

# 轻资产重运营降杠杆，家居连锁卖场龙头

## 未来可期

### ——美凯龙首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### ● 定位家居连锁卖场龙头，业绩稳健增长

美凯龙定位于国内规模最大的全渠道泛家居业务平台服务商，截至2021H1，公司经营93家自营商场，276家委管商场，并通过战略合作经营12家家居商场，以特许经营方式授权开业67家特许经营家居建材项目，公司在经营面积、地域覆盖面积及市场份额方面均位居行业第一。

#### ● 家居行业稳步增长，集中度尚待提升

**市场规模方面**，中国家居装饰及家具市场广阔，多重因素助推行业景气度提升，根据弗若斯特沙利文，2020-2024年行业零售额CAGR为6%，2024年零售额增长至4.83万亿；**行业格局方面**，线下渠道为主流消费场景，连锁家居卖场占据主导地位，家居渠道商呈双巨头格局，龙头市占率偏低。

#### ● 转型轻资产运营，发力家装产业链，拥抱新零售变革

①**传统卖场转型轻资产**：自营业务提供内生增长动力，委管业务拓展外延收入边界，近年来转型“轻资产，重运营”模式，改造存量商场强调重运营，包括三大店态并行，九大主题馆落地及主流优质品牌拓展；拓展增量商场强调轻资产，中期理论商场数量可达749家；②**加速实现家装家居一体化**：公司于2019年成立装修产业集团并将装修业务提升为第一业务，依托三大品牌矩阵加速入局，并自研智能家装设计云软件，家装板块业绩表现亮眼；③**积极探索新零售**：公司先后与腾讯、阿里合作，打造家居智慧营销平台IMP，并引入阿里在新零售领域的技术支持与经营理念；④**有效推进降杠杆政策**：公司在家居产业链内股权投资进入获益期，并剥离和出售非核心资产，此外，通过定增募集资金用于偿还债务，公司财务杠杆将持续得以优化。

#### ● 投资建议与盈利预测

我们预计公司在2021-2023年实现营业收入159.04、174.89、193.17亿元，实现归母净利润20.83、27.53、34.50亿元，对应EPS为0.48、0.63、0.79元/股，当前股价对应PE为17、13、10倍。基于相对估值法，考虑公司具有家居卖场龙头的领先优势，2022年给予公司16倍PE，对应目标价为10.11元，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

数字化及新零售转型不及预期、委管商场拓店不及预期、房地产市场波动、投资性房地产公允价值波动过大风险、流动负债偿债的流动性风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16469.24	14236.46	15904.06	17489.35	19317.18
收入同比(%)	15.66	-13.56	11.71	9.97	10.45
归母净利润(百万元)	4479.68	1730.58	2082.85	2752.64	3450.19
归母净利润同比(%)	0.05	-61.37	20.36	32.16	25.34
ROE(%)	9.80	3.64	3.92	4.92	5.81
每股收益(元)	1.03	0.40	0.48	0.63	0.79
市盈率(P/E)	7.76	20.08	16.68	12.62	10.07

资料来源：Wind, 国元证券研究所（基于2022年3月24日收盘价）

## 买入|首次

当前价/目标价：7.98元/10.11元

目标期限：2022年

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：14.09/7.21

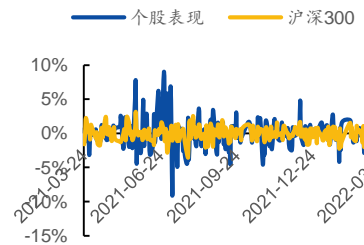
A股流通股(百万股)：3163.71

A股总股本(百万股)：3613.45

A股流通市值(百万元)：25246.44

A股总市值(百万元)：28835.31

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 余倩莹

电话 021-51097188

邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

## 目 录

1.定位家居连锁卖场龙头，业绩稳健增长 .....	6
1.1 深耕家居行业三十余载，彰显龙头实力 .....	6
1.2 管理团队经验丰富，激励计划充分 .....	7
1.3 整体营收稳步增长，疫后盈利能力迅速修复 .....	9
2.家居行业稳步增长，集中度尚待提升 .....	10
2.1 家居市场万亿规模，多重因素助推行业景气度向上 .....	10
2.2 连锁家居卖场占主导地位，行业竞争格局分散 .....	15
2.2.1 线下为主流零售渠道，家居卖场地位不可撼动 .....	15
2.2.2 家居渠道商呈双巨头格局，龙头市占率偏低 .....	17
2.3 家居产业迎来变革期，家居卖场加速转型 .....	18
3.转型轻资产运营，发力家装产业链，拥抱新零售变革 .....	20
3.1 传统卖场转型轻资产，夯实增长基本盘 .....	21
3.1.1 自营业务提供内生增长动力 .....	21
3.1.2 委管业务拓展外延收入边界 .....	24
3.1.3 传统卖场转型至“轻资产，重运营”模式 .....	28
3.2 加速实现家装家居一体化，驱动第二增长曲线落地 .....	32
3.2.1 抢占前端家装流量入口，家装业务未来可期 .....	32
3.2.2 自研智能家装设计云软件，构建全景式家居选购服务平台 .....	34
3.3 积极探索新零售，融合线上渠道加深主业护城河 .....	35
3.3.1 与腾讯战略合作，打造家居智慧营销平台 IMP .....	35
3.3.2 与阿里强强联合，推动线上线下一体化 .....	37
3.4 剥离非主业轻装上阵，有效推进降杠杆政策 .....	40
3.4.1 股权投资收获丰硕，产投协同输入现金流 .....	40
3.4.2 剥离非核心资产叠加定增落地，步入降杠杆通道 .....	42
4.盈利预测 .....	43
4.1 关键假设及盈利预测 .....	43
4.2 估值 .....	45
5.风险提示 .....	45

## 图表目录

图 1: 2014-2021H1 公司商场门店数量 (单位: 家)	6
图 2: 公司在家居装饰及家具商场行业及连锁家居装饰及家具商场行业市占率变化情况	6
图 3: 公司发展历程	7
图 4: 公司股权架构 (截止 2021 年 10 月 21 日)	8
图 5: 2014-2021Q3 公司营业总收入及增速 (单位: 亿元)	9
图 6: 2014-2021Q3 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	9
图 7: 2014-2021Q3 公司销售毛利率及销售净利率情况	10
图 8: 2014-2021Q3 公司期间费用率情况	10
图 9: 家居装饰及家具行业涵盖产品类别划分	10
图 10: 2011-2024 年中国家居装饰及家具行业零售额及增速 (单位: 十亿元)	11
图 11: 2001-2021 年家具类零售额增速及社会消费品零售总额同比增速对比	11
图 12: 2021 年限额以上各类商品零售额同比增速	11
图 13: 2016-2021 年中国居民城镇化率情况 (单位: 亿人)	12
图 14: 2015-2021 年中国居民人均可支配收入 (单位: 元)	12
图 15: 2013-2021 年中国居民人均消费支出构成及占比	12
图 16: 2020 年家居家装主力消费者年龄占比情况	13
图 17: 2020 年家居家装动机/需求调研情况	13
图 18: 2021 年 9 月消费者选择家居建材的决策影响因素	13
图 19: 2021 年 9 月消费者选择家具的决策影响因素	13
图 20: 家居家装需求因素拆分	14
图 21: 1992-2021 年中国商品房销售面积 (单位: 万平方米)	14
图 22: 2013-2020 年中国商品房销售及二手房比例 (单位: 万亿元)	14
图 23: 2016-2020 年中国家装市场住宅供给规模结构 (单位: 万套)	14
图 24: 1999-2021 年住宅新开工面积和住宅竣工面积 (单位: 万平方米)	15
图 25: 2015-2021 年住宅新开工面积增速及竣工面积增速	15
图 26: 2001-2021 家具类、建筑及装潢材料及商品房销售面积变化情况	15
图 27: 家居装饰及家具行业产业链	16
图 28: 家居家装产品特性	16
图 29: 家居家装消费特性	16
图 30: 2019 年家居行业零售渠道占比情况	17
图 31: 2014-2023 年连锁家居卖场行业市场规模及增速 (单位: 亿元)	17
图 32: 2017 年美国家居装饰及家具商场行业 CR5	18
图 33: 2011-2021 年中国家居装饰及家具商场连锁率情况	18
图 34: 2013-2020 年中美两国家具行业线上渗透率对比	19
图 35: 2020 年中国各大品类在主要电商平台 GMV 增长情况	19
图 36: 整装与传统装修业务范围对比	19
图 37: 2018-2023 年中国整装行业市场规模及增速 (单位: 亿元)	19
图 38: 产业链上下游企业入局家装行业	20

图 39: 2014-2021H1 公司自营商场营收及占比 (单位: 亿元) .....	22
图 40: 2014-2021H1 公司自营商场数量 (单位: 家) .....	22
图 41: 2014-2021H1 公司投资性房地产账面价值及占资产比 (单位: 亿元) .....	22
图 42: 2014-2020 年公司投资性房地产公允价值变动损益及占利润比例 (单位: 亿元) .....	22
图 43: 自营商场收入增长驱动力拆分 .....	23
图 44: 2014-2020 年公司已开业自营商场及成熟商场平均实际单位经营收入 (单位: 元/平米/月) .....	23
图 45: 2014-2020 年公司成熟自营商场平均出租率 .....	23
图 46: 2014-2020 年公司成熟自营商场同店营收增速 .....	24
图 47: 2014-2020 年公司自营商场经营面积情况 (单位: 平方米) .....	24
图 48: 委管模式业务流程及收入性质划分 .....	25
图 49: 2014-2021H1 公司委管商场营收及占比 (单位: 亿元) .....	26
图 50: 2014-2021H1 公司委管商场各项业务毛利率 .....	26
图 51: 2014-2021H1 公司委管商场门店数及新开委管商场数 (单位: 家) .....	27
图 52: 2017-2021H1 公司委管商场区域分布情况 (单位: 家) .....	27
图 53: 2014-2021H1 公司委管商场总经营面积及平均单个经营面积 (单位: 平方米) .....	27
图 54: 2014-2021H1 公司成熟委管商场平均出租率 .....	28
图 55: 2014-2021H1 公司筹备委管商场中已取得土地使用权证/已获得地块的签约项目数量 (单位: 个) .....	28
图 56: 红星美凯龙 1 号店“七之最” .....	30
图 57: 红星美凯龙渝北至尊 MALL 外观 .....	30
图 58: 北京红星美凯龙北四环商场精品卫浴馆 .....	31
图 59: 天津红星美凯龙至尊 Mall 智能电器生活馆 .....	31
图 60: 公司家居装修产业链布局 .....	33
图 61: 公司家装业务核心竞争优势为“定智美好” .....	33
图 62: 2014-2021H1 公司商品销售及家装收入及增速 (单位: 亿元) .....	34
图 63: 2017-2021H1 公司家装门店数量及增速 (单位: 家) .....	34
图 64: 智能家装 3D 设计云软件使用四个步骤 .....	35
图 65: 公司团新家全域营销模式 .....	37
图 66: 公司与腾讯合作打造家居智慧营销平台 IMP .....	37
图 67: 2018 年双 11 全国市场成交额突破 160 亿, 同比去年双 11 增长 550% .....	37
图 68: 公司与阿里在七大领域具体合作内容 .....	38
图 69: 天猫同城站使用 LBS 技术进行本地化服务承接及商品展示 .....	39
图 70: 天猫同城站各项业绩表现处于行业领先地位 .....	39
图 71: 通过人、货、场及技术实现家居行业新零售途径及达成效果 .....	40
图 72: 公司近年来在各个领域投资金额及投资数量 (单位: 亿元) .....	41
图 73: 2018-2021H1 公司获得部分股权分红 (单位: 万元) .....	42
图 74: 2014-2021Q3 年公司资产负债率 .....	43

图 75: 2014-2021Q3 年公司财务费率 (单位: 亿元) .....	43
--	----

表 1: 公司推出员工持股计划和增持方案 .....	8
表 2: 2020 年公司股权激励计划行权期及业绩考核目标.....	8
表 3: 家居行业零售渠道业态及特点对比 .....	17
表 4: 中国连锁家居卖场主要公司列示.....	18
表 5: 产业链上下游企业入局家装行业布局及报价模式 .....	20
表 6: 自营模式下三种运营管理模式 .....	21
表 7: 委管模式下四种收入项目拆分 .....	24
表 8: 自营模式与委管模式对比.....	28
表 9: 以各线城市口径预测公司中长期商场数量 (单位: 家) .....	31
表 10: 公司近年来投资涉及家装产业链部分公司列示.....	41
表 11: 公司出售旗下公司股权 (单位: 亿元) .....	42
表 12: 公司分业务收入及毛利预测 (单位: 百万元) .....	44
表 13: 公司盈利预测 (单位: 百万元) .....	44
表 14: 可比公司估值情况.....	45

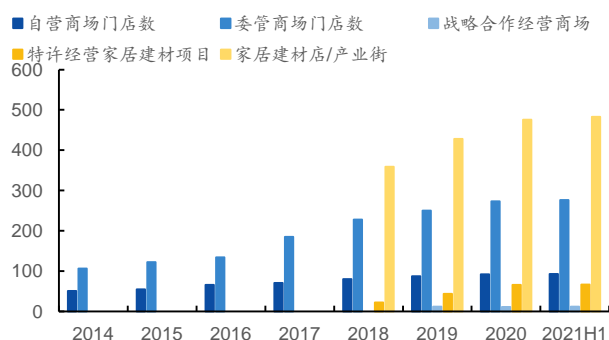


## 1. 定位家居连锁卖场龙头，业绩稳健增长

### 1.1 深耕家居行业三十余载，彰显龙头实力

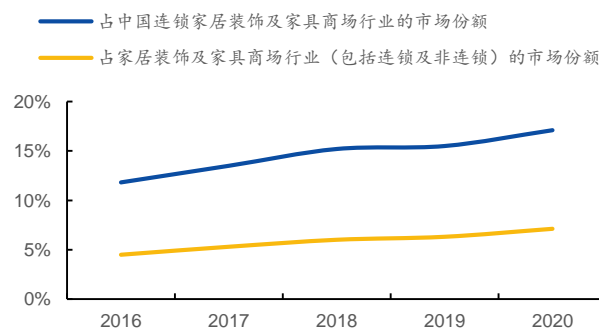
美凯龙定位于国内规模最大的全渠道泛家居业务平台服务商。公司通过经营及管理自营商场、委管商场、特许经营商场和战略合作商场，为品牌商、消费者及合作方提供全方位服务，此外，公司还提供包括家装、设计、互联网零售等泛家居消费服务。截至 2021H1，公司经营 93 家自营商场，276 家委管商场，并通过战略合作经营 12 家家居商场，以特许经营方式授权开业 67 家特许经营家居建材项目，包括 483 家家居建材店/产业街，商场品牌库拥有国内外品牌数量超 33200 个，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 224 个城市，商场总经营面积达到 2212 万平方米，公司在经营面积、地域覆盖面积及市场份额方面均位居行业第一，以零售额口径计，2020 年，公司在连锁家居装饰及家具商场行业市占率为 17.1%，在家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市占率为 7.1%。

图 1：2014-2021H1 公司商场门店数量（单位：家）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 2：公司在家居装饰及家具商场行业及连锁家居装饰及家具商场行业市占率变化情况



资料来源：公司年报，国元证券研究所

我们通过复盘公司发展历程，将其分为创业积累期（1986-1996 年）、渠道扩张期（1997-2012 年）、业务拓展期（2013-2018 年）及战略转型期（2019 年至今）：

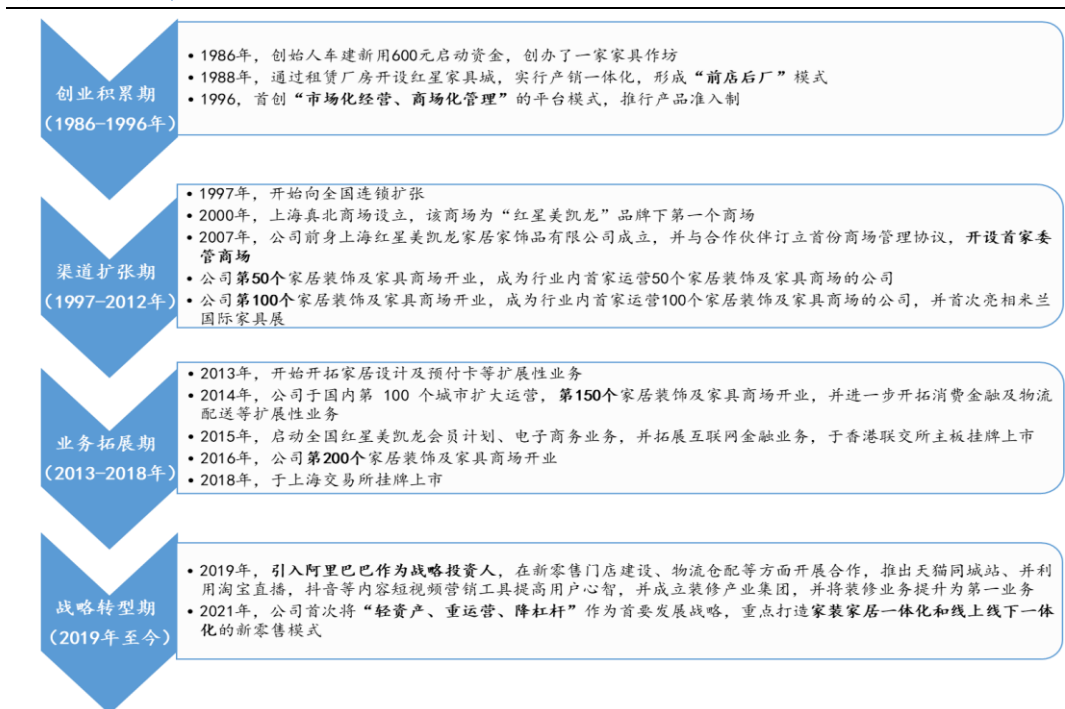
**（1）创业积累期（1986-1996 年）：**1986 年，创始人车建新成立家具作坊青龙木器厂。1988 年，车建新通过租赁厂房开设红星家具城，实行产销一体化，形成“前店后厂”模式。1996 年，车建新开始自建商场，在扬州率先实施“品牌捆绑式”经营，依托红星美凯龙等成熟品牌的品牌号召力吸引客流，反哺入驻的其他品牌，并首创“市场化经营，商场化管理”的平台模式，推行产品准入制，以此严控入驻品牌质量。

**（2）渠道扩张期（1997-2012 年）：**1997 年，公司迈出连锁扩张的步伐，吹响进军全国的号角。2000 年，公司首次使用“红星美凯龙”品牌，并开设首个品牌商场。自 2002 年开始，公司相继在北部地区、西部地区、南部地区开设商场。2007 年，上海红星美凯龙家居饰品有限公司成立，即公司前身，同年开设首家委管商场。2012 年，第 100 个家具商场开业，美凯龙成为中国家居零售行业首家拥有 100 个家居装饰及家具商场的企业。

**(3) 业务拓展期(2013-2018年):** 2013年以来,公司相继拓展家居设计及预付卡、消费金融及物流配送等多元化业务,2016年,公司涉足互联网家装业务,2018年推出IMP智慧营销平台,逐步构筑泛家居生态圈。此外,公司于2015年和2018年先后登录H股和A股市场,成为中国家居零售行业第一家同时于A股和H股上市的公司。

**(4) 战略转型期(2019年至今):** 2019年,公司引入阿里巴巴作为战略投资人,在新零售门店建设、物流仓配等方面开展合作,天猫同城站随后落地,同年成立装修产业集团,并将装修业务提升为第一业务。2021年,公司首次将“轻资产、重运营、降杠杆”作为首要发展战略,重点打造家装家居一体化和线上线下一体化的新零售模式。

图 3: 公司发展历程

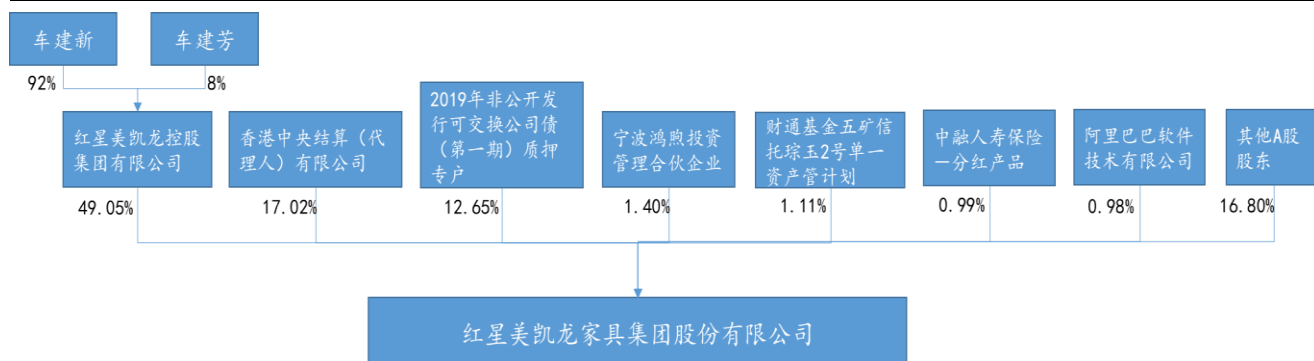


资料来源:公司公告,国元证券研究所

## 1.2 管理团队经验丰富,激励计划充分

**公司股权结构清晰,管理团队能力卓越。**公司董事长车建新通过持有第一大股东红星美凯龙控股集团(持有公司49.05%的股权)92%的股权实现对公司实际控制。此外,公司的高管团队在家居装饰及家具零售行业均拥有超过20年的家居装饰及家具零售行业的从业经验,平均任期均超过10年,能够准确根据行业趋势及市场需求为公司制定清晰可行的发展战略,稳定的团队架构、较强的执行力及丰富的行业资源将持续推动公司稳健增长。

图 4：公司股权架构（截止 2021 年 10 月 21 日）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

公司推行多种股权激励计划及增持方案，构建利益深度共享机制。公司相继于 2019 年 1 月 4 日、2019 年 5 月 17 日及 2021 年 3 月 23 日推出第一期、第二期、第三期员工持股计划，总人数上限分别为 1500 人、2000 人、800 人，精准绑定公司核心员工，强化利益深度共享机制。此外，公司部分董事、监事及高级管理人员自愿增持 A 股公司股份，向市场彰显公司高管团队未来业绩快速发展的信心，从而提振投资者信心。

表 1：公司推出员工持股计划和增持方案

时间	股权激励计划/增持计划
2019 年 1 月 4 日	发布第一期员工持股计划
2019 年 4 月 1 日	发布稳定股价实施方案暨增持计划公告
2019 年 5 月 17 日	发布第二期员工持股计划
2019 年 9 月 30 日	发布部分董事、监事、高级管理人员自愿增持公司股份计划的公告
2020 年 2 月 24 日	发布 2020 年股票期权激励计划(草案)
2021 年 3 月 23 日	发布第三期员工持股计划
2021 年 8 月 12 日	发布 2020 年股票期权激励计划（修订稿）

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 2：2020 年公司股权激励计划行权期及业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
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	以公司 2020 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 27.3%（即以 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 10%）
第三个行权期	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%



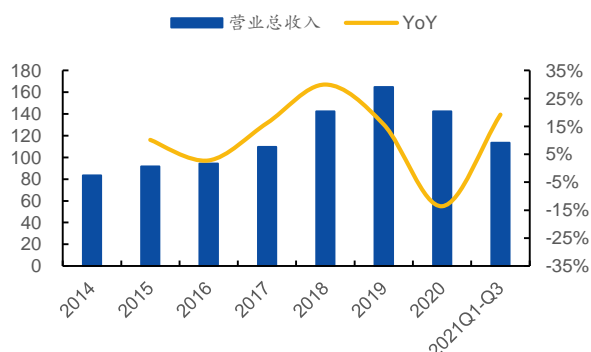
以公司 2020 年经审计的合并营业收入为基数，2021 年经审计的合并营业收入增长率不低于 27.3%（即以 2019 年经审计的合并营业收入为基数，2021 年经审计的合并营业收入增长率不低于 10%）

资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.3 整体营收稳步增长，疫后盈利能力迅速修复

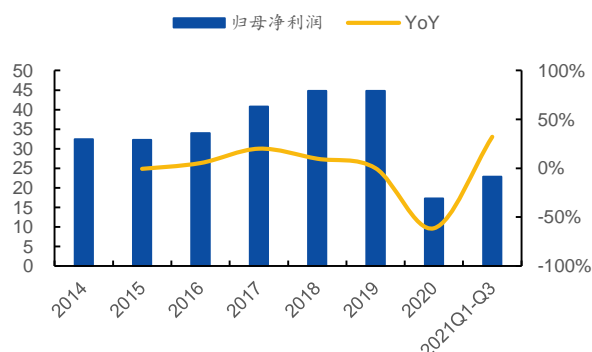
公司营业收入稳步增长，疫情后归母净利润迅速修复。从收入端看，公司营收由 2014 年的 83.32 亿增长至 2019 年的 164.69 亿，CAGR 达到 15%。2020 年受疫情影响营收为 142.36 亿，同比下滑 14%，主要原因系公司主动免除符合条件的自营商场租户单月租金及管理费，并给予部分受疫情影响严重的委管商场相应支持，给予受疫情影响严重的自营商场商户进一步租金优惠。2021 年，受益于疫情逐步得到控制叠加公司推行新零售效果渐显，营收端迅速修复，2021 年前三季度实现营收 113.54 亿，同比增长 19%。从利润端看，公司归母净利润由 2014 年的 32.43 亿增长至 2019 年的 44.80 亿，CAGR 达到 7%。2020 年公司费用端压力增大，归母净利润同比下滑 61%至 17.31 亿。伴随疫情逐步消退，归母净利润迅速修复，2021 年前三季度实现归母净利润 22.87 亿，同比增长 32.20%。

图 5：2014-2021Q3 公司营业总收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

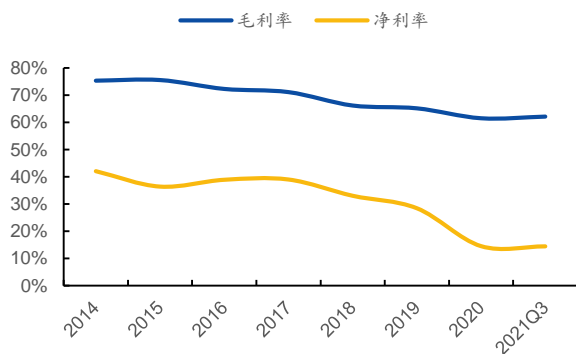
图 6：2014-2021Q3 公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

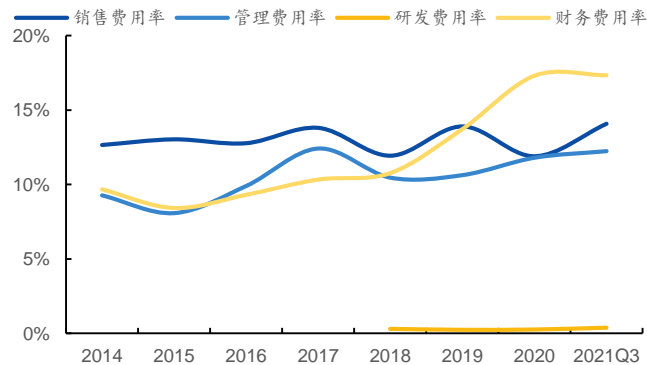
公司盈利能力稳中略降，期间费用率总体管控较好。2014-2020Q3，公司综合毛利率维持在 60%以上，盈利能力整体略有下降，2021Q3 综合毛利率为 62.12%，同比下降 1.96 pct，主要原因系委管业务下沉渠道扩张致使收费标准较低叠加商品零售及家装板块的前期投入较大。期间费用率方面，2021Q3 年公司期间费用率为 44.07%，同比增长 3.36pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 14.09%/12.25%/17.34%/0.39%，同比分别变化+3.12/+0.24/-0.06/+0.06 pct。

图 7：2014-2021Q3 公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 8：2014-2021Q3 公司期间费用率情况



资料来源：公司年报，国元证券研究所

## 2. 家居行业稳步增长，集中度尚待提升

### 2.1 家居市场万亿规模，多重因素助推行业景气度向上

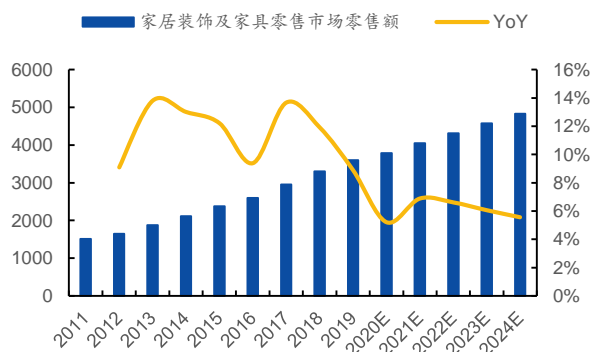
中国家居装饰及家具行业市场广阔，进入稳步增长期。家居装饰及家具行业涵盖产品类别较为广泛，可分为家具、家饰家纺和轻型建筑材料三大类别。根据弗若斯特沙利文测算，中国家居装饰及家具行业零售额由 2011 年的 1.51 万亿增长至 2019 年的 3.60 万亿，CAGR 为 11%，预计 2024 年零售额为 4.83 万亿，2020-2024 年 CAGR 放缓至 6%，主要系房地产周期及高基数影响所致。根据 Wind，2002-2018 年，家具类零售额增速均快于社零增速，经 2019 年及 2020 年两年短暂落后，2021 年家具类零售额增速达到 14.5%，再度超过社零增速。分品类看，根据国家统计局，以 2021 年限额以上商品零售额同比增速口径比较，建筑及装潢材料类零售额增速为 20%，位居第三，家具类零售额增速为 15%，位列第七。

图 9：家居装饰及家具行业涵盖产品类别划分



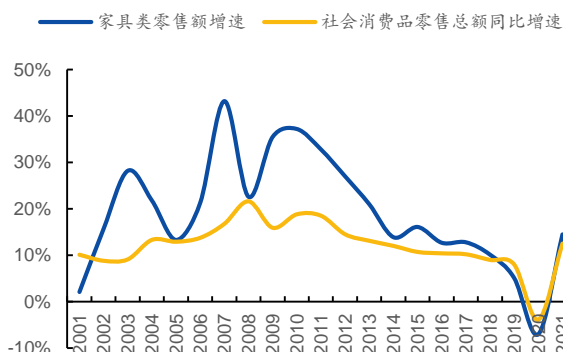
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 10: 2011-2024 年中国家居装饰及家具行业零售额及增速 (单位: 十亿元)



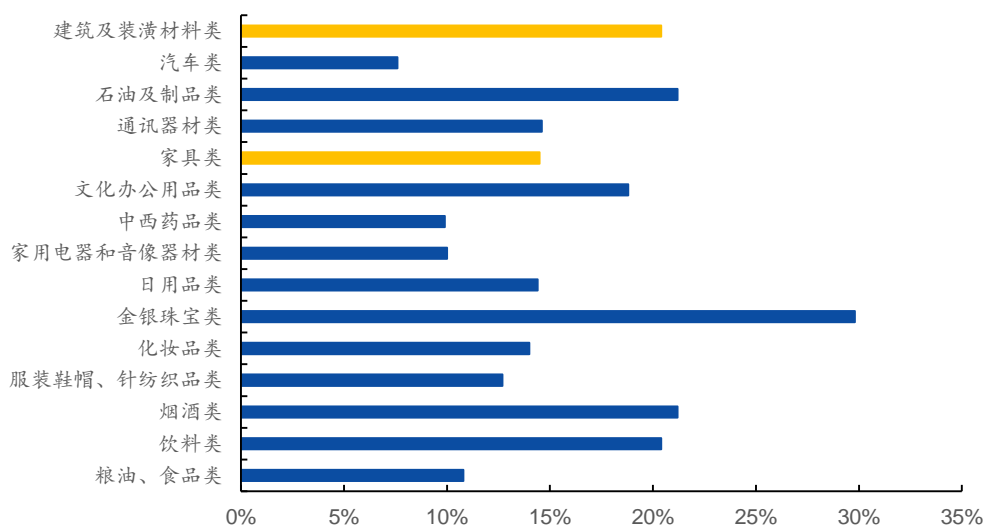
资料来源: 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

图 11: 2001-2021 年家具类零售额增速及社会消费品零售总额同比增速对比



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 2021 年限额以上各类商品零售额同比增速



资料来源: 国家统计局, 国元证券研究所

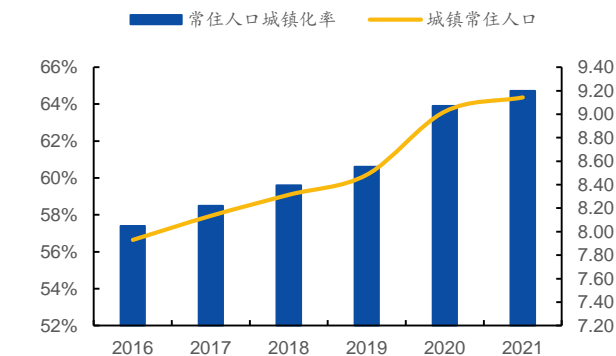
我们将从宏观经济、消费群体及地产行业三大层面剖析驱动家居装饰及家具市场发展因素:

### (1) 宏观经济

城镇化进程加快叠加消费结构升级, 推动居民在家装领域支出提升。一方面, 随着中国城镇化进程快速发展, 城镇人口持续增长驱动新增住房需求提升, 为家居装饰及家具行业提供了广阔的发展空间, 根据国家统计局数据, 2021 年, 中国常住人口城镇化率为 64.7%, 较 2016 年提升 7.32pct, 若以人均 30 平方米房屋面积计, 近五年来由于常住城镇人口的增加产生的新增住房需求达 36 亿平方米。另一方面, 居民可支配收入持续增长促进了消费结构优化升级, 为家居行业需求增长提供了强有力的

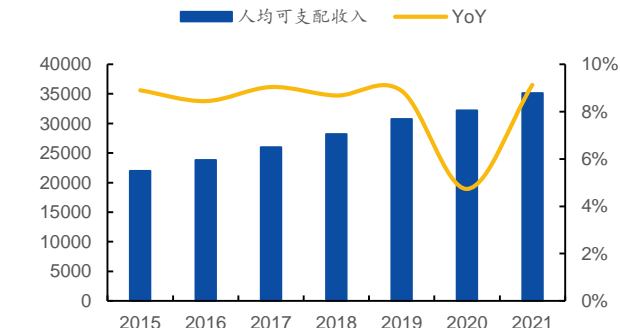
支撑，2021 年，中国人均可支配收入为 35128 元，同比增长 9.1%，居住类消费支出为 5639 元，同比增长 8.1%。

图 13: 2016-2021 年中国居民城镇化率情况(单位: 亿人)



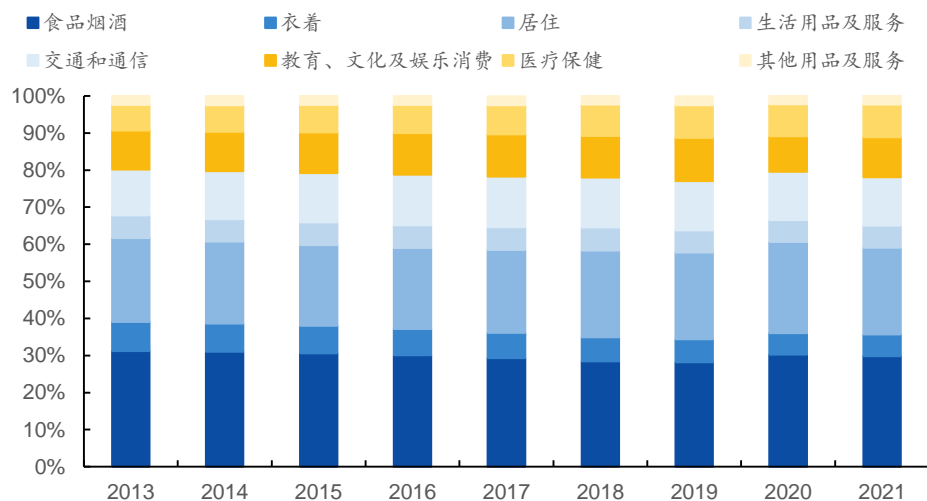
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 14: 2015-2021 年中国居民人均可支配收入(单位: 元)



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 15: 2013-2021 年中国居民人均消费支出构成及占比



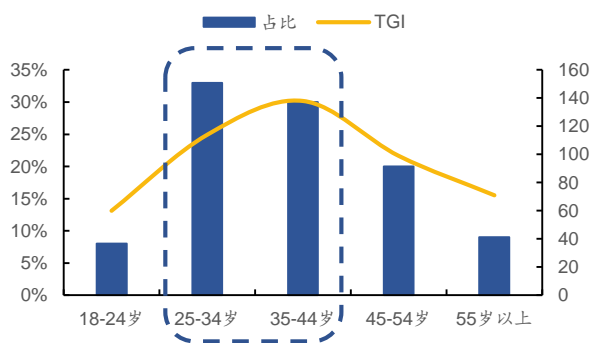
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

## (2) 消费群体

**80、90 后成为家装消费主力，改善型家装需求逐步显现。**从家居家装主力消费者画像看，25-34 岁和的 35-44 岁两个群体占比 63%，构成家居家装的主力消费人群；从消费者装修动机看，乔迁新居（32%）、旧房翻新（14%）及新婚用房（11%）属于家装市场中三项刚性需求，合计占比为 57%，由于审美变化（17%）、家中成员变化（10%）、疫情后改善居住环境（7%）及出现收纳难题（3%）等改善型家装需求逐步浮现，合计占比为 37%。在此背景下，新一代家装消费者越发倾向购买优质而非低价的产品，且对居住环境的安全性、舒适性及功能性的关注度逐步提升，根据抖

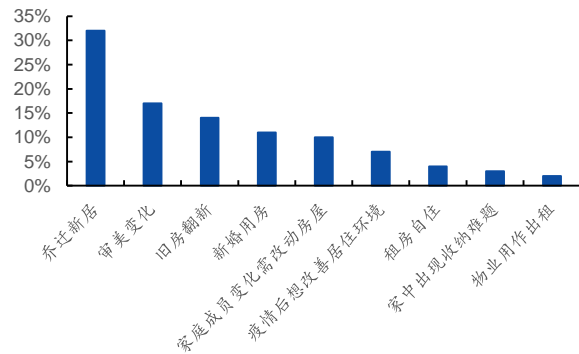
音家居兴趣用户调研，家居建材选择方面，82%的消费者重视家居建材是否环保健康，66%的消费者重视家居建材是否安全；家具选择方面，77%的消费者看重家居建材是否健康，77%的消费者重视家居建材是否舒适。

图 16：2020 年家居家装主力消费者年龄占比情况



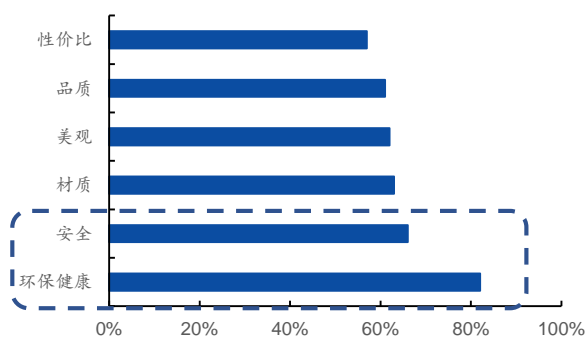
资料来源：《腾讯家居家装行业洞察白皮书（2020 年版）》，国元证券研究所

图 17：2020 年家居家装动机/需求调研情况



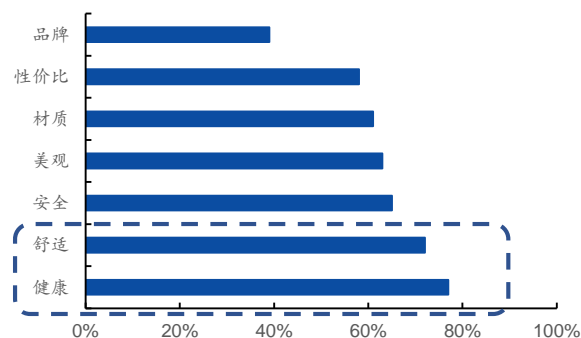
资料来源：《腾讯家居家装行业洞察白皮书（2020 年版）》，国元证券研究所

图 18：2021 年 9 月消费者选择家居建材的决策影响因素



资料来源：抖音家居兴趣用户调研，国元证券研究所（注：调研范围为 4615 名家居兴趣用户）

图 19：2021 年 9 月消费者选择家具的决策影响因素



资料来源：抖音家居兴趣用户调研，国元证券研究所（注：调研范围为 4615 名家居兴趣用户）

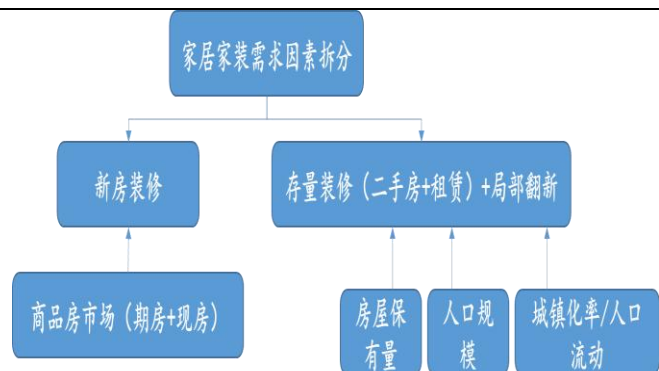
### （3）地产行业

#### 中长期维度：

进入存量房时代，旧房翻新成为家居家装行业获客重心。根据 Wind，2010 年前，中国商品房销售面积同比增速中枢超过 15%，基于住宅翻新周期为 10-15 年考虑，存量房将构成地产市场主力，根据贝壳研究院，2020 年，二手房占中国商品住宅销售额约 44%，二手房交易比重逐年上升。从家装市场住宅供给结构看，2020 年，全/精装房、毛坯房、存量房分别占比为 39%、22%、39%，毛坯房占比逐年下降，当地产行情波动传导至家居建材市场，其表现为老房装修需求将超过新房装修，未来存量房整体翻新及局部装修需求将开始逐年释放。

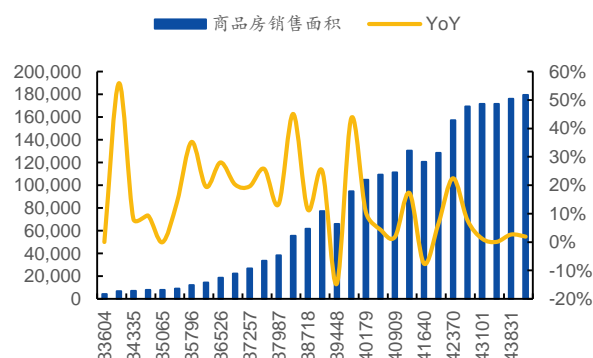


图 20：家居家装需求因素拆分



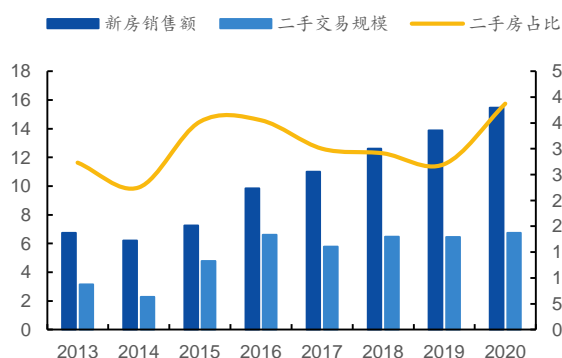
资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

图 21：1992-2021 年中国商品房销售面积（单位：万平方米）



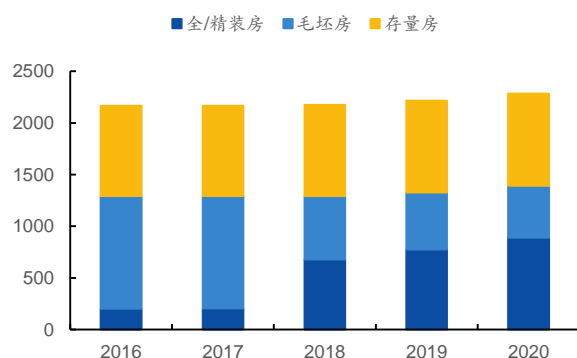
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 22：2013-2020 年中国商品房销售及二手房比例（单位：万亿元）



资料来源：贝壳研究院，国元证券研究所

图 23：2016-2020 年中国家装市场住宅供给规模结构（单位：万套）

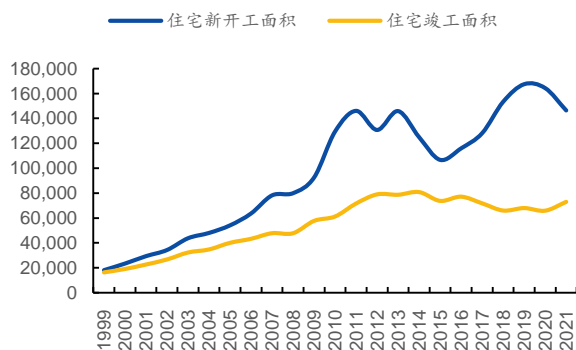


资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

### 短期维度：

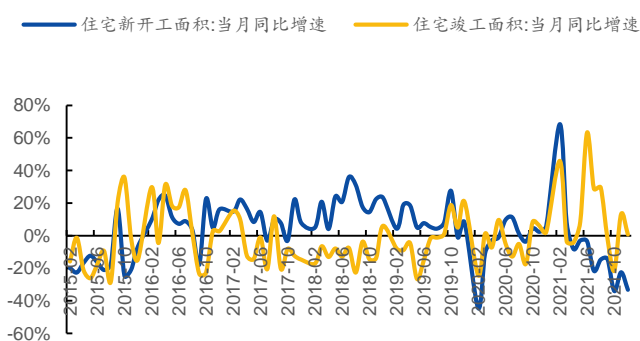
**短期地产竣工回暖，提振家居行业中短期需求。**在房地产开发建设环节中，新开工数对竣工数具有明显传导效应，根据房屋建设周期，房屋从拿地开工到竣工交付时间约 3 年。前期部分房企由于受到地产调控及融资收紧政策影响，经营压力提升，一方面通过获得快周转模式下的销售回款以缓解现金流压力，另一方面不希望积压过多库存，因此竣工意愿较弱，拉长竣工周期。2016-2019 年，住宅新开工面积增速分别为 9%、11%、20%、9%，可推测该阶段的新建住房将于 2019-2022 年进入竣工释放阶段。2019 年 9 月，新建住宅竣工增速由负转正，2020 年受疫情影响竣工面积短暂小幅下降，2021 年重回增长态势，竣工回暖趋势逐步确定，对地产后周期行业形成利好，作为地产下游行业，短期内家居行业需求端或将景气度提升。

图 24: 1999-2021 年住宅新开工面积和住宅竣工面积 (单位: 万平方米)



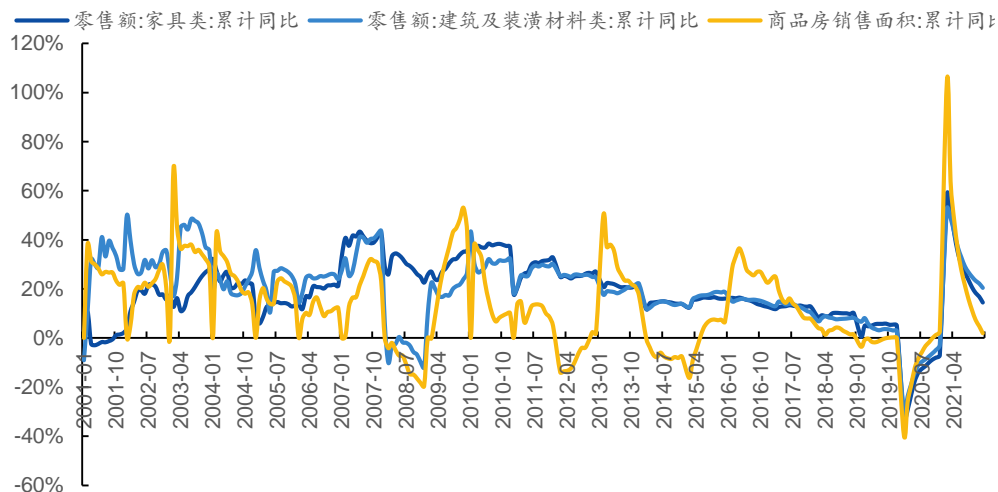
资料来源: 国家统计局, 国元证券研究所

图 25: 2015-2021 年住宅新开工面积增速及竣工面积增速



资料来源: 国家统计局, 国元证券研究所

图 26: 2001-2021 家具类、建筑及装潢材料及商品房销售面积变化情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

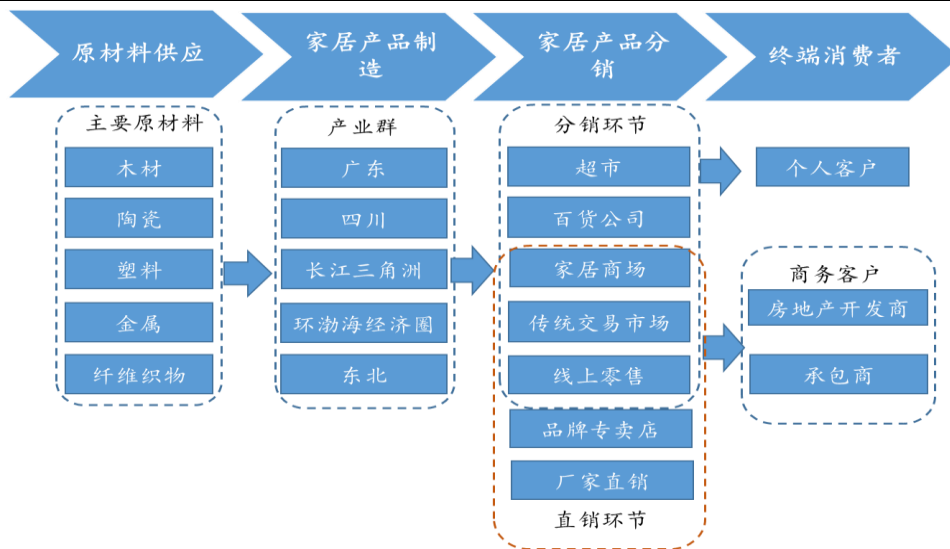
## 2.2 连锁家居卖场占主导地位, 行业竞争格局分散

### 2.2.1 线下为主流零售渠道, 家居卖场地位不可撼动

家居装饰及家具行业分销商为产业链的核心环节。家居装饰及家具行业产业链分为原材料供应商、家居产品制造商、家居产品分销商及终端消费者四部分。从产业链各环节分析来看, **原材料供应端**, 由于木材、陶瓷及塑料等原材料已商品化且获取途径广泛, 产品附加值低, 因此原材料供应端话语权较弱; **家居产品制造端**, 家居产品制造商数量多, 主要分布于广东、四川、长江三角洲、环渤海经济圈、东北等, 规模较小且品类单一。此外, 基于家具家居类产品具有低频次高单价、配送难度大的痛点, 单一家居产品制造商构建零售渠道成本高昂, 在市场营销推广及物流运输方面受制

于预算及资源有限，因此在塑造较强的品牌力、抢占消费者心智上难度较高；**家居产品分销端**，分销渠道通过整合众多品牌商，享受各品牌流量的协同效益，打造精准触达消费者的一站式平台，凭借足够的客流量与规模来平衡在市场营销及品牌推广上的投资，因此家居产品分销商在家居装饰及家具行业产业链中掌握较为强势的话语权与议价权，可获取价值链的大部分经济效益。

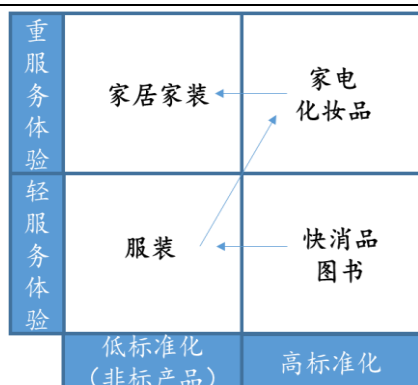
图 27：家居装饰及家具行业产业链



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

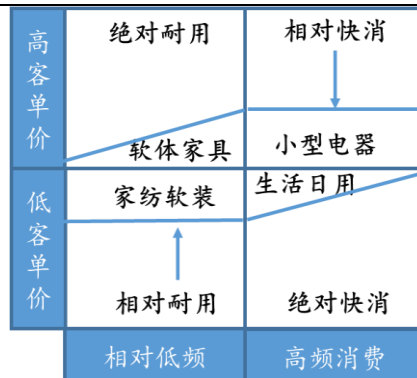
**线下渠道为家居装饰及家具行业的主流消费场景。**家居家装产品与消费特性可概括为三点：①重视服务，原因系产品实用功能要求服务落地性强；②重视体验，产品挑选性强，消费者倾向于亲自看见、触摸实物后再慎重作出消费决策；③低频，高客单价，泛家居类产品品类多样，涉及范围广，标准化程度低。基于家居家装产品与消费特性，线上渠道难以提供选购家居产品时的真实触摸感和服务，在导购、安装及售后环节等服务与产品端无法保持紧密联系，相比之下，线下渠道与消费者购物习惯更为契合，为家居装饰及家具的主流消费场景。

图 28：家居家装产品特性



资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

图 29：家居家装消费特性

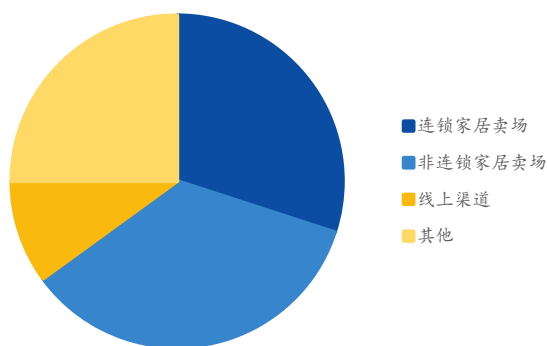


资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

**连锁家居卖场地位不可撼动。**通过拆解线下销售渠道的商业模式，可分为连锁家居卖

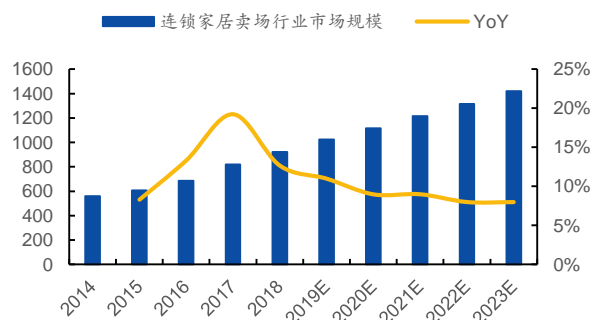
场、非连锁家居卖场、线上渠道，其他渠道。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年，连锁家居卖场/非连锁家居卖场/线上渠道/其他渠道分别占比 30%/35%/10%/25%。其中，连锁家居卖场基于全品类产品组合和一站式购物服务，以优质的自身品牌声誉作为入驻品牌提供信用背书，并依托出色的经营管理能力及稳定的资本运作充分享受规模效益，降低获客成本，竞争优势明显。此外，线上渠道虽然近年来发展较快，但受制于购物体验、售后服务及物流配送等痛点，短期内也难以对线下造成冲击，仅作为对线下渠道的补充。综上所述，我们认为连锁家居卖场将逐步蚕食其他渠道的市场份额，成为泛家居行业的未来发展方向，根据头豹研究院测算，预计 2023 年连锁家居卖场行业市场规模达到 1419.3 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 8%。

图 30：2019 年家居行业零售渠道占比情况



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 31：2014-2023 年连锁家居卖场行业市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

表 3：家居行业零售渠道业态及特点对比

类别	渠道业态	渠道特点
连锁家具卖场	提供一站式购物服务及全面的产品组合	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
非连锁家居卖场	小型一站式连锁家居装饰及家具商场	缺乏产品类别及消费者信任，通常分布在欠发达的地区市场
线上渠道	为家居装饰及家具产品设立专门选购网站	线上展出信息无法满足顾客对商品体验的要求，线上渠道销售的产品以小型家居装饰品为主，价格较高的大型产品及需定制服务的产品仍通过线下渠道销售
其他	家居装饰及家具销售一条街、超市及品牌专卖店	家居装饰及家具销售一条街规模较小，规范性较差；超市无法提供足够多样化的产品和优质的服务，仅满足顾客购买较小家居用品的需求；品牌专卖店渠道成本较高，产品单一

资料来源：国元证券研究所

## 2.2.2 家居渠道商呈双巨头格局，龙头市占率偏低

双巨头竞争格局形成，家居卖场马太效应凸显。以分布区域口径划分，连锁家居卖场可分为全国连锁与区域连锁，其中，全国连锁包括红星美凯龙及居然之家，截止 2021H1，红星美凯龙及居然之家旗下门店分别为 369 家及 398 家，远超区域连锁商场数量，区域连锁则通常在某一区域拥有较高品牌知名度与影响力，但受制于资本投

入或运营效率等问题，全国扩张速度较为缓慢，双巨头竞争格局已形成。在行业面临转型升级叠加疫情冲击的双重压力之下，一方面，商业模式老套、竞争力弱的家居卖场在疫情中被淘汰出局，另一方面，主动拥抱变革、降低运营风险的头部企业将在逆境中稳健成长，强者恒强的态势愈发显著。

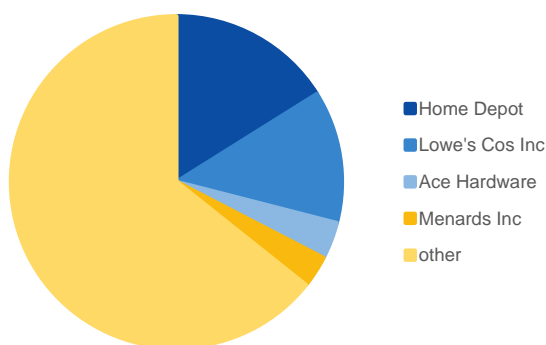
表 4：中国连锁家居卖场主要公司列示

类型	公司	成立时间	分布	商场获取方式	定位	卖场数量
全国连锁	红星美凯龙	1986 年	全国 28 省市	自持+租赁	中高端	369
	居然之家	1999 年	全国 28 省市	自持+租赁	中高端	398
	月星家居	1991 年	江苏、湖北、山东等	租赁	中高端	211
	欧亚达	1992 年	武汉、广州、杭州等	租赁	中高端	>170
区域连锁	富森美	2000 年	成都	自持	多元化	13
	第六空间	2002 年	南京、苏州、无锡等	租赁	中高端	14
	金盛集团	1995 年	武汉、上海、江苏等	租赁	中高端	12
	集美家居	1984 年	北京、厦门等	租赁	中端	8
	华美立家	2011 年	河北、四川	租赁	中高端	≈50

资料来源：各公司官网，国元证券研究所（注：红星美凯龙及居然之家为截止 2021H1，其余均截止 2022 年 3 月 24 日）

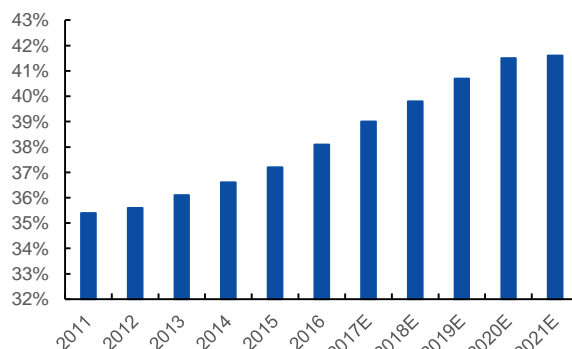
龙头卖场市占率偏低，连锁化率提升将加速行业迈向集中化。根据弗若斯特沙利文，以零售额为口径，2014-2020 年，龙头卖场红星美凯龙占家居行业市场份额逐年升高，分别为 4.5%、5.3%、6.0%、6.3%、7.1%，对标美国成熟家居市场，根据欧睿国际，2017 年，龙头卖场家得宝市占率为 16.1%，CR5 为 35.7%，中美家居卖场集中度差距较大。家居卖场属于资本密集型行业，行业内领先的龙头卖场经过多年行业积累已抢占优质地理位置并持续扩大门店布局，先发优势阻碍新进入竞争者，连锁化率提升将加速驱动行业迈向集中化，预计 2021 年中国家居行业连锁率将提升至 41.6%。

图 32：2017 年美国家居装饰及家具商场行业 CR5



资料来源：欧瑞国际，国元证券研究所

图 33：2011-2021 年中国家居装饰及家具商场连锁率情况



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

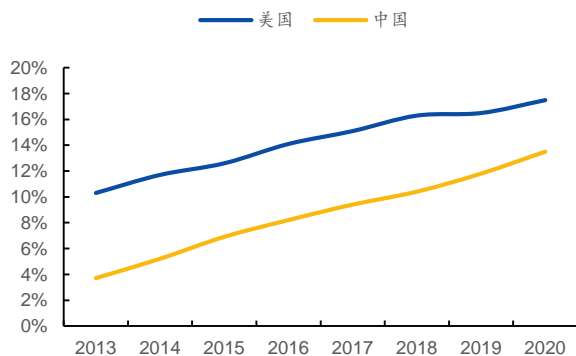
## 2.3 家居产业迎来变革期，家居卖场加速转型

疫情重塑家居企业获客渠道，数字化建设初步见效。家居家装作为传统行业，数字化水平较低，根据欧瑞国际测算，2020 年，中国家居行业的线上渗透率为 13.5%，渠道建设数字化远远落后于同期美国（17.5%），而疫情致使以线下为主的营销模式受



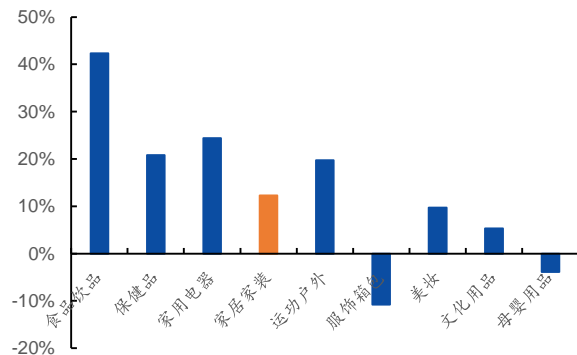
到挑战，加速改变家居行业的用户消费习惯及企业获客渠道，线下流量锐减的困境倒逼各大家居家装企业开始探索营销、物流、供应链、服务等方面的数字化转型，根据 Quest Mobile 统计，2020 年，中国家居家装行业在主要电商平台 GMV 同比增长 12.3%，家装相关手机 APP 的使用时常同比增长 56.5%，可见中国家居企业数字化渠道建设已初步见效，后疫情时代下家居行业的数字化布局与创新将加速推进。

图 34：2013-2020 年中美两国家具行业线上渗透率对比



资料来源：欧瑞国际，国元证券研究所

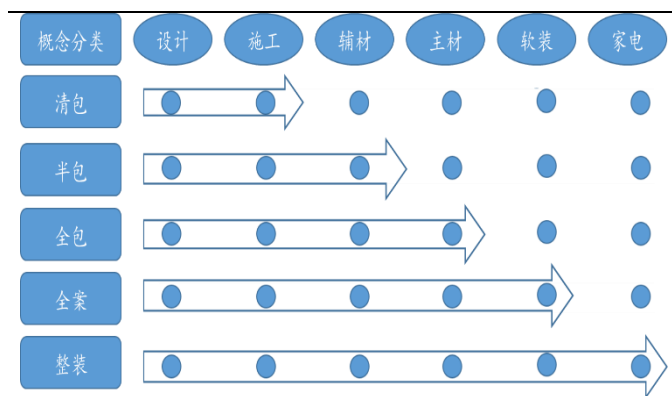
图 35：2020 年中国各大品类在主要电商平台 GMV 增长情况



资料来源：Quest Mobile，国元证券研究所

**C 端消费者加速向整装模式迁移，整装市场增长潜力大。**整装即全屋整装，涵盖设计、施工、辅材、主材、软装、家电等模块，属于一站式装修。整装可以最大限度的统一装修风格及提升装修便利程度，契合当下“省时省力、颜值为王”的消费偏好，C 端消费者加速向整装模式迁移，整装流量的成交确定性强于自然客流，因此整装作为性价比高的前置流量入口，具备抢占市场份额得天独厚的渠道优势。此外，凭借一站式整装业务，家装公司可有效提高产品溢价，加速拓宽产品线及收入边界。根据亿欧智库预测，预计 2021 年整装行业市场规模将达到 8686 亿，未来将维持 20% 以上的年增速高速发展。

图 36：整装与传统装修业务范围对比



资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

图 37：2018-2023 年中国整装行业市场规模及增速（单位：亿元）

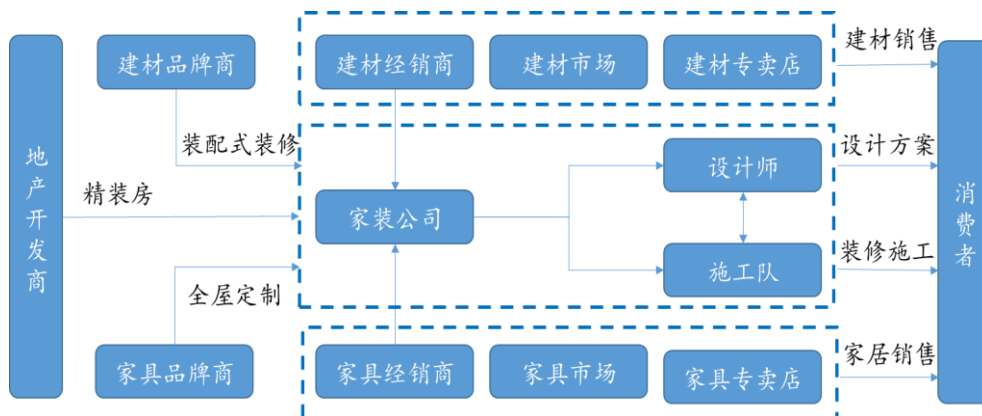


资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

**整装赛道成为热门布局方向，产业链上下游玩家纷纷入局。**整装渠道的价值得到产业链上下游玩家认可，建材及家具品牌商、地产开发商、家居卖场开始加码全屋定制、

整体家装等业务。如欧派家居于 2018 年提出“整装大家居”战略，欧派家居负责生产制造及营销支持，与规模较大、口碑较好的优质家装公司合作，并让其负责提供设计安装服务及落地施工步骤，依托品牌效益及供应链优势，截至 2021H1，欧派整装大家居拥有 552 家整装大家居经销商，新招商超过 130 家，全年有望超出年初设定目标 150 家，拥有 651 家整装大家居门店，较去年增长超百家，业绩方面，整装业务接单额超 10 亿元，同比增长 160%。

图 38：产业链上下游企业入局家装行业



资料来源：亿欧智库，国元证券研究所

表 5：产业链上下游企业入局家装行业布局及报价模式

细分行业	公司	布局	报价模式
建材及家具品牌商	欧派家居	星之家 Starhomes	按系列收费
	尚品宅配	圣诞鸟整装	1599 元/㎡起
	欧派家居	欧派整装大家居	498 元/㎡起
	金牌橱柜	桔家云	299 元/㎡起
	好莱客	好莱客艺术整装	按系列收费
	博洛尼	博洛尼整装大家居	按系列收费
家居卖场	红星美凯龙	红星整装汇	按面积及项目收费
	居然之家	居然装饰	按面积及项目收费
地产开发商	碧桂园	橙家	999 元/㎡起
	贝壳	小牛哥·整装宝	一房一价
其他	海尔	有住整装	按面积及项目收费

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

### 3.转型轻资产运营，发力家装产业链，拥抱新零售变革

转型轻资产运营，发力家装整合产业链，积极探索新零售。2020 年，红星美凯龙首次提出“轻资产、重运营、降杠杆”的发展模式，并制定“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。主营业务方面，轻资产要求在控制资

本性开支的同时加速渗透低线城市，重运营则需要提升存量门店的经营效率，进行商场新零售转型，降杠杆在于依托践行稳健的财务政策，实现严格控费；**扩展性业务方面**，主动深挖家装业务存量市场，整合家装产业链，将家装业务打造为第二增长曲线，积极探索线上线下一体化、产业链拓展、商品与服务融合的新零售模式。

### 3.1 传统卖场转型轻资产，夯实增长基本盘

#### 3.1.1 自营业务提供内生增长动力

**自营业务提供可预测的稳定租金及管理收入，构建重资产护城河。**自营商场即通过自建、购买或租赁的方式获取经营性物业，并统一对外进行招商，公司为入驻商户提供设计场地租赁、商场展位、销售及市场营销、员工培训、物业及售后等综合性服务，属于重资产模式，部分自持物业不需承担物业租赁成本，能够平滑部分租金上涨带来的业绩波动影响。自营模式下收入主要来自向商户收取的租赁及管理收入，属于可预测的稳定收入，增长前景明确。

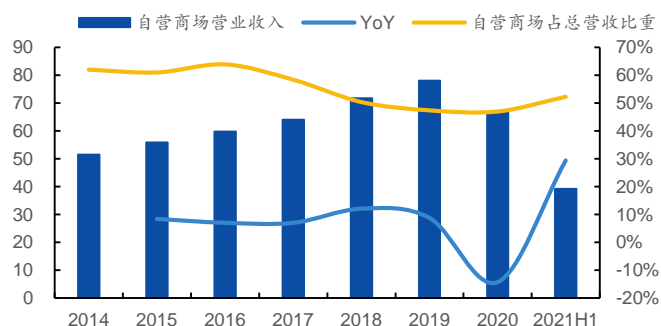
**表 6：自营模式下三种运营管理模式**

商场类型	运营管理模式	经营物业权属	收入来源
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	租赁及管理收入、其他业务收入
租赁	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	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
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	合营联营公司确认收入和成本费用，公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

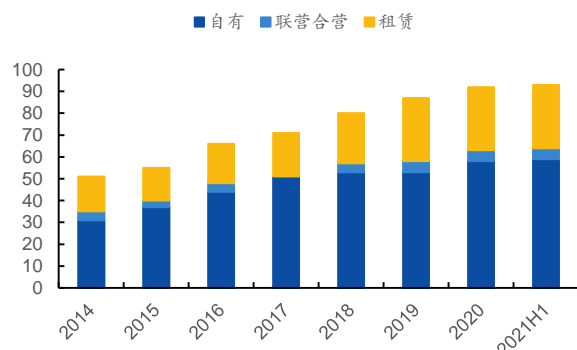
**自营业务稳步扩张，卡位一二线城市优质战略区位。**从收入端看，2014-2019 年营收 CAGR 为 9%（剔除 2020 年受疫情影响）。2021H1，自营商场营业收入为 39.18 亿，同比提升 29%，占总营收比重为 52%；**从经营业态看**，2021H1，公司拥有 93 家自营商场，其中自有商场数量最多，为 59 家，租赁商场及联营合营商场分别为 29 家及 5 家；**从分布区位看**，自营商场分布以一线城市及选定的二线城市的优质区域为主，其中，21 家分布于北京、上海、天津、重庆四个直辖市，占自营商场总数量/总经营面积比例分别达到 23%/26%。

图 39：2014-2021H1 公司自营商场营收及占比（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

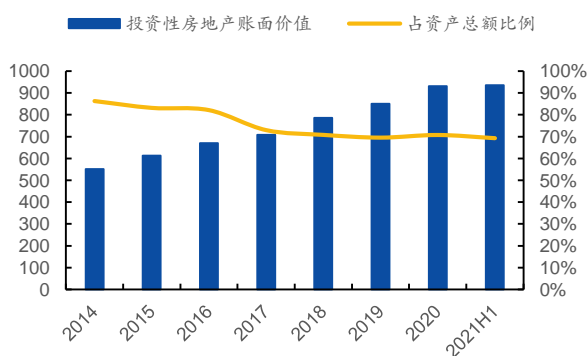
图 40：2014-2021H1 公司自营商场数量（单位：家）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

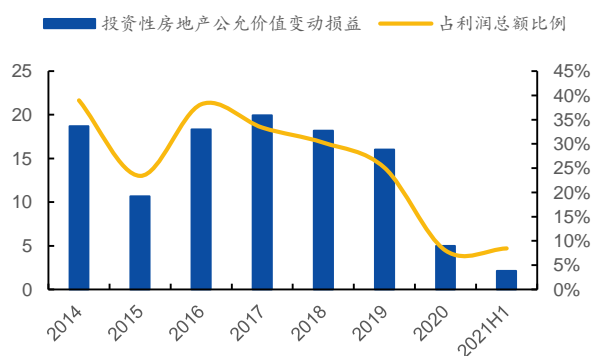
自持物业受益于地价上涨，对资产规模及利润水平贡献稳健增长收益。公司自持物业数量较多，将相关物业资产作为投资性房地产以公允价值模式进行后续计量，其公允价值的波动通过影响非经常性损益进而对利润总额产生影响。资产规模方面，截至2021H1，公司拥有59家为自有商场，其投资性房地产账面价值为935.39亿元，占资产总额比重为69%，构成公司最主要的长期经营性资产；利润水平方面，2014-2018年公司投资性房地产公允价值变动损益及占利润总额比均维持在30%以上，2021H1投资性房地产公允价值变动收益为2.13亿元，占利润总额的比重为8.45%，较去年同期下降10.56pct。预计公司将继续投资建造新的自持物业及维持良好出租率及租金水平，投资性房地产规模仍将继续稳定增值，贡献稳健增长收益。

图 41：2014-2021H1 公司投资性房地产账面价值及占资产比（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 42：2014-2020 年公司投资性房地产公允价值变动损益及占利润比例（单位：亿元）

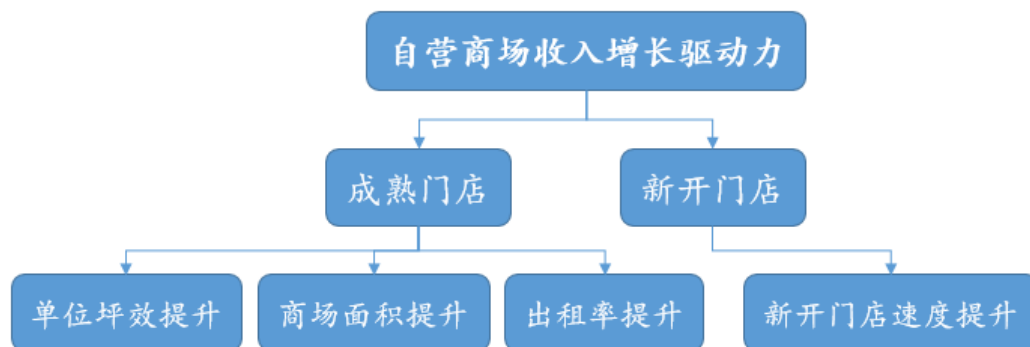


资料来源：公司年报，国元证券研究所

拆分自营商场收入驱动力来自成熟门店及新开门店，成熟门店营收增长主要受单位坪效提升、商场面积提升及出租率提升驱动，新开门店营收增长主要受新开店速度提升驱动。单位坪效方面，2014-2020年已开业自营商场平均实际单位经营收入分别为124、122、114、108、107、98、78元/平米/月，其中，2016年、2017H1的平均实际单位经营收入较低，原因系2016年5月起实行营改增政策下价税分离，2018年及2019年略微下降系新开门店租金优惠及部分成熟商场调整公摊系数所致，

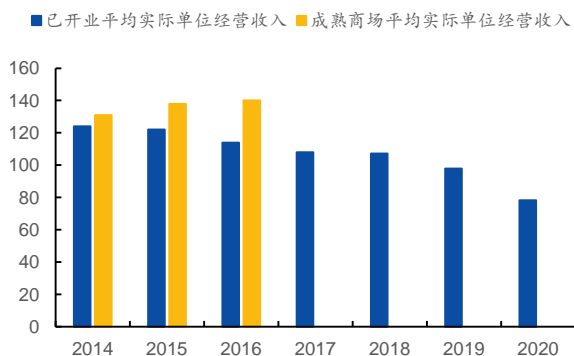
2020 年下滑幅度较大主要系自营商场受疫情影响及推出疫情免租政策所致；出租率方面，2014 年以来，成熟自营商场平均出租率均维持在 92%以上；同店营收方面，2014-2019 年，成熟自营商场同店营收增速保持在 5%以上，高于租金水平增速，主要受经营面积增长驱动。

图 43：自营商场收入增长驱动力拆分



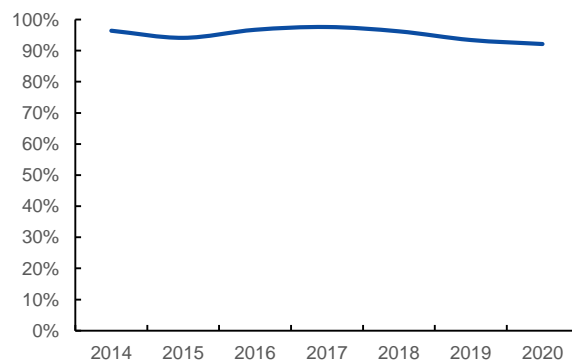
资料来源：国元证券研究所

图 44：2014-2020 年公司已开业自营商场及成熟商场平均实际单位经营收入（单位：元/平米/月）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

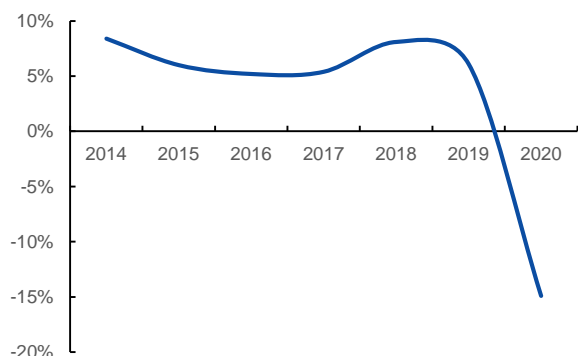
图 45：2014-2020 年公司成熟自营商场平均出租率



资料来源：公司年报，国元证券研究所

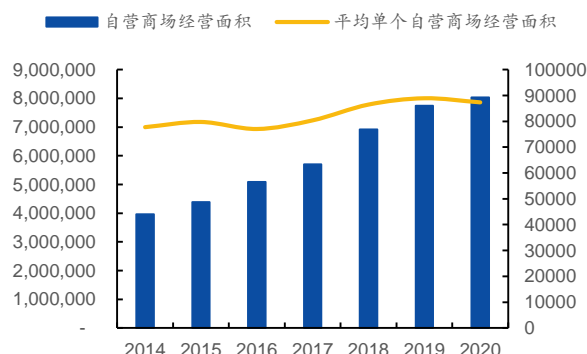


图 46：2014-2020 年公司成熟自营商场同店营收增速



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 47：2014-2020 年公司自营商场经营面积情况（单位：平方米）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

### 3.1.2 委管业务拓展外延收入边界

委管业务收入项目灵活，轻资产模式下拓店速度快。委管商场即公司依托知名度较高的品牌、成熟的运营流程及丰富的商户资源，委派专业人员为合作方提供咨询及委管服务，涵盖商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业及日常经营管理，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，其优势在于前期不需要较高的资本投入，轻资产运营降低经营风险，大幅降低资本性开支，可迅速实现渠道下沉及提升市场渗透率。

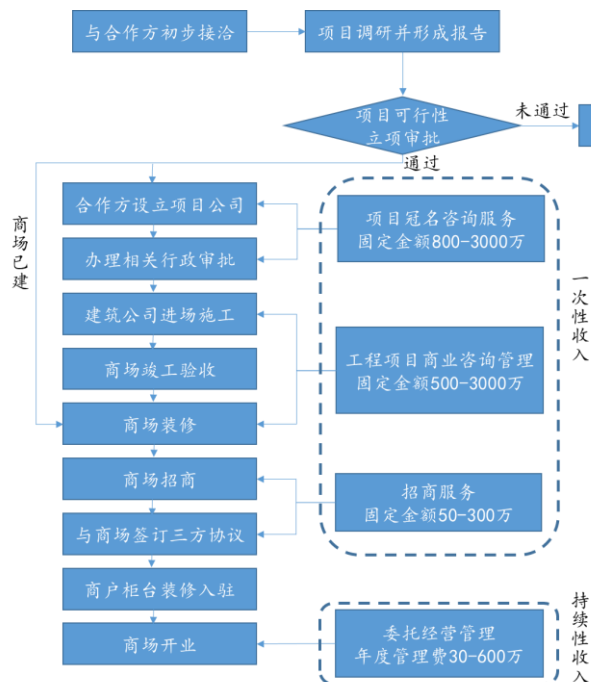
表 7：委管模式下四种收入项目拆分

收入项目	具体构成	服务内容	收费金额标准	收入取得对象	收入确认阶段
项目前期冠名咨询委托管理服务收入	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	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
	商业管理咨询费		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	由委管商场合作方承担（通过向商场商户直接收取或由合作方从商户租金中支付）	理期间

工程项目商业管理 咨询费收入	委托经营管理收 入	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	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，国元证券研究所

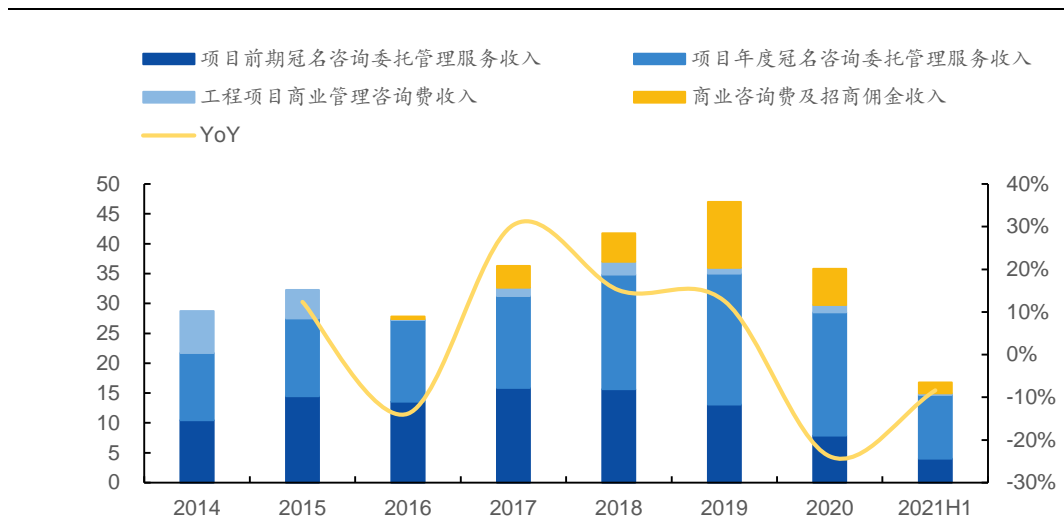
图 48：委管模式业务流程及收入性质划分



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

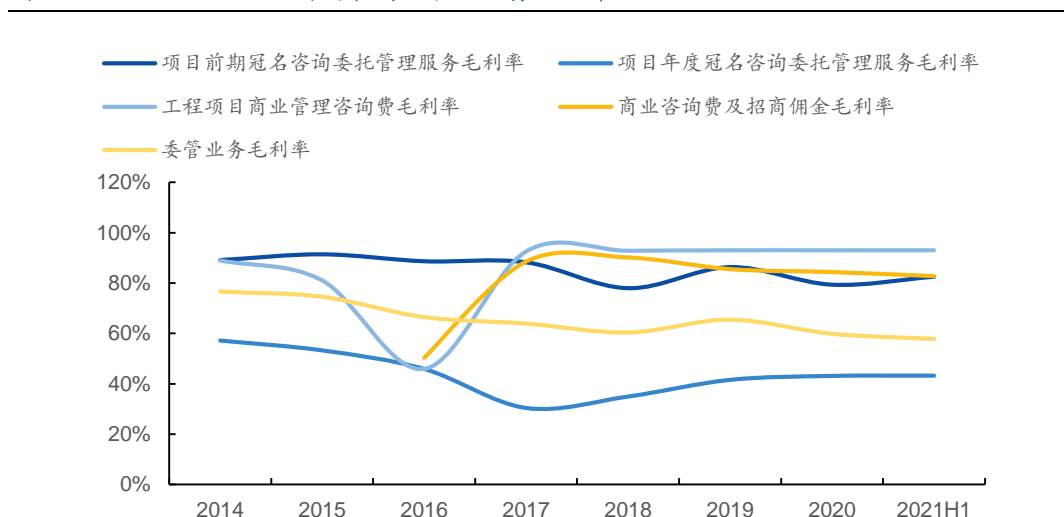
委管业务发展较快,为公司在低线城市扩展版图的主要方式。从收入端看,2017-2020年,委管业务营收增速分别为30%、15%、13%、-24%,同期自营业务营收增速分别为7%、12%、9%、-14%,除2020年受疫情影响,其余年份均远快于自营业务增速。从业务类型看,项目前期冠名咨询委托管理服务、工程项目商业管理咨询费、商业咨询费及招商佣金为一次性收入,其持续性受新签委管合作协议数量及储备项目推进决定,2021H1毛利率依次为83%、93%、83%,项目年度冠名咨询委托管理服务为持续性收入,收入构成包括固定年度管理费及按租金收益递增的提成(约为租金增加额的6%-10%),2021H1该项收入毛利率为43%,低于其他委管业务毛利率水平,主要原因系渠道下沉中收费标准较低。从分布区位看,2021H1,公司拥有276家委管商场,2014-2020年门店CAGR高达17%,区位分布以三四线城市为主。

图 49：2014-2021H1 公司委管商场营收及占比（单位：亿元）



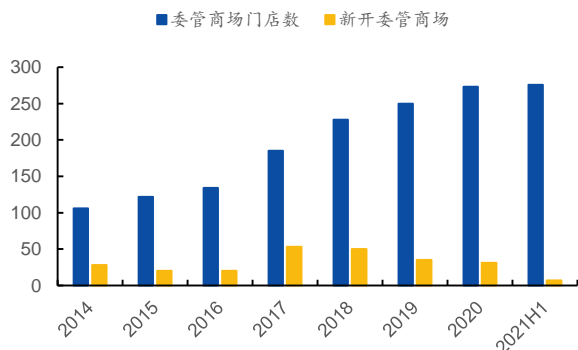
资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 50：2014-2021H1 公司委管商场各项业务毛利率



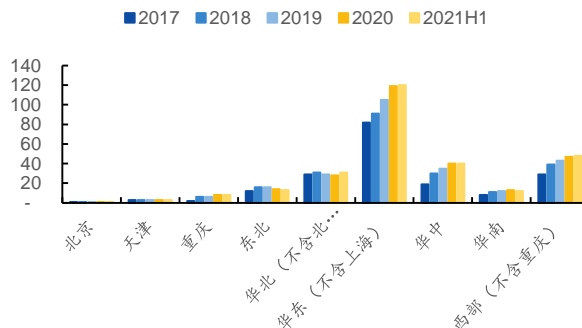
资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 51：2014-2021H1 公司委管商场门店数及新开委管商场数（单位：家）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

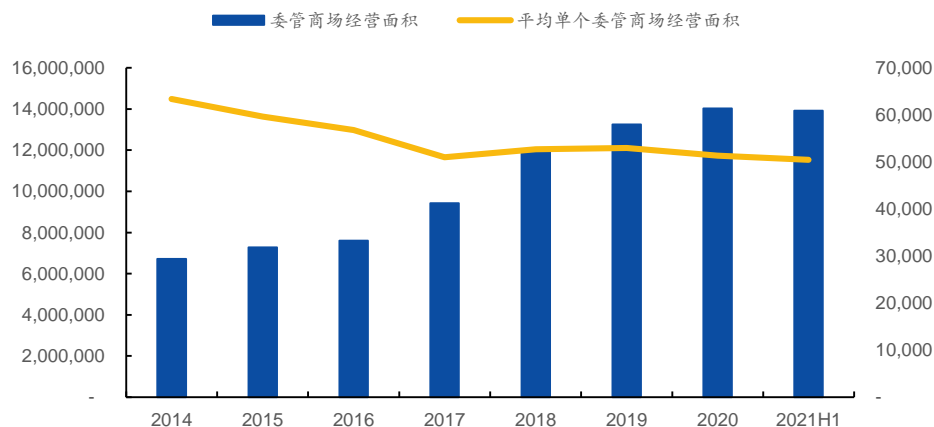
图 52：2017-2021H1 公司委管商场区域分布情况（单位：家）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

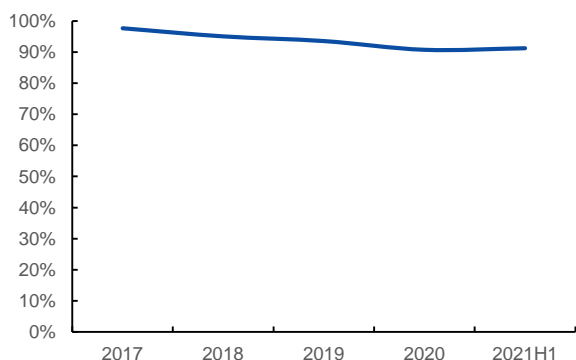
较高水平的出租率叠加丰富的土地储备项目，委管业务收入提升空间大。出租率方面，2014年以来，基于委管商场经营面积逐年稳步增长的前提下，成熟委管商场平均出租率仍维持在90%以上；储备项目方面，2021H1，在公司筹备的委管商场中，有346个签约项目已取得土地使用权证或已获得地块，丰富的的土地使用权证储备为公司未来覆盖低线城市下沉区域提供保障。

图 53：2014-2021H1 公司委管商场总经营面积及平均单个经营面积（单位：平方米）



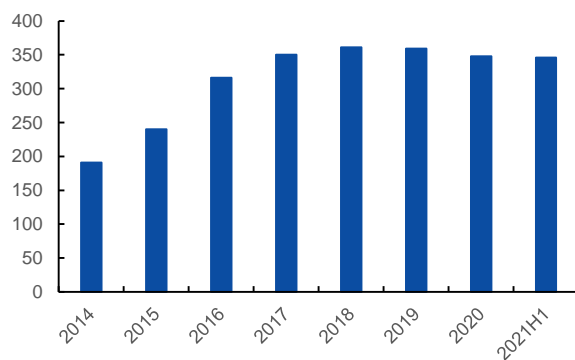
资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 54：2014-2021H1 公司成熟委管商场平均出租率



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 55：2014-2021H1 公司筹备委管商场中已取得土地使用权证/已获得地块的签约项目数量（单位：个）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

### 3.1.3 传统卖场转型至“轻资产，重运营”模式

近年来公司的发展战略由“自营+委管双轮驱动”向“轻资产，重运营”模式转型。发展初期，公司着重在一二线发达城市布局自营商场，抢占核心战略区位，基于初期拿地成本相对较低、物业升值空间较大、物业流通性较好，部分自持物业由于地价上涨提升总资产规模并成为利润来源。随着公司逐步在全国区域进行门店加密，自营模式的发展与迭代导致资本投入大、商场建设周期长、商场升级迭代效率低等缺陷，因此公司近年来转型至轻资产模式进行渠道下沉，在低线城市大幅拓展委管商场规模及数量，同时，委管商场在选址、建造、招商及经营等指标上均与自营商场保持一致的经营理念及强度，资金投入与经营压力较小。公司一方面不断巩固夯实现有优势区位，改善存量门店的出租率及坪效，另一方面，以轻资产扩张模式加速向低线城市渗透发展，商场数量维持稳健增长，以“自营+委管”混合扩张模式构造高商业壁垒，以“改造存量商场+拓展增量商场”的有机结合打开未来想象空间。

表 8：自营模式与委管模式对比

模式	门店数量	分布区位	物业归属	优点	缺点	
自营	自持物业	59	一二线城市	公司	①自持物业无需承担租赁成本，在市场出现不利波动时保持稳健经营，使公司具备以优惠条款获得长期融资的能力 ②对于持续吸引潜在优质商户、拓展和巩固与委管商场合作方起积极示范作用	①扩张速度较慢 ②初始投资额高昂，回收期长
	非自持物业	34	一二线城市	出租方	①初始投与回收期水平平均优于自持物业	①存在租金上涨波动风险
委管	276	三四线城市	合作方	①可在短期内迅速扩张，抢占市场布局的战略价值 ②无初始投资，因提供相关服务的高附加值和稀缺性而呈现高利润率，投资回报率相对高	①市场竞争较大 ②存在委托续约风险	

资料来源：国元证券研究所（注：门店数量统计截止至 2021H1）



### 改造存量商场维度——强调重运营

公司从客群定位、区域划分、品类优化等更为精细的维度切入，对全国卖场进行全方位升级，深度践行重运营发展战略，以三大店态及九大主题馆聚合全域流量，并结合持续拓展整合主流优质品牌，通过洞察消费者画像并进行数字化深度解析，实现公域私域流量互通互联，从而实现场内流量的深度高效运营。

#### (1) 三大店态并行

2022年1月8日，公司正式启动“Top 100 Mall”布局，由“32家1号店+9家至尊 Mall+59家标杆商场”构成，三种店型差异化协同定位，1号店大而全，标杆商场复制性强，至尊 Mall 则最为稀缺，标杆商场、1号店、至尊 Mall 依次对应覆盖“中高端+高端+最高端”的多层级消费客群。未来规划方面，形成以标杆商场到1号店及至尊 Mall 的进化梯队，每年将有10-20家传统商场升级为标杆商场，同时，标杆商场作为1号店及至尊 Mall 的储备资源，每年有2-5家标杆商场升级为1号店和至尊 Mall，三大店态基于对传统卖场升级改造，可实现改善出租率及租金结构，优化商场运营能力。

①1号店：作为“火车头”，具有示范效应。单体体量方面，1号店商场平均面积达到10万平方米以上，基本是其所在区域的单体体量最大的家居商场；品牌结构方面，每个1号店将构建9大主题馆，其主流品牌经营面积占比超40%，潮牌经营面积占比超15%，进口品牌经营面积占比超8%；辐射区域方面，相较于传统零售家居卖场销售半径一般为20-30公里左右，1号店可以实现“一店卖全城”，以重庆西南1号店为例，依托全流程服务与配送能力，通过同城零售、跨省快配等提升品牌单店2c的履约效率，辐射重庆周边50余个区县市场。

②至尊 Mall：稀缺性强，精准对接高净值消费者与高端品牌。打造“稀缺 More、设计 More、高端 More、潮流 More、体验 More”的五位一体，成为“海外高端品牌入华后的最初1公里+国产高端品牌出海前的最后1公里”通道。“稀缺”体现在商场数量少，至尊 Mall 在公司商场中仅占1.88%；“设计”体现在设计感浓厚，如空间设计、细节设计、设计品牌数量等维度，至尊 Mall 中设计类品牌经营面积占比为5%-10%；“高端”体现在进口品牌经营面积占比高，至尊 Mall 中进口品牌经营面积占比为20%-40%；“潮流”体现在国际大牌首发概念店入驻，目前已有锐驰概念旗舰店、范思哲旗舰店等多家旗舰店进入，潮牌经营面积占比超20%；“体验”体现在一站式购齐的消费场景，至尊 Mall 平均单体体量不超过8万平方米，凭借相对更小的商场面积、更为聚焦的高端品牌，为高净值人群提供一站式购齐的优质体验。

③标杆商场：作为扩张主力业态，可复制性极强。商场面积方面，标杆商场平均经营面积均超过6万平方米；品牌结构方面，主流品牌经营面积占比超50%、潮牌经营面积占比超15%、进口品牌经营面积占比超5%。此外，标杆商场还具备涵盖品牌标杆、人气标杆、口碑标杆、营销标杆、运营标杆及服务标杆的“黄金六边形”特征，标杆商场内各大家居品类以主题馆形式场景化呈现，引入超级品牌日、超级品类节等营销资源，对品牌商而言，主题馆形式适配品牌厂商开设旗舰店及体验店的需求，赋能优化到店转化率及提升销售额，对消费者而言，为其提供涵盖线上同城购、线下品类主题馆场景化购物体验及售后全流程服务，打造覆盖线上线下一体化的标杆服务。

图 56：红星美凯龙 1 号店“七之最”



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 57：红星美凯龙渝北至尊 MALL 外观



资料来源：公司官网，国元证券研究所

## (2) 九大主题馆落地

**Top 100 Mall 深度运营 9 大主题馆**，包括智能电器生活馆、睡眠生活馆、高端定制馆、进口国际馆、系统门窗馆、潮流家具馆、精品卫浴馆、设计客厅馆及软装陈设馆，构建客流自循的高端家居消费生态综合体。

对比传统卖场，9 大主题馆优势如下：①**实现流量互通，形成协同效益**，对比传统家居卖场品类结构单一，分布集中，一方面消费者不太愿意进入高楼层，商场客流大多集中在一二楼等低层，致使各楼层的租金差距过大，另一方面，容易形成商场内部品牌竞争，不利于坪效提升，而公司则以主题馆形式实现不同楼层间的差异化、同一楼层中各展位的差异化，品牌间通过相互引流，在实现流量叠加及客流分布均衡的同时减少了内部品牌的同质化竞争，从而缩小各楼层间的租金差异；②**从低频消费转化至高消费**，家具建材属于低频次消费，传统家居卖场基于货架思维，各楼层与品牌之间较为孤立，消费者通常直奔需求，买完即走，而主题馆则通过设计客厅馆、软装陈设馆等向消费者展现前沿先进的设计理念，以构建互动式消费场景将消费形式从“买”变成“逛”，吸引消费者高频访店，并带动其他低频场馆消费。

## (3) 新品类拓展

**积极整合优质品类及品牌，拓展中高频商品**。公司深刻洞察消费者深度需求，持续筛选与消费者需求匹配的中高频品类及品牌，缩短消费者到店周期，盘活到店流量。以电器品类为例，从消费趋势来看，中高端电器品牌缺乏可进行场景展示、成套销售、用户互动的长期渠道，用户购买习惯由单品式采购逐渐趋向于前置化、套系化、智能化及一站式采购，公司根据这一趋势，于 2020 年 10 月将高端电器由附属品类提升至第一战略品类，2021 年 5 月，正式开启在全国布局智能电器生活馆，并结合丰富多元的营销活动及全链路服务体系，实现消费者一站式购物并提升客单价及联单购买率，从而吸引品牌商与经销商入驻卖场，大幅提升相关品类的出租率及坪效。

图 58：北京红星美凯龙北四环商场精品卫浴馆



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 59：天津红星美凯龙至尊 Mall 智能电器生活馆



资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 拓展增量商场——强调轻资产

按各线级城市口径测算，中期公司商场数量可达到 **749 家**。根据《2020 城市商业魅力排行榜》，一线、新一线、二线、三线、四线及五线城市数分别为 4、15、30、70、90、128 个，合计 337 个，以各线级城市为口径测算，将“商场数/区县级行政区数量”定义为覆盖率，基于目前公司披露商场情况，截止 2021H1，北京、上海、重庆及天津分别拥有 5、7、14、7 家商场，覆盖率分别为 0.31、0.44、0.37、0.44，因此我们分别将一线及新一线城市覆盖率设定为 0.5、0.45，因此一线、新一线城市平均每个城市拥有 6.5 家、5.7 家商场，基于一二线优质开店资源趋向减少叠加公司选址策略转至渗透低线城市，未来公司将着重以委管模式发力拓展下沉渠道，我们假设二线、三线、四线、五线城市系数设为 0.45、0.4、0.3、0.2，平均每个城市拥有商场数分别为 4.0、3.0、2.0、1.0，可测公司中期理论商场数量可达到 749 家。

表 9：以各线级城市口径预测公司中长期商场数量（单位：家）

线级	城市	区县级行政区数量	商场数/区县级单位数	预计每个城市拥有商场数	平均每个城市拥有商场数	平均每个城市合计商场数
一线（4 个）	北京	16	0.5	8	6.5	26
	上海	16	0.5	8		
	广州	11	0.5	6		
	深圳	9	0.5	5		
新一线（15 个）	成都	28	0.5	13	5.7	85
	重庆	38	0.5	17		
	杭州	13	0.5	6		
	武汉	13	0.5	6		
	西安	13	0.5	6		
	天津	16	0.5	7		
	苏州	9	0.5	4		
	郑州	12	0.5	5		
	长沙	9	0.5	4		

	东莞	1	0.5	0		
	沈阳	13	0.5	6		
	青岛	10	0.5	5		
	合肥	9	0.5	4		
	佛山	5	0.5	2		
二线（30 个）	宁波	10	0.45	5	4.0	120
	昆明	14	0.45	6		
	福州	13	0.45	6		
	无锡	7	0.45	3		
	厦门	6	0.45	3		
...						
三线（70 个）	潍坊	12	0.4	5	3.0	210
	扬州	6	0.4	2		
	海口	4	0.4	2		
	汕头	7	0.4	3		
	洛阳	15	0.4	6		
...						
四线（90 个）	常德	9	0.3	3	2.0	180
	锦州	7	0.3	2		
	河源	6	0.3	2		
	淮南	7	0.3	2		
	丹东	6	0.3	2		
...						
五线（128 个）	汉中	11	0.2	2	1.0	128
	自贡	6	0.2	1		
	日喀则	18	0.2	4		
	阳泉	5	0.2	1		
	毕节	8	0.2	2		
...						
合计				2.3	749	

资料来源：《2020 城市商业魅力排行榜》，民政部，国元证券研究所（注：区县级行政区划数量数量截止至 2020 年 12 月 31 日）

## 3.2 加速实现家装家居一体化，驱动第二增长曲线落地

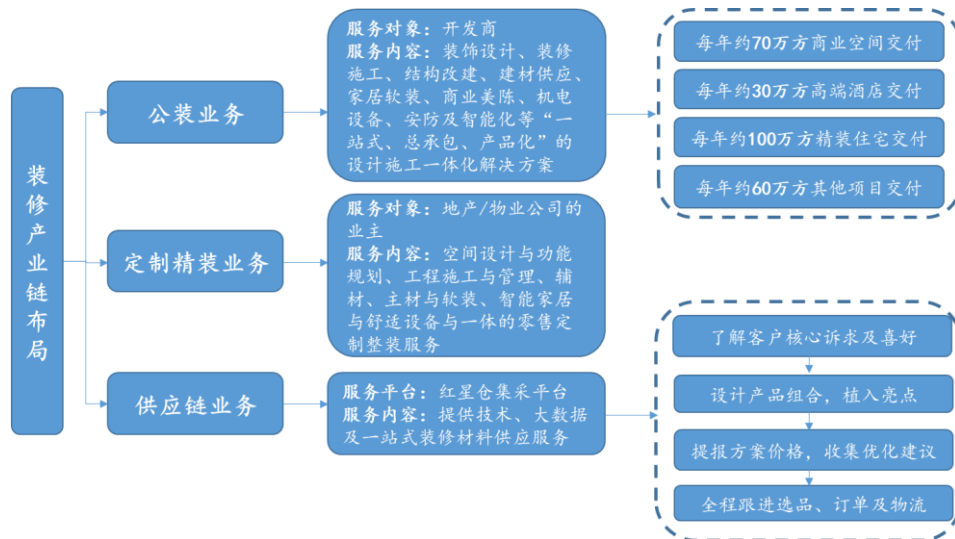
### 3.2.1 抢占前端家装流量入口，家装业务未来可期

通过一站式家装抢占前端家装流量入口，实现家装家居消费一体化。公司于 2019 年成立装修产业集团并将装修业务提升为第一业务，依托三大品牌矩阵“美凯龙空间美学”、“家倍得”、“更好家”加速入局，积极拓展公装业务、定制精装业务及供应链业务，抢占前端家装流量入口。公司依托强大的全品类运营能力，供应链整合能力、渗透全国的实体卖场及数字化的家装业务管理平台，聚焦核心竞争优势，“定制美好”即“一站式”、“全方位智能”、“美学设计”及“极致匠心”，为开发商提供工业化整



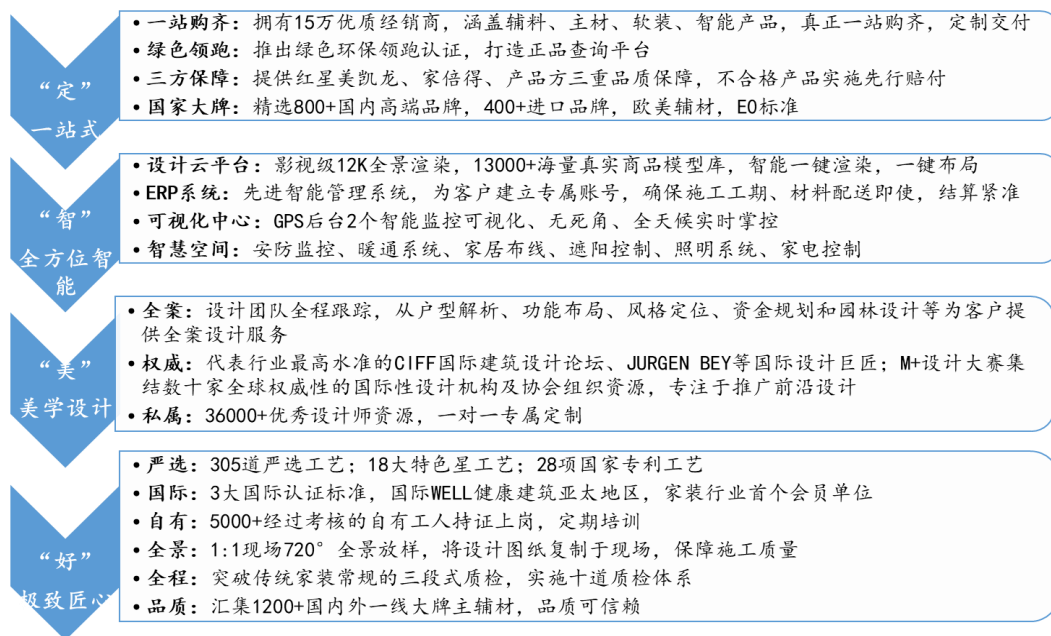
装服务，为中高端客户从设计、施工到主材、家具、软装、智能家居的一站式家装服务，为消费者打造“选装修、买家居，都在红星美凯龙”的一站式、个性化、高品质的家装家居一体化，加速推进公司第二增长曲线落地。

图 60：公司家居装修产业链布局



资料来源：公司官网，国元证券研究所

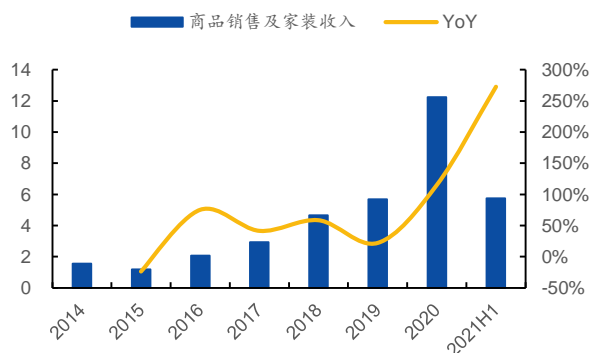
图 61：公司家装业务核心竞争优势为“定智美好”



家装业务增速亮眼，成果初现未来可期。拆分家装相关服务及商品销售收入主要分为：①家居装饰及家具产品的线下零售及线上平台 B2C 销售；②家居设计及装修工程服务。从收入看，2021H1 公司商品销售及家装收入 5.74 亿，同比大幅增长 273%，

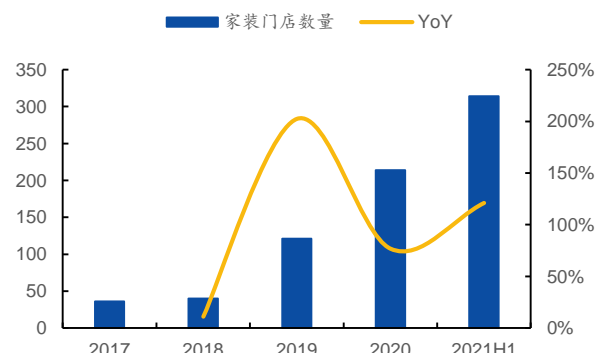
占总营收比重为 7.65%，较去年同期比重大幅提升 4.63pct；从家装门店数量看，2021H1，全国家装门店数量达 314 家，同比增长 121%，已覆盖全国 200 余城市。家装业务向产业链的上游延伸前置，未来收入增长潜力较大，一方面，为实体家居卖场和入驻商户引流，另一方面，可摊薄家装、卖场及品牌销售环节的获客成本，协同效应显著，保证公司从家居拓展至家居家装一体化水到渠成。

图 62：2014-2021H1 公司商品销售及家装收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 63：2017-2021H1 公司家装门店数量及增速（单位：家）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

### 3.2.2 自研智能家装设计云软件，构建全景式家居选购服务平台

设计云软件构建全景式家居选购服务平台，提升消费者体验和设计师效率。设计师在进行家装设计时，通过调取本地化存储的通用设计模型，为顾客设计家装效果图，因此传统家装设计痛点在于制作周期过长、设计图中的产品无法购得及与实际呈现效果差距大。针对这一痛点，公司自主研发了在线智能家装 3D 设计云软件，该软件由铺贴、背景墙、吊顶、衣柜、橱柜五大定制模块构成，依托“全参数化+物理渲染”双引擎为核心技术，叠加大数据、云计算、AI 等技术，凭借影视级渲染水平和真实产品模型，大幅提升消费者体验和设计师效率。

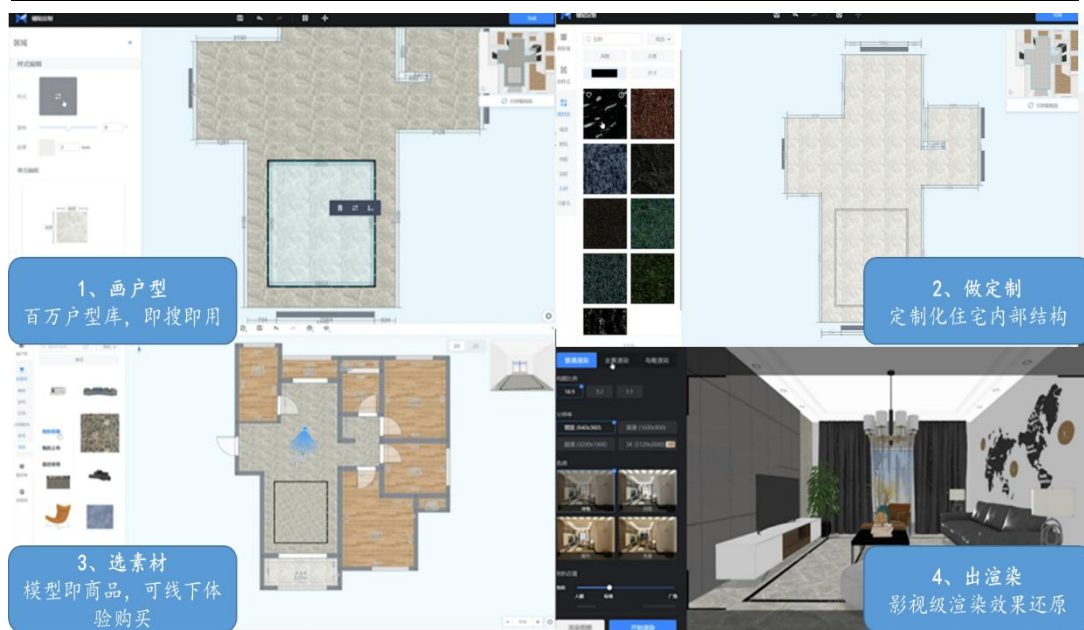
**消费者端：**公司与 1.3 万家品牌商及 4.6 万家经销商密切合作，卖场在售商品供给丰富齐全，设计云将其导入后台软件数据库，3D 云设计依据消费者偏好及需求进行智能适配相对应的可选商品及装修风格，消费者可依托设计云软件展示机器 mDesk 通过裸眼 3D 全景 VR “身临其境”地体验含硬装和软装的场景化装修方案。

**设计师端：**设计师可一键极速渲染生成 12K+720° 全景图及 5K+效果图，并通过分享至“设计云社区”、在线直播及 RTX 视频分享等多种方式实现全渠道内容营销，更为高效地抓取潜在客户，设计师可精准且高效地完成各类复杂设计，满足客户多元化、个性化定制需求。

截至 2020 年底，设计云已渗透至全国 80 万小区户型图，24 万真实产品模型，使用设计师及导购超 11 万。与此同时，利用设计云平台软件打通从设计至购买商品的全链路服务已在多个城市渗透推广，2020 年，公司已与上海多家知名中大型装修公司达成合作，设计云带动相关产品销售额达到数百万。



图 64：智能家装 3D 设计云软件使用四个步骤



资料来源：美凯龙设计云官网，国元证券研究所

### 3.3 积极探索新零售，融合线上渠道加深主业护城河

#### 3.3.1 与腾讯战略合作，打造家居智慧营销平台 IMP

2018 年 10 月，公司与腾讯建立战略合作，共同推出全球家居智慧营销平台 IMP（Intelligent Marketing Platform），并基于全球家居智慧营销平台 IMP 自研、数字营销工具—筋斗云，将美凯龙升级为拥有全域引流和私域运营能力的“超级流量场”，实现在家居行业全场景、全角色、全链路、全渠道、用户全消费生命周期的营销跨越式升级。我们将从五个层面论述家居智慧营销平台 IMP 对会员营销的消费全周期、个性化、精细化运营实现数字化赋能：

##### （1）数据营销层面

聚焦升级“活动营销”、“流量运营”、“营销管理”三大版块的核心数字化营销工具，通过数据管理平台 DMP（Data Management Platform）打通公司会员体系数据、腾讯体系数据以及其他数据源，实现获取流量线索后的筛选、触发、分发、沉积的全闭环流程，精准触达消费者，真正打造从“人找货”转型至“货找人”的家居智慧营销新生态。截至 2020 年底，IMP 已为 9 大品类、200 余家头部家居品牌、2 万多名经销商提供 DMP 广告投放服务，转化率显著提高，此外，2020 年全年平均获客成本较去年同比下降 41%，并且连续 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，实现从线上引流到线下承接的全链路高效率营销。

##### （2）社交营销层面

打造团新家全域营销模式，其形式为甄选优质商品和商家，组建优质联盟，通过线上线下及公域私域共同蓄客，扩大客资池，并将其与直播深度捆绑，在活动预热期间为消费者讲解玩法、介绍商品，临近活动落地期，通过加码权益将前期深度潜客转化至线下，促进提升商家产品曝光率并提升用户联单率。此外，以家居行业全民社交营销平台为基础，将微信等社交平台作为主力阵地，引入对消费者有影响力并掌握家居行业精准流量的达人，精准切入家居消费者的社交场景，形成业内首个 B2C2C 的营销传播及蓄客阵地。2020 年，全民营销平台涵盖近 25 万家装设计师、家装 KOL 及卖场导购，为卖场活动、品牌日活动、联盟活动等引流参团超 198 万人。此外，社群矩阵由全国 353 万精准家装用户的 28000 个中高端楼盘业主群构成，依托高转化、高复购特征大幅提升公司家装家居用户人均消费额，社群渠道人均消费额比非社群渠道高 47%，为家居集团大促、品类节活动、尖选王牌等活动引流超 103 万人，以低成本实现社交传播。

### （3）内容营销层面

创建家居达人内容创作生态圈，通过微信、抖音、微博、视频号、知乎、今日头条小红书等 11 个自媒体平台运营家居行业社交矩阵，以平台流量赋能达人，达人创作内容，内容推动转化，输出内容涵盖家居美学、高端家装案例、选购攻略、知识讲堂、品牌联动、家装问答等多类形式。2020 全年曝光次数达 25 亿，阅读总量近 1 亿，创造近 5500 万元传播价值（以 CPM22 元/千计），公司官微数次登顶清博大数据指数家居行业排行榜，官方服务号在家装行业榜排名由 2019 年的第六位上升至第三位。

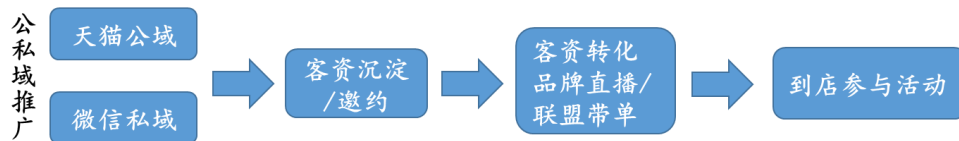
### （4）直播营销层面

构建直播营销矩阵，以最短的营销链路为入驻商家进行线上推广、种草及优化转化效率。2020 年，公司拥有约 5000 位家装家居专业主播，共开播约 7.8 万场，其中与央视网合作的“惊喜狂欢夜”等全国超大规模级直播 12 场，刷新 10 项行业直播纪录，并多次斩获淘宝直播家居行业总观看及每小时观看第一名，同时，公司通过搭建星直播平台，彻底化解客流留存率低、数据不闭环等营销痛点，整体直播营销效率大幅提升 300%。

### （5）智慧营销层面

推出家居行业首个精准到个人的智能化流量绩效评估体系，通过智能化管理系统进行实时“计件制”的流量运营及激励机制，通过对 22 个大项、57 个节点工作的紧密管控，为商场、品牌商、经销商提供可视化的全程数据报表，聚焦会员复购率的提升，持续迭代提升促销活动流量运营效率。

图 65：公司团新家全域营销模式



资料来源：公开信息整理，国元证券研究所

图 66：公司与腾讯合作打造家居智慧营销平台 IMP



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 67：2018 年双 11 全国市场成交额突破 160 亿，同比去年双 11 增长 550%

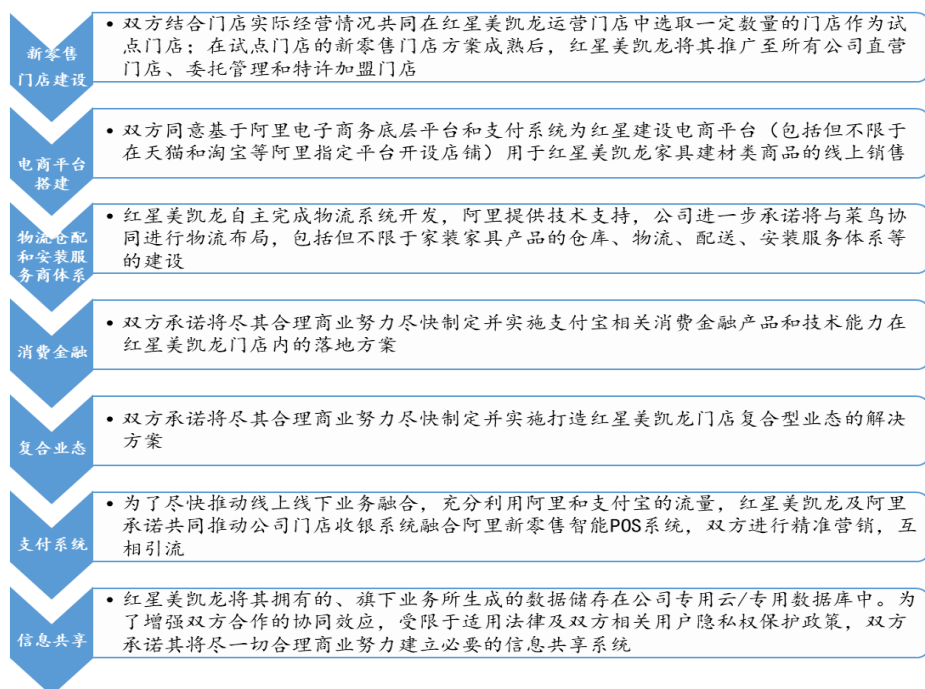


资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 3.3.2 与阿里强强联合，推动线上线下一体化

2019 年 5 月，公司引入阿里巴巴作为战略投资人，旨在将阿里在新零售领域先进的技术支持与经营理念引入到线上线下一体化平台，共同探索公司的泛家居消费产业链服务，双方从七大领域展开具体合作，具体包括新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融、复合业态、支付宝系统以及信息共享。

图 68：公司与阿里在七大领域具体合作内容



资料来源：公司官网，国元证券研究所

天猫旗下“家居同城新零售”项目是与阿里巴巴战略合作的关键环节，其主阵地为天猫平台的“红星美凯龙官方旗舰店”（简称“天猫同城站”）。天猫同城站使用 LBS 技术（Location Based Services）进行本地化服务承接及商品展示，基于消费者地理位置向其线上推送所在区域的本地化数字卖场页面，当消费者进入天猫同城站页面后，后台系统自动生成所在城市的美凯龙线下卖场商品及服务信息，消费者足不出户即可通过图文、视频、三维场景等多类渠道了解、咨询或选购商品，选中特定商品后，消费者拥有线上直接购买或到附近门店购买两种方式选择，此外，还可以同步选取延长保修期、花呗分期付款等增值服务，下单后可选择亲自去线下商场自提商品或由品牌经销商配送及上门安装。综上所述，天猫同城站实现了家居同城商品的“上架、订单、支付、服务”线上线下一体化，持续推动公司线下卖场与阿里巴巴在新零售领域的深度融合。

天猫同城站线上线下联动营销效果显著，各项业绩表现处于行业领先地位。截至 2021H1，天猫同城站覆盖 28 城、73 家商场，数字化升级 271 家商场，覆盖品牌商家 16000 家，上线商品近 69 万件，同城站站内流量达 4256 万，其中商品独立访客数达 4111 万。2021 年天猫 618 活动期间，公司全域销售额达 86.3 亿，线上引导销售额达 27.5 亿，消费人数同比增长 31%，天猫同城站线上商品访客数同比增长 108%，并引导成交金额同比增长超 500%。此外，公司积极推动商家线上直播卖货，2021H1 淘宝直播销售订单约 2 万单，同比增长 186%，总开播数达 102307 场，总观看人数达 4219 万，线上引导成交达 15.9 万单，天猫同城站成为家居行业内规模最大的内容生产机构，各项业绩表现均处于行业领先地位。



图 69：天猫同城站使用 LBS 技术进行本地化服务承接及商品展示



资料来源：公司淘宝官方旗舰店，国元证券研究所

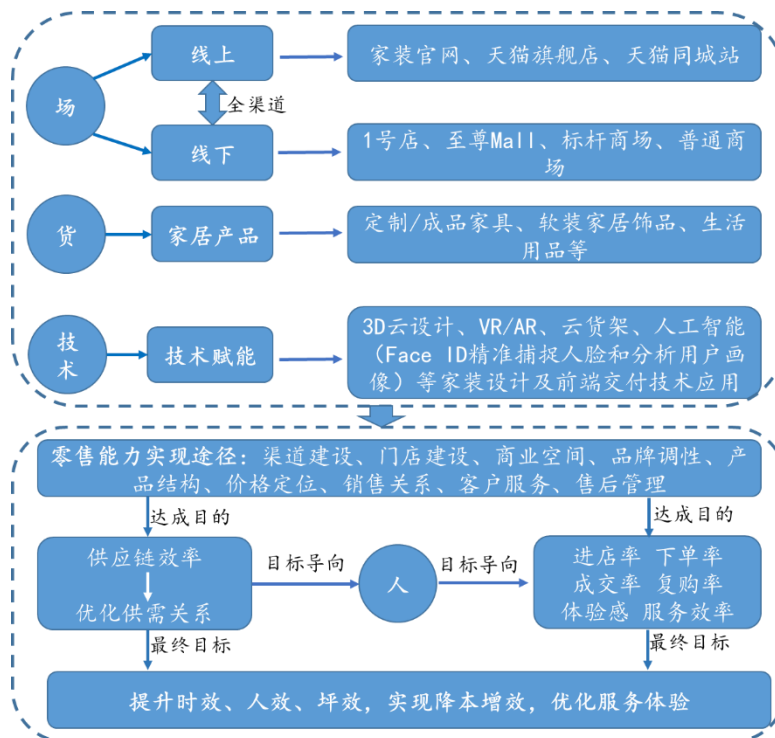
图 70：天猫同城站各项业绩表现处于行业领先地位



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**构建人货场三位一体家居新零售图谱，深度沉淀运营效果。**一方面，以数字化技术赋能线下商场布局业态，升级传统家居卖场的消费体验，构建集品牌升级、场景化体验、系统化采购等功能于一体的新店态，依托对实体卖场及电商购物平台等多端口的用户数据沉淀，进行用户画像洞察，在充分了解顾客诉求的基础上，以多维度营销精准触达目标群体，实现从活动引入、咨询互动、吸引到店、转化成交及复购联购的全链路、全场景、全周期的精细化运营。另一方面，以全域消费者的数据反哺实体卖场，进一步驱动零售终端产品结构优化及营销效率，在合适的“场”，将特定的“货”，卖给正确的“人”，构建家居新零售图谱，最终实现提高人效、时效、坪效的目标。

图 71：通过人、货、场及技术实现家居行业新零售途径及达成效果



资料来源：国元证券研究所

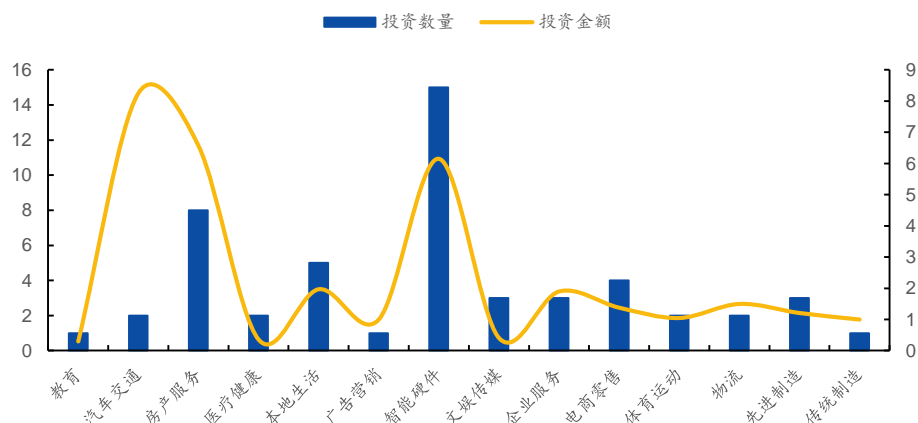
### 3.4 剥离非主业轻装上阵，有效推进降杠杆政策

#### 3.4.1 股权投资收获丰硕，产投协同输入现金流

公司战略投资版图分为两个层面，家居产业链内，布局涉及家居家装产业链上下游的龙头企业，家居产业链外，布局以新时代、新消费人群及新家庭场景为土壤的新消费品牌。根据 IT 桔子统计，截止 2022 年 3 月 24 日，公司投资领域广泛，涉及教育、汽车交通、房产服务、医疗健康、本地生活、智能硬件、文化传媒、企业服务、电子商务、体育运动、物流、先进制造、生产制造等方面，其中智能硬件领域布局较多，投资金额达 6.15 亿，投资数量达 15 起。



图 72：公司近年来在各个领域投资金额及投资数量（单位：亿元）



资料来源：IT 桔子，国元证券研究所（注：数据统计截止至 2022 年 3 月 24 日）

家居产业链内股权投资进入获益期，产投协同持续输入现金流。根据桔子 IT 统计，自 2013 年以来，公司在家居产业链上下游已投资了家居制造（欧派家居）、家居卖场（银座家居）、智能家居（云丁科技、UIOT 超级智慧家）、装修设计（打扮家、三维家）及家具家电（麒盛科技、德施曼）等领域。近年来，公司在产业链中的股权投资收获颇丰，2017 年欧派家居上市，2019 年，麒盛科技上市，同年奥普家居获得 IPO 批文，并于 2020 年上市，根据公司公告披露，2018-2021H1，公司获得分红来自于欧派家居（3338 万）、奥普家居（1600 万）、麒盛科技（1152 万）、中旗新材料（412 万）及梦百合（108 万），公司于家居产业链内的股权投资有望持续受益，未来将继续依托产投协同为公司降杠杆提供现金保障。

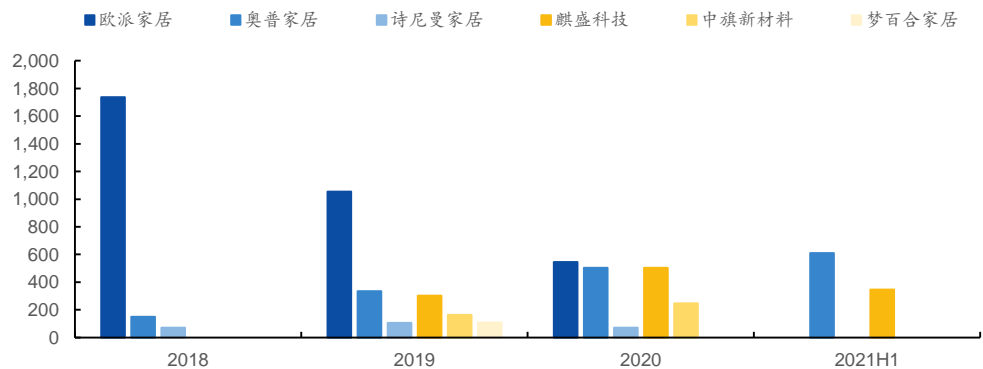
表 10：公司近年来投资涉及家装产业链部分公司列示

时间	公司	领域	轮次	总融资额
2013/12/25	欧派家居	知名家具制造品牌	A 轮	2.54 亿人民币
2016/3/4			B 轮	未透露
2015/9/3	酷漫居	智能家居产品研发商	战略投资	数千万人民币
2016/11/2	停简单	停车服务的解决方案服务商	B 轮	数亿人民币
2016/12/21	蓝海科技	提供智能化音视频技术管理及智能家居管理等服务	新三板定增	8415 万人民币
2016/12/22	云丁科技	智能家居、智能生活硬件技术公司	B+轮	5100 万人民币
2017/1/11	打扮家	综合性的 VR 家装平台	A 轮	4000 万人民币
2017/4/5	UIOT 超级智慧家	全屋无线智能家居系统	A 轮	数千万人民币
2018/11/23	康力优蓝 CANBOT	服务型机器人研发制造应用解决方案供应商	B 轮	未透露
2017/9/8	居家通	家居家装物流、维修、保养服务的 O2O 平台	B 轮	5000 万人民币
2018/2/1	麒盛科技	智能卧室家具产品研发商	战略投资	2 亿人民币
2018/3/21	德施曼	智能指纹锁研发商	B 轮	数亿人民币
2018/11/2			B+轮	1 亿人民币
2018/3/27	三维家	3D 在线家居设计平台	B 轮	3 亿人民币
2018/7/11	佰丽爱家	整体橱柜、衣柜、浴柜等全屋定制的生产、研发及销售	战略投资	5000 万人民币

2018/9/11	开装建筑	装配式装修服务提供商	A 轮	4000 万人民币
2018/9/28	智谛科技	智能家居产品研发商	战略投资	未透露
2018/11/27	海马洗衣	互联网洗衣服务品牌	天使轮	数千万人民币
2019/5/3	亿田智能厨电	厨房电器生产商	B 轮	未透露
2019/5/5	造梦者净化器	智能空气净化器研发商	战略投资	未透露
2019/5/10	欧瑞博 ORVIBO	专注物联网、智能家居、智能硬件技术公司	C 轮	1.3 亿人民币
2019/7/18	银座家居	家居连锁企业	战略投资	未透露
2021/4/16	住逻辑	软装整体解决方案供应商	A 轮	数千万人民币
2021/9/18	城市湾流	公寓社区运营商	天使轮	未透露

资料来源：IT 桔子，国元证券研究所（注：数据统计截止至 2022 年 3 月 24 日）

图 73：2018-2021H1 公司获得部分股权分红（单位：万元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

### 3.4.2 剥离非核心资产叠加定增落地，步入降杠杆通道

**剥离非主业资产，优化资产结构。**2021 年 3 月 28 日，远洋资本以 10.3 亿战略入股红星企发及其下属红星地产板块，获取红星企发 18% 的股权；5 月 14 日，红星美凯龙将红星融资租赁和红星商业保理两家全资子公司出售给红星控股，对价达 12 亿；6 月 2 日，天津远川受让红星美凯龙持有 7 家物流公司 100% 股权，资产总价为 25 亿；11 月 6 日，旭辉永升受让美凯龙物业 80% 股权，转让价款为税前金额 6.96 亿。2021 全年，公司出售旗下公司股权五次，交易总额超 90 亿，转让子公司涉及物流、地产板块，均不属于核心主业。公司通过剥离和出售非核心资产，进一步降低负债率，将优质资源聚焦于家居板块，实现轻装上阵。

表 11：公司出售旗下公司股权（单位：亿元）

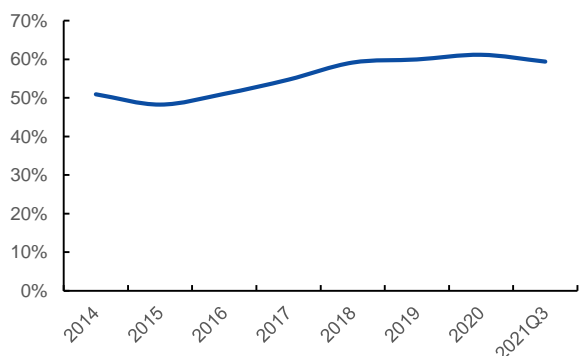
时间	卖方	买方	资产	交易额
2021/3/28	红星美凯龙控股	远洋资本	红星企发 18% 股权	10.3
2021/5/14	红星美凯龙家居	红星控股	红星融资租赁、红星商业保理 100% 股权	12.09

2021/6/2	红星美凯龙家居	远洋资本	7家物流子公司100%股权及全部借款债权	23.43
2021/7/18	红星美凯龙控股	远洋集团及远洋资本	红星地产70%股权	40
2021/10/15	红星美凯龙家居	昶辉永升服务	美凯龙物业80%股权	6.96

资料来源：公司公告，国元证券研究所

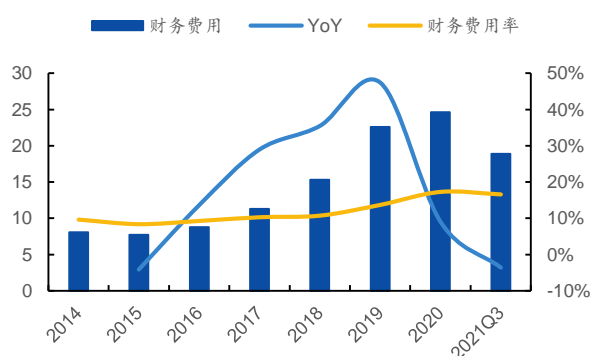
**定增顺利落地，降杠杆成效显著。**2021年10月，公司发布定增公告，披露此次非公开发行股票数量约4.5亿股，募集资金总额37亿，发行对象包括财通基金、诺德基金、阿里巴巴（成都）软件技术有限公司等17名，募资用途方面，约20亿资金将定向用于偿还债务，其余资金用于建设优化现存项目，此次定增是继2018年A股上市之后的首次股权再融资，与发债等融资方式相比，定增更利于改善公司有息负债和财务杠杆。2021Q3，公司资产负债率、有息负债率、财务费用率分别同比下降1.8pct、5.8pct、3.93pct，预计定增完成后，公司财务杠杆将持续得以优化。根据投资者开放日管理层披露，公司计划2021年减少有息债务30-50亿，并在未来每年减少20-30亿有息债务，以达到三年合计压降100亿债务的目标，希望在三年内将资产负债率降至50%左右，计息负债率降至25%，未来继续坚定推进降杠杆举措。

图 74：2014-2021Q3 年公司资产负债率



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 75：2014-2021Q3 年公司财务费率（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1 关键假设及盈利预测

#### 关键假设：

**(1) 自营相关业务：**为公司提供内生增长动力，租金及管理收入特点为可预测性强且较为稳定，基于自营商场卡位一二线城市优质战略区位且出租率保持较高水平，毛利率稳中略升，预测 2021-2023 年自营相关收入同比增长 18%/12%/12%，2021-2023 年自营相关业务毛利率为 77.00%/77.30%/77.60%。

**(2) 委管相关业务：**拓展公司外延收入边界，以轻资产模式实现渠道下沉，基于委管商场为公司在低线城市扩展版图的主要方式，毛利率因低线城市收费标准较低而趋于稳中略降趋势，此外，2021 年受疫情及地产调控影响，施工进度有所放慢致使前期咨询费受到一定影响，预测 2021-2023 年委管相关收入同比增长 0%/3%/5%，

2021-2023 年自营相关业务毛利率为 59.50%/59.20%/59.30%。

**(3) 商品销售及家装业务：**公司于 2019 年年成立装修产业集团并将装修业务提升为第一业务，未来作为公司第二增长曲线重点发展，预测 2021-2023 年商品销售及家装业务收入同比增长 20%/18%/15%，2021-2023 年商品销售及家装业务毛利率为 21.40%/21.20%/21.00%。

**(4) 其他主营业务：**预测 2021-2023 年其他主营业务收入同比增长 8%/9%/10%，2021-2023 年其他主营业务毛利率为 44.80%/45.00%/45.20%。

**表 12：公司分业务收入及毛利预测（单位：百万元）**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>自营相关</b>					
自营相关收入	7798.76	6682.41	7885.25	8831.48	9891.25
YoY	8.80%	-14.31%	18.00%	12.00%	12.00%
毛利率	78.78%	76.56%	77.00%	77.30%	77.60%
占总收入比重	47.35%	46.94%	49.58%	50.50%	51.20%
<b>资管相关</b>					
资管相关收入	4702.25	3580.47	3580.47	3687.88	3872.27
YoY	12.58%	-23.86%	0.00%	3.00%	5.00%
毛利率	65.45%	59.84%	59.50%	59.20%	59.30%
占总收入比重	28.55%	25.15%	22.51%	21.09%	20.05%
<b>商品销售及家装</b>					
商品销售及家装收入	569.00	1224.01	1468.81	1733.19	1993.17
YoY	22.03%	115.12%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	22.64%	21.88%	21.40%	21.20%	21.00%
占总收入比重	3.45%	8.60%	9.24%	9.91%	10.32%
<b>其他主营业务</b>					
其他主营业务收入	3399.23	2749.58	2969.54	3236.80	3560.48
YoY	39.96%	-19.11%	8.00%	9.00%	10.00%
毛利率	40.70%	44.73%	44.80%	45.00%	45.20%
占总收入比重	20.64%	19.31%	18.67%	18.51%	18.43%

资料来源：公司公告，国元证券研究所预测

#### 盈利预测：

我们预计公司在 2021-2023 年实现营业收入 159.04、174.89、193.17 亿元，同比增速分别为 11.71%、9.97%、10.45%，实现归母净利润 20.83、27.53、34.50 亿元，同比增速分别为 20.36%、32.16%、25.34%，对应 EPS 为 0.48、0.63、0.79 元/股，对应 PE 为 17、13、10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 13：公司盈利预测（单位：百万元）**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16469.24	14236.46	15904.06	17489.35	19317.18

收入同比 (%)	15.66	-13.56	11.71	9.97	10.45
毛利	10,733.63	8,756.29	9,846.70	10,833.95	11,999.77
毛利同比 (%)	13.87%	-18.42%	12.45%	10.03%	10.76%
归母净利润	4479.68	1730.58	2082.85	2752.64	3450.19
归母净利润同比 (%)	0.05	-61.37	20.36	32.16	25.34

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 4.2 估值

公司作为连锁家居卖场龙头,我们选取喜临门、富森美及居然之家三家泛家居公司,另外,基于公司具备一定地产属性,我们选取新城控股、大悦城、金融街三家地产公司,根据 Wind,2022 年家居与地产板块可比公司一致预期平均 PE 分别为 14.70 倍、6.13 倍,基于公司具有家居卖场龙头的领先优势,我们给予公司 2022 年 16 倍 PE,对应目标价为 10.11 元。

表 14: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	PE		
		(单位: 元)	(单位: 百万元)	2021E	2022E	2023E
泛家居						
603008.SH	喜临门	31.49	12,199.79	22.27	17.10	13.19
002818.SZ	小商品城	4.82	26,467.94	19.96	17.01	15.33
000785.SZ	居然之家	4.33	28,270.73	11.58	9.98	8.76
	平均			17.94	14.70	12.43
地产						
601155.SH	新城控股	27.24	61660.09	3.68	3.27	2.96
000031.SZ	大悦城	4.11	17616.75	10.64	9.53	8.41
000402.SZ	金融街	5.78	17276.01	6.22	5.60	4.68
	平均			6.85	6.13	5.35

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测(喜临门、富森美、居然之家、新城控股、大悦城、金融街盈利预测均采 Wind 一致预期,基于 2022 年 3 月 24 日收盘价)

## 5.风险提示

### (1) 公司数字化及新零售转型不及预期

扩展性业务与传统业务的经营模式有所不同,而公司可能不具备丰富经验与专业知识来有效推进数字化及新零售转型等扩展性业务;

### (2) 委管商场拓店不及预期

若新项目在拿地及建设过程中进程推进困难,致使储备项目未能以预期进度开业,将对公司委管商场拓店及业绩增长产生负面影响;

### **(3) 房地产市场波动影响家居行业**

若宏观经济增速放缓，中国房地产市场景气度下行，可能对家居装饰及家具行业的市场需求产生负面影响，从而影响公司经营业绩。

### **(4) 投资性房地产公允价值波动过大风险**

公司投资性房地产采用公允价值模式后续计量，与同业 A 股上市公司普遍采用成本模式计量的方式缺乏可比性，公允价值变动损益占利润总额的比例较大，公司投资性房地产公允价值的波动可能会对公司未来的经营业绩产生较大影响。

### **(5) 流动负债偿债的流动性风险**

若融资环境发生变化，公司持续融资能力受限制或未能及时、有效地做好短期负债的偿债安排，面临的偿债压力会对其经营活动产生不利影响。



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	13954.45	15136.78	18076.14	19199.23	20126.65
现金	7229.24	6511.09	8774.35	9597.65	9694.00
应收账款	1805.66	1934.83	2161.46	2376.91	2625.33
其他应收款	710.01	1524.65	1621.49	1470.04	1887.31
预付账款	340.72	323.63	368.31	412.49	463.50
存货	330.98	328.30	353.06	405.64	456.77
其他流动资产	3537.83	4514.29	4797.46	4936.49	4999.74
<b>非流动资产</b>	108339.97	116411.14	116934.96	119402.69	120630.24
长期投资	3654.28	3703.90	3461.43	3606.53	3590.62
固定资产	897.50	2737.97	2773.23	2379.39	1876.16
无形资产	449.26	343.77	313.48	281.54	247.89
其他非流动资产	103338.94	109625.51	110386.82	113135.22	114915.58
<b>资产总计</b>	122294.42	131547.92	135011.10	138601.92	140756.90
<b>流动负债</b>	27767.95	31638.85	29891.12	32515.29	34288.05
短期借款	3387.89	3448.37	3714.59	3571.40	3598.63
应付账款	1476.37	2085.33	1931.23	2267.08	2581.63
其他流动负债	22903.68	26105.15	24245.30	26676.80	28107.80
<b>非流动负债</b>	45541.62	48811.23	48204.34	46035.23	42641.53
长期借款	15919.63	22212.43	19886.42	17257.30	14229.16
其他非流动负债	29622.00	26598.80	28317.93	28777.93	28412.37
<b>负债合计</b>	73309.57	80450.08	78095.47	78550.52	76929.58
少数股东权益	3270.21	3534.62	3834.62	4134.62	4434.62
股本	3550.00	3905.00	4354.73	4354.73	4354.73
资本公积	4239.98	3648.12	6876.75	6876.75	6876.75
留存收益	36441.53	38289.51	40372.36	43125.00	46575.19
归属母公司股东权益	45714.64	47563.22	53081.01	55916.78	59392.69
<b>负债和股东权益</b>	122294.42	131547.92	135011.10	138601.92	140756.90

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4093.98	4159.73	6058.05	5959.15	6177.58
净利润	4686.24	2064.08	2382.85	3052.64	3750.19
折旧摊销	259.91	372.98	365.67	391.44	395.88
财务费用	2260.08	2464.42	2381.60	2155.06	1906.82
投资损失	-786.44	-222.02	-411.43	-410.79	-379.54
营运资金变动	-1729.05	-903.68	298.85	758.81	793.99
其他经营现金流	-596.76	383.96	1040.52	11.99	-289.75
<b>投资活动现金流</b>	-4082.77	-4851.80	-1120.78	-1426.27	-998.64
资本支出	4320.28	2897.05	-406.94	-455.64	-281.29
长期投资	-247.79	-842.39	2148.14	2446.59	1952.68
其他投资现金流	-10.28	-2797.15	620.42	564.68	672.76
<b>筹资活动现金流</b>	-849.68	-181.90	-2674.01	-3709.58	-5082.60
短期借款	-1778.76	60.48	266.22	-143.19	27.22
长期借款	1613.26	6292.80	-2326.01	-2629.12	-3028.14
普通股增加	0.00	355.00	449.73	0.00	0.00
资本公积增加	-250.04	-591.86	3228.63	0.00	0.00
其他筹资现金流	-434.14	-6298.32	-4292.59	-937.27	-2081.69
<b>现金净增加额</b>	-838.39	-875.03	2263.26	823.30	96.35

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	16469.24	14236.46	15904.06	17489.35	19317.18
营业成本	5735.61	5480.17	6236.79	6984.94	7848.77
营业税金及附加	429.04	377.41	422.86	461.43	511.79
营业费用	2290.93	1693.77	2226.57	2273.62	2511.23
管理费用	1751.87	1680.86	2067.53	2186.17	2318.06
研发费用	38.21	36.04	39.14	37.79	37.65
财务费用	2260.08	2464.42	2381.60	2155.06	1906.82
资产减值损失	-45.73	-333.17	-300.00	-100.00	0.00
公允价值变动收益	1632.07	494.13	500.00	320.00	400.00
投资净收益	786.44	222.02	411.43	410.79	379.54
<b>营业利润</b>	6197.15	2946.06	3227.38	4146.15	5118.06
营业外收入	46.08	57.94	47.51	50.51	51.98
营业外支出	40.15	189.85	126.66	118.89	145.13
<b>利润总额</b>	6203.08	2814.15	3148.22	4077.77	5024.91
所得税	1516.84	750.07	765.38	1025.12	1274.72
<b>净利润</b>	4686.24	2064.08	2382.85	3052.64	3750.19
少数股东损益	206.56	333.50	300.00	300.00	300.00
<b>归属母公司净利润</b>	4479.68	1730.58	2082.85	2752.64	3450.19
EBITDA	8717.15	5783.45	5974.65	6692.64	7420.76
EPS (元)	1.26	0.44	0.48	0.63	0.79

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.66	-13.56	11.71	9.97	10.45
营业利润(%)	1.08	-52.46	9.55	28.47	23.44
归属母公司净利润(%)	0.05	-61.37	20.36	32.16	25.34
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.17	61.51	60.78	60.06	59.37
净利率(%)	27.20	12.16	13.10	15.74	17.86
ROE(%)	9.80	3.64	3.92	4.92	5.81
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.95	61.16	57.84	56.67	54.65
净负债比率(%)	39.71	46.69	41.25	39.38	36.44
流动比率	0.50	0.48	0.60	0.59	0.59
速动比率	0.49	0.47	0.59	0.58	0.57
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.14	0.11	0.12	0.13	0.14
应收账款周转率	5.67	4.69	4.85	4.82	4.83
应付账款周转率	4.69	3.08	3.11	3.33	3.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.40	0.48	0.63	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.96	1.39	1.37	1.42
每股净资产(最新摊薄)	10.50	10.92	12.19	12.84	13.64
<b>估值比率</b>					
P/E	7.76	20.08	16.68	12.62	10.07
P/B	0.76	0.73	0.65	0.62	0.59
EV/EBITDA	-3.81	-5.74	-5.56	-4.96	-4.48

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188