

公司研究

家居连锁卖场龙头，轻资产化布局零售新业态

——美凯龙（601828.SH，1528.HK）投资价值分析报告

要点

国内家居连锁卖场的绝对龙头，多轮激励政策绑定员工利益

公司的卖场数量、面积和覆盖区域均为家居卖场行业国内首位。2020年公司零售额市占率达17.1%。公司推出员工持股、高管增持等一系列激励政策，在绑定员工利益同时，向市场展现了公司对未来业绩增长的信心。

家具卖场行业规模稳定增长，行业终端渠道强势

家居家具卖场行业整体规模呈稳步上升趋势，根据弗若斯特莎利文预测，2020-2024年行业复合增长率预计为6.29%，到2024年行业零售额将达到4.83万亿元。家居行业中游布局分散，议价能力较差，终端渠道具有更大的利润空间。美凯龙作为连锁卖场头部企业，话语权优势尤为凸显。

轻资产转型，家装家居一体化业绩抢眼

公司委管业务平均出租率多年均维持在90%以上，租金收入增长确定性强，2020年12月31日，公司位于华东和华北地区的委管门店占总委管门店数的53.31%。同时，公司于2020年实现商品销售及家装营收12.24亿元，占总营收比例相比上年同期上升5.15个百分点至8.6%，同比增长115.12%。委管业务属于轻资产模式，依托品牌影响力与标准化复制能力在低线渠道快速推广，是未来收入增长主要动力，而家装业务市场前景广阔，上升发展空间较大。

先发优势奠定品牌影响力，投资上游强化产业链话语权

公司自营卖场主要分布于一二线城市优势地段，受益于家居产品的重体验消费需求特性，公司的卖场区位优势得以放大。多年积淀使公司成为国内最具影响力的家具家居品牌之一，消费者满意度及品牌认知度高。公司立足品牌资源优势，投资多家上游及相关产业公司，产业链话语权不断加强。

联手腾讯阿里，布局数字化营销

公司于2018年10月和2019年5月先后与腾讯、阿里签订战略合作协议，携手推进门店数字化。在重体验的家居家具领域进行线上线下融合，有望在门店数字化和全渠道营销方面取得进一步的突破。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2021-2023年实现净利润30.27/33.28/36.43亿元，对应EPS 0.78/0.85/0.93元。采取相对估值法，给予公司A股目标价13.26元，对应2021年17倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级；给予公司H股目标价5.63港元，对应2021年6倍PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：卖场拓展及提租幅度不达预期，数字化改造效果不达预期，公允价值变动损益波动大于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,469	14,236	16,945	19,259	21,324
营业收入增长率	15.66%	-13.56%	19.02%	13.66%	10.72%
净利润(百万元)	4,480	1,731	3,027	3,328	3,643
净利润增长率	0.05%	-61.37%	74.94%	9.91%	9.47%
EPS(元)	1.26	0.44	0.78	0.85	0.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.80%	3.64%	5.98%	6.27%	6.52%
P/E	9	25	14	13	12
P/E(H股)	3	9	5	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-23；汇率：按1HKD=0.8320CNY换算，注：如无特殊说明，本文元均指人民币

A股：买入（首次）

当前价/目标价：10.89/13.26元

H股：增持（首次）

当前价/目标价：4.95/5.63港元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001
021-52523798

zhuyue@ebscn.com

联系人：田然

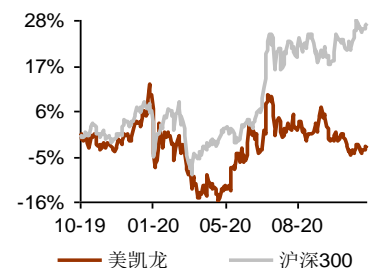
021-52523799

tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	39.05
总市值(亿元)	425.25
一年最低/最高(元)	8.38/14.09
近3月换手率	18.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.04	22.03	0.15
绝对	-1.09	21.13	8.14

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

公司自营业务门店主要位于一二线城市，区位优势显著，出租率持续处于高位且议价能力强，提租能力稳定。预计 2021-2023 年自营业务收入增速为 15%/ 13%/ 9%。自营业务毛利率因公司高议价能力带来提租而稳中有升，预计 2021-2023 年自营业务毛利率分别为 77.67%/ 78.56%/ 78.66%。

公司委管业务聚焦下沉渠道，依靠多年经营带来的产业链影响力吸引合作方建设委管门店，根据项目自身情况收取冠名咨询费等费用。公司储备项目充足，开店保障度高，委管业务收入有相对较高增速，预计 2021-2023 年委管业务整体收入同增 22.45%/ 14.97%/ 12.45%。因低线卖场收取委管相关费用标准较低，公司委管业务毛利率长期呈缓步下行趋势，预计委管相关业务 2021-2023 年毛利率分别为 61.96%/ 61.88%/ 61.67%。

公司商品销售和家装业务发展迅速，其收入占总营收比重不断上升。公司于 2020 年成立装修产业集团，正式开启家装家修一体化进程，是公司未来的业务布局中重要的增长点之一。预计 2021-2023 年商品销售和家装业务收入增速为 40%/ 20%/ 15%，预计 2021- 2023 年商品销售和家装业务毛利率分别为 22.26%/ 22.16%/ 22.06%。

公司其他主营业务收入占比呈缓速下降趋势，预计 2021-2023 年其他主营业务收入增速为 15%/ 10%/ 10%，预计 2021- 2023 年其他主营业务毛利率分别为 42.72%/ 44.50%/ 43.12%。

公司新增自有物业数量及自有卖场出租率相对稳定，预计 2021-2023 年公允价值变动损益 10.00/ 11.00/ 12.00 亿元。

我们的创新之处

市场对于公司定位以传统线下渠道为主。我们认为公司未来在具备维持行业绝对龙头地位的同时，轻资产化转型、家装业务的扩展及与阿里腾讯在门店数字化与线上线下业务全渠道营销领域的探索将带来市场对公司价值的重估。

公司作为家居家具卖场龙头，具备整合产业链能力，近年来公司持续在产业上游进行投资布局，在增厚公司投资收益的同时，强化了公司在整个产业链的话语权，有望成长为业务触及全产业链的一站式服务商。

股价上涨的催化因素

我们认为股价上涨的催化因素主要包括以下几点：

- 1) 公司与阿里腾讯在门店数字化和全渠道营销领域取得突破性进展；
- 2) 公司委管业务和家装业务的持续拓展；
- 3) 地产后周期品类景气度超预期提升。

估值与目标价

我们预计公司 2021-2023 年实现净利润 30.27/ 33.28/ 36.43 亿元，对应 EPS 0.78/ 0.85/ 0.93 元。采取相对估值法，给予公司 A 股目标价 13.26 元，对应 2021 年 17 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。给予公司 H 股目标价 5.63 港元，对应 2021 年 6 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、国内家居连锁卖场龙头地位无可争议	6
1.1、发迹华东，布局全国的家居连锁卖场.....	6
1.2、发布多种激励计划，彰显管理层信心.....	9
2、行业终端渠道强势，有望把握变革先机	9
2.1、多重因素助推需求，品类性质决定产业链话语权	10
2.2、终端渠道：招商制市场竞争优势强，美凯龙、居然之家规模领先.....	12
3、主营业务：轻资产转型，家装家居一体化业绩抢眼	14
3.1、拓店计划加速中，轻资产转型进军下沉市场.....	14
3.2、家装家居一体化，双响联动提振业绩.....	18
3.3、自营卖场提供造血能力.....	19
4、多角度构筑公司护城河	23
4.1、区位优势雄厚，门店储备丰富.....	23
4.2、多年积淀成就品牌影响力	23
4.3、持续投资产业上游，具备整合产业链潜力	24
4.4、联手腾讯阿里，布局数字化营销	25
4.4.1、IMP：行业首个完整数字化营销体系	25
4.4.2、与阿里巴巴签订战略合作协议，线上零售赋能线下经营	26
5、盈利预测与估值	28
5.1、关键假设	28
5.2、相对估值	29
5.3、绝对估值	30
5.4、估值结论与投资评级	33
6、风险分析	33

图目录

图 1：公司股权高度集中（截至 2021 年 3 月 31 日）	7
图 2：租赁及管理 and 委管业务为公司主要盈利驱动	7
图 3：公司家装业务营收同比增速亮眼.....	7
图 4：公司疫后总营收恢复稳健.....	8
图 5：公司疫后归母净利润恢复明显	8
图 6：家居家具零售市场零售额增长可持续性较强	10
图 7：家居家具市场的需求主要源于存量与增量需求.....	10
图 8：我国 2020 年商品房销售面积增速迎来近 5 年首次回升	11
图 9：存量需求的改造性住宅市场已有一定规模	11
图 10：新房装修仍然是家装家居消费市场主要需求.....	11
图 11：线上渠道裂变地位举足轻重	11
图 12：下游分销为家居家具行业产业链关键环节	12
图 13：家居家具制品具备非标、重体验特点.....	12
图 14：家居家具制品具备高客单、低频次特点	12
图 15：招商制连锁模式具备提供一站式服务的独特优势	13
图 16：招商制连锁模式综合竞争优势大	13

图 17: 2014-2020 年美凯龙零售额市占率在不断攀升	13
图 18: 委管商场模式利于公司拓展卖场数量.....	14
图 19: 受疫情影响 2020 年委管相关收入略有波动	16
图 20: 收费结构保障委管模式持续性成长	16
图 21: 2020 年公司华东地区委管规模较占优.....	16
图 22: 公司委管相关及其拆分业务毛利率表现坚韧.....	17
图 23: 公司委管商场规模不断扩大	17
图 24: 委管及自营商场超高平均出租率护航公司扩张计划.....	17
图 25: 公司商品销售及家装业务成长迅速	18
图 26: 三位同步的业务布局利于公司加速扩张.....	18
图 27: “订智美好”服务体系是美凯龙家装业务核心竞争优势	19
图 28: 公司租赁及管理收入保障公司盈利能力	19
图 29: 公司租赁及管理收入毛利率稳健	19
图 30: 公司全球 1 号店内外装潢彰显 “人物场” 一体	21
图 31: 公司自营门店平均出租率水平较高	21
图 32: 公司成熟自营门店同店增速受疫情影响较大.....	21
图 33: 公司自营门店主要分布于华东和华北地区 (2020 年)	21
图 34: 公司常年位居大型家居卖场行业品牌力前列.....	23
图 35: 公司在各领域投资项目分散且多样	24
图 36: 2020 年公司投资标的涉及物流、先进制造和本地生活领域.....	25
图 37: IMP 五大系统覆盖营销全渠道	26
图 38: 淘宝天猫同城站实现商品展示承接本地化服务	27

表目录

表 1: 华东地区为公司渠道分布重点地区 (截至 2020 年 12 月 31 日)	6
表 2: 公司逐步从家居家具商场运营发展转型家居产业链综合运营.....	6
表 3: 1Q2021 公司投资性房地产位居 A 股前列	8
表 4: 公司发布 2020 年股票期权激励计划及行权考核目标.....	9
表 5: 公司发布多轮激励/增持措施彰显业绩增长信心.....	9
表 6: 公司委管业务收费模式灵活	15
表 7: 公司三类自营卖场定位清晰	20
表 8: 上游品牌商普遍规模偏小, 渠道商议价权高	22
表 9: 基于投资性房地产的公司 RNAV 测算.....	22
表 10: 公司自营业务与委管业务预测.....	29
表 11: A 股可比公司估值比较.....	30
表 12: H 股可比公司估值比较.....	30
表 13: 公司 A 股绝对估值核心假设表 (单位: 人民币元)	31
表 14: 公司 A 股现金流折现及估值表 (单位: 人民币元)	31
表 15: 公司 A 股敏感性分析表 (单位: 人民币元)	31
表 16: 公司 A 股各类绝对估值法结果汇总表 (单位: 人民币元)	31
表 17: 公司 H 股绝对估值核心假设表 (单位: 港元)	32

表 18: 公司 H 股现金流折现及估值表 (单位: 港元)	32
表 19: 公司 H 股敏感性分析表 (单位: 港元)	32
表 20: 公司 H 股各类绝对估值法结果汇总表 (单位: 港元)	32
表 21: 公司盈利预测与估值简表	33

1、国内家居连锁卖场龙头地位无可争议

1.1、发迹华东，布局全国的家居连锁卖场

美凯龙是家居家具卖场行业龙头公司。红星美凯龙家具集团股份有限公司成立于2007年，是“红星美凯龙”家居连锁卖场的经营者和管理者，主营业务为家居连锁卖场的经营、管理和专业咨询服务。

公司历史可追溯至公司创始人车建兴于1986年在常州创办的家具作坊，35年来，公司主营业务从家居家具商场运营发展到家居产业链综合运营平台，体量方面也从区域家居专营店拓展至全国型家居连锁卖场卖场。

无论从经营面积、渠道数量还是覆盖区域角度衡量，公司均是国内家居连锁卖场的绝对龙头。公司下辖卖场包括自营和委管两种模式，截至2020年12月31日，公司经营自营卖场92家，委管卖场273家，同时以特许经营方式授权开发66个家居建材店/产业街，经营范围覆盖30省223个城市，总经营面积约2,206万平方米。

表 1：华东地区为公司渠道分布重点地区（截至 2020 年 12 月 31 日）

地区	自营门店数（家）	委管门店数（家）
华北	19	32
北京	4	1
天津	4	3
华东	34	119
上海	7	0
西部	15	55
重庆	6	8
东北	10	14
华中	9	40
华南	5	13
总计	92	273

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 2：公司逐步从家居家具商场运营发展转型家居产业链综合运营

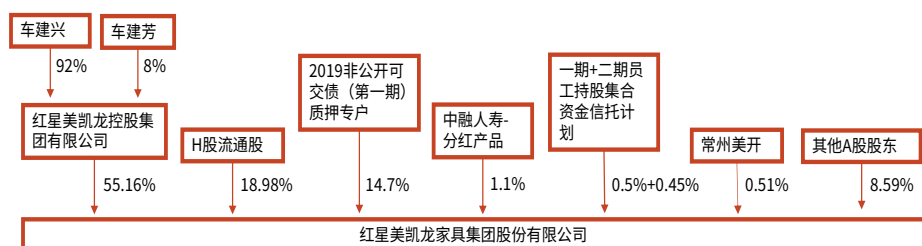
时间	事件
1986	车建兴办常州家具城
2000	上海真北商场设立，为“红星美凯龙”品牌下第一个商场。
2007	公司前身上海红星美凯龙家居饰品有限公司成立。 公司与合作伙伴订立首份商场管理协议，开设首家委管卖场。
2010	公司开业委管卖场数量（46 家）首次超过自营卖场（33 家），轻资产模式已受业界广泛认同。
2015	公司启动全国红星美凯龙会员计划、电商业务。 公司成立家金所以进一步拓展互联网金融业务。 公司于香港联交所主板挂牌上市。
2018	公司于上海证券交易所主板挂牌上市。
2018.10	公司与腾讯达成全面战略合作，共同构建 IMP 平台。
2019.5	公司与阿里签订合作框架协议，阿里通过认购可转债和 H 股购买方式共获得公司 13.7% 股份。
2020	公司成立红星美凯龙装修产业集团，开始家装家修一体化进程。

资料来源：红星美凯龙公司官网，光大证券研究所整理

公司股权高度集中，受益经营决策效率。公司实控人为创始人、董事长兼总经理车建兴，车建兴通过持有公司第一大股东红星控股（持有公司股份的 55.16%）92%的股份实现对公司的实际控制。红星控股其余 8%股份由车建兴之妹，公司执行董事、副总经理车建芳持有。

公司于 2015 年和 2018 年先后登陆 H 股和 A 股市场，总股本中 A 股占 81.02%，H 股占 18.98%。2019 年 5 月阿里巴巴全额认购公司控股股东红星控股发行的 43.6 亿可转债，换股后阿里将持有公司 10%股份，此外阿里巴巴还在 H 股收购了公司 3.7%股份。限售股方面，公司 A 股首发限售股已于 2021 年 1 月 18 日解禁 27.28 亿股，占总股本的 69.87%。

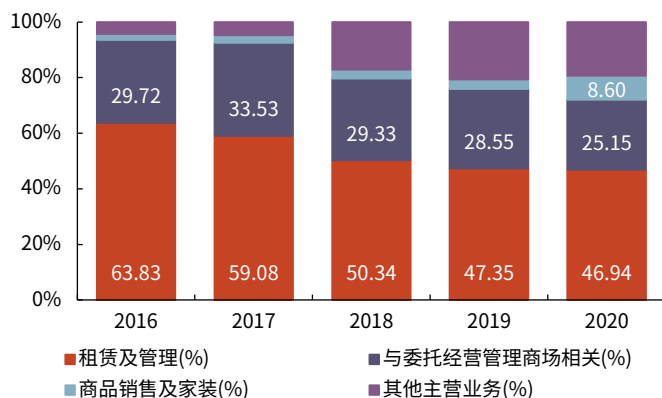
图 1：公司股权高度集中（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

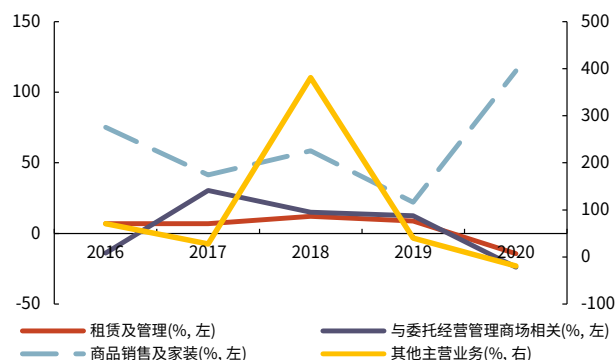
家装业务成长迅速，自营和委管模式仍为主要驱动力。公司主营业务收入主要由：1) 租赁及管理收入（自营卖场相关）；2) 委管收入；3) 商品销售和家装；4) 其他，四大类构成。其中，公司自营业务和委管业务为营收主要贡献项，而商品销售及家装业务于 2020 年取得突破性增速。

图 2：租赁及管理和委管业务为公司主要盈利驱动



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 3：公司家装业务营收同比增速亮眼



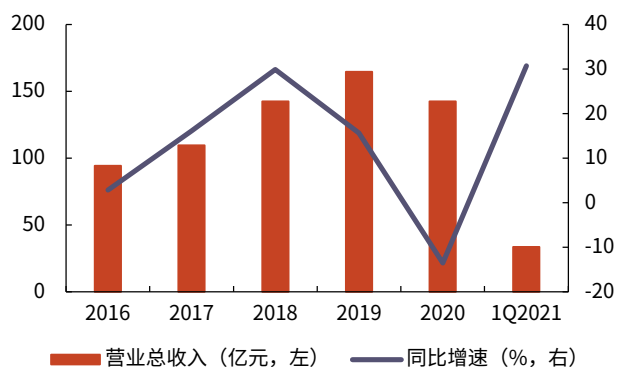
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

盈利来源多样，助力疫后稳健恢复。2016 至 1Q2021，公司营业收入同比分别增长 2.81% / 16.14% / 29.93% / 15.66% / -13.56% / 30.70%。其中 16 年增幅较小主要是由于 2016 年委管商场开业数仅有一家，委管业务收入同比下滑 13.83% 所致。随后公司收入端增幅持续攀升，至 2019 年底公司营收规模达到 164.69 亿元，在业内呈领先水平。2020 年实现营收负增长主要是由于疫情导致消费收

紧，而随着疫情得到有效控制，消费逐渐复苏，1Q2021 营收已恢复至 1Q2019 年的 94.52%的水平。

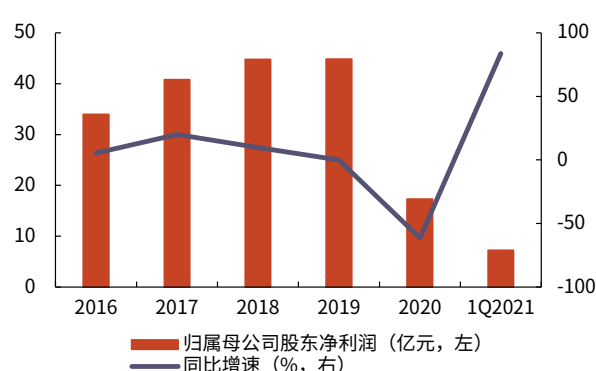
2016 年至 1Q2021，公司归母净利润分别增长 5.33%/ 20.05%/ 9.78%/ 0.07%/ -61.36%/ 83.72%，出现波动的主要原因有三：一是由于公司委管卖场渠道下沉带来的毛利率降低；二是与公司自有物业相关的公允价值变动损益波动；三是疫情控制影响下，营收规模幅度缩减、主营业务毛利下降导致。1Q2021 公司归母净利已恢复至 1Q2019 同期的五成水平。

图 4：公司疫后总营收恢复稳健



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 5：公司疫后归母净利润恢复明显



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

房产投资规模庞大，公允价值影响净利表现。公司归母净利润中，公允价值变动净收益占比较高，1Q2021 公司公允价值变动损益占当期归母净利润的 28.95%，这是由于公司将自有物业的建筑及其土地使用权、专用设备及装修改造支出计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量。与 A 股零售公司多数将自有物业计入固定资产，并以成本模式进行后续计量不同。

1Q2021 公司投资性房地产规模达到 931.50 亿元，位居 A 股上市公司前列，仅次于招商蛇口和中国建筑，远超新城控股和万科 A 等房地产类公司。鉴于公司具有较大规模的投资性房地产，导致对应产生的公允价值变动损益对归母净利润影响较大。

表 3：1Q2021 公司投资性房地产位居 A 股前列

排序	证券代码	证券简称	投资性房地产 (亿元)
1	001979.SZ	招商蛇口	973.31
2	601668.SH	中国建筑	971.24
3	601828.SH	美凯龙	931.50
4	601155.SH	新城控股	882.92
5	000002.SZ	万科 A	799.54
6	601318.SH	中国平安	571.54
7	600823.SH	世茂股份	536.08
8	000402.SZ	金融街	408.32
9	600663.SH	陆家嘴	368.14
10	000031.SZ	大悦城	292.95

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

1.2、发布多种激励计划，彰显管理层信心

激励计划绑定员工利益，业绩增长预期增强投资信心。2020年5月15日公司公告宣布调整后的2020年股票期权激励计划，授予激励对象股票期权3,085万份，约占草案公告日股本总额的0.87%。公司于2020年6月16日完成首次授予登记，授予2,523.60万份，约占草案公告日股本总额的0.71%；预留561.40万份，约占草案公告日股本总额的0.16%。

首次授予的激励对象共计982人，首次授予的激励对象股票期权的行权价格为每股11.02元，预计2020-2022年的首次期权摊销成本分别为445.17/575.35/183.84万元。

表4：公司发布2020年股票期权激励计划及行权考核目标

行权期		考核目标
首次授予	第一个行权期	以2019年经审计的合并营业收入为基数，2020年经审计的合并营业收入（剔除疫情影响）增长率不低于15%
	第二个行权期	以2019年经审计的合并营业收入为基数，2021年经审计的合并营业收入增长率不低于40%
预留授予	第一个行权期	以2019年经审计的合并营业收入为基数，2020年经审计的合并营业收入（剔除疫情影响）增长率不低于15%
	第二个行权期	以2019年经审计的合并营业收入为基数，2021年经审计的合并营业收入增长率不低于40%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

本次股权激励计划，以及公司前期连续推出员工持股、高管增持等一系列激励计划，一方面有利于公司通过多种方式绑定员工利益同时，另一方面也向市场展现了公司对未来业绩增长的信心。

表5：公司发布多轮激励/增持措施彰显业绩增长信心

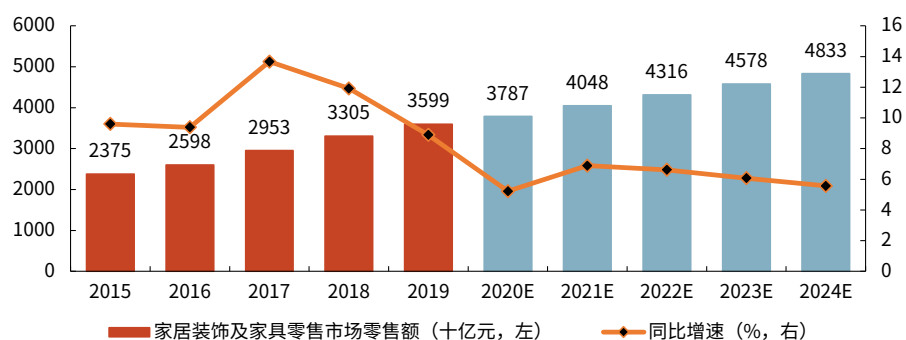
公告日期	激励/增持措施
2018/11/30	发布第一期员工持股计划(草案)
2019/3/29	发布第二期员工持股计划(草案)
2019/4/1	发布关于稳定股价实施方案暨增持计划公告
2019/9/30	发布关于部分董事、监事、高级管理人员自愿增持公司股份计划的公告
2020/2/24	发布2020年股票期权激励计划(草案)
2021/2/8	发布第三期员工持股计划(草案)

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、行业终端渠道强势，有望把握变革先机

家居家具卖场行业增长趋势向好。家居家具卖场行业作为耐用消费品的终端渠道，整体规模呈稳步上升趋势：2019年家居家具零售市场零售额达到3.60万亿元，同比增长8.90%，2015-2019年家居家具零售市场零售额复合增长率CAGR=10.95%。根据弗若斯特利文预测，2020-2024年行业复合增长率预计为6.29%，到2024年行业零售额将达到4.83万亿元。

图 6：家居家具零售市场零售额增长可持续性

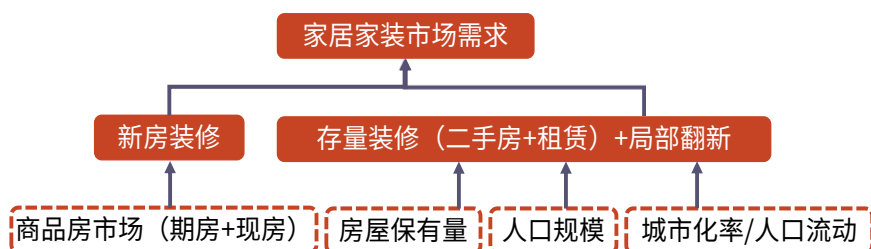


资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所整理
注：2015-2019 年为历史数据，2020-2024 年为预计数据

2.1、多重因素助推需求，品类性质决定产业链话语权

存量需求渐成规模，增量需求仍为主力。行业需求主要来自房屋的增量与存量两大驱动力：1) 增量主要指新房装修相关需求，商品房市场景气度决定了增量的驱动力大小。2) 存量主要为二手房交易或租赁带来的翻新装修需求，以及户主/租客在一定年限后的局部翻新需求。

图 7：家居家具市场的需求主要源于存量与增量需求

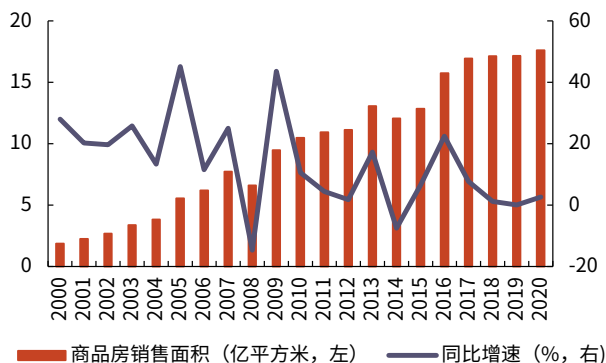


资料来源：亿欧智库，光大证券研究所整理

从商品房销售数据来看，2016 至 2019 年我国商品房销售面积增速呈下滑趋势，下滑主要源自新房需求的增速放缓，因而降低了家居家具市场的增量需求。2020 年商品房销售面积增速迎来自 2016 年以来的首次回升，2020 年商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增速达 2.64%。

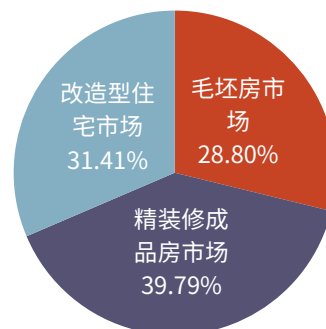
按照中国建筑装饰协会《2018 中国建筑装饰蓝皮书》数据，2018 年国内建筑装饰市场中，精装修商品房市场、改造性住宅市场、毛坯房市场需求占比分别为 39.79%/31.41%/28.80%，代表存量需求的改造性住宅市场已有一定规模。

图 8: 我国 2020 年商品房销售面积增速迎来近 5 年首次回升



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所整理

图 9: 存量需求的改造性住宅市场已有一定规模

资料来源: 中国建筑装饰协会, 光大证券研究所整理
统计时间: 2018 年

根据腾讯营销洞察 (TMI) 的调查统计, 新房装修需求占家装家居消费整体需求的 32%, 位居各类家装家居需求动机的第一位, 而在新冠疫情催生下的新需求即疫后改善居住环境需求占到了 7%。此外, 约 80% 的人选择在微信等线上渠道分享关于家装家居的话题, 而其中 26% 是 90/95 后偏好的综艺弹幕和剧目评论分享。随着数字化科技不断进步的趋势, 线上渠道和多样的社交裂变方式将在一定程度上拉动家装家居的整体需求。

图 10: 新房装修仍然是家装家居消费市场主要需求

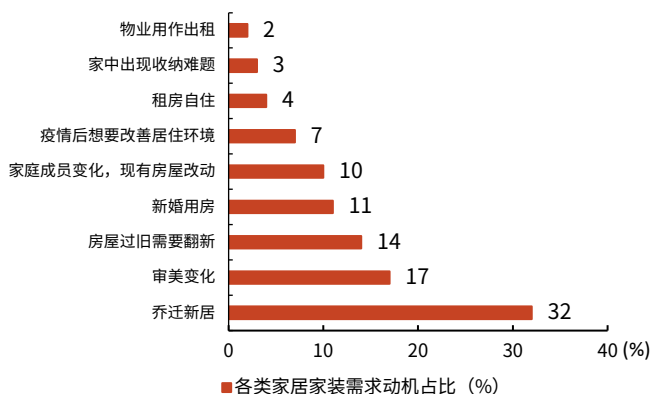
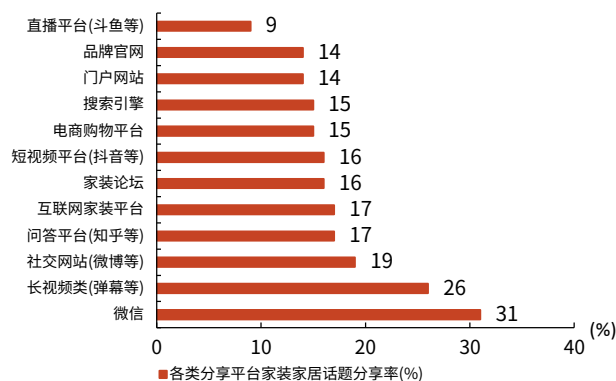
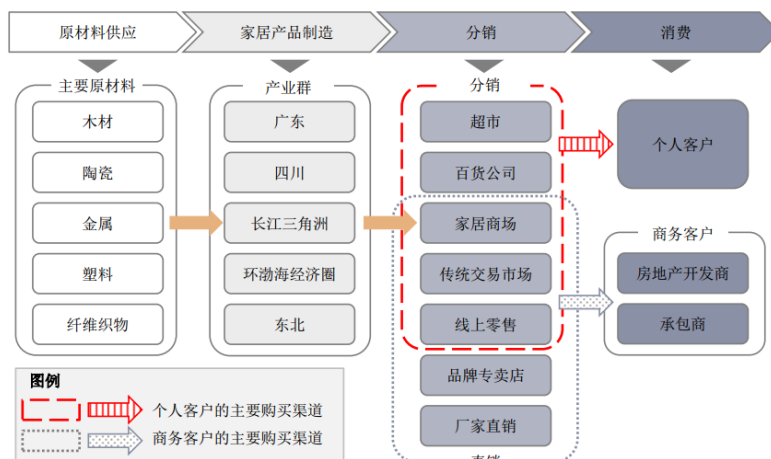
资料来源: 腾讯营销洞察 (TMI), 光大证券研究所整理
统计时间: 2020 年 7 月

图 11: 线上渠道裂变地位举足轻重

资料来源: 腾讯营销洞察 (TMI), 光大证券研究所整理
统计时间: 2020 年 7 月
注: 选项为多选, 选项分类统计占比, 故累计不等于 100%

触达消费痛点, 下游分销优势明显。行业产业链中, 上游原材料供货商提供木材、金属、纤维织物等家居家具产品原料, 鉴于上述原料已商品化且获取途径较为广泛, 因此产业链话语权较低。中游家居家具制造商众多, 集中于广东佛山、江苏苏州、河北香河、四川成都等集散地, 规模偏小, 品类偏单一, 且由于家居家具类消费频率低, 品牌的消费者触达程度也对应偏低, 在消费者层面形成稳固品牌影响力的难度较高。而下游分销渠道由于可形成触达消费者的渠道品牌, 并提供一站式购物服务, 满足了家居家具这类低频+非标消费品的消费痛点, 因此可创造并抽取产业链中的大部分经济效益, 掌握了更强的话语权。

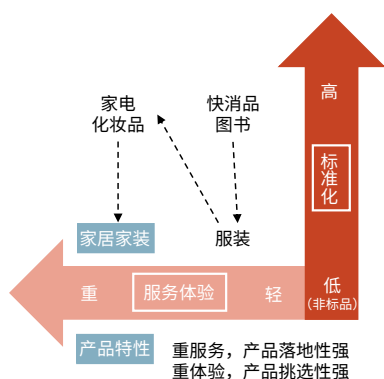
图 12：下游分销为家居家具行业产业链关键环节



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

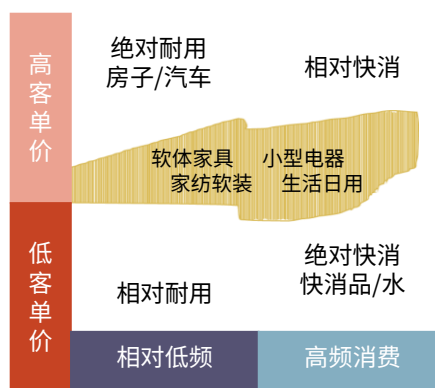
家具家居制品存在高客单、低频率、重体验的特点：1) 高客单：家居家具用品的客单价，尤其是地板瓷砖、厨卫等相对多数消费品来说偏高，消费者在做出消费决策时往往更加审慎。2) 低频率：家居家具用品使用寿命普遍在 7-10 年或更长，完成一次购买后，消费者往往会失去对该品类的关注度，这极大加剧了品牌打造影响力的难度。3) 重体验：由于前述两项因素，消费者在购买家居家具制品时往往希望能够先尽量全面地获取相关信息以及试用机会，对服务和体验的要求相对多数消费品更高，因而能够满足一站式+多选择服务的终端渠道商更受消费者青睐。

图 13：家居家具制品具备非标、重体验特点



资料来源：亿欧智库，光大证券研究所整理

图 14：家居家具制品具备高客单、低频次特点



资料来源：亿欧智库，光大证券研究所整理

2.2、 终端渠道：招商制市场竞争优势强，美凯龙、居然之家规模领先

招商制连锁模式综合竞争力强，美凯龙零售额市占率稳中提升。我国家具家居卖场主要分为以下几类：1) 厂家直营专卖店，由上游生产端直营，具备一定价格优势，但品类丰富度不足，仅有极少数多品类厂家能够为消费者提供足够的品类选择度；2) 品牌家居超市，主要为海外进入国内市场的 DIY 家具家居卖场，如

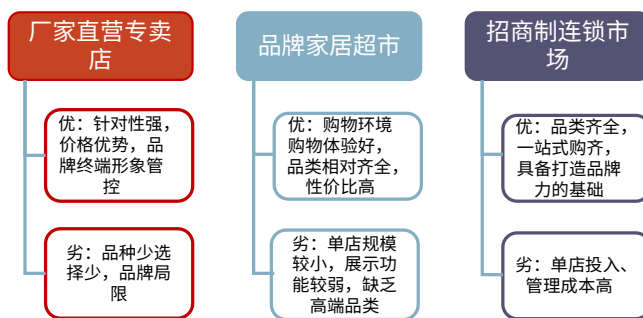
百安居、家得宝等，其多年的卖场经营经验带来了更好的消费体验与卖场环境，能够提供性价比偏高的产品，但单店规模偏小，展示功能也相对较弱，且实木等高端品类相对缺乏；3) 招商制连锁市场，市场经营方通过自持或租赁物业中招揽上游品牌入驻，并向入驻方收取租金的方式经营，品牌较为齐全，满足了消费者对家居家具用品一站式购齐的需求，但单店投入要求较高，对市场经营方的资金实力和管理能力都有更高要求。

图 15: 招商制连锁模式具备提供一站式服务的独特优势



资料来源：亿欧智库，光大证券研究所整理

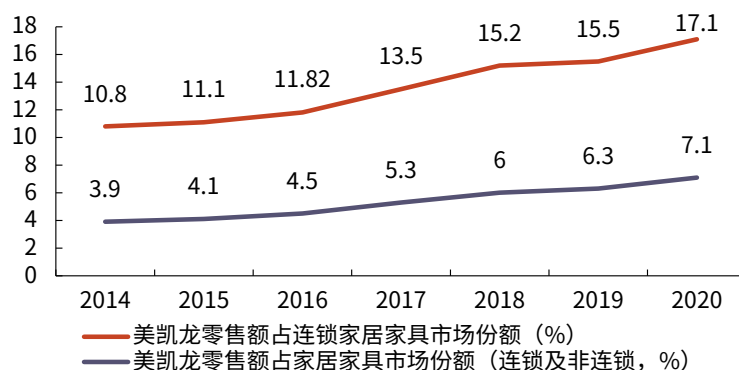
图 16: 招商制连锁模式综合竞争优势大



资料来源：亿欧智库，光大证券研究所整理

从零售额 (GMV) 市占率看，公司在连锁家居家具市场及整体家居家具市场（连锁及非连锁）的占有率均稳步提升，其中连锁家居家具市场市占率从 2014 年的 10.8% 提升至 2020 年的 17.1%，整体家居家具市场市占率由 2014 年的 3.9% 提升至 2020 年的 7.1%。

图 17: 2014-2020 年美凯龙零售额市占率在不断攀升



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

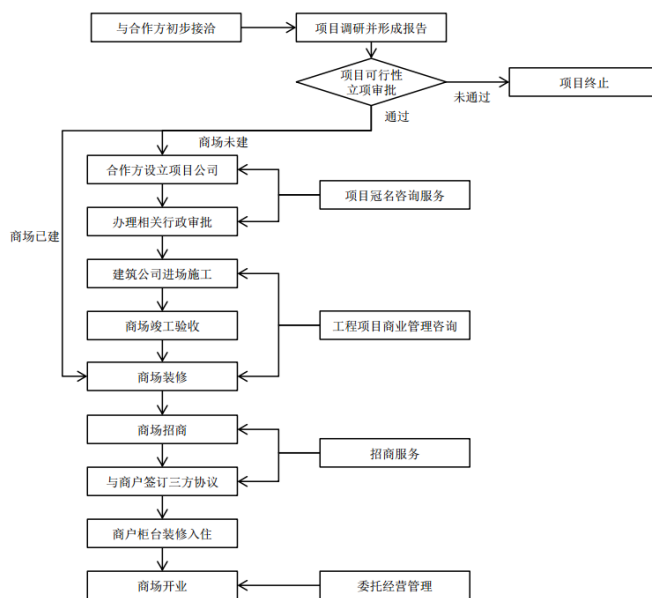
3、主营业务：轻资产转型，家装家居一体化业绩抢眼

主营业务转型中，拥抱新零售变革。公司主营业务可按租赁及管理收入、委管相关收入、商品销售及家装收入、其他收入四大项细分。2020年美凯龙制定“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年全面推进“降杠杆、轻资产、重运营”的发展战略，重点建设线上线下一体化和家装家居一体化的新零售模式。

3.1、拓店计划加速中，轻资产转型进军下沉市场

委管模式收费灵活。公司卖场相关收入主要由租赁及管理收入、委管相关收入两项构成。随着公司委管业务的进一步铺开，租赁及管理收入占公司营收的比例正在并预计逐步下降，而委管卖场业务将是公司未来增长的主要动力。公司在通过运营自有卖场积攒了一定品牌知名度和运营经验后，于2007年开始通过轻资产的委管模式拓展卖场数量。委管业务流程为公司派出管理人员为委管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；同时公司根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目品牌咨询费、招商佣金、商业管理咨询费及委托经营管理费等不同费用。

图 18：委管商场模式利于公司拓展卖场数量



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

在委管业务开展的不同阶段，公司向委管合作方收取不同类型的费用：

1) **项目前期冠名咨询费**是在项目开业前向合作方收取的一次性费用。根据委管商场所在的城市、物业规模及物业区位等因素，该笔费用数额在 800 万元至 3000 万元不等。

2) **工程项目商业管理咨询**是公司向卖场施工总承包人收取的费用。总承包人通常由公司向委管合作方推荐,卖场的部分或全部施工由总承包人负责。施工过程中公司积极参与卖场的规划、设计和施工,争取有利工期,保障施工质量,并确保全国卖场在品牌形象、布局和风格的一致性。该笔费用数额通常在 500 万元至 3000 万元不等。总承包人于相关卖场竣工并达到可开业状态后出具建筑商务服务确认书,并按合同约定支付款项。

3) **项目年度冠名咨询委托管理服务**覆盖了公司向委管卖场提供包括日常经营及管理、销售、推广、提供广告和客户等服务的费用,委管卖场员工的招募管理也由公司统一负责,以维持服务质量的全国统一。年度管理费数额通常在 30 万元至 600 万元/年。若委管卖场租金总额超出委管协议规定的特定金额,则公司收取的年度管理费除前述固定金额之外,通常还会包含按租金收益递增的提成,提成额约为租金增加部分的 6%-10%。

4) **招商佣金**是公司向委管合作方收取的固定金额招商服务费。由于公司在产业链中地位较为强势,和众多上游品牌商都有良好的合作关系,能够为委管卖场联络到优质商户,便于卖场的顺利开业与后续运营。招商佣金通常在 50 万至 300 万元不等,合作方通常于卖场开业前支付。

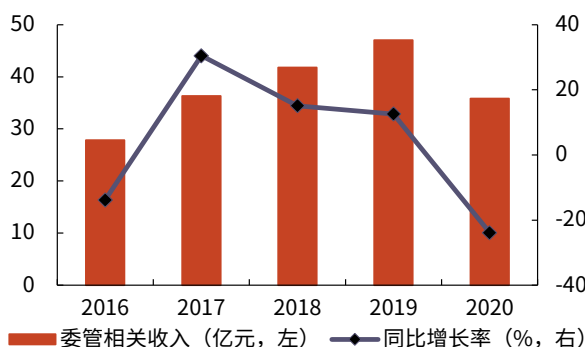
表 6: 公司委管业务收费模式灵活

收入项目	具体构成	对应服务内容	收费标准	收入取得方	收入确认阶段
项目前期冠名咨询委托管理服务收入	项目冠名咨询费、招商佣金	公司向委管合作方提供各项专业咨询服务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	根据项目所在城市级别、商场规模及商场位置等多项因素确定收费金额,前期冠名咨询费 800-3000 万不等,招商佣金 50-300 万不等	委管商场合作方	商场开业前、开业时
项目年度冠名咨询委托管理服务收入	年度管理费	公司下属管理公司的专业团队在委托经营管理期限内实施经营管理,负责商场的布局、策划、招商、租赁、企划、广告、运营和售后服务等,并授权项目持续使用红星美凯龙及其旗下无形资产品牌	根据项目所在城市级别、商场规模及商场位置等多项因素确定固定金额以及超额租金收益的递增提成	委管商场合作方	商场开业后委托经营管理期间
	委托经营管理收入	根据管理公司在委托经营管理期限内发生的商场日常运营管理的相关成本费用确定收费金额	委管商场合作方(通过向商场商户直接收取或由合作方从商户租金中支付)		
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提供经营物业的规划、设计、建筑安装方案的咨询服务,并负责在建设过程中的现场协调和监督	根据项目所在城市级别、商场规模、商场位置及工程规模等多项因素确定收费金额,500 至 3000 万不等	委管商场建设施工单位	商场开业时

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

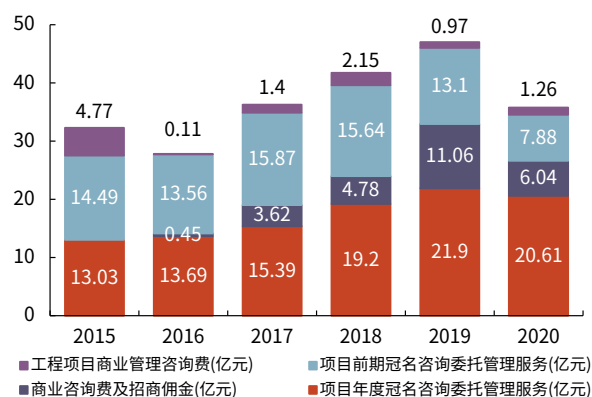
储备门店丰富, 收费结构保障委管模式持续性成长。公司委管相关收入构成中,项目前期冠名咨询委托管理服务和年度冠名咨询委托管理服务占比较高,其中,由于项目前期冠名咨询委托管理服务是新委管卖场签约前的一次性费用,因而该项收入增长与公司委管门店新开数量关联程度较高。考虑到公司有较为充裕的储备门店数量,未来委管门店增长保障性较强。

图 19: 受疫情影响 2020 年委管相关收入略有波动



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

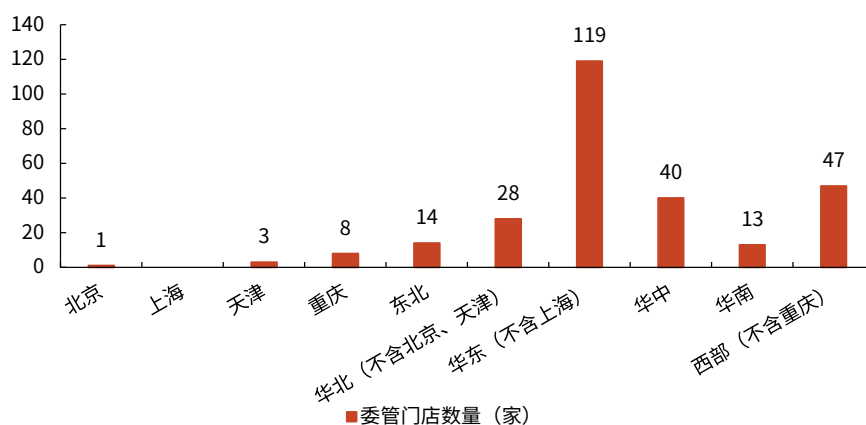
图 20: 收费结构保障委管模式持续性成长



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

华东地区委管规模较占优。委管卖场区域分布方面, 公司传统强势区域华东区拥有最多委管卖场, 截至 2020 年拥有委管卖场 119 家。位居其后的区域为西部 (55 家)、华中 (40 家)、华北 (北京 1+天津 3+其他 28=32 家) 和东北 (14 家)。

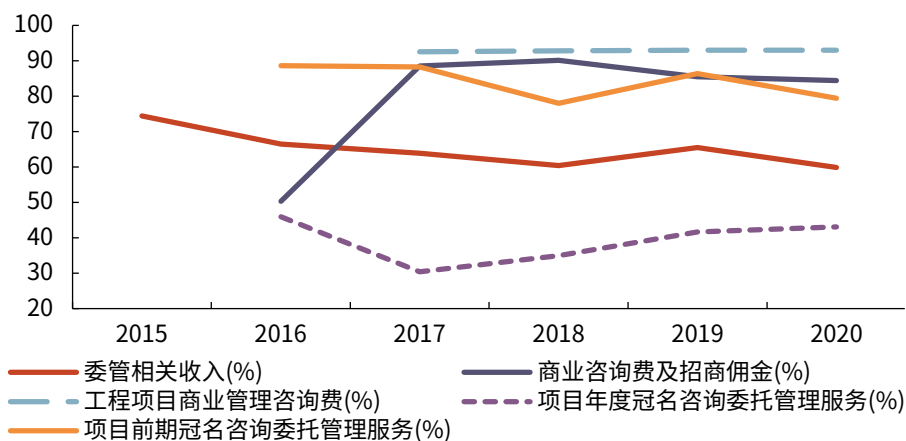
图 21: 2020 年公司华东地区委管规模较占优



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

转型初期委管业务毛利率韧性强劲。委管相关业务毛利率主要受到两方面影响: 1) 收入占比较高的项目前期冠名咨询委托管理服务和年度冠名咨询委托管理服务因低线城市卖场收费标准低及人工成本上行等因素, 毛利率相对较低, 拉低了委管业务整体毛利率; 2) 部分委管业务运营模式较轻, 毛利率水平较高。因此, 美凯龙总体毛利率在转型扩张计划的初始阶段仅有小幅下降, 且截至 2020 年 12 月 31 日, 公司整体毛利率为 59.84%, 仍处于可观的毛利率水平状态。

图 22：公司委管相关及其拆分业务毛利率表现坚韧

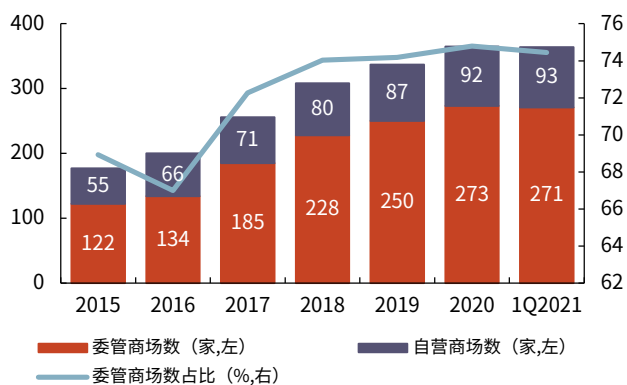


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

超高出租率水平支撑业绩抗压能力。委管商场总数方面，公司自营和委管商场数连年攀升，委管商场占总数比例也不断上升。截至 2021 年第一季度，公司开设委管商场 271 家，自营商场数 93 家，委管商场占总商场数的比例升至 74.45%，委管商场总面积达 1402 万平方米。

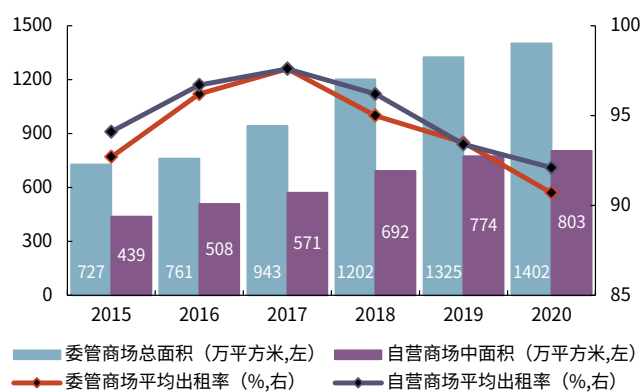
自营和委管商场平均出租率方面，随着门店不断扩张，平均出租率虽有小幅下降，但仍旧保持在 90% 以上的健康水平。2020 年受疫情负面影响下，公司委管商场平均出租率仍达到了 90.7%。

图 23：公司委管商场规模不断扩大



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 24：委管及自营商场超高平均出租率护航公司扩张计划



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

品牌效益或可带动新模式下未来的增量空间。公司的商场地域布局战略主要为：1) 自营商场聚集于一、二线城市以在关键区域不断加强其行业领导地位；2) 轻资产模式的委管和特许经营商场则聚集于三、四线及以下低线城市，以拓展市场而获取潜力市场增益。

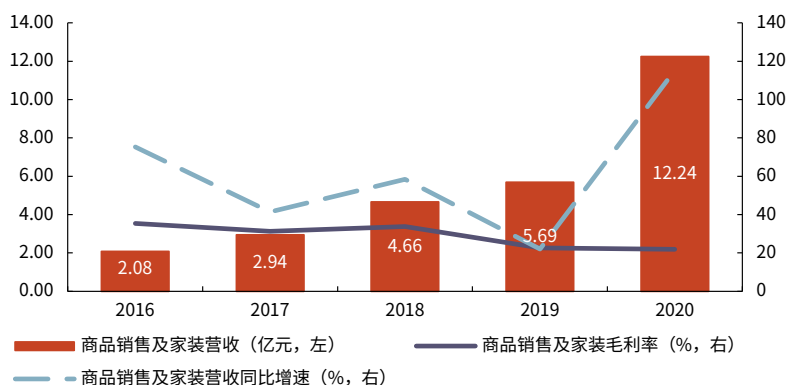
未来美凯龙项目的拓展核心将由“自营+委管的双轮驱动”逐渐转化成以轻资产的委管模式为主，并不断强化下沉市场份额。轻资产模式帮助美凯龙在扩张途中节约大量资本开支，且凭借美凯龙独特深厚的品牌影响力，预计未来委管相关及分拆业务毛利水平还将不断优化，轻资产模式的盈利优势会逐步显现。

3.2、 家装家居一体化， 双响联动提振业绩

公司商品销售及家装收入包括：1) 公司自有商场的家居装饰及家具产品的销售而取得的收入；2) 公司提供的家居设计及装修工程服务而取得的收入。

家装业务增速显著， 支撑公司变革新驱动。2019 年美凯龙成立装修产业集团， 将家装业务推至业务增长第一驱动力。2020 年实现商品销售及家装营收 12.24 亿元， 占总营收比例相比 2019 年同期上升 5.15 个百分点至 8.6%， 同比激增 115.12%。鉴于美凯龙商品销售及家装业务占总营收比例正逐年增加， 成效显著， 且尚处于较低水平， 因此， 我们预计未来此细分业务提升空间较大。

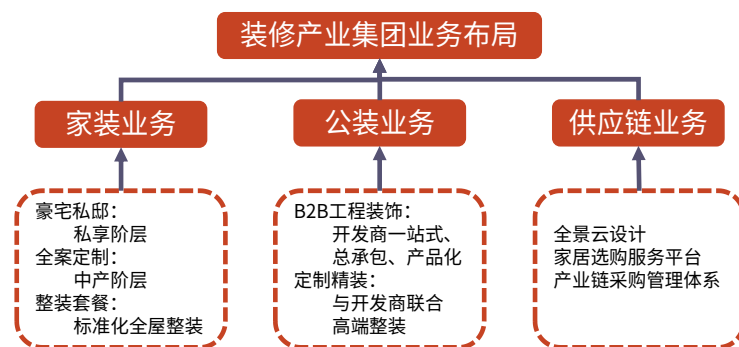
图 25： 公司商品销售及家装业务成长迅速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

家居装修行业增长潜力可观。根据前瞻产业研究的调研，2020 年中国家居装修行业市场规模超 2 万亿元，市场预期未来将保持 7% 左右的年均复合增长率。截至 2020 年 12 月 31 日，美凯龙家装家居业务已布局全国 200+ 城市的 214 家门店，通过“美凯龙空间美学”、“更好家”和“家倍得”三大服务品牌，搭建“家装”、“公装”和“供应链”三位同步的业务布局以精准定位并提前触达消费者，加速扩张布局，加快市场渗透。

图 26： 三位同步的业务布局利于公司加速扩张



资料来源：红星美凯龙装修产业集团官网，光大证券研究所整理

背靠雄厚产业支持，落点家居智慧服务。依托于 35 年的家装家居产业运筹，美凯龙逐步加码中高端市场和智能家居领域，进行铺设全渠道、全周期的家装服务网络。作为其核心业务竞争力，“订智美好”服务方案整合了国内外多种设计、原材料、施工等优质资源，搭建“设计云平台”和全景可视化技术，为客户专属“智”订一站式服务方案。

图 27：“订智美好”服务体系是美凯龙家装业务核心竞争优势



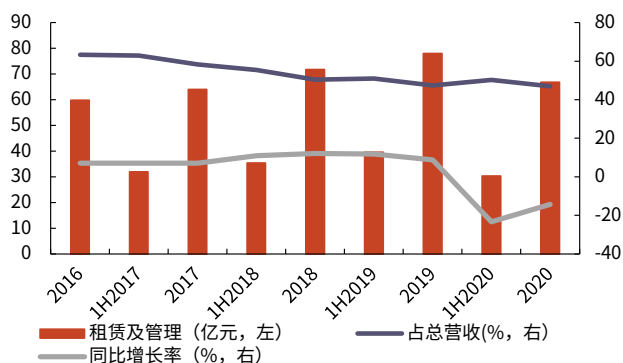
资料来源：红星美凯龙装修产业集团官网，光大证券研究所整理

3.3、自营卖场提供造血能力

租赁及管理收入主力保障盈利能力。美凯龙租赁及管理收入主要指公司自营卖场的租金收入，所谓自营卖场包括了公司自有卖场和租赁卖场，入驻自营卖场的商户向卖场租赁铺位，并接受卖场的员工培训、统一管理/营销、物业服务及售后服务等配套综合服务，定期向卖场支付租金，卖场租金以年为单位调整。

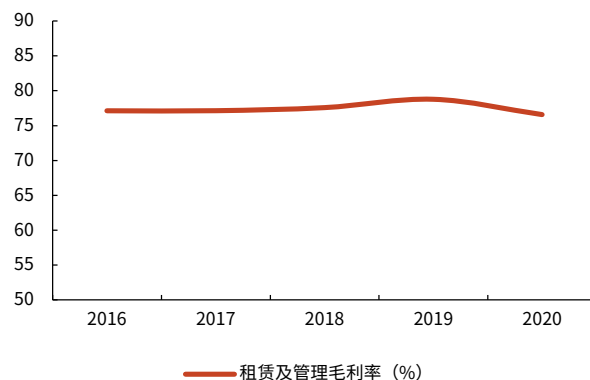
租赁及管理收入在 2019 年和 2020 年分别占公司营收的 47.35%/46.94%，该项收入历史上一直是公司收入的主要组成部分，在公司发展壮大的进程中扮演了重要作用，彰显了公司在产业链以及同业中的龙头地位。

图 28：公司租赁及管理收入保障公司盈利能力



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 29：公司租赁及管理收入毛利率稳健



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

租赁及管理业务毛利率稳健。公司租赁及管理收入毛利率近年稳定在 76%-80% 左右, 该项目业务成本主要来自卖场服务人员薪酬及租赁卖场租金。近年来我国各线城市人工成本虽有快速上升趋势, 但公司涨租能力亦有相当保障。2016 年至 2019 年毛利率同比有所增长, 而在 2020 年疫情快速蔓延期间, 2020 年上半年该项毛利率水平环比 2019 年下半年下降 2.60pct, 同比下降 3.35pct, 但随着疫情缓和, 消费开放后, 2020 年累计毛利率水平随即有所改善。预计随着自营卖场管理能力的进一步标准化精细化, 该业务毛利率将长期维持较高水平。

公司自营卖场按物业权属可进一步拆分为: 1) 自有卖场物业, 权属于公司全资或控股子公司; 2) 合营联营卖场物业, 权属于合营联营方; 3) 租赁, 权属于出租方。三类自营卖场的日常经营管理均由公司负责, 其中合营联营卖场可通过引入合作方分散投资风险。

表 7: 公司三类自营卖场定位清晰

类型	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, 光大证券研究所整理

自营商场一线城市占比高, 公允价值计量影响净利水平。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司 92 家自营卖场中 58 家为自有, 公司自有卖场基本均位于一线、二线城市核心地段, 具有较强的区位优势。其中北京/上海/天津/重庆分别有已开门店 3/7/4/4 家, 经营面积分别达到 22.64/90.54/45.72/31.71 万平方米, 上述四城卖场数量占自有卖场总数的 31.03%。

自有卖场物业资产计入公司报表投资性房地产科目, 后续计量采用公允价值模式。由于自有卖场出租率高, 同时有强大稳定的提租能力, 公允价值变动损益为公司净利润增厚带来较大贡献。

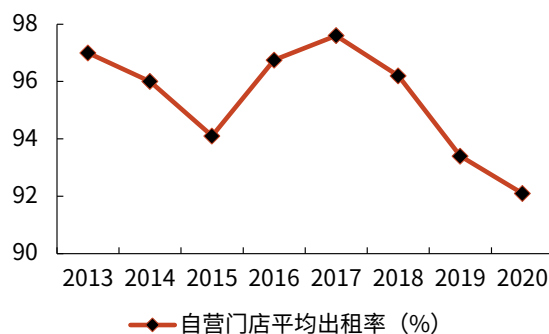
疫情期间单店业绩承压, 公司市值稍被低估。2020 年公司自营卖场 (自有及联营) 平均出租率达到 92.1%, 其中主力店如上海全球 1 号店、上海浦东沪南店、北京北四环店、重庆江北店等卖场出租率长期维持在较高水平, 每年稳定为公司提供相当规模的租金收入。

图 30: 公司全球 1 号店内外装饰彰显“人物场”一体



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 31: 公司自营门店平均出租率水平较高

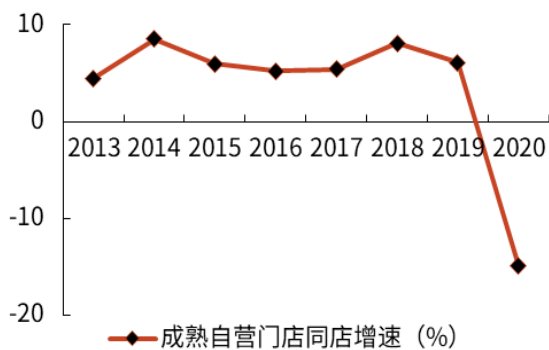


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

自营卖场同店方面, 受益于单位经营面积收入增长和经营面积的增长, 2018 年和 2019 年自营卖场同店增长情况良好, 2018 年和 2019 年成熟自营卖场(完整运营三个财年且仍持续经营)同店营收同比增速分别为 8.1%和 6.1%。而受疫情影响, 2020 年成熟自营卖场的同店下降 14.9%。

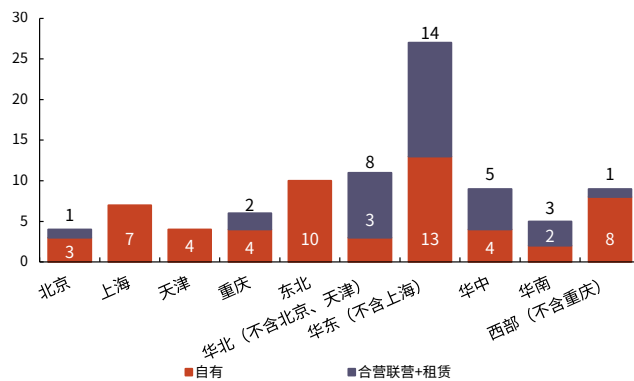
从自营卖场按区域分布看, 公司在华东区域门店最多, 上海及华东区域共有自营卖场 34 家。含北京和天津的华北地区位居其次, 拥有门店 19 家。此外西部和东北也各拥有 15 和 10 家自营卖场。

图 32: 公司成熟自营门店同店增速受疫情影响较大



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 33: 公司自营门店主要分布于华东和华北地区 (2020 年)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

自有卖场商户结构拆分看, 年租金缴纳 10-50 万的商户占比最多, 其后依次为 50-200 万, 10 万以下, 200 万以上商户。上述结构体现了上游品牌商普遍规模偏小, 行业议价权主要处在渠道商手中的行业特性。

表 8: 上游品牌商普遍规模偏小, 渠道商议价权高

商场名称	基本情况	报告期	期末出租率 (%)	租赁及管理收入 (亿元)	商户数量 (家)	年租赁及管理费结构 (商户数量占比, %)			
						200 万以上	50 (含) -200 万	10 (含) -50 万	10 万以下
全球 1 号店	2000.10 开业 期末经营面积: 244,542 平方米	2017.1-6	>99	2.44	852	3.87%	27.00%	50.70%	18.43%
		2016 年	>99	4.85	991	3.13%	22.50%	51.06%	23.31%
		2015 年	99	4.60	1,019	2.85%	20.41%	52.40%	24.34%
		2014 年	99	4.36	1,110	1.80%	20.27%	53.24%	24.68%
上海浦东沪南商场	2010.5 开业 期末经营面积: 190,548 平方米	2017.1-6	>99	1.63	571	3.50%	32.22%	47.99%	16.29%
		2016 年	>99	3.12	642	2.49%	26.79%	51.71%	19.00%
		2015 年	99	3.02	661	2.27%	23.75%	55.67%	18.31%
		2014 年	>99	2.87	676	1.48%	24.11%	54.29%	20.12%
上海汶水商场	2007.4 开业 期末经营面积: 174,091 平方米	2017.1-6	>99	1.63	622	3.05%	27.97%	54.18%	14.79%
		2016 年	>99	3.08	670	2.69%	22.24%	55.07%	20.00%
		2015 年	99	2.87	684	2.05%	21.93%	56.58%	19.44%
		2014 年	>99	2.76	722	1.80%	16.76%	54.85%	26.59%
北京北四环商场	2008.9 开业 期末经营面积: 77,802 平方米	2017.1-6	>99	1.02	392	2.81%	23.72%	66.33%	7.14%
		2016 年	>99	2.00	472	1.91%	21.19%	62.50%	14.41%
		2015 年	>99	1.95	483	1.86%	20.29%	52.17%	25.67%
		2014 年	>99	1.87	488	1.23%	20.49%	55.33%	22.95%
北京北四环商场	2008.9 开业 期末经营面积: 77,720 平方米	2017.1-6	>99	1.02	392	2.81%	23.72%	66.33%	7.14%
		2016 年	>99	2.00	472	1.91%	21.19%	62.50%	14.41%
		2015 年	>99	1.95	483	1.86%	20.29%	52.17%	25.67%
		2014 年	>99	1.87	488	1.23%	20.49%	55.33%	22.95%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理
统计时间: 2014 年至 2017 年上半年

公司自营卖场中的自有卖场物业价值较高, 我们利用公司投资性房地产价值指代公司物业重估值, 按照 2021 年一季度公司财务数据, 公司截至 2021 年 7 月 23 日 RNAV/市值为 1.79, 市值相对物业价值存在一定低估。

表 9: 基于投资性房地产的公司 RNAV 测算

科目	
投资性房地产(万元)	9,504,400.00
货币资金 (万元)	790,706.14
短期借款 (万元)	356,790.37
长期借款 (万元)	2,309,340.36
RNAV(万元)	7,628,975.41
股本 (万股)	390,500
每股资产重估净值 (元)	19.54
当前股价 (2021.7.23)	10.89
RNAV/市值	1.79
P/S(TTM)	2.83

资料来源: wind, 光大证券研究所整理
注: 财务数据均来自公司 2021 年一季度财报, 股价为 2021 年 7 月 23 日股价

除自营及委管卖场及家装家居相关收入外，公司其他收入包括：1) 对家居家具制造商提供咨询业务、招商对接等服务获得的战略咨询费收入；2) 与品牌厂家及商户开展联合营销活动，提供企划服务、媒体制作等而取得的联合营销收入。商品销售及家装收入、其他收入在主营业务中占比相对较低，对整体收入端影响较小。

4、多角度构筑公司护城河

4.1、区位优势雄厚，门店储备丰富

公司龙头地位无可撼动，品牌效应尽显规模优势。家居家具卖场对规模效应依赖度较高，鉴于行业的终端话语权较高，家居家具产品生产商/代理商往往倾向于选择规模布局全国、数量较多的全国型商场作为分销渠道。因此具备卖场规模优势的公司在与上游生产商/代理商磋商谈判时通常具有更强的议价能力，从而对自己更有利的商业条款吸引优质品牌商户入驻卖场。

公司自营卖场主要分布于一线城市及二线城市优势地段，在行业具备重体验特征的情况下，公司线下卖场的区位优势得以放大。同时卖场统一的外部装潢设计也形成了深入人心的品牌形象，业内龙头地位获得普遍认同，这反过来强化了公司对上游的议价能力和未来拿地能力。

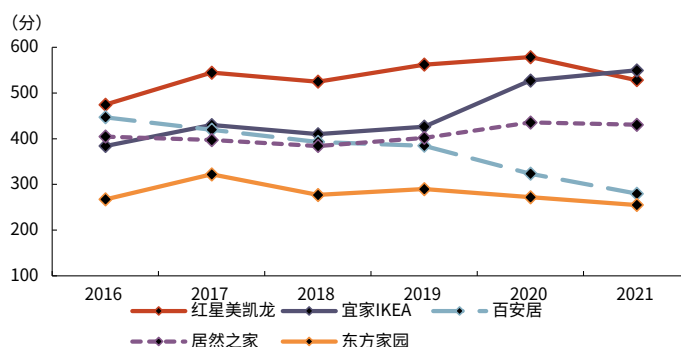
截至 2020 年 12 月 31 日，公司筹备的自营卖场有 58 家，有 348 个筹备的委管商场签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。未来公司将继续推动自营布局一二线，委管布局低线的战略规划。

4.2、多年积淀成就品牌影响力

多样营销宣传计划铸就深厚品牌影响力。行业分析部分我们提到，家具家居行业由于其低频次、低集中度的特征，下游零售渠道议价能力和品牌影响力明显强于上游品牌。公司作为家居卖场行业无可争议的龙头，在过往经营历史中沉淀了丰富的品牌打造经验和线下营销经验，目前“红星美凯龙”是国内最具影响力的家具家居品牌之一，品牌认知度较高。

在中国品牌力指数 C-BPI 排行中，公司在大型家居卖场行业分类中长期名列前茅，2016-2021 年中除 2021 年稍逊宜家外，其余年度均位居首位，品牌影响力明显。

图 34：公司常年位居大型家居卖场行业品牌力前列



资料来源：Chnbrand 2016-2021 年中国品牌力指数 SM (C-BPI®) (2021 年 4 月 20 日发布)，光大证券研究所整理
 注：品牌上榜条件是“未提示提及率 ≥ 7%，指数基于 1000 分制”

在维持品牌影响力方面,公司是少数有能力实施全国营销活动的家居装饰及家具商场运营商之一。公司采取多种创新的市场营销计划,包括制作以家居为主题的短片,在社交媒体渠道上举办针对目标顾客的市场营销活动,赞助家居设计艺术活动及聘用知名人士为代言人。公司的集中式营销充分利用公司的全国规模实现成本协同效应,同时传达全国贯彻一致的营销信息,相对区域性公司有更强的营销传播效果。

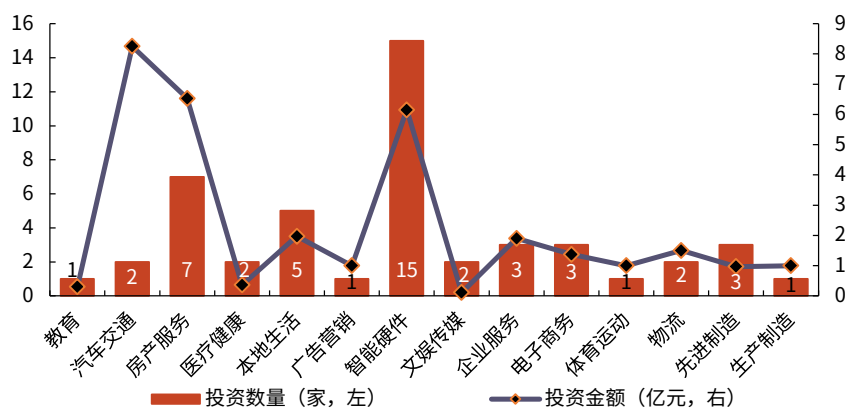
4.3、持续投资产业上游,具备整合产业链潜力

公司作为家居家具卖场龙头,具备整合产业链能力。公司持续在产业上游进行投资布局,其中公司前期投资的橱柜龙头欧派家居、物联网科技生态独角兽海尔生物、智能电动床研发及销售商麒盛科技均已成功 IPO。

对产业上游公司的投资,一方面可以充分利用公司多年深耕家居家具卖场所沉积的经验,从而提升公司成功发掘潜力公司的概率;另一方面公司得以通过战略投资也强化在整个产业链的话语权,为与被投资方未来在业务方面的合作以及产业链内协同创造更便利的条件。随着公司与更多上游品牌商在股权方面合作的推进,公司有望整合产业链资源,成长为业务触及全产业链的一站式服务商。

投资收益增厚公司利润。截至 2021 年 3 月 31 日,公司已在包括汽车交通、房产服务、智能硬件、本地生活等领域累计投资了 48 家潜力公司,在积累更广领域的产业资源的同时,为未来强化行业科技含量以及拓展业务条线打下了基础。

图 35: 公司在各领域投资项目分散且多样



资料来源: IT 桔子 (累计至 2021 年 3 月 31 日, 不包含已退出的投资), 光大证券研究所整理

公司以投资方式推进家具家居卖场行业的整合。2019 年 7 月,公司以增资和受让形式共斥资 3.48 亿元获得银座家居 46.5%股权,交易成功后,公司获得银座家居在山东 12 家卖场的运营权,山东地区影响力得以加强。2020 年 4 月公司战略投资安思疆科技公司,以期利用其 3D 传感解决方案加速 3D 传感在智能家居以及美凯龙线下商城等领域的落地。

图 36：2020 年公司投资标的涉及物流、先进制造和本地生活领域

2020-12-31	 今天国际	物流	IPO上市后	未透露
2020-04-21	 鲁汶仪器	先进制造	B轮	数亿人民币
2020-04-13	 安思疆科技	先进制造	战略投资	未透露
2020-04-08	 美尚股份	本地生活	A轮	2亿人民币

资料来源：IT 桔子（2020 年内投资情况，不包含已退出的投资），光大证券研究所

4.4、联手腾讯阿里，布局数字化营销

腾讯阿里入局风格差异化，美凯龙受益技术支持和模式升级。2017 年以来，阿里系和腾讯系纷纷以参股或签订战略合作协议的形式入局零售公司，双方与合作公司的合作模式存在一定差异化：1) 阿里系往往采取深入影响合作方业务的模式，通常伴随着合作方管理层的较大变动，并试图将合作方变为阿里自身商业版图的一部分；2) 腾讯系由于自身缺乏商业经营基因，故而扬长避短，合作模式以提供互联网时代基础设施为主，如提供成熟的社交平台、内容平台、宣发渠道、构建线上线下通路等，即使持有合作方一定股权，合作方的具体业务往往也不会受腾讯方面的过多干预，腾讯在合作中更多起到的是互联网时代“水电网”方案解决商的作用。

因而美凯龙在面对两大巨头迥异的合作风格时施行了不同侧重点的合作方案：1) 与腾讯：利用腾讯的获得数据处理与技术开发能力，通过数字化改造放大已有龙头地位优势，实现互赢盈利；2) 与阿里：利用阿里先进的经营理念引入家具家居卖场以获取之前相对缺乏的客流、宣发资源，并以此引其入资。

4.4.1、IMP：行业首个完整数字化营销体系

智慧营销体系强势推进公司全渠道营销战略。2018 年 10 月，公司与腾讯宣布达成全面战略合作，共同打造 Intelligent Marketing Platform（以下简称“IMP”），IMP 是公司与腾讯历时数年研发，基于公司多年积累下的用户、销售、售后数据打造的全渠道营销工具。

IMP 的内容可分为五大系统，从前端的数字化工具系统，到中端的一站式内容系统、全场净流量系统、超精准数据系统，最后到后端的智能化管理系统，五大系统相辅相成，全面覆盖全渠道营销的方方面面。

图 37: IMP 五大系统覆盖营销全渠道



资料来源：微信公众号《零售老板内参》，光大证券研究所整理

其中，超精准数据系统囊括了公司多年经营积累下的海量第三方和一手数据，尤以一手数据为珍贵，包括了公司利用店内识别设备获取店铺驻留、逛店轨迹数据，红星美凯龙会员系统内的消费、卡/券、服务记录数据，以及自媒体（包括官方小程序、APP、官网，微信群等）渠道的用户行为数据等，为后续数据分析和营销投放储备了海量的资料支撑。

全场景流量系统构建了多个触点矩阵用以获得用户数据并向用户投放营销信息，包括：1) 官方自媒体；2) 家居导购/设计师等行业 KOL；3) 搜索引擎/新闻网站的精准广告投放；4) 红星会员系统；5) 商场终端广告推送。上述五大触点保证了新产品、新促销活动能够全方位投放给用户，保障营销效果。

一站式内容系统利用公司自身在产业链中的强势地位，将用户服务中的策划服务、运营服务和设计服务三大内容整合在 IMP 内部。基于公司多年来无数成功营销案例打造的口碑，上游品牌商和下游顾客都乐于通过公司 IMP 实现营销方案的投放和获取。

数字化工具系统为上述三大系统的前端应用提供了数字化便利，主要基于腾讯微信生态，卖场人员可以轻松利用公众号、企业微信、小程序、微信支付等工具对用户落实全场景+个性化的营销推送。

智能化管理系统聚焦于数字化带来的管理效率提升，利用 AI 为公司的会员管理、流量管理、活动管理带来自动化技术加持，优化营销投放，提升营销精准度。

在 IMP 助力下，公司搭建了 2B 和 2E 的数字化营销系统（筋斗云），门店从单纯的线下卖场进化为超级流量场，具备流量裂变和流量跟踪功能，可以为商家实现精准获客，并为获客后复购、互动提供更高效率的解决方案。

IMP 帮助优化获客成本，营销成效显著。截至 2020 年 12 月 31 日，IMP 已为公司 9 大品类、200 余家头部家居品牌、2 万多个经销商提供了 DMP（Data Management Platform），即数据管理平台的广告投放服务。2020 年全年平均获客成本较同期下降 41%，同时连续 20 个月环比下降，销售线索整体意向率达到了 55%。

4.4.2、与阿里巴巴签订战略合作协议，线上零售赋能线下经营

天猫同城站推动公司线上线下一体化进程。2019 年 5 月，公司与阿里巴巴签订战略合作协议，打造“天猫同城站”，将本地化商品展示与本地化服务承接，将

阿里在新零售领域先进的经营理念与技术支持引入家具家居卖场，提升经营效益，推动行业线上线下融合进程。

双方合作的主要内容包括：

- 1) **新零售门店建设**：双方承诺将尽其一切合理商业努力积极探索新零售门店的尝试和实践。具体而言：（1）双方应结合门店实际经营情况共同在公司运营门店中选取一定数量的门店作为试点门店；（2）在试点门店的新零售门店方案成熟后，公司应将其推广至所有公司直营、委管和特许加盟门店。
- 2) **电商平台搭建**：双方同意基于阿里电商底层平台和支付系统为公司建设电商平台用于公司家具建材类商品的线上销售。
- 3) **物流仓配和安装服务商体系**：公司自主完成物流系统开发，阿里提供技术支持，公司进一步承诺将与菜鸟协同进行物流布局，包括但不限于家装家具产品的仓库、物流、配送、安装服务体系等的建设等。
- 4) **消费金融**：双方承诺将尽其合理商业努力尽快制定并实施支付宝相关消费金融产品和技术能力在公司门店内的落地方案。
- 5) **复合业态**：双方承诺将尽其合理商业努力尽快制定并实施打造公司门店复合型业态的解决方案。
- 6) **支付系统**：为了尽快推动线上线下业务融合，充分利用阿里和支付宝的流量，公司及阿里承诺共同推动公司门店收银系统融合阿里新零售智能 POS 系统，双方进行精准营销，互相引流。
- 7) **信息共享**：公司将其拥有的、旗下业务所生成的数据储存在公司专用云/专用数据库中。为了增强双方合作的协同效应，受限于适用法律及双方相关用户隐私权保护政策，双方承诺其将尽一切合理商业努力建立必要的信息共享系统。

我们认为零售行业在新零售领域的探索已有数个年头的背景下，业内龙头基本取得了未来行业发展方向不是单纯的线上或线下，而是两者融合的共识。在重体验的家居家具领域试水线上线下融合，公司有望在门店数字化和全渠道营销方面取得突破。

图 38：淘宝天猫同城站实现商品展示承接本地化服务



资料来源：红星美凯龙淘宝旗舰店，光大证券研究所

线上线下联动营销创造业绩增长新突破。截至 2020 年 12 月 31 日，红星美凯龙天猫同城站已上线 22 座城市 56 家商场、超 50 万件商品、超 16000 家商户、超 3000 个品牌，全年同城站站内流量 5475 万。2020 年“双十一”，红星美凯龙全国数字化卖场 GMV 达 152.98 亿元，其中，天猫同城站成交额达 33.43 亿元。

2021 年天猫首度在“618”开放“超级品牌日”，美凯龙联动 400 多家门店，线上线下权益同享，在超品日三日内实现全域成交 11.8 亿元，成为天猫超品日历史上首个十亿品牌。整个“618”活动期间，美凯龙实现全域销售额 86.3 亿元，其中线上引导销售 27.45 亿元，直播销售订单近 2 万单。美凯龙天猫同城站线上商品访客数同比增长 108%，引导成交额同比增长 500%。预计 2021 年“双十一”美凯龙将继续霸榜家居家具渠道，成为行业品牌新零售标杆。

5、盈利预测与估值

5.1、关键假设

公司自营业务门店主要位于一二线城市，区位优势显著，出租率持续处于高位且议价能力强，提租能力稳定。预计 2021-2023 年自营业务收入增速为 15%/ 13%/ 9%。自营业务毛利率因公司高议价能力带来提租而稳中有升，预计 2021-2023 年自营业务毛利率分别为 77.67%/ 78.56%/ 78.66%。

公司委管业务聚焦下沉渠道，依靠多年经营带来的产业链影响力吸引合作方建设委管门店，根据项目自身情况收取冠名咨询费等费用。公司储备项目充足，开店保障度高，委管业务收入有相对较高增速，预计 2021-2023 年委管业务整体收入同增 22.45%/ 14.97%/ 12.45%。因低线卖场收取委管相关费用标准较低，公司委管业务毛利率长期呈缓步下行趋势，预计委管相关业务 2021-2023 年毛利率分别为 61.96%/ 61.88%/ 61.67%。

公司商品销售和家装业务发展迅速，其收入占总营收比重不断上升。公司于 2020 年成立装修产业集团，正式开启家装家修一体化进程，是公司未来的业务布局中重要的增长点之一。预计 2021-2023 年商品销售和家装业务收入增速为 40%/ 20%/ 15%，预计 2021- 2023 年商品销售和家装业务毛利率分别为 22.26%/ 22.16%/ 22.06%。

公司其他主营业务收入占比呈缓速下降趋势，预计 2021-2023 年其他主营业务收入增速为 15%/ 10%/ 10%，预计 2021- 2023 年其他主营业务毛利率分别为 42.72%/ 44.50%/ 43.12%。

公司新增自有物业数量及自有卖场出租率相对稳定，预计 2021-2023 年公允价值变动损益 10.00/ 11.00/ 12.00 亿元。

表 10：公司自营业务与委管业务预测

单位：万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
租赁及管理					
收入	779,875.79	668,241.34	768,477.55	868,379.63	946,533.79
成本	165,480.25	156,652.40	171,605.97	186,180.59	201,990.31
增速%	8.80%	-14.31%	15%	13%	9%
毛利率%	78.78%	76.56%	77.67%	78.56%	78.66%
收入比例%	47.35%	46.94%	45.35%	45.09%	44.39%
委管相关					
收入	470,224.82	358,046.51	438,428.02	504,068.09	566,833.49
成本	162,482.04	143,789.33	166,779.93	192,131.25	217,270.82
增速%	12.58%	-23.86%	22.45%	14.97%	12.45%
毛利率%	65.45%	59.84%	61.96%	61.88%	61.67%
收入比例%	28.55%	25.15%	25.87%	26.17%	26.58%
商品销售和家装					
收入	56,899.92	122,400.54	171,360.76	205,632.91	236,477.85
成本	44,019.09	95,613.55	133,213.81	205,177.20	235,956.15
增速%	22.03%	115.12%	40%	20%	15%
毛利率%	22.64%	21.88%	22.26%	22.16%	22.06%
收入比例%	3.45%	8.60%	10.11%	10.68%	11.09%
其他主营业务					
收入	339,923.26	274,957.61	316,201.25	347,821.38	382,603.51
成本	201,579.72	151,961.73	181,134.10	193,040.86	217,624.88
增速%	39.96%	-19.11%	15%	10%	10%
毛利率%	40.70%	44.73%	42.72%	44.50%	43.12%
收入比例%	20.64%	19.31%	18.66%	18.06%	17.94%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

根据上述关键假设，我们预计公司 21-23 年营收分别为 169.45/192.59/213.24 亿元，同比分别增长 19.02%/ 13.66%/ 10.72%；21-23 年归母净利润分别为 30.27/33.28/36.43 亿元，同比分别增长 74.94%/9.91%/9.47%，对应 EPS 0.78/0.85/0.93 元。

5.2、相对估值

从公司 A 股历史 PE 看，公司 PE 处于 6.9X-26.2X 之间，公司于 2021 年 7 月 23 日处于 20.6X 左右 PE-TTM；从公司 H 股历史 PE 看，公司 PE 处于 3.4X-9.7X 之间，公司于 2021 年 7 月 23 日处于 7.8X 左右 PE-TTM。

A 股上市公司中，我们选取居然之家、富森美和小商品城三家与公司主营业务相近程度较高的公司为可比公司，其中富森美和居然之家公司同为家具家居卖场，小商品城入驻商家虽不属家居家具行业，但两家公司的商业模式与公司相近，上述可比公司与公司均属专业卖场子行业。

H 股上市公司中，我们选取中国恒大、龙湖集团、华润置地三家公司，虽然这三家公司在港股市场中属于房地产行业而不属家居家具行业，但是美凯龙具备一定的地产属性，与这三家公司主营业务属性相似。

表 11: A 股可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (X)			市值 (亿元)
	7 月 23 日	20 年	21 年	22 年	20 年	21 年	22 年	
居然之家	5.38	0.21	0.37	0.42	40.2	14.36	12.66	351.26
富森美	12.51	1.03	1.11	1.27	13.74	11.26	9.87	93.63
小商品城	4.69	0.17	0.19	0.22	32.37	24.95	21.12	257.48
平均值					29	17	15	
美凯龙	10.89	0.44	0.78	0.85	25	14	13	425.25

资料来源：可比公司预测数据均来自 wind 一致预期，美凯龙预测数据来自光大证券研究所；货币单位为人民币元

表 12: H 股可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (港元)	EPS (人民币元)			PE (X)			市值 (亿港元)
	7 月 23 日	20 年	21 年	22 年	20 年	21 年	22 年	
中国恒大	7.26	0.61	1.38	1.71	20.56	4.7	3.8	961.79
龙湖集团	43.25	3.34	4.15	4.85	8.83	7.57	7.27	2,623.43
华润置地	31.45	4.18	4.46	4.97	6.44	5.86	5.26	2,242.68
平均值					12	6	5	
红星美凯龙	4.95	0.44	0.78	0.85	9	5	5	193.30

资料来源：可比公司预测均来自 wind 一致预期，红星美凯龙预测来自光大证券研究所；汇率：按 1HKD=0.8320CNY 换算

我们采取行业内 PE 平均值作为参考，给予公司 A 股 2021 年 17X PE，其对应 2021 年 EPS=0.78 元，对应 A 股目标价为 13.26 元。给予公司 H 股 2021 年 6X PE，对应公司 2021 年 EPS=0.94 港元（汇率按 1HKD=0.8320CNY 换算），对应 H 股目标价为 5.63 港元。

5.3、绝对估值

关于公司绝对估值基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：基于美凯龙的部分地产属性所带来的不确定性，我们出于谨慎性原则假设长期增长率为 0.5%；
- 2、β 值选取：公司 A 股采用中信三级行业分类-专业市场经营的行业 β 作为公司 A 股无杠杆 β 的近似，而公司 H 股采用中信港股通行业分类-商贸零售的行业 β 作为公司 H 股无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

表 13: 公司 A 股绝对估值核心假设表 (单位: 人民币元)

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	0.50%
无风险利率 Rf	3.17%
β (β levered)	0.95
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.29%
税率	25.00%
Kd	6.67%
Ve	53,835.80
Vd	42,135.11
目标资本结构	43.90%
WACC	7.02%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 14: 公司 A 股现金流折现及估值表 (单位: 人民币元)

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	14,886.01	16.77%
第二阶段	28,813.92	32.47%
第三阶段 (终值)	45,045.59	50.76%
企业价值 AEV	88,745.52	100.00%
加: 非经营性净资产价值	9,984.53	11.25%
减: 少数股东权益 (市值)	7,169.49	-8.08%
减: 债务价值	42,135.11	-47.48%
总股本价值	49,425.45	55.69%
股本 (百万股)	3,905.00	
每股价值 (元)	12.66	
PE (隐含)	16.33	
PE (动态)	14.05	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 公司 A 股敏感性分析表 (单位: 人民币元)

长期增长率 \ WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
6.02%	14.70	15.83	17.18	18.79	20.75
6.52%	12.73	13.65	14.73	16.00	17.52
7.02%	11.02	11.78	12.66	13.68	14.88
7.52%	9.54	10.17	10.89	11.71	12.68
8.02%	8.23	8.75	9.35	10.03	10.82

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 公司 A 股各类绝对估值法结果汇总表 (单位: 人民币元)

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	13	8	—	21	贴现率 \pm 1%, 长期增长率 \pm 1%
EVA	14	10	—	22	贴现率 \pm 1%, 长期增长率 \pm 1%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 公司 H 股绝对估值核心假设表 (单位: 港元)

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	0.50%
无风险利率 Rf	3.11%
β (β levered)	1.27
Rm-Rf	4.89%
Ke(levered)	9.32%
税率	25.00%
Kd	6.67%
Ve	64,743.37
Vd	50,643.16
目标资本结构	43.89%
WACC	8.15%

资料来源: 光大证券研究所预测; 汇率: 按 1HKD=0.8320CNY 换算

表 18: 公司 H 股现金流折现及估值表 (单位: 港元)

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	17,320.93	19.38%
第二阶段	31,609.67	35.37%
第三阶段 (终值)	40,432.75	45.25%
企业价值 AEV	89,363.35	100.00%
加: 非经营性净资产价值	12,000.63	13.43%
减: 少数股东权益 (市值)	8,617.18	-9.64%
减: 债务价值	50,643.16	-56.67%
总股本价值	42,103.65	47.12%
股本 (百万股)	3,905.00	
每股价值 (元)	10.78	
PE (隐含)	11.57	
PE (动态)	14.05	

资料来源: 光大证券研究所预测; 汇率: 按 1HKD=0.8320CNY 换算

表 19: 公司 H 股敏感性分析表 (单位: 港元)

长期增长率 \ WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
7.15%	12.74	13.61	14.60	15.76	17.12
7.65%	11.02	11.74	12.56	13.50	14.60
8.15%	9.49	10.10	10.78	11.56	12.46
8.65%	8.14	8.65	9.23	9.88	10.61
9.15%	6.94	7.37	7.86	8.40	9.01

资料来源: 光大证券研究所预测; 汇率: 按 1HKD=0.8320CNY 换算

表 20: 公司 H 股各类绝对估值法结果汇总表 (单位: 港元)

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	11	7	-	17	贴现率 \pm 1%, 长期增长率 \pm 1%
EVA	12	8	-	18	贴现率 \pm 1%, 长期增长率 \pm 1%

资料来源: 光大证券研究所预测; 汇率: 按 1HKD=0.8320CNY 换算

根据 FCFF、EVA 两种估值方法结果，公司 A 股合理估值区间在 8-22 元之间；公司 H 股合理估值区间在 7-18 港元之间。

5.4、 估值结论与投资评级

鉴于美凯龙自有物业占比高，具备一定程度的地产属性，现金流表现略有虚高，因此使用绝对估值法缺乏一定的合理性，我们认为采取相对估值法对于公司估值更为合理。给予公司 A 股目标价 13.26 元，对应 2021 年 A 股 17 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级；给予公司 H 股目标价 5.63 港元，对应 2021 年 H 股 6 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 21：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	16,469	14,236	16,945	19,259	21,324
营业收入增长率	15.66%	-13.56%	19.02%	13.66%	10.72%
净利润 (百万元)	4,480	1,731	3,027	3,328	3,643
净利润增长率	0.05%	-61.37%	74.94%	9.91%	9.47%
EPS (元)	1.26	0.44	0.78	0.85	0.93
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.80%	3.64%	5.98%	6.27%	6.52%
P/E	9	25	14	13	12
P/E (H 股)	3	9	5	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-23；汇率：按 1HKD=0.8320CNY 换算

6、 风险分析

卖场拓展及提租幅度不达预期。自营及委管新开项目是公司收入端重要增量，持续稳定的提租率也对收入端有重大影响，若新开卖场项目数量及提租幅度有超预期放缓，将影响公司收入增长。

数字化改造效果不达预期。卖场的数字化改造相关成本较高，但其成效存在不确定性，存在卖场数字化改造效果不佳，未能有效提升客流及消费体验的风险。

公允价值变动损益波动大于预期。公司公允价值变动损益对净利润影响较大，若因出租率下滑等因素带来公允价值变动损益波动大于预期，将影响净利润增速。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,469	14,236	16,945	19,259	21,324
营业成本	5,736	5,480	6,527	7,765	8,728
折旧和摊销	108	188	518	659	809
税金及附加	429	377	449	501	554
销售费用	2,291	1,694	1,915	1,926	2,175
管理费用	1,752	1,681	1,879	1,907	2,111
研发费用	38	36	43	44	49
财务费用	2,260	2,464	3,103	3,936	4,259
投资收益	786	222	300	300	300
营业利润	6,197	2,946	4,303	4,703	5,124
利润总额	6,203	2,814	4,303	4,703	5,124
所得税	1,517	750	1,076	1,176	1,281
净利润	4,686	2,064	3,227	3,528	3,843
少数股东损益	207	333	200	200	200
归属母公司净利润	4,480	1,731	3,027	3,328	3,643
EPS(元)	1.26	0.44	0.78	0.85	0.93

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,094	4,160	5,040	6,670	7,273
净利润	4,480	1,731	3,027	3,328	3,643
折旧摊销	108	188	518	659	809
净营运资金增加	2,029	-1,254	2,656	843	1,207
其他	-2,523	3,495	-1,162	1,840	1,614
投资活动产生现金流	-4,083	-4,852	-12,878	-12,064	-4,674
净资本支出	-4,309	-2,885	-2,519	-2,050	-1,550
长期投资变化	3,654	3,704	0	0	0
其他资产变化	-3,428	-5,671	-10,359	-10,014	-3,124
融资活动现金流	-850	-182	9,799	6,551	-1,566
股本变化	0	355	0	0	0
债务净变化	5,145	6,286	10,194	8,979	1,509
无息负债变化	2,600	854	965	3,334	2,781
净现金流	-838	-875	1,961	1,157	1,033

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.2%	61.5%	61.5%	59.7%	59.1%
EBITDA 率	40.0%	41.2%	40.2%	42.0%	41.5%
EBIT 率	38.4%	38.5%	37.2%	38.5%	37.7%
税前净利润率	37.7%	19.8%	25.4%	24.4%	24.0%
归母净利润率	27.2%	12.2%	17.9%	17.3%	17.1%
ROA	3.8%	1.6%	2.2%	2.2%	2.3%
ROE (摊薄)	9.8%	3.6%	6.0%	6.3%	6.5%
经营性 ROIC	-54.7%	-42.9%	-113.9%	-144.2%	-150.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	60%	61%	63%	65%	64%
流动比率	0.50	0.48	0.45	0.46	0.58
速动比率	0.49	0.47	0.44	0.45	0.56
归母权益/有息债务	1.28	1.13	0.97	0.87	0.89
有形资产/有息债务	3.36	3.07	2.76	2.59	2.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	122,294	131,548	145,935	160,968	168,219
货币资金	7,229	6,511	8,472	9,630	10,662
交易性金融资产	233	248	240	1,340	2,540
应收帐款	1,806	1,935	2,033	2,311	2,559
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	710	1,525	1,727	1,960	2,168
存货	331	328	392	466	524
其他流动资产	1,678	2,640	2,695	2,741	2,782
流动资产合计	13,954	15,137	15,951	18,914	21,760
其他权益工具	3,999	4,207	4,249	4,291	4,334
长期股权投资	3,654	3,704	3,704	3,704	3,704
固定资产	897	2,738	3,202	3,662	3,964
在建工程	2,329	81	1,373	2,080	2,347
无形资产	449	344	369	393	415
商誉	98	98	98	98	98
其他非流动资产	8,938	9,135	11,843	11,843	11,843
非流动资产合计	108,340	116,411	129,983	142,054	146,459
总负债	73,310	80,450	91,609	103,922	108,212
短期借款	3,388	3,448	16,540	15,951	12,873
应付账款	1,476	2,085	1,436	1,708	1,920
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,159	961	1,186	1,348	1,493
其他流动负债	348	737	791	837	879
流动负债合计	27,768	31,639	35,769	40,768	37,715
长期借款	15,920	22,212	27,212	32,212	37,212
应付债券	6,592	4,433	4,433	4,433	4,433
其他非流动负债	10,406	8,936	11,644	13,958	16,024
非流动负债合计	45,542	48,811	55,840	63,155	70,497
股东权益	48,985	51,098	54,325	57,046	60,007
股本	3,550	3,905	3,905	3,905	3,905
公积金	6,195	5,725	5,725	5,725	5,725
未分配利润	34,487	36,213	39,241	41,761	44,522
归属母公司权益	45,715	47,563	50,591	53,111	55,872
少数股东权益	3,270	3,535	3,735	3,935	4,135

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.91%	11.90%	11.30%	10.00%	10.20%
管理费用率	10.64%	11.81%	11.09%	9.90%	9.90%
财务费用率	13.72%	17.31%	18.31%	20.44%	19.97%
研发费用率	0.23%	0.25%	0.25%	0.23%	0.23%
所得税率	24%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.00	0.21	0.23	0.25
每股经营现金流	1.15	1.07	1.29	1.71	1.86
每股净资产	12.88	12.18	12.96	13.60	14.31
每股销售收入	4.64	3.65	4.34	4.93	5.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	25	14	13	12
PB	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	-1.1	-0.9	-0.6	-0.8	-1.0
股息率	2.3%	0.0%	1.9%	2.1%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE