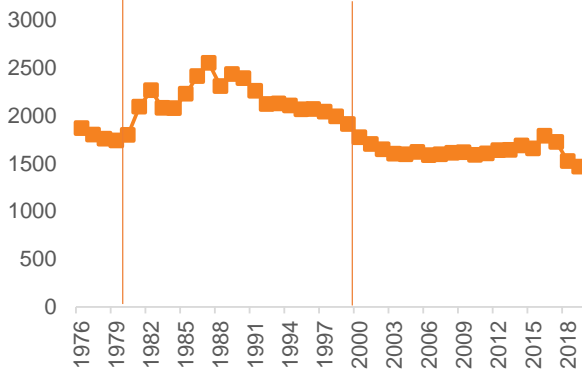
图 26: 商品房销售面积与新开工房屋面积



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

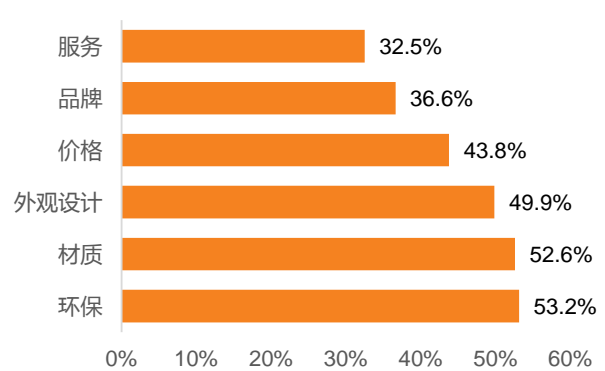
消费群体年轻化, 80 后 90 后逐渐成为家居装饰及家具行业的主流消费群体。1980-1995 年出生人口数年均 2000 万-2500 万人, 目前该部分人群年龄为 25-40 岁, 成为家居家装消费行业主力。随着消费群体年轻化、消费能力提升, 价格因素已不是首要考量因素, 年轻化的消费群体更加注重家居产品的安全性、环保性、外观、品牌、信誉、服务与购物环境。

图 27: 我国历年出生人口数(万人)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 28: 2020 年中国消费者选购家居产品考虑因素



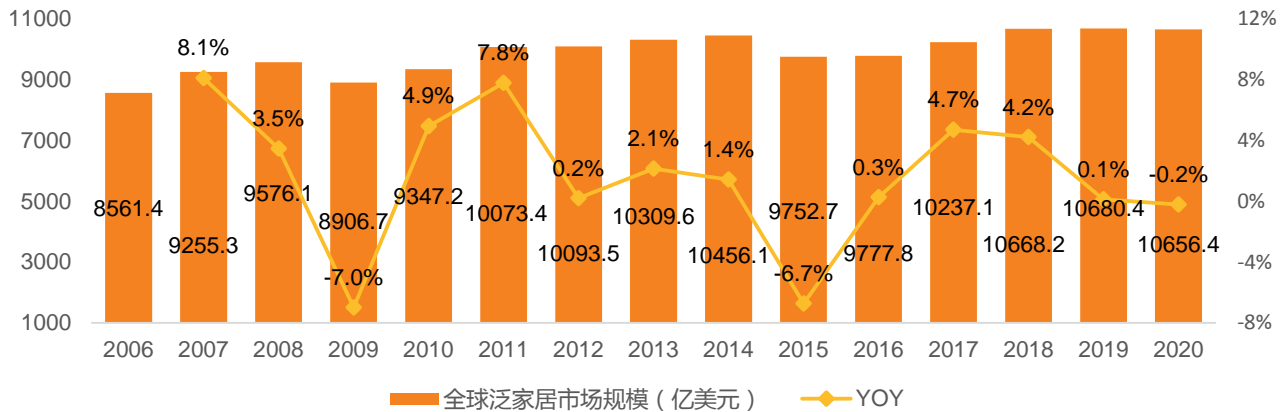
资料来源: 艾媒咨询, 天风证券研究所

2.2. 复盘海外龙头家得宝成长之路, 家居零售平台型企业潜力可观

2.2.1. 作为全球最大的家居家装市场, 美国存量房改造需求旺盛

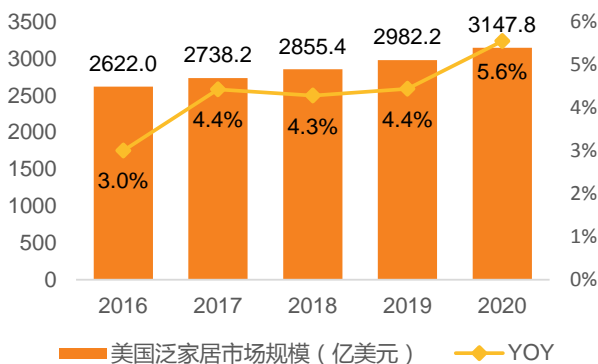
2020 年全球家居家装行业市场规模达 1.07 万亿美元，美国为全球最大市场。根据欧睿国际统计，2020 年全球家居家装行业市场规模达 1.07 万亿美元，同比降低 0.2%。其中，美国为最大市场，市场份额近 30%；西欧为第二大市场，市场份额约 27%。分产品种类看，美国市场家具销售占比最高，占比为 52%；其次为装修用品、园艺用品和家具装饰用品，占比分别为 28.5%/14.3%/5.2%。

图 29：全球家居家装行业市场规模



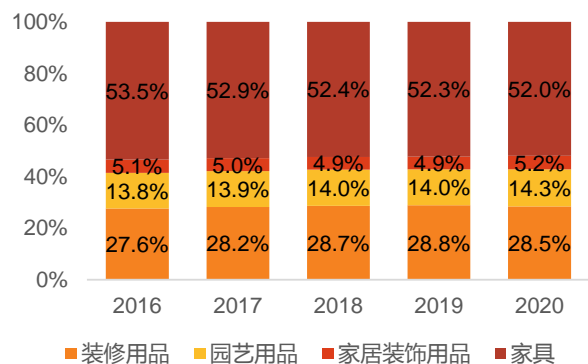
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 30：美国家居家装市场规模



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

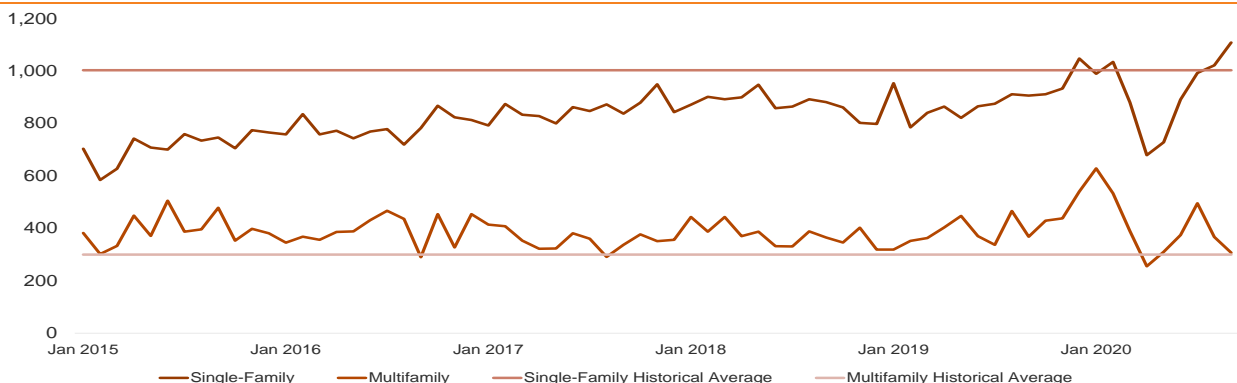
图 31：美国家居家装市场分产品占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

新增住房数量自疫情冲击后逐渐提升。根据哈佛大学住房研究联合中心，近年美国新增住房逐渐增加，略有波动。2020 年初受疫情冲击，美国新增住房数量遭遇低谷，2020 年下半年逐步恢复至疫情前水平。新增住房的稳定增长为家装家居商品的消费提供基础保障。

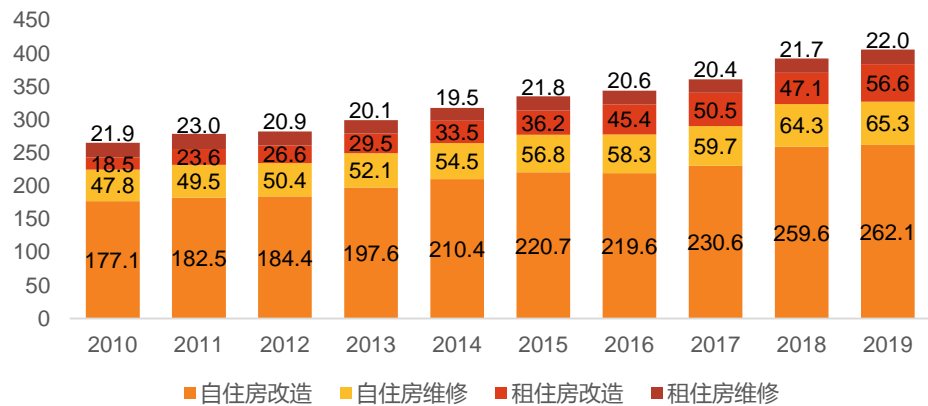
图 32：美国新建房数量（千户）



资料来源：哈佛大学住房研究联合中心，天风证券研究所

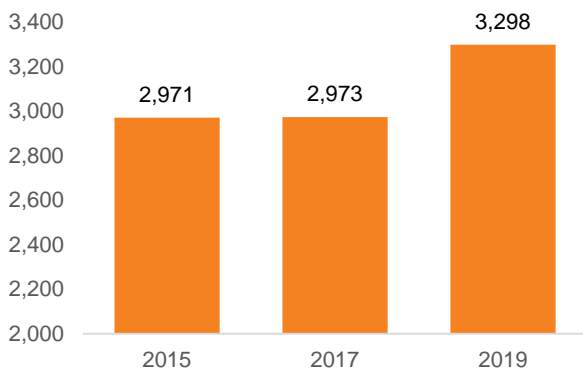
美国存量房改造需求旺盛，人均花费 3298 美元。根据哈佛大学住房研究联合中心，2019 年美国家庭再装修市场（Remodeling）规模合计为 406 亿美元，存量房改造市场需求旺盛。其中，自住房改造需求占比最大，为 64.4%；自住房维修、租赁住房改造和维修分别占比 16.1%/13.9%/5.4%。住房改造人均花费逐年提升，由 2015 年的 2971 美元提升至 3298 美元，2019 年 74.5%的人花费 1000 美元以上。

图 33：美国家庭家装需求（亿美元）



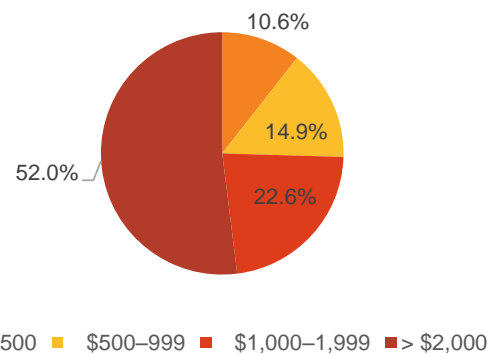
资料来源：哈佛大学住房研究联合中心，天风证券研究所

图 34：美国住房改造人均花费（美元）



资料来源：哈佛大学住房研究联合中心，天风证券研究所

图 35：2019 年美国住房改造花费结构

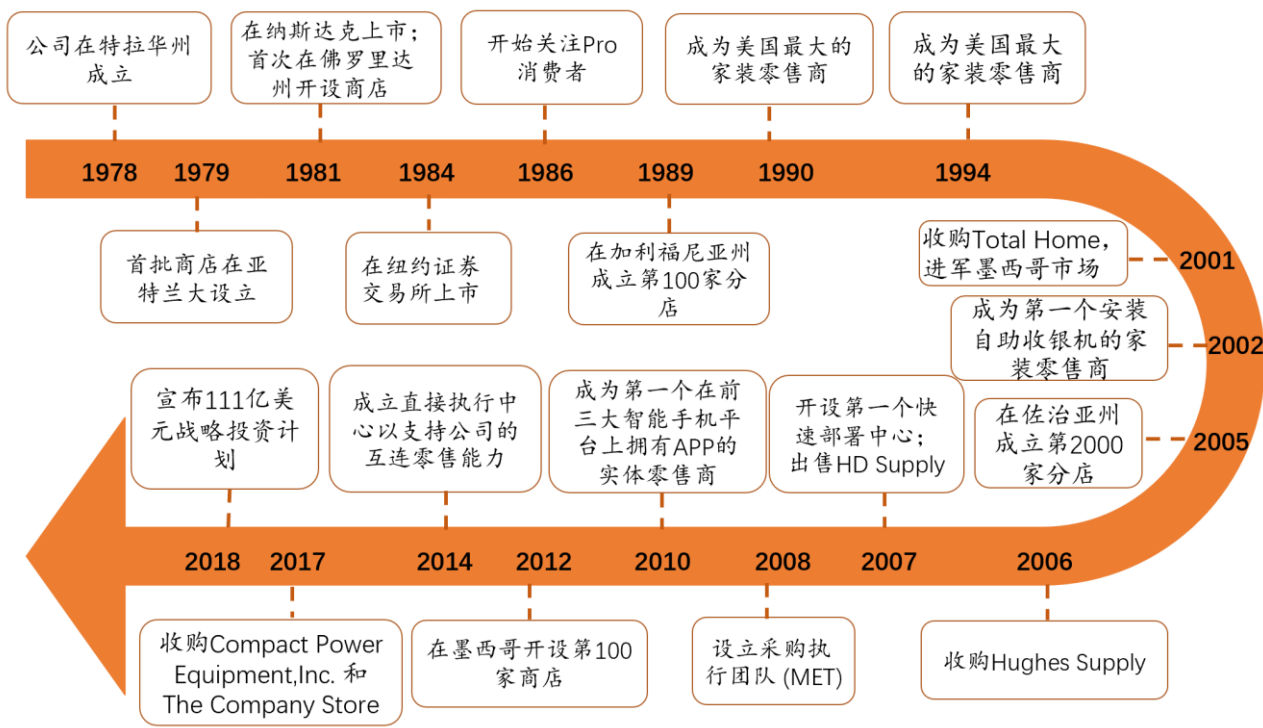


资料来源：哈佛大学住房研究联合中心，天风证券研究所

2.2.2. “全球直采&渠道一体化&优化产品与服务&高效物流配送” 打造核心竞争力

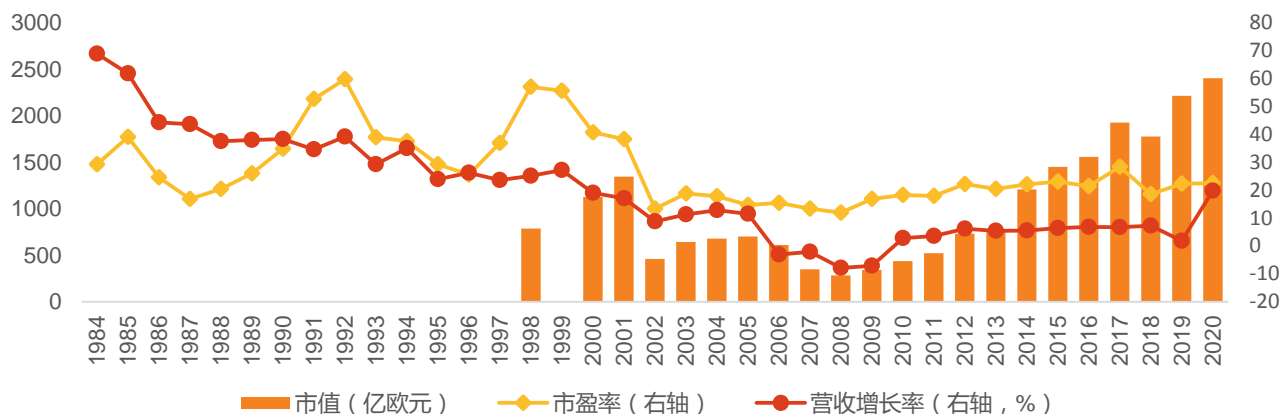
家得宝是全球领先的家居建材用品零售商，美国第二大零售商。1978 年，家得宝在特拉华州成立，初期专注 DIY 家装产品销售。随后逐步拓展产品线和服务，以低价策略实现在全美扩张。家得宝致力于打造一站式家装家居商品服务中心，商品覆盖从室内厨房、浴室、卧室用品到室外花园、仓库等广泛的家具家装领域，并提供家装、设备和工具租借服务。2017 年，家得宝宣布实施“一个家得宝”策略（One Home Depot Strategy），全球采购获得低价高质量货源，投资 10 亿美元打造自有配送链条，致力于打造一家以数字化、全渠道、全品类的家装家居商品零售商。目前，家得宝遍布美国、加拿大、墨西哥和中国等地区，连锁商店数量达 2296 家。2020 年疫情期间，O2O 模型优越性体现，实现营收 1321.1 亿美元，同比增长 19.9%。

图 36：家得宝发展历程



资料来源: 家得宝公司官网, 天风证券研究所

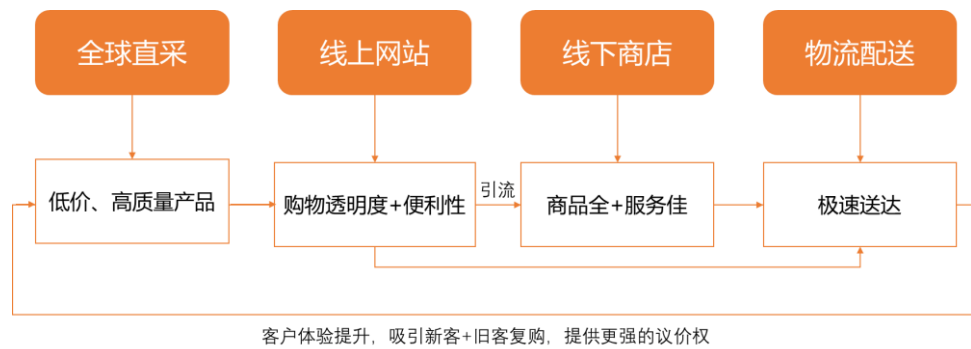
图 37: 家得宝股价复盘



资料来源: 家得宝公司公告, 彭博, 天风证券研究所

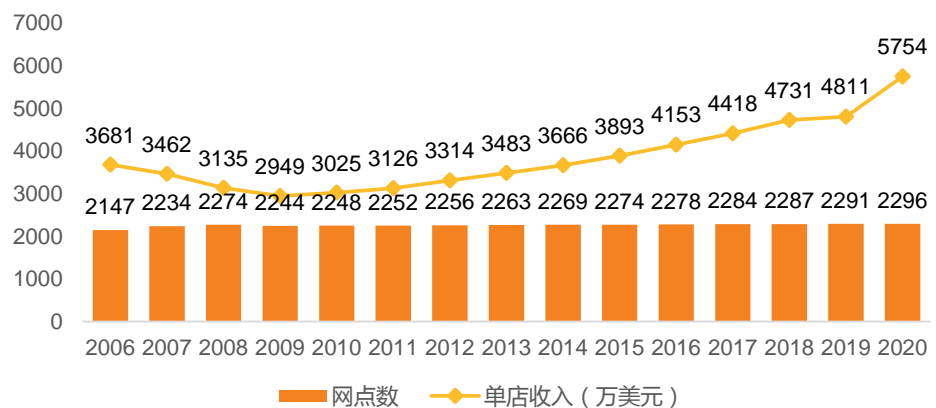
复盘家得宝发展历程, 全球直采、线上线下一体化、优化产品与服务组合、高效物流配送值得借鉴。家得宝通过全球直采模式, 以庞大的客户群体和营销网络为筹码, 缩短供应链条, 上游采购优势明显; 提供全面的家具家装产品组合, 针对不同客户群体提供专属服务, 提升客户购物体验, 并通过线上渠道引流, 扩大品牌知名度, 提升消费者购物便利性; 构建自有仓储体系和物流体系, 实现高速高效商品配送服务, 优化产品和服务组合, 增强客户粘性, 网点数量与单店收入逐年提升。

图 38: 家得宝的飞轮效应



资料来源：家得宝公司公告，天风证券研究所

图 39：家得宝的网点数量与单店收入



资料来源：家得宝公司公告，天风证券研究所

- ① **提供全面产品与服务，满足一站式消费需求。销售端：**家得宝每个商店中拥有 3 到 4 万件商品，覆盖范围广泛，从室内厨房、浴室、卧室用品，到室外花园、仓库等领域。**服务端：**家得宝根据客户的需求和特征，将客户分为 DIY、DIFM、PRO 三类。为 DIY 消费者提供品类齐全和个性化的 DIY 家居家装商品；为 DIFM 客户提供完善的安装、改造服务；针对专业客户，提供在线定制服务和信贷服务，助力客户业务发展。此外，家得宝还在美国和加拿大设立 1300 个工具和设备租赁点，为客户提供便利服务。

表 3：客户分类与专属服务

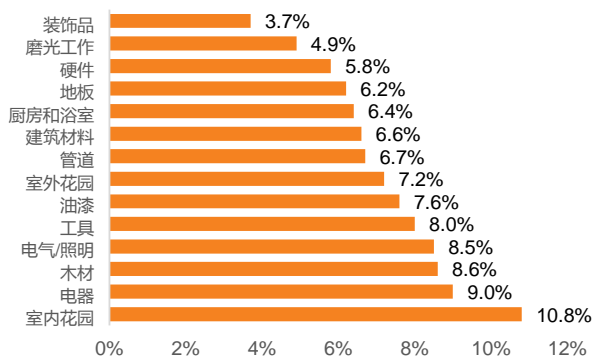
客户分类	客户特点	公司服务
DIY 客户	通常购买家居产品并独立完成安装和改造	通过线上和线下渠道为客户提供丰富的 DIY 家具产品，并通过线上线下的讲习班与消费者分享家居、家装技巧，增强客户粘性
DIFM 客户	通常雇佣专业人员完成家装和家具安装	为消费者提供地板、橱柜、门窗、炉灶和中央空调系统等全面的安装和改造服务，消费者可通过线上、线下方式定制服务
PRO 客户	专业的家装改造商、总承包商、物业经理、建筑服务承包商和专业电工、水管工和油漆工等	提供在线定制服务、专门的销售团队、广泛的交付网络和充足的商品库存，并提供相关信贷产品，帮助专业客户发展家装业务，深化合作关系

资料来源：家得宝公司公告，天风证券研究所

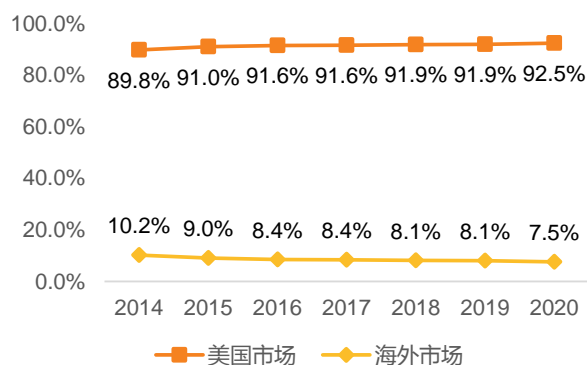
备注：DIY 为“DO IT YOURSELF”的简称，DIFM 为“DO IT FOR ME”的简称，PRO 为“PROFESSIONAL”的简称。

图 40：室内花园销售收入占比最大

图 41：家得宝收入集中于美国本土市场



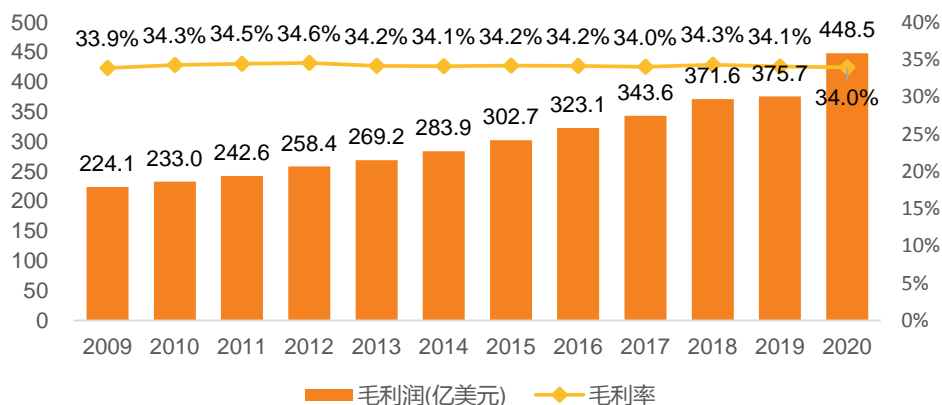
资料来源：家得宝公司公告，天风证券研究所



资料来源：彭博，天风证券研究所

② **供应链全球采购，缩短家居零售链条。**传统的家装家居行业供应链复杂冗长，通过层层供应商与经销商，增加了家居消费的不透明性，抬高了商品价格。家得宝坚持全球采购，除了在美国外，还在墨西哥、加拿大、中国、印度、越南、欧洲设立采购办事处，从全球各地直接采购家居商品。同时，严格把控供应商质量，设立高要求的采购标准，并定时对供应商进行审查和访问，由此采购获得高质量、高性能、高安全性的家居商品。背靠 2296 个销售网点与 17.56 亿笔交易，直采模式下拥有强大的议价权。为消费者提供物美价廉的家居商品，进一步增强客户粘性，实现正向循环。

图 42：家得宝毛利率水平稳定

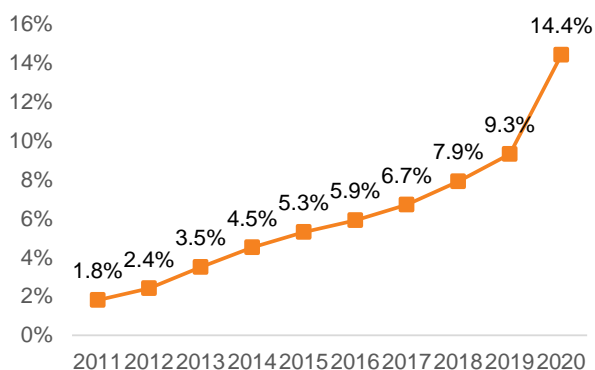


资料来源：彭博，天风证券研究所

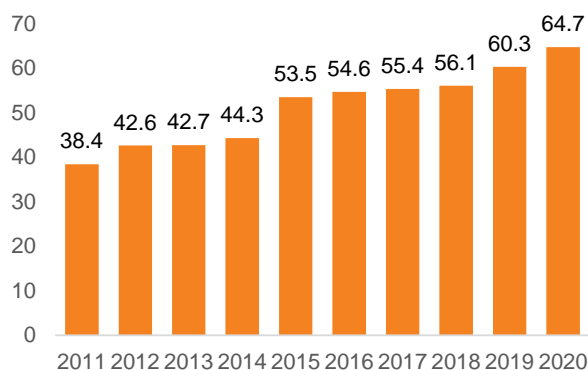
③ **线上线下全渠道融合，O2O 无缝衔接。**线上端：家得宝官方网站、定制家居网站、纺织品和装饰品在线购买网站，形成线上购物三大端口。消费者可在线检索商品、了解商品参数属性、在线购买、确定商品库存。到店体验时，可上网查看商品评分与评论、比较价格。2020 年，家得宝在线销售额达 190 亿美元，同比增长 86%。线下端：在商店前门设置自助储物柜和网上订单存储区，方便消费者自提线上订单货品；通过移动应用 APP 提供商店导航，方便查看商品确切位置；上线电子货架标签功能与自助结算功能，提升消费便利性。

图 43：家得宝线上收入及占比

图 44：客户销售单价稳定提升（美元）



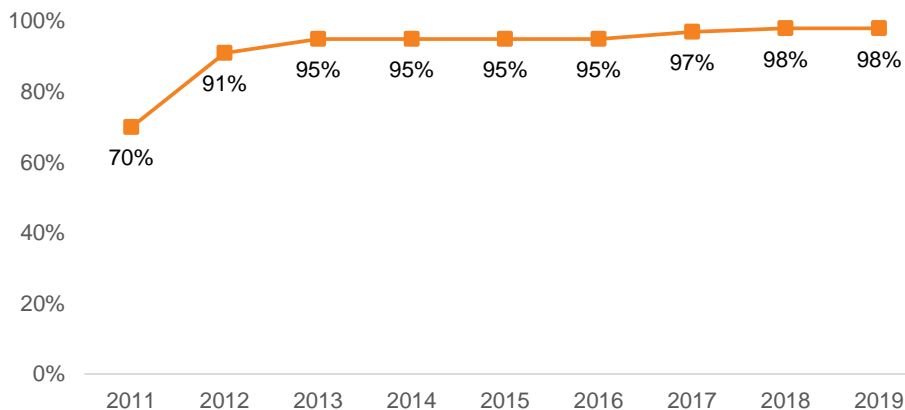
资料来源：彭博，天风证券研究所



资料来源：彭博，天风证券研究所

④ **部署全能配送矩阵，解决最后一公里问题，优化配送效率。**2020 年，家得宝投资 10 亿美元打造“一条供应链”（One Supply Chain），加强快速部署中心的机械化和自动化水平，提高配送效率；建设触达全美的精细配送网络，承诺当日送达或第二日送达。解决家居产品销售的最后一公里问题，打造最快、最高效的家居家装产品配送网络，降低配送成本的同时提升客户满意度。目前，家得宝已在美国、加拿大和墨西哥建设多维度的配送矩阵，主要包括快速部署中心（
）、库存配送中心（
）、批量配送中心（
）和直接配送中心（dire
）。根据产品类型、地点、运输方式和交付需求选择适用的配送方式，提升配送效率，通过配送体系的全面建设，2019 年家得宝 98% 的订单运输和配送由自有配送体系完成。

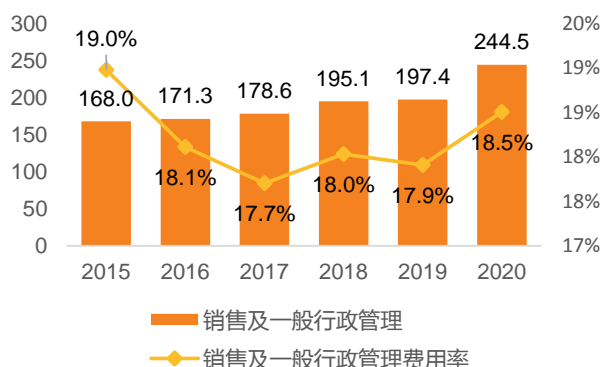
图 45：家得宝订单自运比例接近 100%



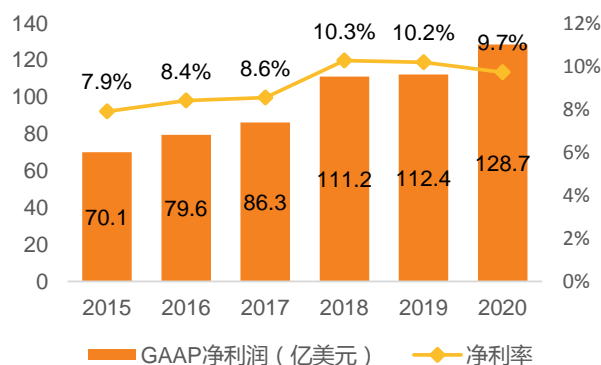
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 46：销售及一般行政管理费用率逐步降低

图 47：净利率稳步提高



资料来源：彭博，天风证券研究所



资料来源：彭博，天风证券研究所

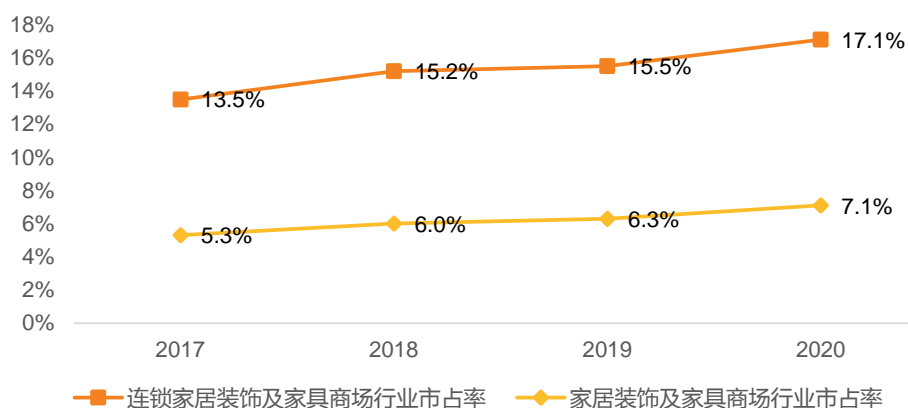
3. 轻资产转型+家装业务聚焦+新零售变革，美凯龙迎来历史拐点

根据弗若斯特沙利文报告估计，2020 年我国家居市场销售额达 4.5 万亿元，连锁家居商场的市场零售额 0.63 万亿元。以销售额计，美凯龙在中国家居商场市场份额达 7.1%，在中国连锁家居商场市场份额 17.1%，均排名第一。

2020 年，美凯龙围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”的战略定位，制定“新零售变革增强主业竞争力，家装业务打造第二增长曲线”的战略部署。重点发展同城零售、家装等新业态，旨在利用原有家居商场渠道能力、强大的供应链整合能力和积累多年的家居行业经营经验，借助自有的家装业务管理平台和 IMP 智慧营销平台以及天猫“家装同城站”，提升家装设计交付能力和线上线下流量转化能力。

2021 年，美凯龙继续全面推进“降杠杆、轻资产、重运营”的发展战略，全面向线上线双赋能的新零售模式和家装家居一体化模式转型。通过多种渠道精准获客，持续为家居主业主导，同时开拓新的业绩增长点。

图 48：美凯龙零售额市占率持续提升

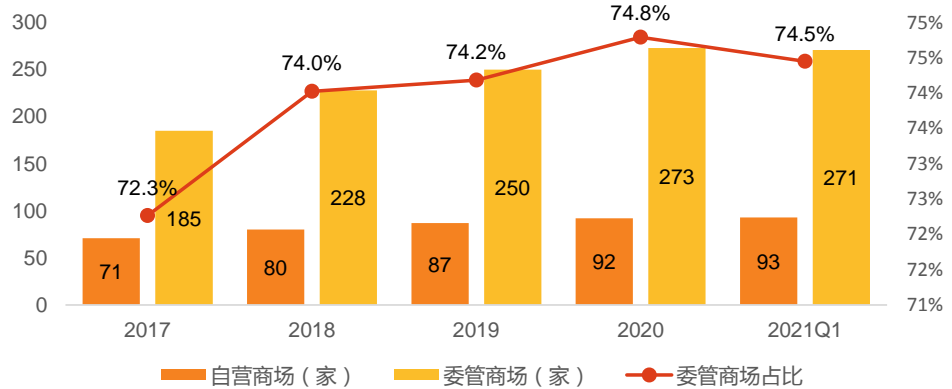


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 重资产向轻资产转型，加速开店步伐抢占下沉市场

截至 2021 年 Q1，美凯龙经营 93 家自营商场，271 家委管商场，通过战略合作经营 12 家家居商场，并以特许经营方式授权开业 66 家特许经营家居建材项目。自营商场主要分布于我国一、二线城市，而委管项目则聚焦于我国三、四、五线城市及县级市。目前，美凯龙的 93 家自营商场中，58 家为自有物业，在核心城市的核心商圈自持物业价值高。

图 49：委管商场占比持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从重资产向轻资产迈进，加速下沉市场布局。未来美凯龙将项目拓展的重心为通过轻资产的委托管理管理模式加速扩展下沉市场。在轻资产模式下，由合作方提供建立商场的全部资本开支，美凯龙无需承担大量资本开支；美凯龙凭借卓绝的品牌效应、深厚的经营经验、强大的管理能力，在我国三线以下合作方提供市场尽调、土地竞标咨询、监督施工、招商服务、商场运营管理服务，收取高价值的服务费。

表 4：美凯龙收入来源

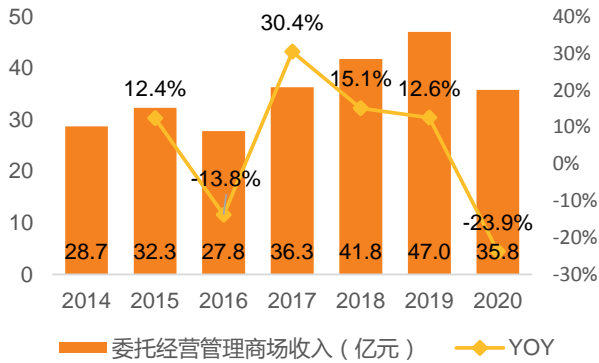
收入分类	收入来源
租赁及管理	在公司自营商场中按年度向客户收取的租金和管理费用，分自有商场与非自有商场。
委托经营管理	公司向合作方派出管理人员提供全面的咨询和委管服务所收取的项目品牌咨询费、招商服务费、商业管理咨询费及委托经营管理费。 ①项目冠名咨询费：为合作方提供土地竞标流程咨询建议，收费 500 万-3000 万/项目 ②工程项目商业管理咨询费：参与委管商场的规划、设计和施工过程，收费 500 万-3000 万/项目 ③招商服务费：帮助合作方招商，收费 50 万-300 万/项目 ④委托经营管理费：提供日常经营及管理、销售、推广等服务，收取 30 万-600 万的年度管理费
商品销售及家装	从家庭建筑装饰业务、商品销售业务所获收入。
其他主营业务	包含工程施工建设收入、战略咨询费收入与联合营销收入。
其他业务	包含互联网家装、互联网零售等泛家居消费服务、物流配送等业务带来的收入。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

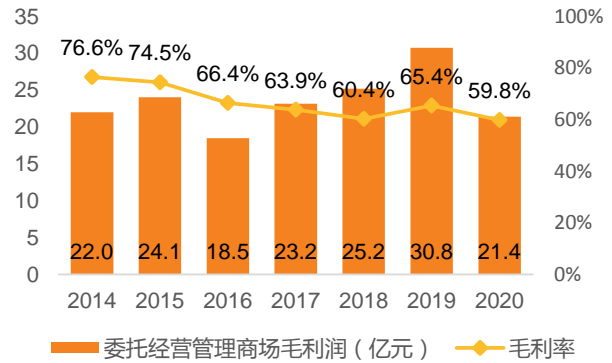
高出租率+高毛利水平，轻资产模式运营效益良好。截至 2021 年 3 月 31 日，美凯龙共拥有 271 个委管商场，占商场总数比例 74.5%。得益于美凯龙的品牌市场影响力、经营经验与管理能力，2020 年委托经营管理商场业务实现收入 35.8 亿元，毛利润 21.4 亿元。除 2020 年受疫情影响外，近年委管商场毛利率、出租率、坪效均维持高水平，毛利率维持在 60%-65%的区间，出租率大于 93%，坪效约为 350 元/平方米。

图 50：委托经营管理商场相关收入变动

图 51：委托经营管理商场相关业务毛利润及毛利率

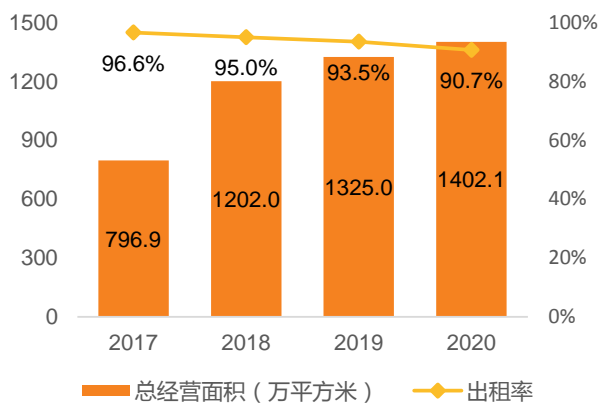


资料来源：公司公告，天风证券研究所



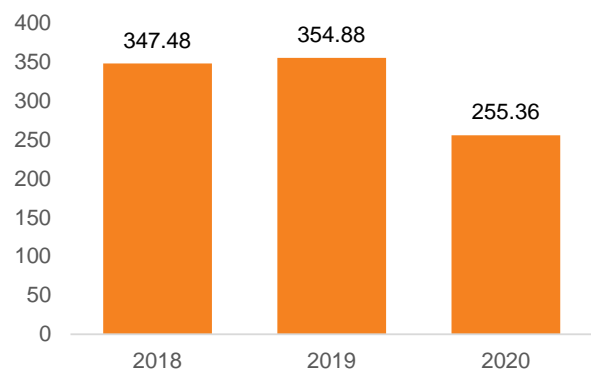
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52: 委管商场经营面积与出租率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 53: 委管商场坪效 (元/平方米)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 家装家居一体化，双核联动与双向赋能

大行业小企业，家装市场发展潜力可观。根据前瞻产业研究院报告，2020 年中国家居装修行业市场规模超 2 万亿元，预期未来将以 7%左右的年均复合增长率增长。根据中国建筑装饰业协会资料，2018 年我国建筑装饰企业达到 12.5 万家，其中三个省份以上城市开展业务的家装企业不足 50 家，不具备合格经营资质的小企业占比达到 65%，目前家装市场呈现“大行业，小企业”的发展特点，仍未出现真正全国性的家装公司，市场待挖掘、待整合空间可观。

拥有近 40 年家居销售经验的全国性龙头美凯龙，2019 年成立装修产业集团并且将装修业务提升为第一业务，通过三大品牌矩阵包括“美凯龙空间美学”、“家倍得”、“更好家”加速入局，争夺前端流量。海量选择、专业团队、严控质量，为消费者提供集装饰设计、工程施工与研发、主材家具与软装配饰、智能家居与住宅设备于一体的全屋解决方案。

图 54: “订智美好”的家装一站式解决方案



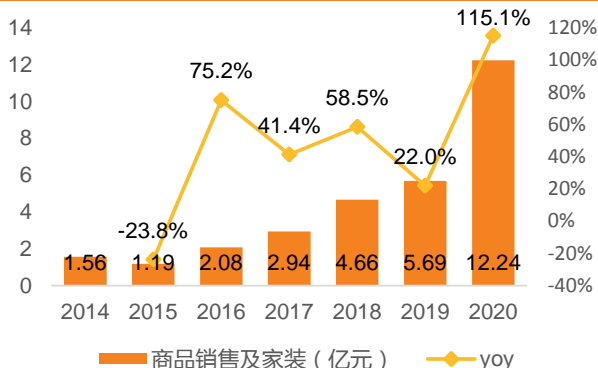
资料来源: 红星美凯龙装修产业集团官网, 天风证券研究所

获客成本低, 家装持续为家居精准引流。美凯龙持续开拓包括与地产商合作、家居商场内开设直营门店、实行合伙人制度拓展加盟门店等多样化渠道, 为商场和商户引流。美凯龙携手房地产企业, 开展“一站置家”战略, 打造“地产+家居”无缝衔接营销模式, 自购房期始, 向客户推荐“一站置家”快车服务, 同时美凯龙为地产业主提供家装设计咨询、提供家居建材购买优惠。同时依托于前期通过在楼盘业主群的精准营销, 以及红星控股旗下“美凯龙爱家”的房产经纪精准导入客流, 美凯龙家装的获客成本大大降低。

人才储备足, 深度运营设计师资源。通过 M+ 高端室内设计大赛和“星设计”平台, 美凯龙汇聚 36,000 多名设计师人才库资源, 发挥设计师在家装过程中的强大话语权和把控权, 挖掘产业链价值。以家装和设计作为客户流量入口的抓手, 整合行业上下游产业链, 增强与工厂、经销商、设计师的合作粘性。

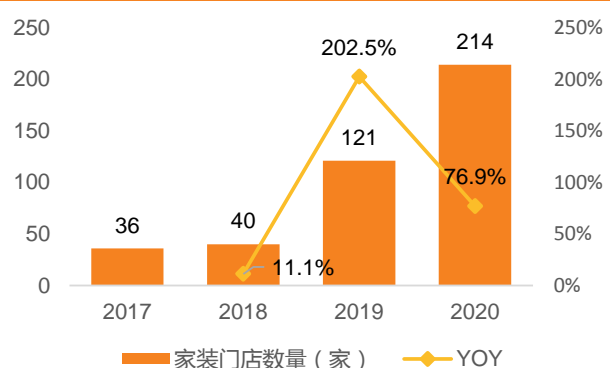
全国性网络, 美凯龙家装业务优势明显。截至 2021 年 3 月美凯龙全国范围内拥有 476 家家居建材店/产业街, 构建全面的本地化家装网络, 相对于区域性家装龙头竞争优势明显。通过两年时间的打造, 2020 年美凯龙全国家装门店数量达 214 家, 其中加盟及合作装企共计签约 106 家。

图 55: 2020 年商品销售及家装营收达 12.24 亿



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 56: 2020 年家装门店数量达 214 家



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

自主研发“设计云”软件, 打通从设计到商品购买的全链路服务。针对家装行业中设计周期长、无法购买到设计图中同款实物等痛点, 美凯龙自主研发“设计云”平台。公司利用在供应链中积累的丰富资源, 与 1.3 万家品牌商、4.6 万家经销商形成长期稳定的合作关系, 采用数字化技术将在售家具导入到设计云软件数据库。设计师在真实的户型场景、房屋构造中呈现设计效果, 待设计方案确定, 美凯龙家装团队根据消费者要求提供后续报价、采购、配送及售后的一站式服务。目前, 设计云软件已涵盖 80 万个小区户型

图、24 万个真实商品模型，设计师、导购等软件使用人数超 11 万人。

图 57：“设计云”使用流程及效果呈现



资料来源：美凯龙微信公众号，天风证券研究所

3.3. 线上线下一体化，领航家居新零售

牵手阿里巴巴实现战略合作，强强联合引领打造家居新零售。2019 年，美凯龙与阿里巴巴签订战略合作协议。一方面，依托阿里强大的电商平台和先进的新零售运营理念，实现巨量线上流量引入；另一方面，凭借自身完备的全国商场渗透网络，提供家居零售不可欠缺的线下场景。引入阿里巴巴，将有助于美凯龙新零售门店建设、电商平台搭建、复合业态打造，以及消费金融落地方案、支付系统升级、物流仓储安装体系的构建。

图 58：美凯龙与阿里巴巴战略合作协议内容

新零售门店建设	选择一定数量门店为试点门店，打造为新零售门店，待方案成熟后，将新零售门店模式推广至公司所有自营、委管、特许加盟门店。
电商平台搭建	基于阿里电子商务底层平台和支付系统为公司建设电商平台用于公司家居建材类商品的线上零售。
物流仓储和安装服务商家体系	公司自主完成物流系统开发，阿里提技术支持，并与菜鸟协同进行物流布局，包括家装家居产品的仓库、物流、配送、安装服务体系等的建设。
消费金融	制定并实施支付宝相关消费金融产品和在美凯龙店内落地方案。
复合业态	制定并实施打造公司门店复合型业态的解决方案。
支付系统	公司与阿里共同推动门店收银系统，融合阿里新零售智能POS系统，实现精准营销、相互引流。
信息共享	公司将拥有的、旗下业务生成的数据存储于专用云和/专用数据库中，双方将在合法合理的范围内建立必要的信息共享系统。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

全球家居智慧营销平台 IMP 持续迭代，引流成效显著。2018 年，美凯龙推出 IMP（Intelligent Marketing Platform）智慧营销平台，打造九大模块数字营销功能。从依赖商场自然流量变为主动制造流量，提升流量运营能力、会员复购率及转化率，进一步加强 2C 端。同时，与阿里巴巴合作定制 2000 多个家居行业用户标签，精准获客，强化消费转化。2020 年，美凯龙全年平均获客成本较 2019 年下降 41%，连续 20 个月环比下降，销售线索整体意向率达到 55%，转化率高达行业平均水平 3 倍以上，成效显著。

图 59：美凯龙智慧营销平台提供一站式服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

营销矩阵丰富内容传播，引领消费者从“买家居”过渡到“逛家居”、“赏家居”时代。依托强大的平台优势和筋斗云的数字营销系统，美凯龙构建了全民营销、社群矩阵、自媒体矩阵、直播营销矩阵等，精准触达用户。①全民营销平台：云集 25 万商场导购、家装设计师和家装 KOL，全年为各大全场活动、品类节活动、品牌日活动、联盟活动带来超 198 万精准参团人数；②社群矩阵：覆盖全国 353 万精准家装用户的 2.8 万个中高端楼盘业主群，社群渠道人均消费总额比非社群渠道高出 47%，并为各类活动引流超过 102.7 万人；③直播营销矩阵：囊括约 5000 位家装家居专业主播，2020 年共开播 7.8 万场，商家线上推广、种草与转化效率显著增长，用最短的营销链路为商家提效。

图 60：21 年 6 月的系列促销活动上线中



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 61：携手央视打家居界“春晚”直播

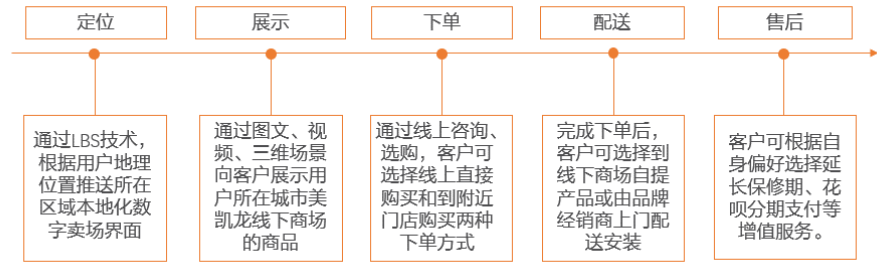


资料来源：公司官网，天风证券研究所

线下稳步推进拓品类战略，聚焦打造九大主题馆。美凯龙拥抱市场变化趋势，持续加大引进符合消费者需求的主流品牌和品类，打造智能电器馆、进口国际馆，设计客厅馆、高端定制馆、软装陈设馆、系统门窗馆、精品卫浴馆、睡眠生活馆和潮流家具馆九大主题馆。通过打造家居生活体验馆，优化商场品类布局，推动体验式消费。目前已在 30 个城市打造了“一城一样板店”，成功打造了 55 个门窗主题馆，39 个高端定制主题馆，64 个设计客厅馆，260 个智能电器馆以及 40 个进口主题馆。

“天猫同城站”实现家居同城商品在线上的“上架、订单、支付、服务”一体化。“天猫同城站”采用 LBS 技术进行本地化商品展示和服务承接，可根据用户地理位置向其线上推送所在区域的本地化数字卖场界面。足不出户即可咨询或选购美凯龙商场中的家居产品，选中特定商品后，用户可采用线上直接购买或到附近门店购买两种购买方式；完成下单后，用户可选择于线下商场自提产品或由品牌经销商上门配送安装。2019 年“天猫同城站”上线后迅速发展，2020 年已覆盖 22 个城市，开设 56 家实体店，上线品牌商户 1.6 万家，上线商品近 50 万件，实现站内流量 5475 万，各项业务指标行业领先。

图 62：天猫同城站服务全流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 稳步进入降杠杆通道，安全边际大幅提升

控股股东层面和上市公司层面持续主动去杠杆，财务杠杆进入双拐点阶段。一方面，面对市场终端需求的全面复苏，美凯龙主营业务收入向上增长态势良好，同城站业务与家装业务稳步推进。另一方面，美凯龙全面向轻资产战略转型，目前在一二线城市渗透率较高的自营商场扩张节奏大幅放缓，相关投资性净流出大幅降低。2020 年疫情影响业务受损，2021 年经营性现金流净流入有望大幅增加。另外，公司还通过资产处置、引入战略合作方、非公开发行、调整利润分配等方式，降低财务杠杆，资产负债率与有息负债占比有望下降。

取消分红+A 股定增+剥离非主营资产，多举并行降杠杆战略成效逐步显现。2019 年美凯龙派发现金股利 8.98 亿元；2020 年综合考虑长远发展战略及短期经营状况，美凯龙宣布不进行现金分红，也不进行其他形式的利润分配。2021 年 5 月，美凯龙 A 股股票非公开发行股票申请获证监会核准批复，拟募资不超过 37 亿元，其中 11.1 亿元用于偿还有息负债。2021 年 6 月，美凯龙发布公告，与天津远川投资达成《合作框架协议》，天津远川将受让美凯龙旗下 7 家物流子公司 100% 股权，目标资产总价值 25 亿元。

表 5：定增募集资金用途

项目名称	项目投资金额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）
偿还公司有息债务	11.7	11.1
3D 设计云平台建设项目	6.23	3
新一代家装平台系统建设项目	6.29	3.5
家居商场建设	24.6	17.2
天猫“家装同城站”项目	8.91	2.2
合计	57.8	37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

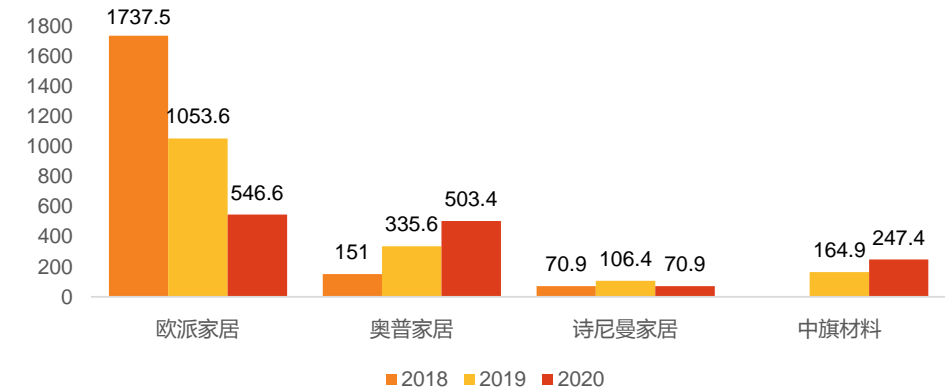
战略投资产业链上下游，慧眼独具迎来收获期。2013 年起，美凯龙开始战略投资产业链上下游企业，主要包括奥普家居、诗尼曼、亿田股份等上下游产业链龙头，超级智慧家物联、欧瑞博、德施曼、麒盛科技等智能家居企业，三维家、打扮家、叮咚买菜、海尔生物等设计装修/泛家居企业。近年来，公司已开始从股权投资中收益，2018 至 2020 年收到欧派家居 3338 万元分红、奥普家居 990 万元分红。未来上下游 PE 股权投资变现，预计将带来充裕现金流入支持主营业务发展。

表 6：截至 2021 年 6 月美凯龙股权投资项目

分类	被投资方	股权比例	战略目标
定制家居	诗尼曼	4.99%	向上游家居制造领域进行产业投资布局 通过股权投资进一步巩固合作关系
	奥普家居	3.76%	
	酷漫居	4.26%	
	蓝海科技	4.97%	
	云丁网络技术	2.38%	
智能家居	亿田股份	3.37%	家居产业升级战略布局，为未来在智能家居等领域的协同合作奠定基础
	超级智慧家物联	11.78%	
	麒盛科技	3.15%	
	德施曼	3.51%	
泛家居	三维家	11.04%	拓展互联网新业务，合作探索线下家居装饰及家具采购及公寓装修领域
	上海海寓投资中心	31.82%	
	停简单信息技术	4.29%	
其他			升级停车运营服务和停车资产管理，优化消费者到店购物体验

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 63：股权投资股利收入（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

假设：

①**自营商场业务**：2020 年自营商场业务有所降低，主要由于疫情影响商场为商户减免一个月的租金。预计 2021 自营商场业务恢复至疫前水平，同比 2019 年增长约 7%，2022-2023 年小幅增长各 5%。拓品类重运营措施下，预计 2021-2023 年毛利率水平恢复至疫前水平并小幅提升，分别为 76%/76%/77%。

②**委管业务**：轻资产的委管业务是美凯龙加速扩张的核心业务，收入主要来源于商场建成前的前期管理咨询费，以及已签约委管商场的年度管理咨询费。考虑到公司以后重点向轻资产转型，预计 2021-2023 年收入增速分别为 33.2%/12.6%/13.1%，毛利率分别为 60%/58%/58%。

③**商品销售及家装业务**：家装业务是美凯龙未来战略发展重点，近年来大力投入打造，2020 年疫情影响逆势发展成效显著，预计 2021-2023 年收入增速分别为 63.4%/25.0%/25.0%。业务发展初期重点抢占市场份额，预计 2021-2023 年毛利率水平为 15%。

④**工程施工业务**：轻资产商场加速抢占下沉市场以及家装业务蓬勃发展带动下，预计 2021-2023 年工程施工业务收入增速分别为 52.1%/10.0%/15.0%，毛利率水平保持在 30%。

⑤**其他业务**：结合疫情前水平，预计 2021-2023 年其他业务收入增速保持在 15%-20% 区间，毛利率水平保持在 50%。

表 7：盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	142.4	164.7	142.4	190.7	210.6	235.5
yoy		15.7%	-13.6%	34.0%	10.4%	11.8%
自营商场						
营业收入	71.7	78.0	66.8	83.7	87.9	92.3
yoy		8.8%	-14.3%	25.2%	5.0%	5.0%
收入占比	50.3%	47.4%	46.9%	43.9%	41.7%	39.2%
毛利率	77.6%	78.8%	76.6%	76.0%	76.0%	77.0%
委管商场						
营业收入	41.8	47.0	35.8	47.7	53.7	60.8
yoy		12.6%	-23.9%	33.2%	12.6%	13.1%
收入占比	29.3%	28.6%	25.1%	25.0%	25.5%	25.8%
毛利率	60.4%	65.4%	59.8%	60.0%	58.0%	58.0%
商品销售及家装						
营业收入	4.7	5.7	12.2	20.0	25.0	31.3
yoy		22.0%	115.1%	63.4%	25.0%	25.0%
收入占比	3.3%	3.5%	8.6%	10.5%	11.9%	13.3%
毛利率	33.7%	22.6%	21.9%	15.0%	15.0%	15.0%
工程施工建设						
营业收入	14.8	22.5	16.7	25.4	27.9	32.1
yoy		52.1%	-25.9%	52.1%	10.0%	15.0%
收入占比	10.4%	13.7%	11.7%	13.3%	13.3%	13.6%
毛利率	32.7%	35.1%	32.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他						
营业收入	9.5	11.5	10.8	14.0	16.1	19.2
yoy		21.0%	-5.9%	29.1%	15.4%	18.9%
收入占比	6.7%	7.0%	7.6%	7.3%	7.6%	8.1%
毛利率	74.1%	51.6%	63.4%	50.0%	50.0%	50.0%
归母净利润	44.77	44.80	17.31	33.4	38.5	44.7
yoy		10.0%	-0.4%	-56.0%	61.7%	15.2%
归母净利率	31.4%	27.2%	12.2%	17.5%	18.3%	19.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：美凯龙所处的家居零售赛道实体场景壁垒极高，公司处于细分赛道龙头，面对消费年轻化和存量市场翻新的双轮需求驱动，自身债务问题解决同时加码轻资产运营，传统业务增长稳健且持续；同时拓展家装导流家居、线上线下一体化家居新零售。参考同行相对估值，考虑到美凯龙债务问题逐步解决、主业持续向好、家装业务前景可观，给予 21 年 25 倍估值，预计 21-23 年净利润分别为 33.4/38.5/44.7 亿，目标市值 835 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：相对估值比较

股票代码	公司简称	市值(亿元)	PE(2021)
000785.SZ	居然之家	424	17.5
600415.SH	小商品城	302	29.3
平均值			23.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

流动性风险：18-20 年，美凯龙流动比率、速动比率均处于较低水平，若后续轻资产转型不及预期、持续融资能力受到限制，可能面临的偿债压力会对公司经营活动产生不利影响。

家装业务开拓不及预期：家装业务战略位置重要，但前期投入较大且毛利率水平较低，若后续开拓及家装家居整合不及预期，可能会拖累业绩增速。

行业竞争加剧，流量成本上升：家居零售行业线上线下竞争较为激烈，流量成本逐年上升，若后续公司不能通过优化产品服务体验，提升客效坪效，会对业务发展造成不利影响。

投资性房地产公允价值波动造成大额非经的风险：美凯龙的非经常性损益占利润总额的比例较大，主要为采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益，以及联营及合营企业投资性房地产评估增值部分。投资性房地产公允价值的波动将会导致公司未来持续产生金额和变动幅度较大的非经营性损益。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,229.24	6,511.09	11,442.00	9,476.55	17,966.83
应收票据及应收账款	1,805.66	1,934.83	2,359.72	2,554.04	3,333.96
预付账款	340.72	323.63	642.11	454.47	805.95
存货	330.98	328.30	477.67	513.33	551.60
其他	3,692.78	5,790.24	4,751.67	5,399.25	5,743.79
流动资产合计	13,399.38	14,888.08	19,673.18	18,397.64	28,402.12
长期股权投资	3,654.28	3,703.90	3,754.00	3,802.20	3,845.60
固定资产	897.50	2,737.97	2,746.53	2,761.31	2,766.81
在建工程	2,329.22	80.63	84.38	98.63	89.18
无形资产	483.51	374.61	338.72	302.84	266.96
其他	100,975.47	109,514.04	99,081.03	89,748.45	81,579.08
非流动资产合计	108,339.97	116,411.14	106,004.66	96,713.41	88,547.62
资产总计	122,294.42	131,547.92	126,050.75	115,503.28	117,287.69
短期借款	3,387.89	3,448.37	9,222.28	1,432.25	0.00
应付票据及应付账款	1,476.37	2,085.33	1,634.21	3,101.75	2,589.33
其他	22,903.68	26,105.15	21,903.13	26,447.12	26,152.13
流动负债合计	27,767.95	31,638.85	32,759.62	30,981.11	28,741.46
长期借款	15,919.63	22,212.43	13,046.98	0.00	0.00
应付债券	6,592.44	4,432.63	6,060.49	5,695.19	5,396.10
其他	23,029.56	22,166.16	21,328.02	22,174.58	21,889.59
非流动负债合计	45,541.62	48,811.23	40,435.48	27,869.77	27,285.69
负债合计	73,309.57	80,450.08	73,195.10	58,850.88	56,027.15
少数股东权益	3,270.21	3,534.62	3,673.76	3,876.47	4,111.86
股本	3,550.00	3,905.00	3,905.00	3,905.00	3,905.00
资本公积	4,239.98	3,648.12	3,648.12	3,648.12	3,648.12
留存收益	40,681.51	41,937.63	45,276.88	48,870.93	53,243.68
其他	(2,756.85)	(1,927.53)	(3,648.12)	(3,648.12)	(3,648.12)
股东权益合计	48,984.85	51,097.84	52,855.64	56,652.40	61,260.54
负债和股东权益总计	122,294.42	131,547.92	126,050.75	115,503.28	117,287.69

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,686.24	2,064.08	3,339.25	3,851.45	4,472.38
折旧摊销	259.91	372.98	83.57	86.86	89.83
财务费用	2,147.30	2,365.68	2,334.00	2,225.00	2,117.00
投资损失	(786.44)	(222.02)	(186.00)	(125.00)	(125.00)
营运资金变动	(1,791.07)	(3,447.36)	(523.92)	4,119.63	(2,571.56)
其它	(421.97)	3,026.37	1,130.61	1,403.65	1,537.60
经营活动现金流	4,093.98	4,159.73	6,177.51	11,561.58	5,520.25
资本支出	(451.56)	584.44	898.15	(766.56)	334.99
长期投资	628.18	49.62	50.10	48.20	43.40
其他	(4,259.39)	(5,485.86)	6,970.60	9,342.16	6,446.46
投资活动现金流	(4,082.77)	(4,851.80)	7,918.85	8,623.80	6,824.85
债权融资	35,704.70	41,990.88	36,880.01	17,211.59	15,573.39
股权融资	(2,192.81)	(2,401.86)	(3,992.63)	(2,163.04)	(2,055.04)
其他	(34,361.57)	(39,770.92)	(42,052.84)	(37,199.37)	(17,373.18)
筹资活动现金流	(849.68)	(181.90)	(9,165.45)	(22,150.83)	(3,854.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(838.47)	(873.97)	4,930.91	(1,965.45)	8,490.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,469.24	14,236.46	19,070.00	21,059.00	23,552.00
营业成本	5,735.61	5,480.17	8,085.68	9,247.01	10,525.39
营业税金及附加	429.04	377.41	505.35	526.47	612.35
营业费用	2,290.93	1,693.77	2,288.40	2,421.78	2,637.82
管理费用	1,751.87	1,680.86	2,135.84	2,316.49	2,543.62
研发费用	38.21	36.04	47.67	52.65	58.88
财务费用	2,260.08	2,464.42	2,334.00	2,225.00	2,117.00
资产减值损失	0.00	(333.17)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1,632.07	494.13	991.47	1,200.94	1,302.21
投资净收益	786.44	222.02	186.00	125.00	125.00
其他	(4,652.16)	(825.25)	(2,354.95)	(2,651.89)	(2,854.43)
营业利润	6,197.15	2,946.06	4,850.52	5,595.54	6,484.15
营业外收入	46.07	57.94	30.00	60.00	60.00
营业外支出	40.15	189.85	180.00	250.00	225.00
利润总额	6,203.08	2,814.15	4,700.52	5,405.54	6,319.15
所得税	1,516.84	750.07	1,222.14	1,351.38	1,611.38
净利润	4,686.24	2,064.08	3,478.39	4,054.15	4,707.77
少数股东损益	206.56	333.50	139.14	202.71	235.39
归属于母公司净利润	4,479.68	1,730.58	3,339.25	3,851.45	4,472.38
每股收益(元)	1.15	0.44	0.86	0.99	1.15

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	15.66%	-13.56%	33.95%	10.43%	11.84%
营业利润	1.08%	-52.46%	64.64%	15.36%	15.88%
归属于母公司净利润	0.05%	-61.37%	92.96%	15.34%	16.12%
获利能力					
毛利率	65.17%	61.51%	57.60%	56.09%	55.31%
净利率	27.20%	12.16%	17.51%	18.29%	18.99%
ROE	9.80%	3.64%	6.79%	7.30%	7.83%
ROIC	-25.99%	-16.39%	-22.78%	-27.47%	-24.65%
偿债能力					
资产负债率	59.95%	61.16%	58.07%	50.95%	47.77%
净负债率	58.13%	69.44%	48.13%	13.65%	-3.91%
流动比率	0.50	0.48	0.61	0.61	1.00
速动比率	0.49	0.47	0.60	0.59	0.98
营运能力					
应收账款周转率	9.43	7.61	8.88	8.57	8.00
存货周转率	56.56	43.19	47.32	42.50	44.23
总资产周转率	0.14	0.11	0.15	0.17	0.20
每股指标(元)					
每股收益	1.15	0.44	0.86	0.99	1.15
每股经营现金流	1.05	1.07	1.58	2.96	1.41
每股净资产	11.71	12.18	12.59	13.51	14.63
估值比率					
市盈率	8.72	22.56	11.69	10.14	8.73
市净率	0.85	0.82	0.79	0.74	0.68
EV/EBITDA	-3.38	-6.05	-4.33	-5.02	-4.77
EV/EBIT	-3.42	-6.24	-4.38	-5.08	-4.82

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com