



Research and
Development Center

运营提质增效，连锁家居龙头再起航

—美凯龙(601828)公司深度报告

2022 年 06 月 09 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师	罗岸阳 家电行业首席分析师
S1500522020003	S1500520070002
lihongpeng@cindasc.com	luoanyang@cindasc.com

证券研究报告

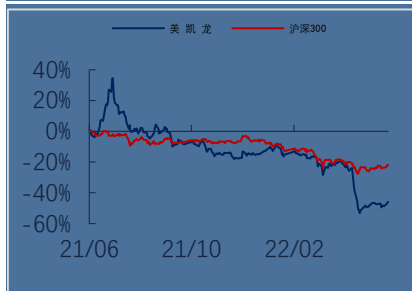
公司研究

公司深度报告

美凯龙(601828)

投资评级 买入

上次评级 无评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	5.55
52 周内股价波动区间(元)	13.80-4.80
最近一月涨跌幅(%)	6.13
总股本(亿股)	43.55
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	241.25

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

运营提质增效，连锁家居龙头再起航

2022 年 06 月 09 日

报告内容摘要：

◆**红星美凯龙是全国领先的连锁家居商场，多年稳居行业第一。**公司创立至今已有 30 余年历史，引领家居消费从单纯的“买家居”，过渡到“逛家居”、“赏家居”时代，并升级打造线上线下一站式购物平台。截止 22Q1 公司经营 94 家自营商场，280 家委管商场，储备项目有 20 家筹备中自营商场，计划建筑面积约 301 万平方米，筹备委管商场 325 家。公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的 17.5%，稳居龙头地位。

◆**家居连锁行业稳健增长，自营+委管分级布局双轮驱动。**家居零售行业中长期受益于居民消费水平与城镇化率长期提升，一二线城市翻新及二手房需求驱动行业持续发展，下沉市场新房装修需求仍为主流，家居零售有望持续挖潜。据弗若斯特沙利文数据，预计 2021-2026 年中国家居零售连锁 CAGR 有望达 7.6%，至 2026 年规模可达 1.13 万亿元。2016-2021 年公司零售额占连锁家具商场份额从 11.82% 提升至 17.5%，并积极通过自营+委管分别挖掘一二线城市+下沉市场空间持续扩大份额。

◆**“轻资产、重运营、降杠杆”推进，带动运营效率持续优化。**1) **轻资产：**公司委管模式在下沉市场占比约 70%，委管商场助力公司实现区域补位并以轻资产模式实现下沉市场的快速渗透。2) **重运营：**公司推动三大店态、九大主题馆建设，聚焦品类精细化运营与坪效提升，推动商场租金结构健康增长。3) **降杠杆：**目标实现资产负债率降低、经营现金流稳健、资本开支下降，2021 年公司资产负债率为 57.4%，同比下降 3.7pct，同时 2019-2021 年间经营性现金流保持增长趋势，以资本支出为主的投资现金流流出保持下降趋势。

◆**扩展性业务蓬勃发展，打造第二增长曲线。**公司拓展性业务包括同城新零售与家装。1) **新零售：**2019 年与阿里合作共拓新零售，以天猫同城新零售为核心形态，形成商场的线上线下联动，通过一年五次购物节及“超级品类节”打造家居营销 IP。同时公司着力建设全域引流，通过优化微信、抖音、小红书等多平台投放矩阵，打造对商户的线上线下一体化服务闭环。2) **家装：**家装作为家居零售前端流量入口，公司近年来积极布局打造家装家居一体化，2021 年依托线下商场网络，家装门店已覆盖全国 200 余个城市，累计开设 253 家门店，2016-2021 年公司商品销售及家装收入 CAGR 达 45%。公司通过“家倍得”、“更好家”、“振洋”等多层次家装品牌打造覆盖差异化市场，并着力打造技术中台，在家装系统、数字化建设等方面持续投入深耕家装业务。

◆**公司长期壁垒稳固不可复制，首次覆盖给予“买入”评级。**公司在“轻资产、重运营、降杠杆”的新发展战略下持续夯实龙头地位，经营壁垒稳固不可复制，并向下沉市场网络扩张；同时，随着公司同城零售线上线下一体化、家装家居一体化的拓展性业务布局深化，未来发展值得期待。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 22.28 亿元、25.64 亿元、28.49 亿元，同比分别增长 8.8%、15.1%、11.1%，目前(2022/6/8)股价对应 2022 年 PE 为 11x，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**房地产周期波动风险、投资性房地产公允价值变动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	14,236	15,513	16,404	18,095	19,528
增长率 YoY %	-13.6%	9.0%	5.7%	10.3%	7.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,731	2,047	2,228	2,564	2,849
增长率 YoY%	-61.4%	18.3%	8.8%	15.1%	11.1%
毛利率%	61.5%	61.7%	62.2%	61.8%	61.2%
净资产收益率ROE%	3.6%	3.8%	4.0%	4.4%	4.7%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.47	0.51	0.59	0.65
市盈率 P/E(倍)	12.52	11.80	10.85	9.43	8.48
市净率 P/B(倍)	0.46	0.45	0.43	0.41	0.40

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 08 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
一、公司概况：中国连锁家居商场领军者.....	7
1.1 公司简介.....	7
1.2 财务概况.....	9
二、业务分析：家居连锁基本盘稳健，扩展性业务助力增长.....	10
2.1 家居连锁大有可为，自营+委管双轮驱动.....	10
2.1.1 行业：家居零售稳健增长，连锁商场优势凸显.....	10
2.1.2 公司：自营+委管分级布局，深化运营稳固基本盘.....	14
2.2 扩展性业务稳步发展，家装家居一体化持续升级.....	18
2.2.1 同城新零售：天猫同城站线上线下一体化，打造全域营销平台.....	18
2.2.2 家装：多品牌运营，打造家装家居一体化.....	21
三、盈利预测与投资评级.....	23
四、风险因素.....	25

表 目 录

表 1：家装品牌差异化布局.....	22
表 2：利润预测简表.....	24
表 3：分季度财务数据.....	24
表 4：可比公司估值表.....	25

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：截止 2021 年底美凯龙店面覆盖情况.....	8
图 3：2019-2021 年营业收入构成.....	8
图 4：2014-2021 年公司主要业务收入（百万元）.....	8
图 5：2014-2021 年收入及同比增长情况.....	9
图 6：2014-2021 年扣非归母净利润及同比增长情况.....	9
图 7：公司毛利率下滑主要由于收入结构变化所致.....	9
图 8：公司分业务毛利率情况.....	9
图 9：公司期间费用率情况.....	10
图 10：公司分业务扣非归母净利率情况.....	10
图 11：现金流情况逐年改善.....	10
图 12：公司资产负债率转降.....	10
图 13：居民人均可支配收入复合增速为 7.84%.....	11
图 14：城镇化水平稳步提升.....	11
图 15：商品房销售面积增长趋于平缓.....	12
图 16：家居零售市场与房地产销售情况呈现脱钩趋势.....	12
图 17：2021 年全国及一二线城市新房装修对应家居需求占比.....	12
图 18：二手房销售额占比有所提升.....	12
图 19：2021 年连锁商场在家具商场业态的规模占比约为 42%.....	13
图 20：家居商场销售额稳健增长.....	13
图 21：2021-2026 年预计连锁家居商场销售额复合增速为 7.6%.....	13
图 22：龙头企业在连锁家居卖场中占比较高.....	14
图 23：2021 年公司零售额市占率提升为 17.5%.....	14
图 24：自营商场数量稳健增长.....	14
图 25：自营商场年净新开店数量有所放缓.....	14
图 26：委管商场数量不断攀升.....	15
图 27：委管商场年净新开店数量有所放缓.....	15
图 28：公司出租率维持在 90%以上.....	15
图 29：公司成熟门店同店增长基本在 6%左右.....	15
图 30：2021 年自营商场一、二线城市面积占比超 80%.....	16
图 31：2021 年委管商场三线及其他城市面积占比 69%.....	16
图 32：2021 年家居市场消费规模分城市结构.....	16
图 33：2021 年美凯龙商场面积分城市结构.....	16
图 34：三线及其他城镇居民人均可支配收入/商品住宅成交均价高于一二线城市.....	17
图 35：公司三大店态示意图.....	17
图 36：公司“重运营”经营计划具体内容.....	18

图 37: 红星美凯龙天猫同城站于 2019 年启动	19
图 38: LBS 技术推送本地化卖场商品	19
图 39: 2021 年双 11, 九大品类专场成绩显著	20
图 40: 2021 年双 11, 九大品类专场造势	20
图 41: 公司“超级品类节”示意图	20
图 42: 营销方面, 公司致力于打造全域营销平台	21
图 43: 2014-2019 年中国家装行业产值 CAGR 为 8.21%	21
图 44: 预计 2021-2026 年中国住宅装修产值 CAGR 为 7.9%	21
图 45: 2016-2021 年商品销售及家装收入 CAGR 为 46.34%	22
图 46: 家装门店数量稳步提升	22
图 47: 新一代家装平台系统建设项目	23

投资聚焦

投资逻辑:

存量房时代家居连锁行业稳健增长，自营+委管分级布局双轮驱动。家居零售行业中长期受益于居民消费水平与城镇化率长期提升，进入存量房时代，一二线城市翻新及二手房需求驱动行业持续发展，下沉市场新房装修需求仍为主流，家居零售有望持续挖潜，预计 2021-2026 年家居零售连锁 CAGR 为 7.6%，到 2026 年规模可达 1.13 万亿元。2016-2021 年公司零售额占连锁家具商场份额从 11.82% 提升至 17.5%，并积极通过自营+委管分别挖掘一二线城市+下沉市场空间持续扩大份额。

“轻资产、重运营、降杠杆”推进，带动运营效率持续优化。1) 轻资产：公司委管在下沉市场占比约 70%，委管商场助力公司实现区域补位并以轻资产模式实现下沉市场的快速渗透。2) 重运营：公司推动三大店态、九大主题馆建设，聚焦品类精细化运营与坪效提升，推动商场租金结构健康增长。3) 降杠杆：目标实现资产负债率降低、经营现金流稳健、资本开支下降，2021 年公司资产负债率为 57.4%，同比下降 3.7pct，同时 2019-2021 年间经营性现金流保持增长趋势，以资本支出为主的投资现金流流出保持下降趋势。

扩展性业务蓬勃发展，打造第二增长曲线。公司拓展性业务包括同城新零售与家装。1) 新零售：19 年公司阿里合作共拓新零售，以天猫同城新零售为核心形态，形成商场的线上线下一体化，通过一年五次购物节及“超级品类节”打造家居营销 IP。同时公司着力建设全域引流，通过优化微信、抖音、小红书等多平台投放矩阵，打造对商户的线上线下一体化服务闭环。2) 家装：家装作为家居零售前端流量入口，公司近年来积极布局打造家装家居一体化，2021 年依托线下商场网络，家装门店已覆盖全国 200 余个城市，累计开设 253 家门店，2016-2021 年公司商品销售及家装收入 CAGR 达 45%。公司通过“家倍得”、“更好家”、“振洋”等多层次家装品牌打造覆盖差异化市场，并着力打造技术中台，在家装系统、数字化建设等方面持续投入深耕家装业务。

盈利预测与投资评级:

公司长期壁垒稳固不可复制，首次覆盖给予“买入”评级。公司在“轻资产、重运营、降杠杆”的新发展战略下持续夯实龙头地位，经营壁垒稳固不可复制，并向下沉市场网络扩张；看好公司在同城零售线上线下一体化、家装家居一体化的拓展性业务布局策略。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 22.28 亿元、25.64 亿元、28.49 亿元，同比分别增长 8.8%、15.1%、11.1%，目前股价对应 2022 年 PE 为 11x，处于历史估值较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

一、公司概况：中国连锁家居商场领军者

红星美凯龙是全国领先的连锁家居商场，创立至今已有 30 余年历史。2021 年年报公司提出“轻资产、重运营、降杠杆”的发展目标，稳步推进主营及扩展性业务。2021 年公司在核心自营商场与拓展性业务驱动下稳健增长，实现营业收入 155.13 亿元，同比增长 8.97%，扣非净利 16.58 亿元，同比增长 42.62%；2022Q1 实现收入 33.75 亿元，同比增长 1%，扣非净利 4.76 元，同比增长 15.3%。

1.1 公司简介

美凯龙是国内领先的全渠道泛家居业务平台服务商。公司历史可追溯至公司创始人车建兴于 1986 年创办的家具作坊，公司逐步从家居家具商场运营发展转型为综合线上线下的家居产业链综合运营商。30 多年来，从最初的第一代商场到目前的第九代“红星美凯龙家居艺术设计博览中心”，引领家居消费从单纯的“买家居”，过渡到“逛家居”、“赏家居”时代，并升级打造线上线下一站式购物平台。**公司主要经历了三个发展阶段：**

2000-2009 发展起步期：2000 年，公司在上海开设了第一家红星美凯龙家具卖场，开始在全国各地的自营商场扩张，相继在北部、西部、南部等主要一、二线城市开设自营商场，2009 年，公司累计家居装饰商场数量达 50 家，为首家运营 50 个家居装饰及家具商场的公司。

2010-2018 自营+委管商场快速扩展期：继 2007 年开设首家委托管理商场以来，公司采取自营+委管双轮驱动的商场开设策略，开设加速在全国的商场扩张。

2010 年公司开设委管商场数量（46 家）首次超过自营（33 家），轻资产的模式得到验证。2010-2016 年公司以自营及委管模式平均每年新开商场数量达约 20 家。2015 年公司登陆港交所，2018 年公司登陆 A 股，借助市场资金优势巩固全国家居卖场龙头地位并继续扩张，2016-2018 年公司平均每年新开设商场数量达约 50 家。在快速扩展期，轻资产委管商场数量的增长成为主要驱动。

2019-至今：新零售+家装业务打造第二增长曲线：2019 年公司引入战略投资人阿里巴巴，助力公司打造线上线下一体化家居新零售平台，在消费者引流、商户经营赋能、互联网营销等方面进行传统线下卖场的数字化升级。同时，以家装为主的扩展性业务开始加速发展，通过在商场内开设自营家装门店，“一站式”家装打通家装家居消费一体化。

2021 年公司提出“轻资产、重运营、降杠杆”的发展目标，采用轻资产委管模式继续在下沉市场进行网络扩张，稳步推动商场主营业务，夯实公司龙头地位；同时扩展性业务加速发展，聚焦新零售，深耕家装业务。运营方面推动三大店态、九大主题馆布局，助力推进坪效、出租率提升。降杠杆方面，实现资产负债率降低、经营现金流稳健、资本开支下降的目标。

图 1：公司发展历程

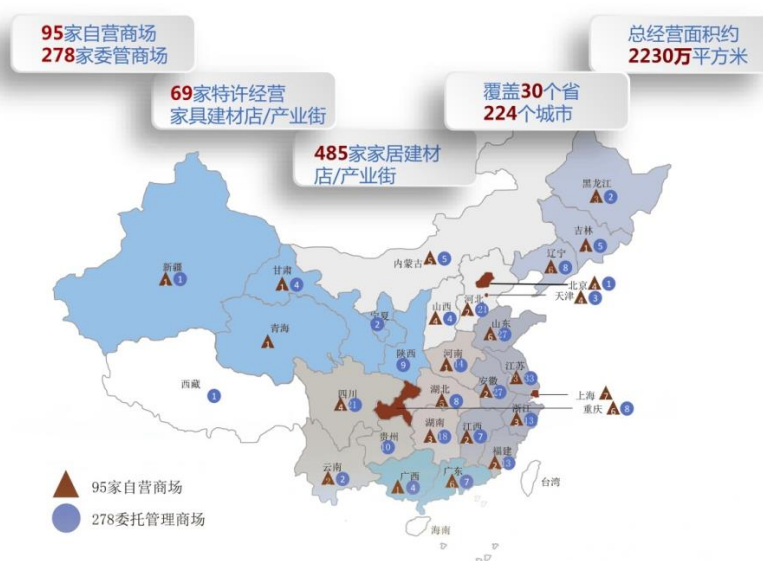


资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

2021 年公司自营+委管商场持续扩展，储备项目充足。截至 2021 年，公司拥有自营商场 95 家（新开 3 家），委托管理商场 278 家（新开 20 家），10 家战略合作商场，69 个特许经营家居建材项目，共包括 485 家家居建材店/产业街，覆盖全国 30 个省中的 224 个城市，总经营面积 22,303,547.50 平方米，自营/委管平均出租率分别为 94.1%/91.4%，商场品牌库拥有的品牌系列数量超过 34900 个。公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的 17.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）市场的 7.4%，稳居行业龙头地位。

截止 22Q1，公司有 20 家筹备中的自营商场（其中自有 16 家、租赁 4 家），计划建筑面积约 301 万平方米（最终以政府许可文件批准的建筑面积为准）。筹备的委管商场中，有 325 个委管签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。

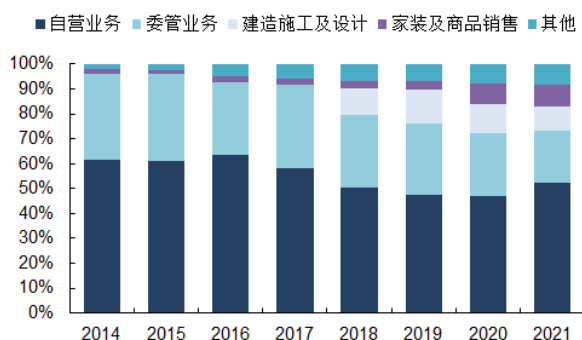
图 2：截止 2021 年底美凯龙店面覆盖情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

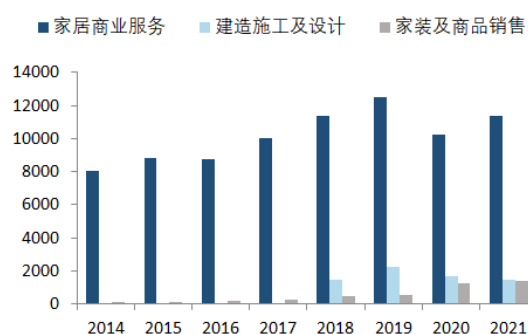
公司业务主要由自营商场、委管商场、建造施工及设计、家装及商品销售四大板块构成。2021 年公司四大板块占比分别为 52%、21%、10%、9%，分别实现收入同比变化+21.1%、-9.0%、-10.2%、+14.0%。在 2014-2021 年公司核心家居商业服务（包括自营和委管）业务以 5.1% 的 CAGR 实现稳健增长。家装及商品销售在 14-21 年以 36.8% 的 CAGR 快速扩大规模，成为公司成长的第二驱动。建造施工及设计业务为公司利用自身丰富经验优势，积极承接部分委管商场业主或者外部商业物业业主的商场建筑安装以及装饰施工业务，自 2018 年计入收入以来业务规模基本保持稳定。

图 3：2019-2021 年营业收入构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2014-2021 年公司主要业务收入（百万元）

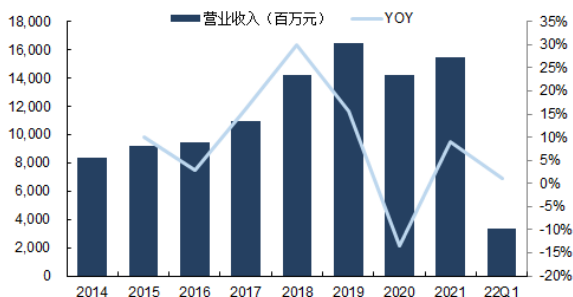


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务概况

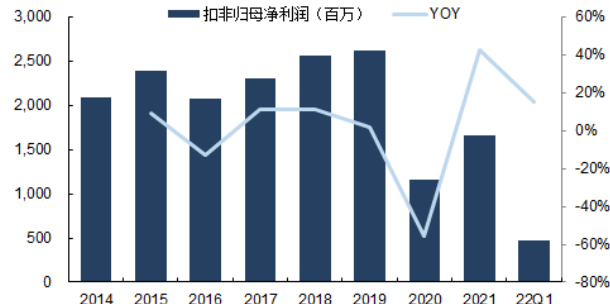
核心商场业务与拓展性业务驱动收入增长稳健。2021 年公司实现营业收入 155.13 亿元，同比增长 8.97%，扣非净利 16.58 亿元，同比增长 42.62%。变动主要系于 2020 年集团推出免租政策及报告期内集团以重运营战略为导向，积极进行品类调整带动单位租金收入和出租率增长所致。2014-2021 年公司收入 CAGR 达 9.3%。2022Q1 公司实现收入 33.75 亿元，同比增长 1%，扣非净利 4.76 元，同比增长 15.3%，其中自营商场收入 11.3% 较快增长，同时期间费用率降低，控费释放净利空间。

图 5：2014-2021 年收入及同比增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2014-2021 年扣非归母净利及同比增长情况

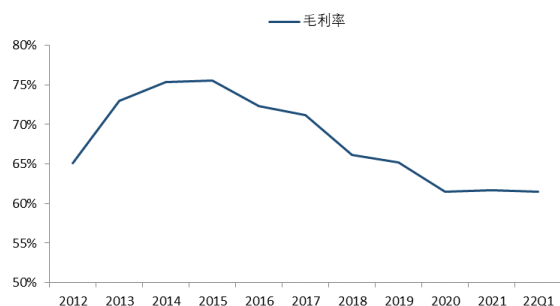


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率变动主要由于收入结构变化所致。公司毛利率在过去几年中持续下滑，主要由于毛利率较高的自营商场业务占比下降导致，2021 年公司毛利率为 61.46%，同比+0.16pct，22Q1 实现毛利率 61.46%，同比-1.05pct，环比+3.68pct，环比改善较为显著。

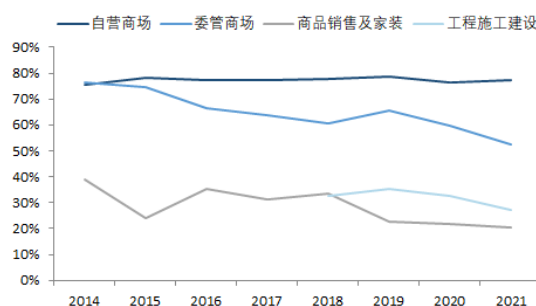
公司核心自营商场业务毛利率总体保持稳定在 77% 左右，22Q1 实现毛利率 76.1%，同比+1.8pct，在疫情退租影响消化后表现稳健。委管商场业务毛利率呈现下滑趋势，主要由于拓展人员人工成本上升以及委管业务部分收入具备不确定性所致，包括：项目前期冠名咨询委托管理服务、工程项目商业管理咨询、商业咨询等收入的下滑，而确定性较强的年度冠名咨询委托管理服务收入则保持较稳定的增长。

图 7：公司毛利率下滑主要由于收入结构变化所致



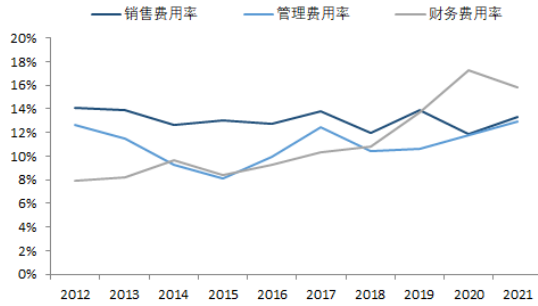
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：公司分业务毛利率情况

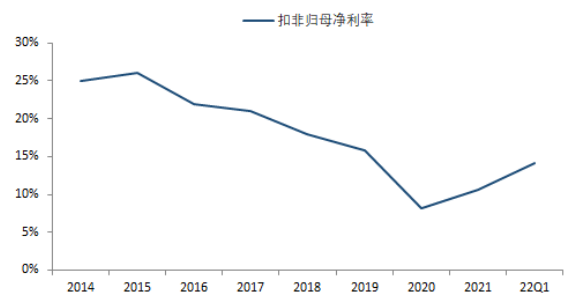


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

期间费用相对稳定，扣非归母净利率改善。2021 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 13.3%、12.9%、15.86%，分别同比变化+1.4pct、+1.1pct、-1.5pct，管理与销售费用上升主要由于 2020 年疫情下品牌宣传、行政费用开支有所缩减，而 2021 年恢复所致。2021 年公司扣非归母净利率 10.69%，同比+2.52pct，22Q1 扣非归母净利率为 14.1%，同比+1.75pct，实现盈利能力边际改善。

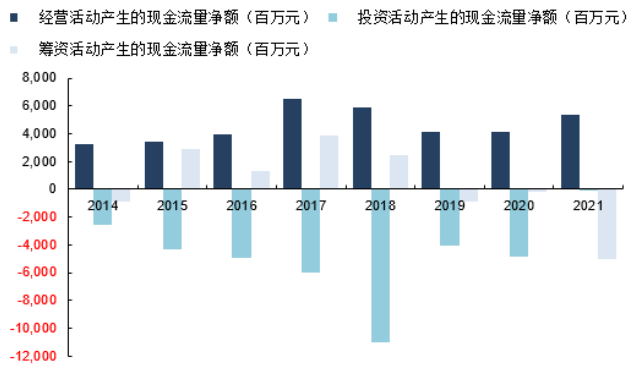
图 9：公司期间费用率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

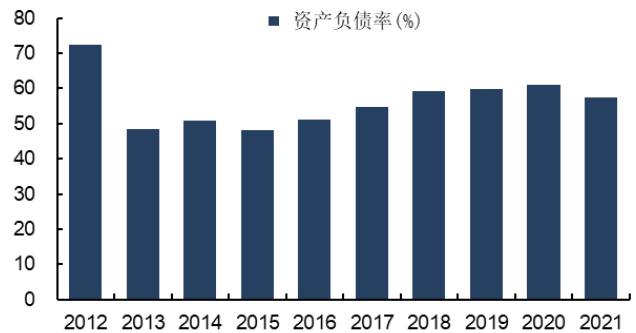
图 10：公司分业务扣非归母净利润率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

深化“降杠杆”经营计划，公司现金流情况逐年改善，资产负债率转降。2021 年公司经营活动现金流实现同比增长 29.35%；投资活动现金净流出显著收窄，主要由于处置子公司及收回相关投资款项增长所致；筹资活动现金流出较大，主要由于收到定增款项，及偿还债务所致。2021 年公司资产负债率为 57.4%，同比下降 3.7pct。公司投资活动现金流出主要为资本性开支，2021 年有所下降，同时经营性现金流在 2019-2021 年间保持增长趋势。未来公司将持续优化资本结构，降低计息负债规模和资产负债率，坚持“降杠杆”战略的落地。

图 11：现金流情况逐年改善


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：公司资产负债率转降


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、业务分析：家居连锁基本盘稳健，扩展性业务助力增长

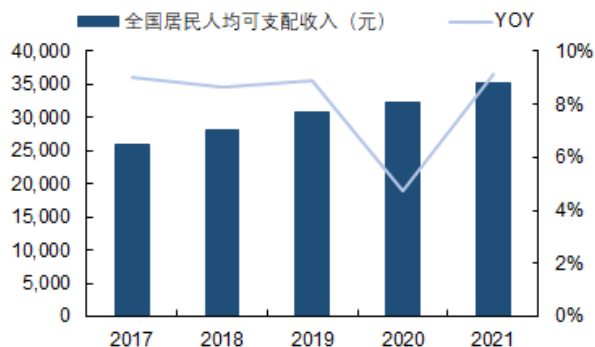
公司业务主要分为家居零售连锁和扩展性业务。家居零售连锁方面，公司占家居零售连锁行业份额从 16 年的 12% 提升至 21 年的 18%，为行业绝对龙头，通过自营+委管分别挖掘一二线城市+下沉市场持续扩大份额。未来在“轻资产、重运营”驱动下，委管深挖下沉市场，运营深化三大店态+九大主题馆聚合全域流量稳健发展。拓展性业务方面，同城零售+家装稳步发展，通过天猫同城馆实现线上线下一体化多渠道营销，通过多品牌运营打造家装家居一体化，同时深化数字化建设，驱动公司二次增长。

2.1 家居连锁大有可为，自营+委管双轮驱动

2.1.1 行业：家居零售稳健增长，连锁商场优势凸显

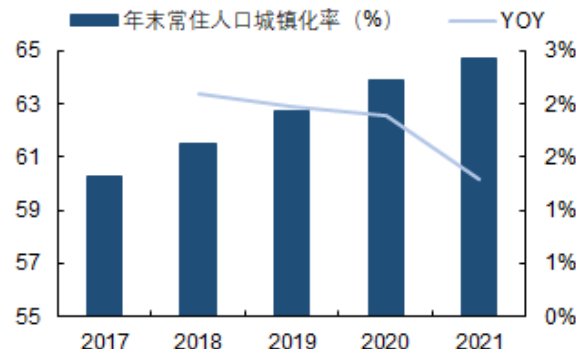
居民收入水平稳健增长，城镇化进程持续推进，带动家居市场消费升级。2021 年我国全国居民人均可支配收入达 3.5 万元，同比增长 9.1%，2017-2021 年 CAGR 为 7.84%。随着疫情后居民收入持续恢复性增长，居民消费需求逐步释放，消费支出恢复性反弹，对住房及家居需求不断提升。2021 年城镇人口占全国人口比重为 64.7%，同比上年提升 0.83pct，城镇化的深化带动居民消费结构全面升级，作为基本生存需要的食品、衣着和其他用品类消费占总消费支出的比重趋于基本稳定，而交通和通信、家庭设备用品及服务支出占比逐渐提高。

图 13：居民人均可支配收入复合增速为 7.84%



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 14：城镇化水平稳步提升



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

一二线城市存量房翻新及二手房家居需求释放，家居行业具备持续发展空间。全国家具零售需求场景主要来有新房装修（53.6%）、交易二手房装修（16.3%）、自住房翻新（16.3%）和其他（如家居日常购买，12.2%）。近年来，从商品房销售面积（即新房装修需求）和家居零售市场规模变化看，两者并未呈现显著相关性，存量房翻新及二手房家居的需求释放驱动家居零售行业增长。据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国家居零售行业规模达 3.48 万亿元，2016-2021 年 CAGR 为 6%，预计 2021-2026 年行业规模将保持 5.9% 的 CAGR，2026 年行业将达 4.64 万亿元。

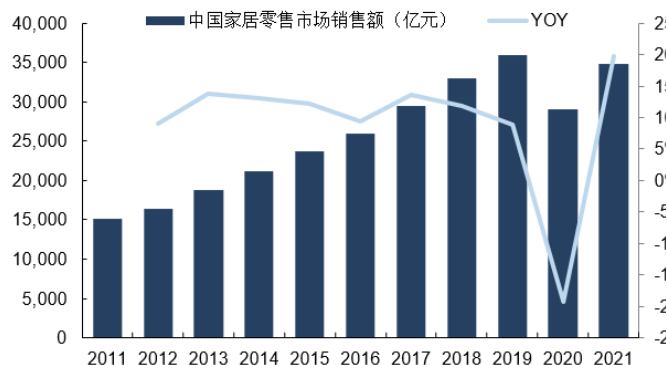
1) 新房装修。2017 年以来，商品房销售面积增长逐渐趋于平缓，新房装修需求随之减弱。目前，全国新房装修需求占比约 54%，而在一线、二线城市新房装修对应家居需求占比分别为 23%、50%，低于全国整体水平，新房装修驱动家居需求影响逐步弱化。

2) 存量房翻新。随着存量房时代的到来，在居民消费水平提升的背景下，存量房翻新需求逐步释放，在追求舒适生活和个性化消费方式驱动下，家庭的二次装饰装修成为消费热点，通常国内家庭的装修周期或家具更换周期在 6-8 年，酒店、会展类公共建筑二次装修频率为 6-8 年/次，也促进了室内外工程装修和办公家具需求。

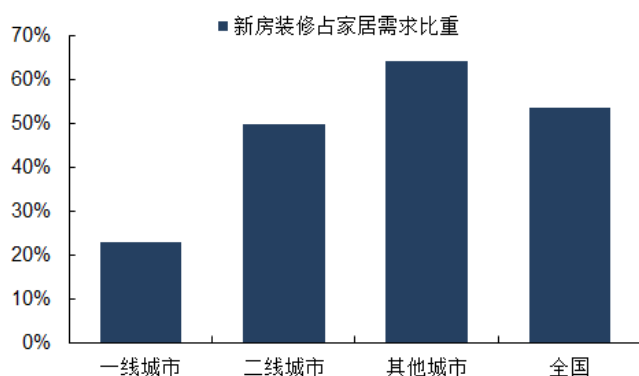
3) 二手房装修。二手房销售额占比近年来呈现提升趋势，2020 年达到 43.7%，交易二手房推动装修升级需求持续增加，在一、二线城市尤为明显。在新房供给放缓、存量房占据主导地位的情况下，家居行业产业规模有望持续平稳扩张。总体看，翻新与二手房装修的存量需求为家居装饰及家具行业带来持续的发展空间。

图 15：商品房销售面积增长趋于平缓

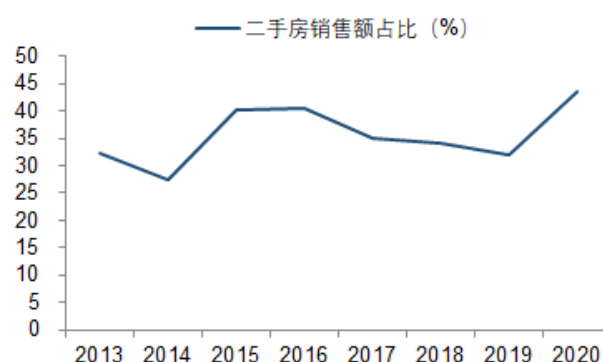

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：家居零售市场与房地产销售情况呈现脱钩趋势


资料来源：公司公告，沙利文，信达证券研发中心

图 17：2021 年全国及一二线城市新房装修对应家居需求占比


资料来源：公司公告，沙利文，信达证券研发中心

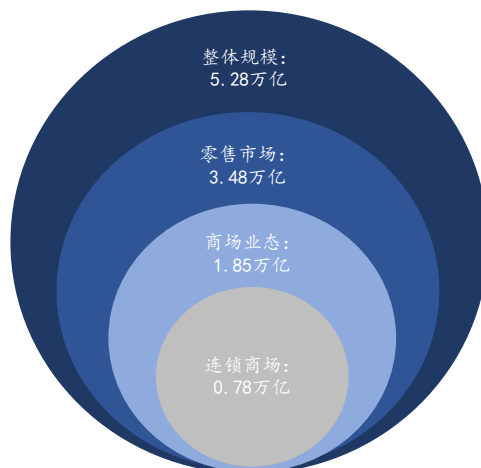
图 18：二手房销售额占比有所提升


资料来源：前瞻产业研究院，贝壳研究院，信达证券研发中心

家居零售行业稳健增长，家居连锁商场业态占比持续提升。2021 年，中国家居零售市场中的商场业态销售额 1.85 万亿元，占整个零售市场比例为 53.16%，2016-2021 年 CAGR 为 3.4%。从商场销售渠道内部看，连锁家居商场凭借规模效应和品牌效应，拥有强大的招商能力和消费者认可度，较非连锁商场具有较大发展优势。2016-2021 年连锁商场销售额不断增长，2021 年行业连锁业态销售额达 0.78 万亿元，CAGR 为 5.5%，占商场销售份额的比重从 16 年的 38.1% 提升至 2021 年的 42.16%，连锁模式逐步成为家具零售商场业态的主流模式。

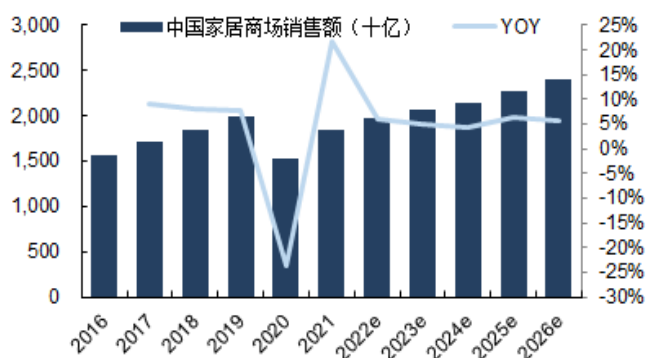
据弗若斯特沙利文数据，预计 2021-2026 年中国家居商场销售额的 CAGR 为 5.4%，其中连锁家居商场的销售额占比将逐步提升至 46.9%，预计连锁业态到 2026 年规模将达 1.13 万亿元，CAGR 达 7.6%。

图 19: 2021 年连锁商场在家具商场业态的规模占比约为 42%



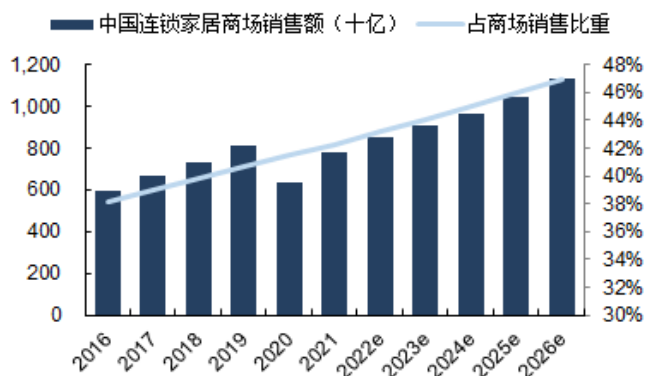
资料来源: 沙利文, 公司业绩说明材料, 信达证券研发中心

图 20: 家居商场销售额稳健增长



资料来源: 沙利文, 公司业绩说明材料, 信达证券研发中心

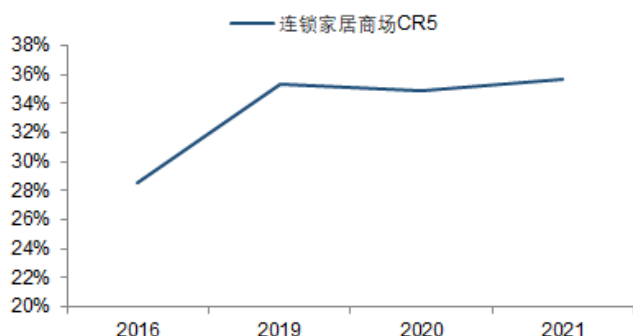
图 21: 2021-2026 年预计连锁家居商场销售额复合增速为 7.6%



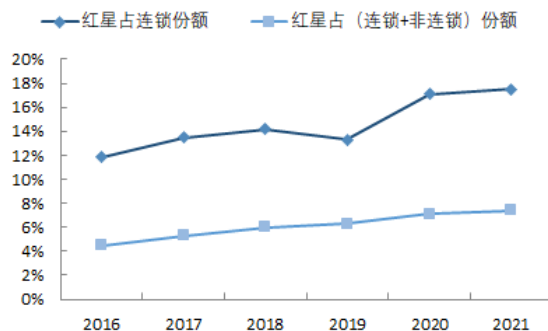
资料来源: 沙利文, 公司业绩说明材料, 信达证券研发中心

连锁家居行业集中化趋势明显, 连锁商场龙头马太效应凸显。2016-2021 年, 中国连锁家居卖场 CR5 从 28.5%逐步提升至 35.7%, 家居商场内部的流量向龙头企业聚集。行业特点叠加竞争优势, 头部具备卖场庞大的商场数量和强大的谈判能力, 能以有利的商业条款吸引优质品牌商户入驻商场并使得品牌组合多元化。此外, 龙头企业以雄厚的资本实力抢占优质地理位置并持续扩张, 阻碍竞争者进入。

作为国内最具影响力的头部家居商场之一, 2016-2021 年红星美凯龙零售额占连锁家具商场份额从 11.82%提升至 17.5%, 占家具商场 (连锁+非连锁) 份额从 4.5%提升至 7.4%, 均保持排名第一。未来随着大型家居商场扩张及城镇化率提升下向下沉市场的不断渗透, 行业将持续整合。

图 22：龙头企业在连锁家居卖场中占比较高


资料来源：公司公告，沙利文，信达证券研发中心

图 23：2021 年公司零售额市占率提升为 17.5%


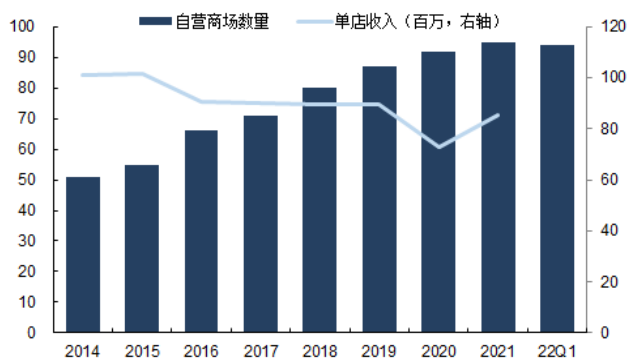
资料来源：公司公告，沙利文，信达证券研发中心

2.1.2 公司：自营+委管分级布局，深化运营稳固基本盘

公司连锁家居商场主要分为自营和委管。自营模式为公司通过自建、购买或者租赁获取经营性物业后统一招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，收取固定的租赁及管理收入。

自营、委管商场整体运营指标稳健。2021 年公司自营、委管收入占比分别为 52%、21%。从商场数量看，自营、委管商场数量分别为 95 家（包括自有 61 家、租赁 29 家、合营联营 5 家）、278 家。从开店速度看，近年来随着覆盖城市逐渐完备，整体开店速度有所放缓，2021 年净新开 3 家自营商场、5 家委管商场；同时储备项目中包含 20 家自营（16 家自有、4 家租赁）与 325 个委管（签约项目，已取得土地使用权证/已获得地块），预计未来将逐步释放贡献增量。

从单店收入看，除了 2020 年疫情免租政策影响外，自营基本保持在 90-100 百万元/家的水平，委管单店收入趋势下滑，主要由于不确定性较强的收入，包括：项目前期冠名咨询委托管理服务、工程项目商业管理咨询、商业咨询等收入的下滑，而确定性较强的年度冠名咨询委托管理服务收入则保持较稳定的增长。从出租率看，除疫情外公司两种模式下的出租率均在 90%以上，商场利用率饱满。从成熟门店同比增速看，近年来成熟门店同比增长基本维持在 6%左右的稳健增长，与家居零售大盘整体增速相对应。

图 24：自营商场数量稳健增长


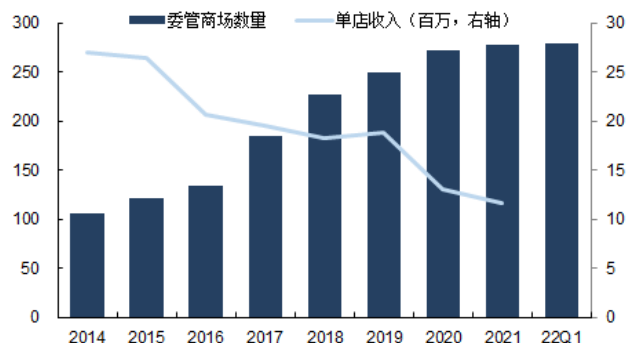
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：自营商场年净新开店数量有所放缓


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

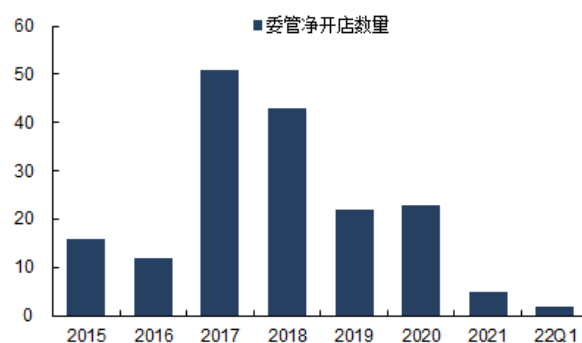
委管模式为公司利用品牌知名度和多年的经营经验,派出管理人员为合作方提供全面的咨询和委管服务,包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及日常经营及管理,并根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目品牌咨询费、招商佣金、商业管理咨询费及委托经营管理费等不同费用。另外,公司对家居建材项目采用特许经营模式,授权合作方采用公司品牌,但公司不再参与运营管理,每年从合作方收取特许经营费和顾问服务费。

图 26: 委管商场数量不断攀升



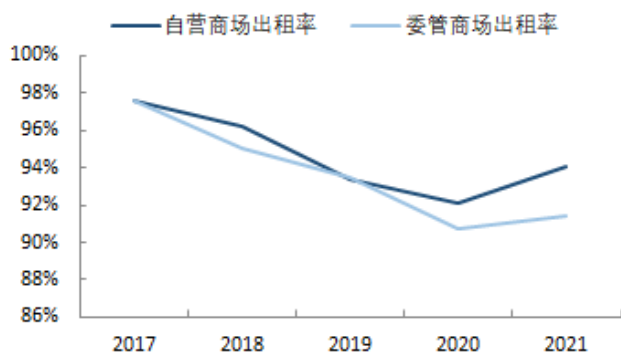
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 委管商场年净新开店数量有所放缓



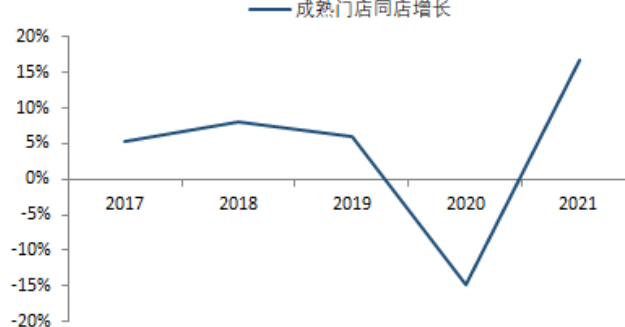
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 公司出租率维持在 90%以上



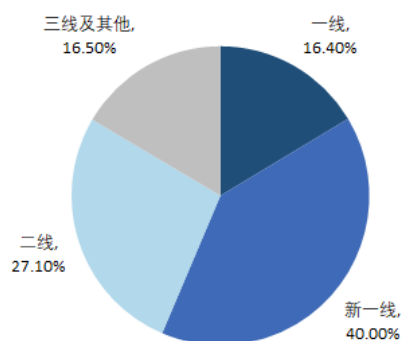
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 公司成熟门店同店增长基本在 6%左右

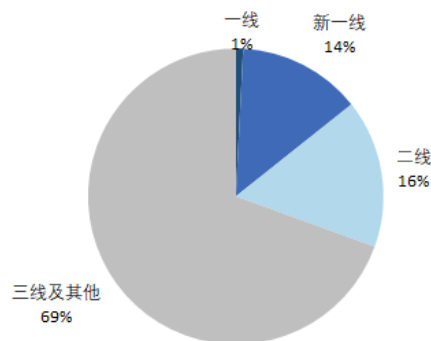


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

自营聚焦一二线城市, 委管拓展下沉市场。综合对比两种模式, 自营为重资产, 需要自行购买或租赁商业用地并建设商场, 公司自营商场在一二线城市占比超 80%, 且分布于当地优势地段, 能够有效打响品牌并巩固市场地位, 并从土地增值获益。委管模式、特许经营为轻资产, 公司委管在下沉市场占比达 69%, 委管商场助力公司实现区域补位并以轻资产模式实现下沉市场的快速渗透。

图 30：2021 年自营商场一、二线城市面积占比超 80%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

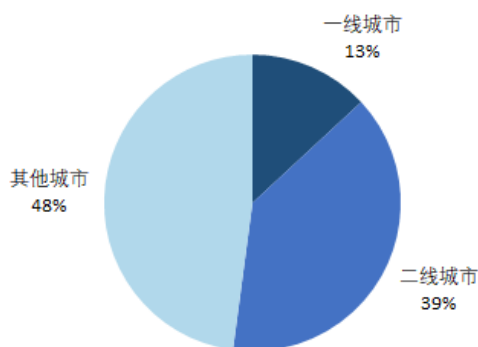
图 31：2021 年委管商场三线及其他城市面积占比 69%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

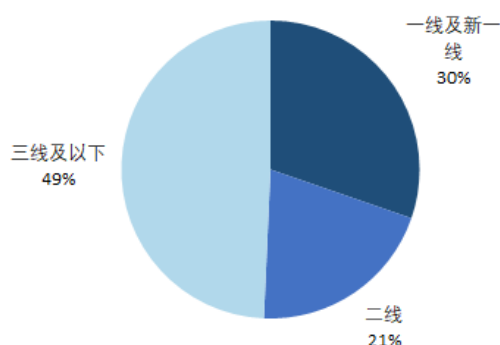
展望未来，公司持续聚焦“轻资产、重运营、降杠杆”经营决策稳步推进公司发展。

➤ **轻资产：下沉市场家居消费力强劲，公司依托委管轻资产模式有望持续挖潜。**

从家居市场整体消费规模分层占比看，一线、二线、其他城市分别占比 13%、39%、48%，目前公司商场面积分布情况与整体消费结构接近。而同时，家居零售行业在下沉市场的发展潜力仍有待进一步挖掘，2017-2021 年，其他城市的人均可支配收入与商品住宅成交均价之比均高于一、二线城市，表明三线及以下城市的居民拥有更加充裕的预算支出进行消费。未来随着渠道带动中、低端家居产品向下渗透，下沉市场有待挖掘的消费潜力巨大。公司通过成熟的品牌及多年积累的委管经验，通过为合作方提供高附加值及稀缺性差异化服务，有望成为引领家居行业下沉的先行者。

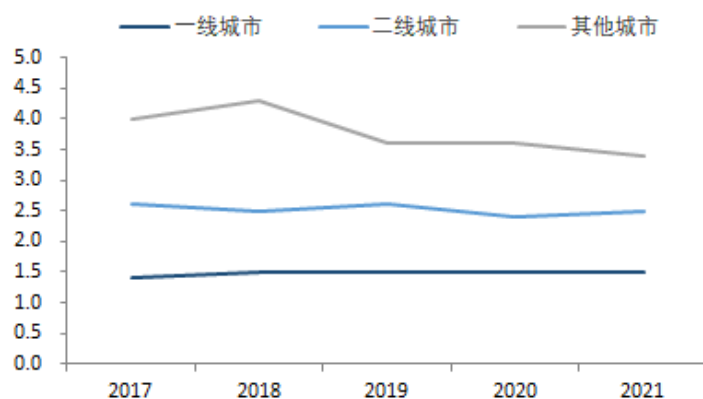
图 32：2021 年家居市场消费规模分城市结构


资料来源：公司公告，沙利文，信达证券研发中心

图 33：2021 年美凯龙商场面积分城市结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34: 三线及其他城镇居民人均可支配收入/商品住宅成交均价高于一二线城市

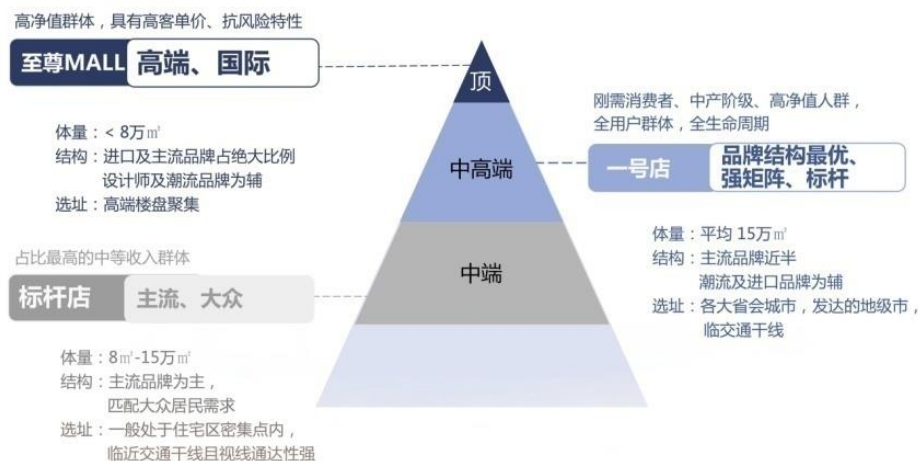


资料来源: 公司公告, 沙利文, 信达证券研发中心

➤ **重运营:** 公司连锁商场业务将持续以多店态并行、主题馆落地、新品类拓展等形式深化运营。

1) **多店态:** 2021 年公司甄选了代表集团战略布局的百 MALL 商场规划, 构建标杆店 59 家、一号店 32 家、至尊 MALL 9 家的层层分级格局, 分别覆盖大众、中产及高净值客户, 并根据不同消费人群的特征对不同层级门店的体量、选址、产品结构进行精细化区分。公司未来 3 年计划开设 100 家潮流家具主题馆, 并推动更多头部品牌进驻红星美凯龙 Top100 Mall。

图 35: 公司三大店态示意图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) **九大主题馆:** 2021 年公司升级了 9 大主题馆战略, 实现智能电器、国际进口、设计客厅、高端定制、软装陈设、系统门窗、精品卫浴、睡眠生活、潮流家具 9 大品类的全面覆盖, 越来越多的品类进入红星美凯龙平台, 丰富商场生态圈的同时也帮助更多的家居品牌实现跨区域市场的拓展。

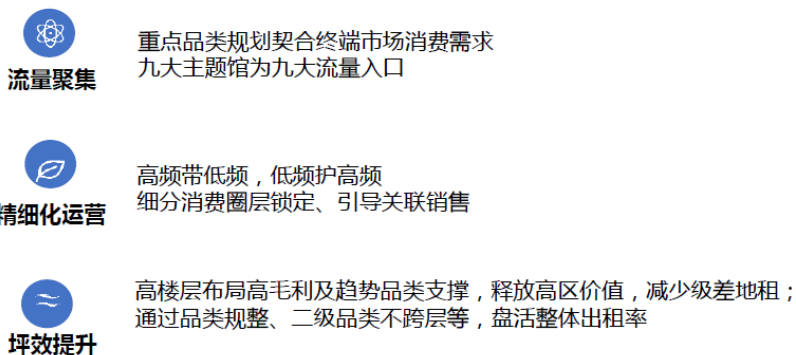
结合拓品类整合模式，积极拓展中高频消费品类商品，提升租赁面积占比，以缩短消费者到店周期盘活到店流量。以智能电器馆为例，打造与传统家电卖场差异化的套系化、场景化、高端化特征，结合丰富有效多元化的消费者触达形式及营销活动，提升了消费者联单购买率及客单值，从而吸引头部及中腰部品牌及经销商进驻商场的积极性，驱动智能电器馆快速多店落地，提升了相关品类租赁面积。

3) 拓品类：细化传统品类，在九大品类之上挖掘具有市场潜力的新品类，进行拓展、延伸，完善场内品类的规整和覆盖。公司将通过将强势品类整层向顶或者向底打造，解决顶层、底层经营氛围问题，并通过跨楼层调整取高定价，缩小楼层价差，从而提升总体收益，并推动商场租金结构健康可持续高增长。

➤ 降杠杆：资产负债率持续降低，减少资本开支。

公司自营商场为重资产投入，采用自有+租赁两种形式，其中自有物业计入投资性房地产科目，租赁物业计入使用权资产科目。2021年公司资产负债率为57.4%，同比下降3.7pct。公司投资活动现金流出主要为资本性开支，2021年有所下降，同时经营性现金流在2019-2021年间保持增长趋势。未来公司将持续优化资本结构，降低计息负债规模和资产负债率，坚持“降杠杆”战略的落地。

图 36：公司“重运营”经营计划具体内容



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 扩展性业务稳步发展，家装家居一体化持续升级

2.2.1 同城新零售:天猫同城站线上线下一体化，打造全域营销平台

公司积极开展同城新零售模式，充分考虑了家居行业“低频高客单、重服务重体验”的特性，在业内开创了线上线下同城零售模式，以推动产业数字化转型。

2019年5月，公司联合阿里巴巴，共同拓展家居新零售领域布局，推动泛家居消费产业链数字化升级。双方从新零售门店建设、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等7大领域展开合作，围绕“做大流量/客资、做好业务闭环、做好六场大促”开展工作，扶持传统品牌商及经销商进行线上运营阵地建设，包括商品上线、营销上线、服务上线、管理上线等，并继续聚焦选品、商品运营、流量承接等数字化运营能力的提升。

天猫“家居同城新零售”是与阿里战略合作的核心环节。家居同城新零售线上的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”。基于 LBS（Location Based Services，基于位置的服务）技术，向用户推送本地化数字卖场的商品展示，用户进入天猫同城站界面后，便可通过图文、视频、三维场景等方式，并咨询选购家居产品。选中特定商品后，用户可采用线上直接购买或预约到附近门店体验后购买两种购买方式，实现家居同城商品“线上展示引流、线下体验消费”的一体化闭环。截止 2021H1，天猫同城站累计上线 28 城 73 家商场，数字化升级覆盖 271 家商场。

图 37：红星美凯龙天猫同城站于 2019 年启动



资料来源：家居装修知识网，信达证券研发中心

图 38：LBS 技术推送本地化卖场商品



资料来源：红星美凯龙官方旗舰店，信达证券研发中心

天猫同城站线上线下联动，购物节活动打造家居营销 IP。

- 1) 2019 年双 11，公司与天猫首次合作双十一活动，线上线下总销售额达 219.86 亿元，同比大增 37.4%；新零售门店 6 城 24 店总销售额 24.93 亿元；新零售门店最高单店销售破 4 亿元，店均销售超 1 亿，居行业榜首。
- 2) 2020 年双 11，天猫数字化卖场累计成交金额突破 151.52 亿元，位列天猫住宅家具、家装主材、全屋定制品类旗舰店销售排名第一。
- 3) 2021 年天猫 618，销售额 86.3 亿，线上引导销售 27.45 亿元，消费人数同比增长 31%，线上访客数同比增长 108%，天猫同城站引导成交金额同比增长超 500%。
- 4) 2021 年双 11，红星美凯龙数字化卖场成交额 172.5 亿元，天猫同城站线上访客同比增长 62.1%，引导成交金额同比增长 43.5%。超 240 座数字化卖场也同步进行相关品类的直播，创下 9 天 341 场的品类直播新纪录，观看人次同比提升 165%，成交订单同比大涨 321%，预计引导销售额 33.53 亿元。
- 5) 2022 年 315FUN 肆嗨购节，得益于海陆空全线协同发力、席卷全球家居品牌夺冠热潮的驱动以及整个大促周期的拉长，整体销售同比劲增 118%，创行业新高。其中家装定单数同比增长 65%，家居留资消费人数同比增长 128.8%，互联网线上流量同比提升 62%。十大品类齐头并进的销售数据增长可见一斑，十大品类的销售数据均实现了超预期增长。

图 39：2021 年双 11，九大品类专场成绩显著



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 40：2021 年双 11，九大品类专场造势



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

在购物节之外，公司积极推动“超级品类节”，助力品类营销常态化。随着主题馆的初步落地，“超级品类节”应运而生，已然成为行业内外极具影响力的品类营销活动。2021 年公司共举办了十二档超级品类节活动，覆盖沙发、家居、厨柜、地板、儿童家居等多元化品类营销专场，实现全域总曝光超 21 亿次，成功打造全国性单品类消费 IP，基于九大品类馆全国范围内的有序落地，“超级品类节”活动使品类营销得以常态化，通过在多个垂直品类的精细化深耕，有助于部位商场对大促活动之外的日常流量运营，进一步提升了消费者对于红星美凯龙品牌的粘性。

图 41：公司“超级品类节”示意图



资料来源：信达证券研发中心整理

打造全域营销平台，全方位引流，聚焦社群营销、数字化精准营销、直播、会员营销、楼盘营销等 8 大流量运营渠道。在线上化运营能力的加持下，公司以最短的链路打造线上线下一体化服务闭环，加速助力品牌商家提升从线上推广、线下承接到转化的营销效率。公司通过优化微信、抖音、小红书等多平台投放矩阵，优化线上流量采买布局，通过统一客资分发系统，对数据进行追踪，实现流量二次分发，精准匹配至商户。底层营销依靠萤火引

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

擎，降低原先的使用门槛，对终端商户和导购更易操作可用。

2021年7月，在数字精准营销方面公司与字节跳动旗下的两大2B平台“巨量引擎”及“火山引擎”联手启动“双擎计划”，探索基于家居行业场景下的营销新模式。通过整合商场、品牌工厂、商户端资源，与字节跳动深度合作，持续优化媒介组合结构、流程、工具应用及后链路承接，内容端强化平面、短视频等生产能力。

图 42：营销方面，公司致力打造全域营销平台

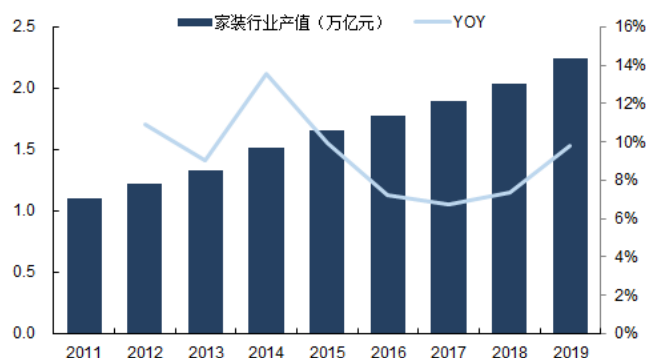


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.2 家装:多品牌运营，打造家装家居一体化

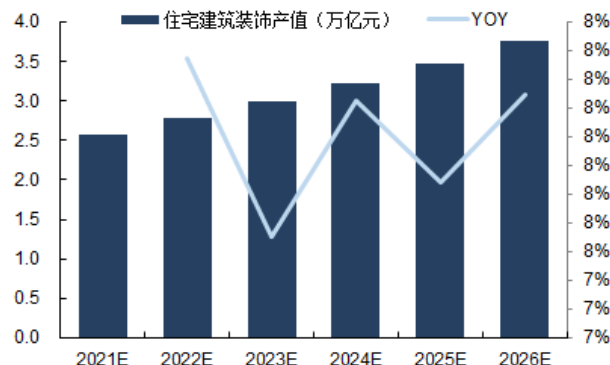
中国家装行业呈“大行业、小公司”格局，发展大有可为。2018年起中国家居装修行业市场规模超2万亿元，预计21-26年将保持7.9%左右的CAGR。根据中国建筑装饰协会资料，2018年我国建筑装饰企业达到12.5万家，其中全国性布局（指最少在三个省份开展业务）企业不足50家，不具备合格经营资质的小企业占比达到65%，且目前尚未出现一家全国性的家装公司，家装市场发展潜力巨大。

图 43：2014-2019 年中国家装行业产值 CAGR 为 8.21%



资料来源：前瞻产业研究院，中国建筑装饰协会，信达证券研发中心

图 44：预计 2021-2026 年中国住宅装修产值 CAGR 为 7.9%



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

家装作为家居零售消费的前端流量入口，公司积极打造装家居消费一体化。公司家装业务主要采用自营模式在家居商场内开设直营门店，同时辅予以地产商合作、合伙人加盟门店制度等多样化渠道，为商场与商户引流。致力于打造一个集设计、选材、施工、智能、环保和服务于一体的家装国民品牌，提供“选装修、买家居，都在红星美凯龙”的一站式、个性化的高品质服务。家装业务对商场内家居消费的提前获客、锁单作用，不仅带动商场内家居消费增长，还提升了商户及消费者对商场的粘性。

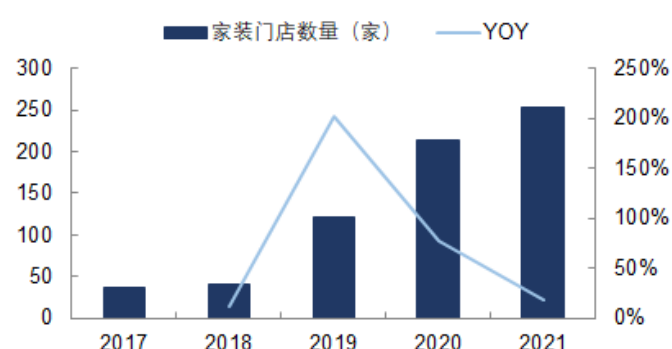
2021 年商品销售及家装收入达到 13.96 亿元，同比增长 14%。2021 年依托红星美凯龙线下商场实体网络，家装门店覆盖全国 25 个省、直辖市、自治区的 200 余个城市，累计已开设了 253 家门店，年内净新开门店 39 家。

图 45：2016-2021 年商品销售及家装收入 CAGR 为 46.34%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 46：家装门店数量稳步提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

家装品牌维度全覆盖，助力布局差异化市场。公司于 2019 年成立装修产业集团，依托自身强大的全品类运营能力、供应链整合能力、遍布全国的实体商场网络以及数字化的家装业务管理系统平台，通过打造“家倍得”、“更好家”、“振洋”等定位于不同终端消费市场的家装品牌，为消费者提供一站式、个性化的高品质服务，并抢夺家居装饰及家居市场前端流量。

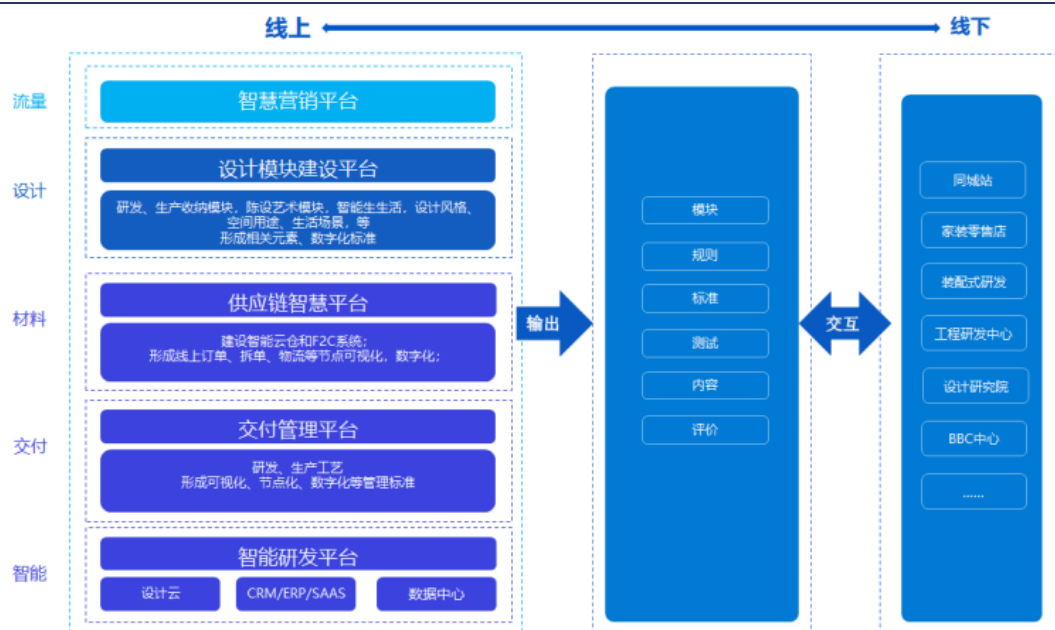
表 1：家装品牌差异化布局

品牌	品牌图标	品牌定位
家倍得		定位于中高端全案定制。门店设立在商场内核心区位，提前获客锁客的同时，为商场内商户形成有效地引流带单并贡献增量销售
更好家		定位于中端整装市场。通过供应链模式实现源头直采，不仅可以减少产品中间流通环节，同时降低采购成本、让利消费者
振洋		服务于豪宅私邸等高端消费群体，提供一站式高端定制解决方案。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司持续深耕家装业务，打造技术中台提升运营效率。在家装系统平台建设方面，通过家装核心业务流管理系统、C端客户小程序、供应商订单管理系统，实现了对家装核心业务的线上流程化，支持了施工现场的移动化管理，提高了业务管理效能。在数字化建设方面，公司自主研发全屋整装全链路 ERP 系统、数字营销工具及 CRM 系统。在工艺技术研发方面，在防霉、防渗、防开裂、防潮、别墅降噪等方面均取得实用新型专利。此外公司已完成流量管理平台、业务经营管理平台、供应链管理平台的开发。

图 47：新一代家装平台系统建设项目



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、盈利预测与投资评级

1) 假设 2022-2024 年公司自营商场开店节奏保持 3 家/年，同时随着疫情后出租率回升、免租政策消化与运营效率提升同店有所增长，预计收入同比增速在 10%-15%。目前公司委管商场目前储备项目 325 家，保守假设 2022-2024 年委管商场开店节奏在 5 家/年。预计公司商品销售与家装业务保持 20%以上的快速增长。综合以上，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 164 亿元、181 亿元、195 亿元，同比分别增长 6%、10%、8%。

2) 假设 2022-2024 年各项业务毛利率稳定回升，随着毛利较低的商品销售与家装业务占比的提升，公司毛利率小幅下降，对应 2022-2024 年公司毛利率分别为 62.2%、61.8%、61.2%。

3) 假设 2022 年疫情使公司销售费用率有所下降，2023-2034 保持稳定；假设 2022-2024 年管理费用率、研发费用率维持过去几年趋势保持基本稳定，财务费用率随着公司降杆杆呈逐年下降趋势。

4) 公司公允价值变动损益主要来自投资性房地产业务变动，2021 年以公允价值计量的投资性房地产公允价值变动收益为 3.74 亿元，占公司利润总额的比例为 13%，同比下降 4.29pct，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>23

预计未来影响减弱。假设 2022-2024 年无大额减值变动、所得税率基本稳定。

综合以上考虑，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 22.28 亿元、25.64 亿元、28.49 亿元，同比分别增长 8.8%、15.1%、11.1%，2022-2024 年对应净利率分别为 13.6%、14.2%、14.6%。

表 2：利润预测简表

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16,469	14,236	15,513	16,404	18,095	19,528
%增长率	15.7%	-13.6%	9.0%	5.7%	10.3%	7.9%
营业成本	5,736	5,480	5,946	6,201	6,915	7,586
%销售收入	34.8%	38.5%	38.3%	37.8%	38.2%	38.8%
毛利	10,734	8,756	9,566	10,203	11,180	11,942
%销售收入	65.2%	61.5%	61.7%	62.2%	61.8%	61.2%
销售费用	2,291	1,694	2,064	2,051	2,262	2,441
%销售收入	13.9%	11.9%	13.3%	12.5%	12.5%	12.5%
管理费用	1,752	1,681	2,004	2,051	2,262	2,441
%销售收入	10.6%	11.8%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%
研发费用	38	36	61	64	71	76
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用	2,260	2,464	2,461	2,551	2,651	2,669
%销售收入	13.7%	17.3%	15.9%	15.6%	14.6%	13.7%
营业利润	6,197	2,946	2,862	3,109	3,569	3,959
%增长率	1.1%	-52.5%	-2.8%	8.6%	14.8%	10.9%
归属于母公司的净利润	4,480	1,731	2,047	2,228	2,564	2,849
净利率	27.2%	12.2%	13.2%	13.6%	14.2%	14.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：分季度财务数据

(百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	3,341	4,161	3,852	4,159	3,375
营业毛利	2,089	2,682	2,393	2,403	2,074
营业费用	364	464	543	692	278
管理费用	387	496	472	650	354
财务费用	570	649	668	574	571
投资收益	209	18	12	132	84
营业利润	993	1,305	647	-83	887
归属母公司净利润	723	787	555	-18	698
EPS (元)	0.18	0.20	0.14	0.00	0.16
主要比率					
毛利率	62.5%	64.5%	62.1%	57.8%	61.5%
营业费用率	10.9%	11.2%	14.1%	16.6%	8.2%
管理费用率	11.6%	11.9%	12.3%	15.6%	10.5%
营业利润率	29.7%	31.4%	16.8%	-2.0%	26.3%
有效税率	27.6%	29.0%	21.1%	128.0%	28.3%
净利率	21.6%	18.9%	14.4%	-0.4%	20.7%
YoY					

收入	30.7%	20.0%	10.0%	-11.7%	1.0%
归属母公司净利润	83.8%	11.1%	-11.7%	-3600.0%	-3.4%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

员工持股与股权激励彰显发展信心。2019-2021 年公司已推出三期员工持股计划, 各期持股约占总股本的 0.4%-0.5%。2020 年 5 月公司发布首次股权激励计划, 授予激励对象股票期权数量为 3085 万份, 占总股本约 0.87%, 行权价格 11.02 元, 考核目标为以 2019 年经审计的合并营业收入为基数, 2020、2021 年经审计的合并营业收入 (剔除疫情影响) 增长率不低于 15%/10%。

公司长期壁垒稳固不可复制, 首次覆盖给予“买入”评级。我们持续看好公司在“轻资产、重运营、降杠杆”的新发展战略下持续夯实行业龙头地位, 并向下沉市场网络扩张; 同时看好公司在同城零售线上线下一体化、家装家居一体化的拓展性业务布局策略。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 22.28 亿元、25.64 亿元、28.49 亿元, 同比分别增长 8.8%、15.1%、11.1%, 目前股价对应 2022 年 PE 为 11x, 考虑到公司领先行业的龙头地位, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

公司名称	股价 (元)	市值	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB	2021 ROE
	2022/6/8	(亿元)	2022E	2023E	22PE	23PE	(MRQ)	(平均 %)
居然之家	4.66	304.3	27.8	31.7	10.9	9.6	1.8	11.96
富森美	11.76	88.0	10.3	11.4	8.5	7.7	1.6	15.80
小商品城	5.46	299.8	16.7	20.0	17.9	15.0	1.8	9.47
平均					12.5	10.8	1.7	12.41
美凯龙*	5.55	241.7	22.3	25.6	10.8	9.4	1.5	4.03

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, *为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期。

四、风险因素

未来我们认为公司主要的风险存在于宏观经济增速放缓及房地产周期波动风险、投资性房地产公允价值变动风险两个方面。

宏观经济增速放缓及房地产周期波动风险:近年来, 中国宏观经济增速呈现持续放缓态势。同时, 房地产行业作为我国持续调控的基础产业, 与国家宏观经济发展密切相关, 并呈现较强的周期性特征。宏观经济增速放缓及房地产行业周期性波动所导致的不利变动都可能削弱家居装饰及家具零售行业的需求, 从而给本公司的经营业绩带来一定的负面影响。在国家房地产政策层面持续坚持“房住不炒”和去杠杆, 适度控制房地产发展节奏, 将促进房地产行业良性和稳步的发展; 居民收入水平的增长、持续推进的城镇化进程、存量房翻新需求的持续增长、家居产品的消费升级等都将为家居装饰及家具行业带来持续的发展空间。

投资性房地产公允价值变动风险:截止 2021 年公司经营的 95 家自营商场中有 61 家为自有物业, 相关物业资产计入投资性房地产, 并采用公允价值模式进行后续计量。2021 年公司投资性房地产账面价值为 955.75 亿元, 占资产总额的比例为 70.70%, 占比将逐年下降, 2021 年以公允价值计量的投资性房地产公允价值变动收益为 3.74 亿元, 占公司利润总额的

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>25

比例为 13.36%，同比下降 4.29pct，对利润影响下降。未来由于公司来扩张模式以轻资产为主，储备对于储备中的自有物业建造投资有限，未来投资性房地产的规模稳定。从过往资产负债表情况看，投资性房地产均未出现大幅减值情况，未来由于公司投资性房地产公允价值变动受到中国宏观经济增长态势、城镇化进程、居民可支配收入水平、房地产市场调控政策和景气程度以及家居装饰及家具行业的消费环境等因素的综合影响，存在不确定性。

另外，公司投资性房地产采用公允价值模式后续计量，与同行业 A 股上市公司普遍采用成本模式计量的方式缺乏可比性。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,137	15,653	16,302	16,670	17,748
货币资金	6,511	6,904	7,457	7,238	7,811
应收票据	0	87	92	101	109
应收账款	1,935	1,958	1,870	2,083	2,264
预付账款	324	305	318	355	389
存货	328	329	343	383	420
其他	6,039	6,071	6,223	6,510	6,754
非流动资产	116,411	119,535	121,950	123,218	124,415
长期股权投资	3,704	3,929	4,629	5,129	5,629
固定资产(合计)	2,738	2,655	4,528	5,313	6,015
无形资产	344	125	125	125	125
其他	109,626	112,825	112,669	112,651	112,645
资产总计	131,548	135,188	138,253	139,888	142,163
流动负债	31,639	32,132	32,851	33,948	36,435
短期借款	3,448	2,957	3,175	2,262	2,884
应付票据	0	9	9	10	11
应付账款	2,085	2,401	2,378	2,652	2,910
其他	26,105	26,765	27,289	29,024	30,630
非流动负债	48,811	45,525	45,625	43,625	40,625
长期借款	22,212	21,606	19,606	18,606	16,606
其他	26,599	23,918	26,018	25,018	24,018
负债合计	80,450	77,656	78,476	77,573	77,060
少数股东权益	3,535	3,549	3,704	3,881	4,078
归属母公司股东权益	47,563	53,982	56,073	58,434	61,025
负债和股东权益	131,548	135,188	138,253	139,888	142,163

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,236	15,513	16,404	18,095	19,528
同比(%)	-13.6%	9.0%	5.7%	10.3%	7.9%
归属母公司净利润	1,731	2,047	2,228	2,564	2,849
同比(%)	-61.4%	18.3%	8.8%	15.1%	11.1%
毛利率(%)	61.5%	61.7%	62.2%	61.8%	61.2%
ROE%	3.6%	3.8%	4.0%	4.4%	4.7%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.47	0.51	0.59	0.65
P/E	12.52	11.80	10.85	9.43	8.48
P/B	0.46	0.45	0.43	0.41	0.40
EV/EBITDA	10.37	9.74	10.02	8.73	7.74

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,236	15,513	16,404	18,095	19,528
营业成本	5,480	5,946	6,201	6,915	7,586
营业税金及附加	377	444	470	518	559
销售费用	1,694	2,064	2,051	2,262	2,441
管理费用	1,681	2,004	2,051	2,262	2,441
研发费用	36	61	64	71	76
财务费用	2,464	2,461	2,551	2,651	2,669
减值损失合计	-333	-271	-300	-300	-300
投资净收益	222	539	410	452	488
其他	553	61	-19	0	16
营业利润	2,946	2,862	3,109	3,569	3,959
营业外收支	-132	-60	-60	-60	-60
利润总额	2,814	2,802	3,049	3,509	3,899
所得税	750	613	667	768	853
净利润	2,064	2,189	2,382	2,742	3,046
少数股东损益	333	142	154	177	197
归属母公司净利润	1,731	2,047	2,228	2,564	2,849
EBITDA	5,907	5,954	5,765	6,310	6,738
EPS(当年)(元)	0.44	0.47	0.51	0.59	0.65

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	4,160	5,381	4,688	5,976	6,066
净利润	2,064	2,189	2,382	2,742	3,046
折旧摊销	939	960	197	242	313
财务费用	2,366	2,334	1,768	1,677	1,492
投资损失	-222	-539	-410	-452	-488
营运资金变动	-904	404	206	1,223	1,160
其它	-83	32	546	544	543
投资活动现金流	-4,852	-127	-2,248	-1,102	-1,065
资本支出	-2,885	-2,366	-1,958	-1,054	-1,053
长期投资	-759	2,146	-700	-500	-500
其他	-1,208	93	410	452	488
筹资活动现金流	-182	-5,054	-1,887	-5,093	-4,428
吸收投资	20	3,756	0	0	0
借款	18,607	9,646	-1,782	-1,913	-1,378
支付利息或股息	-3,790	-2,819	-2,205	-2,180	-2,051
现金流净增加额	-875	197	553	-219	573

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

罗岸阳，硕士，任职于信达证券，研究方向为家电，曾就职于天风证券、国金证券。本科毕业于浙江大学应用电子系，曾在 TP-LINK 硬件研发部门工作过一年，负责 SMB 交换机硬件及底层代码设计。硕士毕业于法国北方高等商学院金融专业，2014 年 7 月在家电行业实习，后工作至今，对于家电板块较为了解。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。