

美凯龙(601828.SH)/红星美凯龙(01528.HK)

连锁家居商场龙头，求新求变迈向新蓝图

核心观点：

- **连锁家居商场运营商龙头，A+H 股两地上市，员工持股、股权激励凝聚发展信心。** 公司是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，兼有商品销售和家装等泛家居业务。截至 2019 年 12 月 31 日，公司共经营 87 家自营商场、250 家委管商场。2019 上半年推出员工持股计划，2020 年初推出股权激励计划，建立公司利益共享机制强化员工凝聚力。
- **门店扩张和价值扩张推动增长。** (1) **门店扩张：**红星美凯龙通过下沉到空白城市，构建“星艺佳”等多品牌矩阵，扩张门店实现市占率的提升。(2) **价值扩张：**红星美凯龙积极挖掘产业价值链，打开新流量入口全方位赋能经销商（互联网流量、物流配送等），并深挖客户价值、延伸服务到商品售卖之外（家装平台、维保服务、消费金融平台等）。
- **求新求变迈向新蓝图。** (1) **深度携手阿里开拓新零售（业务+资金+人才）：**与阿里巴巴签署《战略合作协议》，旨在引入阿里新零售经验及技术；并在资金、人才层面均有深入合作。(2) **打造智慧营销 IMP 平台：**IMP 平台通过大数据来制造精准流量，提升整体行业营销效率、降低运营成本。(3) **推出美凯龙设计云平台：**3D 云设计技术让家居设计更美观、更便捷，家居购模块为小 b 端搭建软装补充供应链平台。
- **盈利预测与投资建议。**公司“委管+自营”双轮驱动的商业模式提供中期成长动力，业务转型价值扩张为长远发展奠定基础。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.41、1.45、1.74 元/股，参考同行业估值，给予 2020 年合理估值 12 倍 PE，对应合理价值 17.4 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。H 股方面，公司近一年 A/H 溢价率平均约为 2，则对应 H 股合理价值为 9.64 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**地产弱周期影响家居产品销售；行业竞争激烈，商场扩张速度不达预期；自有物业公允价值波动造成利润波动。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,960	14,240	16,605	17,993	21,139
增长率(%)	16.1	29.9	16.6	8.4	17.5
EBITDA(百万元)	4,738	5,987	6,433	6,687	7,837
净利润(百万元)	4,078	4,477	5,013	5,160	6,194
增长率(%)	20.0	9.8	12.0	2.9	20.0
EPS(元/股)	1.13	1.26	1.41	1.45	1.74
市盈率(P/E)	0.00	8.75	7.78	7.56	6.30
市净率(P/B)	0.00	0.94	0.86	0.77	0.70
EV/EBITDA	3.27	10.23	8.74	7.53	5.58

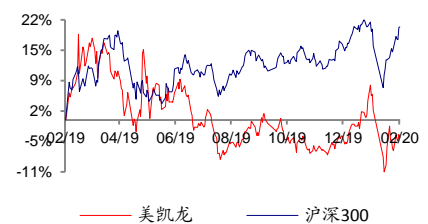
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	10.99 元/5.83 港元
合理价值	17.4 元/9.64 港元
报告日期	2020-02-24

基本数据

股票代码	601828.SH	01528.HK
总股本(百万股)	3550.00	3550.00
流通股本(百万股)	395.79	673.90
总市值(百万)	39,014 元	20,696 港元
一年内最高/低价	13.90-10.13 元	8.13-5.68 港元
30 日日均成交量(百万股)	11.09	1.14
30 日日均成交额(百万)	118 元	7 港元
近 3 个月涨跌幅(%)	1.95	-10.45

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

联系人：

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

目录索引

一、投资要点	5
二、连锁家居商场运营商龙头，员工持股、股权激励凝聚发展信心	7
（一）全国连锁家居商场运营商龙头	7
（二）员工持股计划+股权激励，建立公司利益共享机制强化员工凝聚力	8
三、家居市场稳健发展，渠道商龙头扩张动力强劲	9
（一）家居市场驱动因素：周期性、成长性、变革性并存	9
（二）渠道商链接品牌与消费者，家居商场提供最佳消费场景	12
（三）中国家居渠道商格局分散，龙头公司扩张外生动力强劲	14
四、自营加委管动力十足，美凯龙强者更强	17
（一）自营+委管双轮驱动，轻重资产并行快速扩张	17
（二）品牌力、规模、服务构建护城河	20
（三）商业物业价值高，盈利能力稳定	22
五、前景展望：数量扩张下沉市场，价值扩张深挖客户	24
（一）数量扩张：商场下沉扩张空白区域，提升市占率	24
（二）价值扩张：流量分化推动业务变革，打造全渠道泛家居业务平台服务商	26
（三）开拓智慧营销、新零售、设计云，携手阿里强强联合	28
（四）外延收购扩张版图，品牌矩阵覆盖多元市场，稳健扩张	30
六、盈利预测及投资评级	32
七、风险提示	34

图表索引

图 1: 红星美凯龙处于家居产品零售渠道环节	7
图 2: 我国家居装饰及家具零售市场销售额与增速 (亿元, 百分比)	9
图 3: 我国家居市场渠道划分 (2018)	9
图 4: 家居市场三大驱动力	10
图 5: 从历史趋势看, 家具与建材零售与商品房销售具有较强的相关性.....	10
图 6: 进行家庭装修时考虑的前三个要素 (产品品牌不是家居消费的最重要因素) (2019 年调查)	12
图 7: 消费者选购家居用品的首选渠道 (连锁卖场是大多数消费者的首选渠道) (2019 年调查)	12
图 8: 连锁家居商场规模与市场份额快速提升	14
图 9: 美国家居建材零售商市场分布 (2018)	14
图 10: 中国家居建材渠道商市场分布 (2018)	14
图 11: Home depot 经历了快速扩张期, 门店数稳定在 2000 余家	15
图 12: 红星美凯龙营收构成 (2019H1 年)	17
图 13: 红星美凯龙毛利构成 (2019H1 年)	17
图 14: 公司自营商场平均实际单位经营收入	18
图 15: 自营成熟商场平均出租率	18
图 16: 自营成熟商场同店营收增速	19
图 17: 公司自营商场营业收入稳步增长	19
图 18: 委管业务流程与收入构成	19
图 19: 公司主要通过委管模式扩张	20
图 20: 委管商场面积快速增加	20
图 21: 公司品牌影响力位于大型家居卖场榜首 (2019)	21
图 22: 公司商场销售额位于行业首位 (2018)	21
图 23: 红星美凯龙全球家居生活馆外观	22
图 24: 红星美凯龙购物环境良好	22
图 25: 公司营业收入与 YOY	23
图 26: 公司归母净利润与 YOY	23
图 27: 公司各项业务毛利率及变化	23
图 28: 委管业务各项收入毛利率及变化	23
图 29: 公司经营性现金流较充足	23
图 30: 公司货币资金充足	23
图 31: 截止 2019Q3 自营商场经营情况	25
图 32: 截止 2019Q3 不同城市等级自营商场经营面积	25
图 33: 截止 2019Q3 委托商场经营情况	26
图 34: 截止 2019Q3 不同城市等级委管商场经营面积	26
图 35: 红星美凯龙 APP 提供家装服务、商品展示与购买功能	27
图 36: 美凯龙天猫旗舰店关联识别附近商场	29
图 37: 美凯龙天猫旗舰店场景购提供“组合体验”	29

图 38: 美凯龙 3D 设计云模块	30
图 39: 截止 2019Q3 星艺佳经营情况	31
图 40: 截止 2019Q3 不同城市等级星艺佳经营面积构成	31
表 1: 公司员工持股事项进展	8
表 2: 家居装饰及家具行业分类 (2018)	9
表 3: 毛坯房、全装修和精装修对比	11
表 4: 建材家居市场各种模式对比	13
表 5: 连锁性家居租赁式卖场主要公司	16
表 6: 公司自营模式与委管模式对比 (2019H1)	17
表 7: 基于城市数量的家居商场、家居建材产业街数量测算	24
表 8: 公司自营商场收入拆分	25
表 9: 公司委管商场服务收入拆分	25
表 10: 公司业务拆分预测	32
表 11: 可比公司估值表	33

一、投资要点

美凯龙是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，主要经营“红星美凯龙”全国连锁品牌家居商场，商场汇集国内外硬装/软装家居、建材中高端品牌。

公司核心推荐逻辑在于：城市商场扩张的增长基本盘+全渠道家居服务商的业务创新点+强强联合的战略合作资源+员工持股/股权激励的信心凝聚。

（一）城市下沉，扩张空白区域

红星美凯龙通过下沉到空白城市，因地制宜占领当地传统销售渠道，扩张门店实现市占率的提升。经估算，红星美凯龙的家居商场及家居建材街理论容量为1700家。截止2019年末，公司拥有自营商场87家、委管商场250家、特许经营家居建材（产业街等形式）项目44个，因此距离开店天花板仍有巨大空间。公司通过家居商场渗透经济发展水平较好的一二三四线城市，通过家居建材街等形式实现覆盖低线城市、县城。

构建品牌矩阵，“星艺佳”品牌面向新兴市场需求，“红星·欧丽洛雅”品牌面向高端时尚需求。“星艺佳”来源于红星美凯龙对新兴市场家居消费趋势的判断，以轻时尚、多元化、体验式、性价比的品牌形象，迎合新趋势下的消费者需求。根据公司2019年三季报披露，截止到2019年第三季度，合计完成星艺佳31家，总经营面积达69万平方米，其中，二三线城市星艺佳经营面积占总经营面积43.8%。而欧丽洛雅则引进高端时尚家居品牌、打造五星级的非凡购物环境。

（二）业务变革，全渠道泛家居业务服务商

精装修渗透率提升、整装方式日益风靡、电商消费渠道，诸多新的方式在重塑消费者的家居购物体验，也导致家居行业零售渠道分流。红星美凯龙积极转型，一方面打开新流量入口全方位赋能经销商，另一方面深挖客户价值。

全方位赋能商户：流量分化的背景下，家具建材经销商普遍缺乏相应的前端营销配套能力。因此，红星美凯龙通过运营能力支持、互联网新流量入口打开等方式，实现对经销商的流量赋能。具体包括：**（1）互联网零售**，基于移动端APP、微信公众号、微信小程序和官方网站，通过为消费者提供商品展示、客服服务、会员营销、在线交易、预约体验等服务，为线下商户引流；**（2）家居金融服务**，成立家金所作为金融服务平台，为商场合作方、家居工厂、商户经营提供融资渠道及相关服务；**（3）物流配送**，为商户及消费者提供专业化的产品送货和组装服务，做好“最后一公里”售后服务，提高消费者对红星美凯龙品牌的黏性。2018年公司年报数据表明，截至2018年末，公司已为超过450个品牌提供集中送货及物流服务，仓储面积超过75000平方米。

客户价值挖掘：充分发挥流量的价值挖掘能力。通过消费者会员信息管理，挖掘消费者全生命周期需求，将业务线条扩张到家居消费以外的房产交易、家装等环节。**（1）家装平台：**打造中国最大的高端整装平台，重新订立标准，培训工人，以设计和品质真正解决装修烦恼，对家庭环保负责。**（2）商品交易平台：**保持家具建材优势，扩展到家居装饰品，包括窗帘、花瓶、桌布、家电、家具辅件等商品，扩品类、提频率；**（3）服务平台：**保养、维修，甚至家政业务、社区娱乐、社群活动等，增加客户留存率与客户粘性；**（4）金融平台：**提供系统化的家庭理财、支付、消费信贷、家庭安全保险等金融服务。

（三）开拓智慧营销、新零售、设计云，携手阿里强强联合

深度携手阿里开拓新零售（业务+资金+人才），推动线上线下业务融合。2019年5月24日，红星美凯龙家居集团与阿里巴巴签署《战略合作协议》，旨在将阿里在新零售领域先进的经营理念与技术支持引入到线上线下一体化平台。并且，阿里巴巴全额认购公司2019年非公开发行可交换公司债券（第一期）；阿里巴巴集团副总裁靖捷先生、徐宏先生，被提名担任公司第三届董事会非执行董事，徐宏先生进入董事会下属战略与投资委员会委员职务。

打造智慧营销IMP平台。2018年下半年开启打造IMP全球家居智慧营销平台，赋能家居行业。IMP平台通过大数据来制造精准流量，提升整体行业营销效率、降低运营成本。

推出美凯龙设计云，打造全景式云设计及家居选购服务平台。3D云设计软件结合云计算、大数据、AI等技术，最终让家居设计能落地、更美观、更便捷。不仅适用于设计师、也适用于DIY的消费者。而家居购模块是专为家装公司、设计师和品牌商所搭建的家居软装补充供应链平台。

（四）员工持股计划+股权激励，建立公司利益共享机制强化员工凝聚力

公司员工持股、股权激励政策助力公司提高职工的凝聚力和公司竞争力。（1）公司先后于2019年1月14日及2019年5月16日通过总人数上限为1500人和2000人的第一期与第二期员工持股计划。（2）2020年2月，公司推出股权激励计划，拟授予激励对象的股票期权3085万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额的0.87%，激励对象为核心员工1023人。业绩考核目标为：以2019年合并营业收入为基数，2020年合并收入（剔除疫情影响）增长率不低于15%、2021年合并收入增长率不低于40%。

（五）盈利预测与投资建议

公司“委管+自营”双轮驱动的商业模式提供中期成长动力，业务转型价值扩张为长远发展奠定基础。预计公司2019-2021年EPS为1.41、1.45、1.74元/股，参考同行业商城类标的估值，给予2020年合理估值12倍PE，对应合理价值17.4元/股，首次覆盖给予买入评级。

H股方面，公司近一年A/H溢价率平均约为2，则对应H股合理价值为9.64港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。地产弱周期影响家居产品销售；行业竞争激烈，商场扩张速度不达预期；自有物业公允价值波动造成利润波动。

二、连锁家居商场运营商龙头，员工持股、股权激励凝聚发展信心

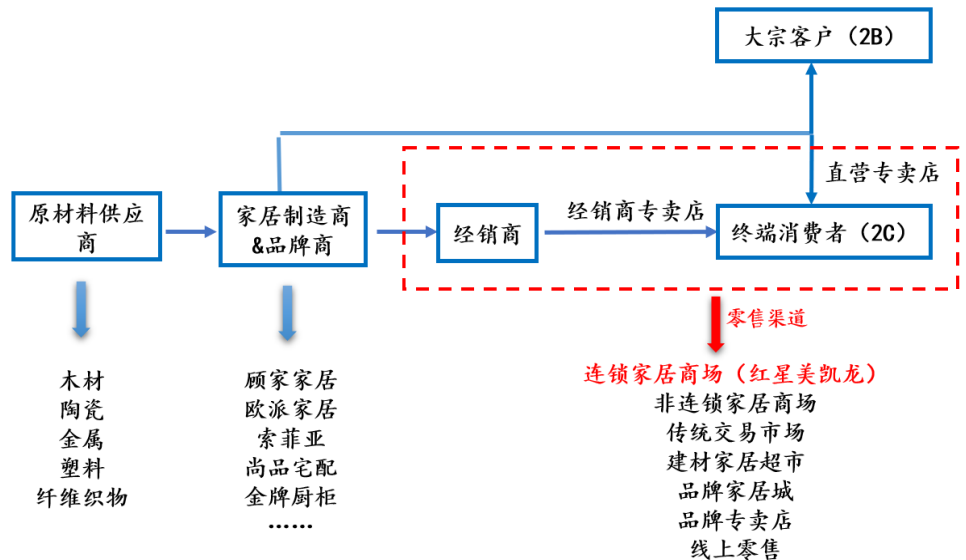
（一）全国连锁家居商场运营商龙头

美凯龙是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，主要经营“红星美凯龙”全国连锁品牌家居商场。商场汇集国内外中高端品牌，销售的品类包括“软装类”如沙发、桌椅、床上用品、窗帘布艺、灯具；“硬装”类如地板、门窗、厨柜、陶瓷卫浴等全品类产品。

公司主营业务主要包括两大板块：**自营商场经营及管理、委管商场经营及管理**；此外，公司还经营**家装、互联网零售泛家居消费服务及物流配送**等业务。公司主业位于家居产业链的**零售渠道环节**：**上游对接家居装饰及家具品牌商&经销商，下游对接消费者**。对商场商户而言，美凯龙提供包括设计商场内展位、员工培训、营销和推广、日常管理和客户服务等全方面服务。对商场消费者而言，美凯龙提供丰富的品牌和产品组合，提供优质的“一站式”购物体验。此外，公司向委管商场合作方输出品牌冠名及管理体系，提供从选址到商场规划设计、招商、开业策划等全过程咨询服务和后续运营、管理服务。

截至2019年12月31日，公司共经营87家自营商场、250家委管商场，总经营面积超2亿平方米。根据Frost & Sullivan数据，2018年公司占连锁家居装饰及家具商场行业市场份额的15.2%，是国内经营面积最大、商场数量最多、地域覆盖面最广、市场份额最大的家居商场运营商。

图1：红星美凯龙处于家居产品零售渠道环节



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 员工持股计划+股权激励，建立公司利益共享机制强化员工凝聚力
2019年连续推出两期员工持股计划。公司先后于2019年1月14日及2019年5月16日通过总人数上限为1500人和2000人的第一期与第二期员工持股计划。两期持股计划以份为认购单位，每份份额一元。

表1: 公司员工持股事项进展

时间	事项概要
2019年1月14日	公司召开2019年第一次临时股东大会，审议通过了《关于<红星美凯龙家居集团股份有限公司第一期员工持股计划(草案)>及其摘要的议案》等相关议案
2019年1月26日	公司发布了《关于第一期员工持股计划实施进展的公告》
2019年2月27日	公司发布了《关于筹划第二期员工持股计划的提示性公告》
2019年3月28日	公司召开第三届董事会第四十七次临时会议，审议通过了《关于<红星美凯龙家居集团股份有限公司第二期员工持股计划(草案)>及其摘要的议案》等相关议案
2019年5月16日	公司召开2019年第一次临时股东大会，审议通过了《关于<红星美凯龙家居集团股份有限公司第二期员工持股计划(草案)>及其摘要的议案》等相关议案
2019年6月1日	公司发布了《关于第一期员工持股计划实施进展的公告》及《关于第二期员工持股计划实施进展的公告》
2019年6月28日	公司发布了《关于第一期员工持股计划购买完成的公告》及《关于第二期员工持股计划购买完成的公告》

数据来源：公司半年报、广发证券发展研究中心

截至2019年6月26日，公司第一期与第二期员工持股计划完成全部股票购买。第一期第二期买入股票总额分别占公司总股本的0.45%与0.5%。两期持股计划已分别通过“陕国投·美凯龙第一期员工持股集合资金委托计划”和“第二期员工持股集合资金信托计划”累计买入公司股票16,050,356股与17,579,549股，成交均价分别约为12.476元/股与约12.494元/股，总成交金额为200,244,241.46元与219,644,091.01元。

2020年2月，公司推出股权激励计划。该次股权激励计划拟授予激励对象的股票期权3085万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额的0.87%。该次激励计划拟授予的激励对象范围为公司董事、高级管理人员、公司及下属公司管理及核心骨干人员共计1023人。业绩考核目标为：以2019年合并营业收入为基数，2020年合并收入(剔除疫情影响)增长率不低于15%、2021年合并收入增长率不低于40%。

公司员工持股、股权激励政策助力公司提高职工的凝聚力和公司竞争力。在建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制的同时，进一步改善公司治理水平，促进公司长期、持续、健康发展。员工持股计划充分调动了公司员工对公司的责任意识，吸引和保留优秀管理人才和核心骨干。

部分董监高自愿增持计划也在持续进行中。根据公司2019年9月30日、2020年1月3日公告披露，公司部分董监高自愿增持计划也在持续进行中。本次增持计划从2019年9月30日至2020年3月31日，增持金额不少于人民币8100万元，不超过人民币9720万元，增持不设价格下限，上限为人民币22.9元。截止2019年12月31日，该计划已合计增持364.67万股公司股份，占公司总股本的0.1027%。

三、家居市场稳健发展，渠道商龙头扩张动力强劲

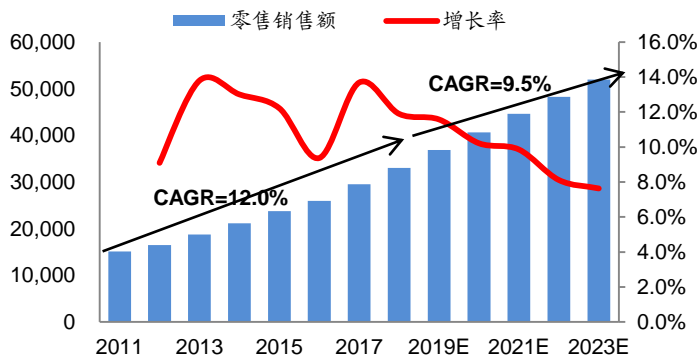
红星美凯龙作为家居装饰与家具零售渠道，其市场容量及增速与家居行业（包括家具、住房装修、轻型建筑材料）零售市场直接相关。据Frost & Sullivan统计，2018年家居行业的销售额达49683.0亿元，其中零售消费占66.51%，达33045亿元；零售消费额中，连锁家居商场零售额为7361.0亿元。红星美凯龙在连锁家居商场中市场份额位居第一，占15.2%，销售额约1116.0亿元。

表2：家居装饰及家具行业分类（2018）

品类	产品	占比
家具	沙发、厨柜、衣柜、床、桌椅	48.2%
住房装修	家纺、餐具、厨具、小家电、日用五金及日常住房装修用品	
轻型建筑材料	厨卫装修用品、建筑陶瓷、照明设备、地板、涂层、瓷砖	51.8%

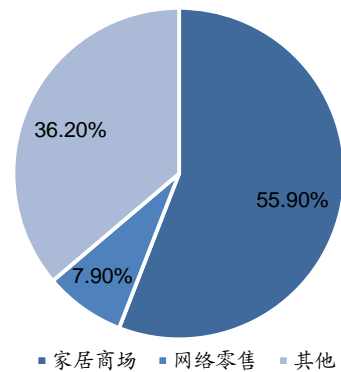
数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图2：我国家居装饰及家具零售市场销售额与增速（亿元，百分比）



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图3：我国家居市场渠道划分（2018）

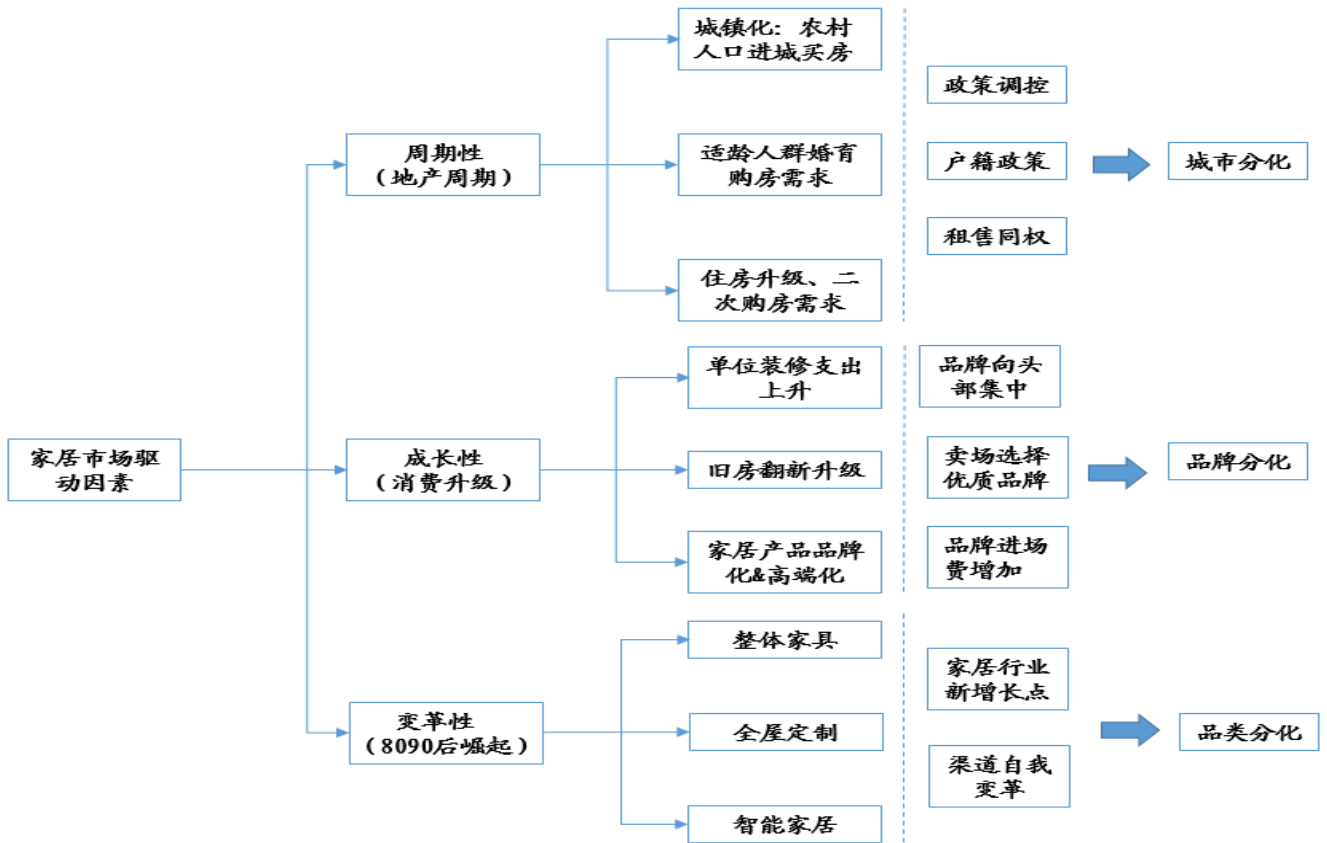


数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

（一）家居市场驱动因素：周期性、成长性、变革性并存

家居市场增速由周期性（地产周期）、成长性（消费升级）与变革性（8090后崛起）共同决定。周期性主要来自于地产周期与家居产品需求的联动性，除受城镇化、婚育住房等刚性需求外，房地产市场受政策调控明显。成长性主要来自于家居产品消费升级，与其带来的单位装修支出上升、旧房翻新升级、家居产品品牌化和高端化等趋势，这使得家居行业防御性强于地产。变革性则来自于消费群体的变化，8090后消费者主导新房购买，其个性化、创新性需求带来整体家具、全屋定制、智能家居的兴起，成为家居市场新增长点。这三大驱动力综合作用决定家居行业的成长将稳健而不缺亮点。

图4: 家居市场三大驱动力

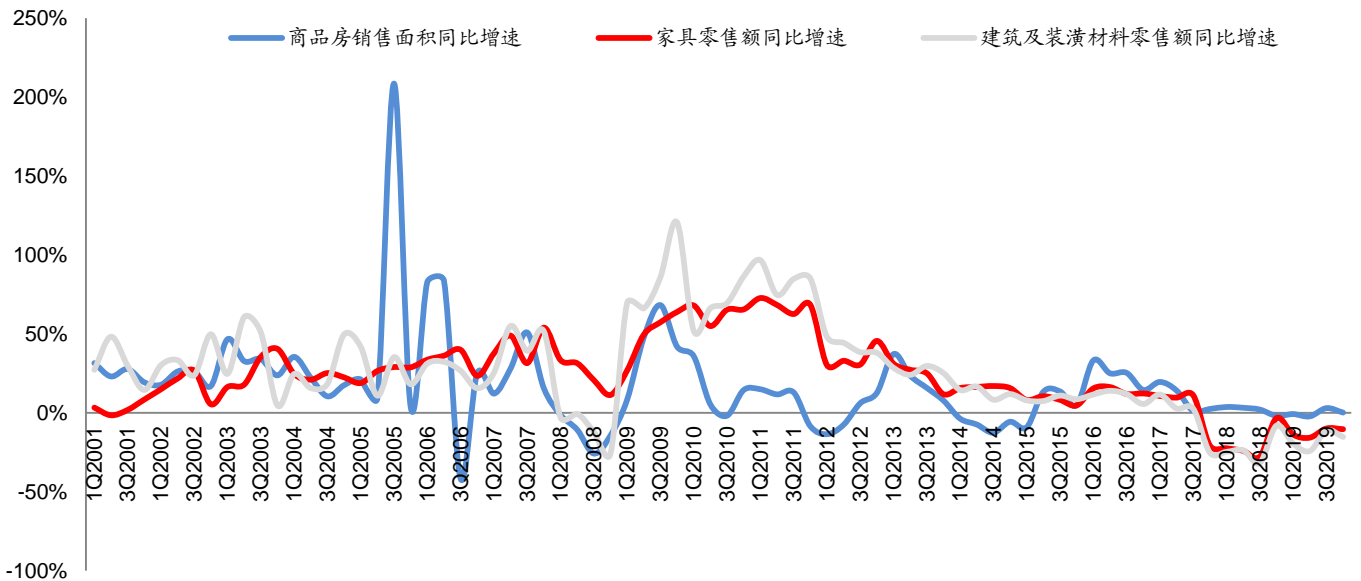


数据来源: 广发证券发展研究中心

(1) 周期性: 家居零售与地产周期存在联动性

由于新房装修仍占据总体家装市场需求主导地位, 家具与建材零售与商品房销售有着直接的关系: 从历史数据看, 建筑及装潢材料零售约滞后商品房销售0-1个季度, 且周期性更强; 家具零售约滞后商品房销售2个季度, 周期性相对较弱。

图5: 从历史趋势看, 家具与建材零售与商品房销售具有较强的相关性



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 成长性：消费升级推动渠道与品牌向高端化正循环

除了房地产行业发展的促进作用外，家居产品消费升级是家居行业的另一大驱动力，也使得家居行业（尤其是家具）的防御性超过房地产市场。

家居产品的成长性一方面来源于呈上升趋势的单位平方米装修支出，另一方面来源于旧房翻新、二次装修需求。此外，由于进行住房翻修的家庭一般都有较高收入及一定积蓄，对于家具及家居装饰的品质的要求总体上也高于新房装修，其消费的产品在单价上会高于后者。

(3) 变革性：流量分化，渠道变革

线下商场急剧加速扩张，与渠道流量的变化同时发生。精装修渗透率提升、整装方式日益风靡、电商消费渠道，诸多新的方式在重塑消费者的家居购物体验，同时也在重塑家居行业零售渠道。红星美凯龙积极转型，一方面打开新流量入口全方位赋能经销商，另一方面深挖客户价值。

全装修分流。在政策引导和购房者观念转变下，全装修房将逐步取代毛坯房成为房地产市场上的主流产品。品牌商与地产商直接合作开展工程项目会对红星美凯龙代表的零售渠道产生一定的分流作用。2017年5月4日建设部发布的《建筑业“十三五”规划》首次提出了全装修成品房30%的硬性指标：**到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%**。根据奥维云数据，目前成品房项目已成为房企开发的主要产品，万科（000002.SZ）、中国恒大（03333.HK）等龙头企业新开发项目基本实现100%全装修，其他地产商也逐步提高全装修成品房比例。**全装修商品房成为大势所趋，毛坯房将逐步退出。**

表3：毛坯房、全装修和精装修对比

	毛坯房	全装修成品房	精装修房
含义	完成水电气线路铺设后，对室内墙面、地面用水泥砂浆抹平后的建筑主体	指装修的范围	指装修的档次以及规格
配置	没有地板、门窗，没有乳胶漆，没有任何室内装修	客厅、卧室应有：瓷砖、踢脚线、门窗框等；厨房应有：灶具、洗滌池、操作台、排油烟机、电器插座、顶灯等；卫生间应有：浴缸或淋浴器、便器、洗面盆、镜（箱）、镜灯、排风扇、电器插座等。	除在全装修的基础上档次升级以外，往往包括“软装”部分，部分精装包括家具的布置，窗帘、灯饰的点缀，壁炉、地毯等物件也有涉及。
示例			

数据来源：网易家居、广发证券发展研究中心

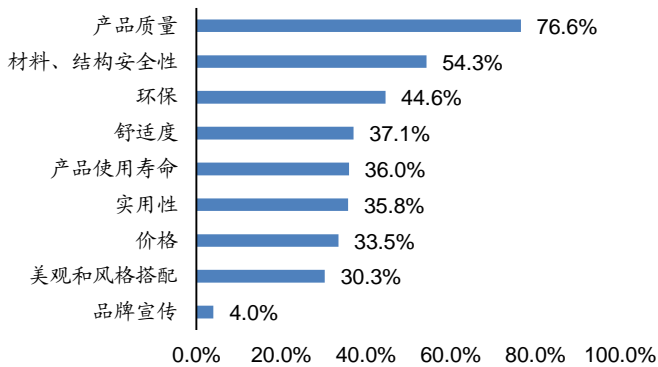
电商分流。在早期电商化过程中，家居受限于体验属性、大件物流等属性问题，因此早期电商不是家居消费的主流并且推进速度较慢。但是随着物流的发展、展示科技手段的迭代，家居从研发生产到物流到售后等整体配套产业链不断完善，电商透明化、去中介化等优势逐渐体验，因此家具线上化进程不断推进（尤其是成品家具），分流了不少的线下流量。

整装分流。消费者趋向于一站式消费，家装行业由半包逐渐转向全包整装，也意味着家居的流量入口也在向家装公司聚集。消费者选用家居产品的决策，逐渐依托到整装公司设计师。行业中品牌工厂、品牌经销商尽管也在积极与整装公司进行合作，但是卖场门店的意义和作用在逐渐弱化。

（二）渠道商链接品牌与消费者，家居商场提供最佳消费场景

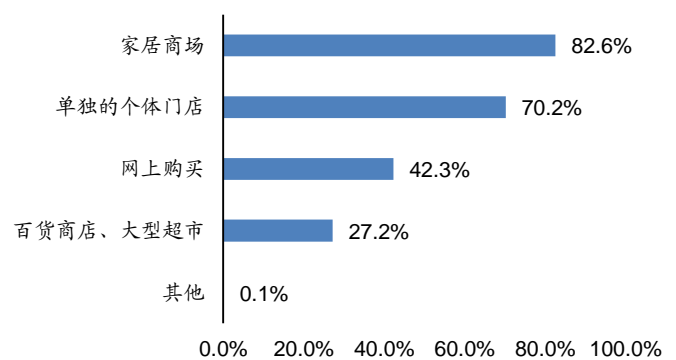
家居品类属性决定家居商场提供最佳消费场景。首先，家居产品由于个性化、定制化、门槛低等属性，品牌格局较为分散，渠道商集中度高于品牌商集中度。其次，家居产品重环保、重设计、重材质、购买频次低，产品品牌力普遍较弱，零售渠道品牌强于产品品牌。最后，家居产品体积大、单价高、重服务、重体验等特点决定该品类主要依赖实体渠道销售，受电商冲击较小。因此，具有强品牌力，聚集全品类、多品牌，能够提供一站式服务与舒适购物环境的家居商场成为承载家居品类的最佳业态。家居市场消费力调查显示，54.5%的受访者表示大型连锁家居卖场是选购家居用品的首选渠道，远高于线下独立店、地方性建材市场、电商等其他渠道。

图6：进行家庭装修时考虑的前三个要素（产品品牌不是家居消费的最重要因素）（2019年调查）



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图7：消费者选购家居用品的首选渠道（连锁卖场是大多数消费者的首选渠道）（2019年调查）



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

（1）我国家居品牌格局分散，渠道商是重要枢纽。

家居装饰及家具行业产业链可分为四个部分：上游原材料供应商、家居装饰及家具制造商、下游行业家居装饰及家具分销商以及消费者，其中分销是重要环节。木材、塑料及金属等原材料可广泛获取，不具备较高的定价权与获得壁垒。家居装饰及家具产品制造商众多，国内有14000多家家居装饰及家具制造商，大部分规模较小、品牌知名度不高。

家居渠道商对接上游分散品牌商与下游更为分散的消费者群体，起到了枢纽的

作用。另外，家居产品多是功能性商品，产品品牌力相对较弱，渠道品牌力往往强于产品品牌力，甚至为商品的质量与档次背书。由于一般商户不具有自身获得较大客流量的品牌力，品牌对家居商场的依赖程度高于商场对品牌的依赖，具有强大品牌力的渠道商享有较高的定价权，保证了行业护城河与盈利能力。

(2) 家居商场提供我国家具最佳消费场景

我国的建材家居销售渠道主要包括传统销售渠道、家居商场（连锁&非连锁）、建材家居超市、品牌家居城、品牌专卖店、电商等。同时，家具&建材产品由于体积大、单价高、重体验、重服务等特点，难以脱离实体渠道开展纯电商模式。

表 4: 建材家居市场各种模式对比

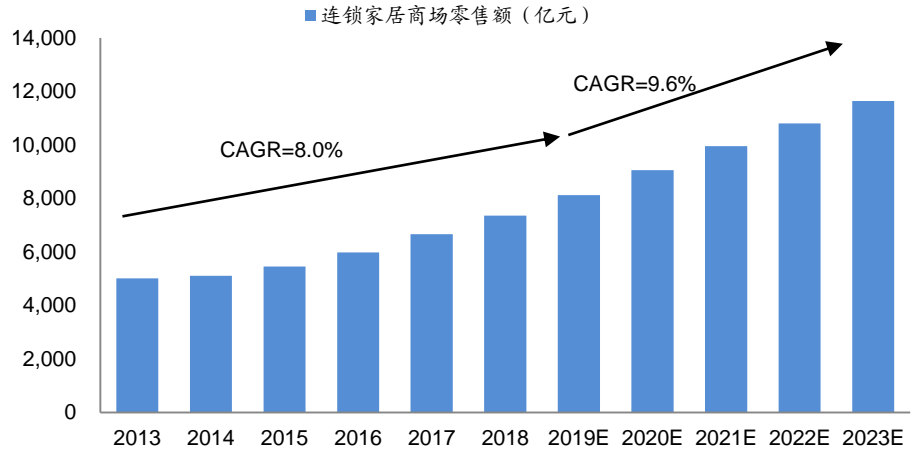
经营模式	代表	定位	商业模式	优点	缺点
连锁家居商场	红星美凯龙、居然之家、富森美等	中高端	招商制，渠道方赚取租金与市场管理费	具有渠道品牌力、规模效应与集聚效应，实现一站式购物；购物环境好，服务齐全，有售后保障	租金与市场管理费相对较高；前期投资与期间维护费用高
非连锁家居商场	小型一站式商场	中低端	招商制，渠道方赚取租金与市场管理费	具有一定的集聚效应，租金相对较低。	通常分布在欠发达地区，规范性低，缺乏消费者信任。
传统销售渠道	地方性建材批发市场、家具销售一条街等	中低端	集贸市场	容纳众多经营者，具有一定的规模效应与集聚效应；租金与管理费较低，主要针对批发市场与中低端消费者	装修简陋，购物体验较差，服务不专业；市场规范性低，管理落后
建材家居超市	家得宝、劳氏、百安居	DIY 为主	自营式连锁超市，赚取买卖差价	产品归类，明码实价，便于比较	DIY 模式不符合中国购物者消费习惯；供应商供给货品单一且价格不稳定。
品牌家居城	宜家	主打性价比	设计、生产、销售 IKEA 品牌商品	品牌力强，设计简洁，受到年轻人喜爱；购物体验好，业态多元化，具有良好的引流效果	产品以人造板为主，缺少实木类高档家具
品牌专卖店	顾家家居、欧派家居、美克美家独立专卖店	中高端	品牌直营或加盟	减少流通环节；品牌定位明确	品牌单一，品种较少，引流能力较差
购物中心	万达广场、银泰广场、万象城等	中高端	品牌直营或加盟	商圈成熟、客流量大、业态多元，注重消费者体验，利于塑造品牌形象	转化率较低，租金昂贵、运营成本高
电商	土巴兔、齐家网、美乐乐、天猫	中低端为主	品牌直营或代运营	线上购买往往具有价格优势，且较为便捷	大件商品物流不便，体验、服务环节不足

数据来源：红星美凯龙/居然之家/宜家/顾家家居/土巴兔等公司官网、广发证券发展研究中心

家居商场目前是我国最主要的家居销售业态。与品牌专卖店、单品牌家居城相比，家居商场规模较大，面积多在5-15万平方米之间；且集合多品牌多品类和服务，能形成显著的集聚效应与规模效应，方便消费者进行家装搭配，满足其家居建

材一站式购物需求。与建材市场相比，家居商场承载的品牌更高端，装修更精致，服务更到位、且更能打造多元化、现代化、温馨的居家氛围。与家居超市相比，不受采购、选货的限制，而是专注准入审核与营销规划，给予经销商自由竞争的空间，发挥各商家的能动性。因此，家居商城能提供最佳的家居购物场景。Frost & Sullivan统计，家居装饰及家具商场占据了零售市场的55.9%份额，验证了商场模式在家居品类零售的主导地位。

图8：连锁家居商场规模与市场份额快速提升

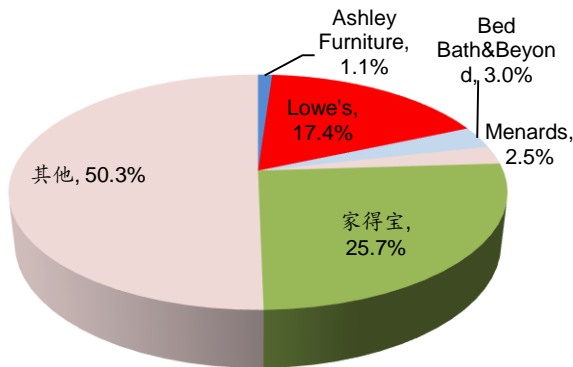


数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

(三) 中国家居渠道商格局分散，龙头公司扩张外生动力强劲

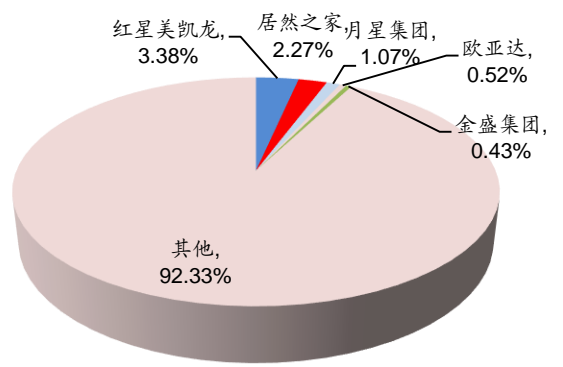
美国建材家居零售市场经过 20 年的业态升级，最终形成连锁家居超市 Home Depot 与 Lowe's 的双寡头垄断竞争格局。相比之下，中国家居渠道商格局还非常分散，CR5 仅为 6.56%。在我国家居产品品牌化与渠道高端化的趋势之下，龙头公司有望发展成中国版的 Home Depot，外延扩张空间巨大。

图9：美国家居建材零售商市场分布 (2018)



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图10：中国家居建材渠道商市场分布 (2018)



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

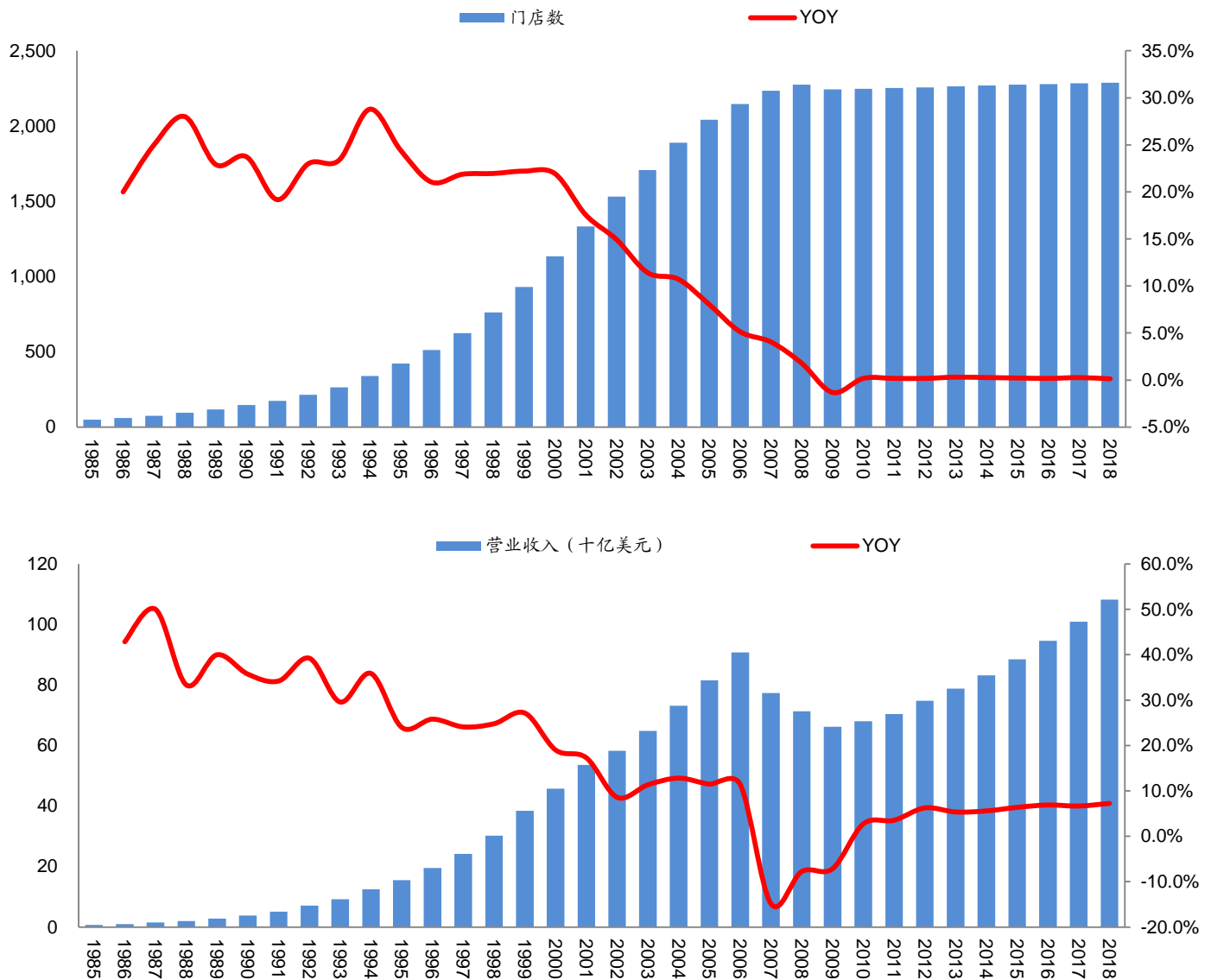
(1) 美国家居零售商竞争格局：Home Depot 与 Lowe's 双寡头垄断

美国的家居零售龙头 Home Depot 与 Lowe's 分别成立于 1978 年与 1972 年，

伴随着美国建材家居市场的升级经历了快速扩张，门店数量分别达到 2000 余家与 700 余家，市场占有率分别达到 15.7%与 10.8%，形成家居建材零售市场双寡头垄断竞争格局。

以Home Depot为例，在成立初期高速扩张。1980到1999年，Home Depot营业收入从2200万上升到384亿美元，CAGR达到48%；净利润从45万上升到23亿，年复合增长率超过50%。这一方面由于其开创了针对家居装修的新型商业模式，以仓储式超市的方式提供一站购齐的货物和服务，所到之处把原先落后的建材超市及夫妻店淘汰出局；一方面在于家得宝“高周转、低毛利”的商业模式帮助其打败竞争对手，抢夺市场份额。另外这也与这一阶段社会与经济背景有关：美国中产阶级向郊外迁移、婴儿潮一代的买房置业和房地产热潮直接创造了大量建材家居产品需求。

图11: Home depot经历了快速扩张期，门店数稳定在2000余家



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(2) 我国家居渠道商竞争格局：龙头市占率仍低，竞争格局分散

反观中国，中国家居装饰及家具市场长期以地方性的家居建材集贸市场为主，分布极为分散，近几年家居商场得到进一步提升。根据Frost & Sullivan数据，2018年家居商场在整个家具零售市场占比为55.9%。

从招股说明书中披露的2016年数据看，我国连锁性家居商场可以分为全国连锁与区域连锁，全国性连锁包括红星美凯龙、居然之家；区域性连锁包括富森美（成都）、月星家居（江苏）、欧亚达（武汉）、吉盛伟邦（珠三角、长三角、东北）、金盛集团（南京、上海、武汉）等。全国性连锁品牌门店数量多，分布广，而区域性连锁品牌则在一个或多个区域内形成了较大的经营规模和影响力。如在成都，富森美的知名度较高；在江苏，月星家居的知名度较高；在武汉，欧亚达的知名度较高。这些公司的定位、业态与业务模式也非常相似，存在较强的竞争关系，形成了品牌区域割据的态势。

近几年行业格局变化不大，依然保持红星美凯龙、居然之家遥遥领先的双巨头竞争格局。在中高端渠道商存在结构性机会下，各个家居商场品牌抓住时机快速扩张，实现“跑马圈地”的野心。

表 5：连锁性家居租赁式卖场主要公司

类型	公司	地域	经营模式	定位
全国连锁	红星美凯龙	全国 28 省市	自营+委管	中高端
	居然之家	全国 28 省市	自营+委管	中高端
区域连锁	富森美	成都	自营	多元化
	月星家居	江苏省	自营+自有品牌	中高端
	欧亚达	武汉	自营	中高端
	吉盛伟邦	珠三角、长三角、东北	自营+委管	中高端
	金盛集团	南京、上海、武汉	自营	中高端

数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

四、自营加委管动力十足，美凯龙强者更强

自营委管商场扩张能力：红星美凯龙运营模式可以分为自营商场与委管商场，前者多为公司自有商场，业态类似专业市场+购物中心，直接收取入驻商户固定租金和市场管理费；后者类似酒店管理模式，向合作方输出品牌和管理，并收取冠名、咨询、管理费等。混合扩张模式使得公司在稳定盈利的同时具备快速扩张能力。

品牌服务价值增长能力：家居品牌的信赖与依赖是公司能够在快速扩张保持租金稳步上升的重要前提。红星美凯龙对家居品牌商具有重要价值：零售是品牌销售的最主要方式，而美凯龙作为零售渠道龙头，具备领先的品牌力、规模和服务优势，能为品牌带来更好的销售业绩和更多的曝光机会。

（一）自营+委管双轮驱动，轻重资产并行快速扩张

根据公司 2019 年半年报披露，截至 2019 年 6 月 30 日，公司共经营 84 个自营商场（总经营面积 754.19 万平方米）及 231 个委管商场（总经营面积 1242.49 万平方米）。自营/委管业务各占公司收入的 54.13%/27.87%，占公司毛利的 63.93%/27.62%。自营+委管“双轮驱动”的商业模式使得公司在保证稳定盈利的同时实现快速扩张：自营商场确保实现公司在战略地点的布局及提供可预测的租金增长，委管商场在有限的资本开支下实现快速扩张。

图 12：红星美凯龙营收构成（2019H1 年）

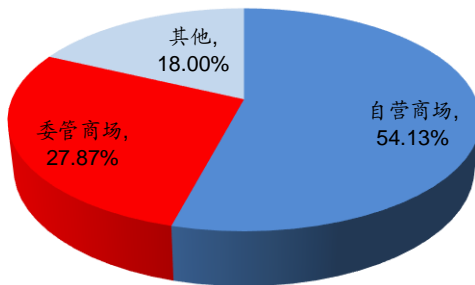
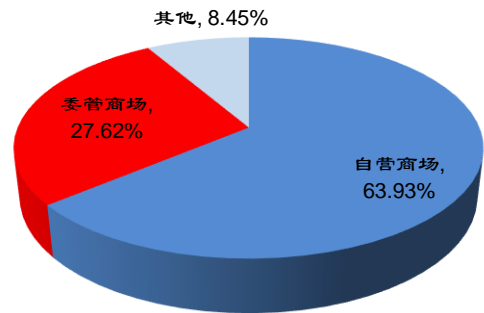


图 13：红星美凯龙毛利构成（2019H1 年）



数据来源：2019 半年报、广发证券发展研究中心

数据来源：2019 半年报、广发证券发展研究中心

表 6：公司自营模式与委管模式对比（2019H1）

模式	门店数量	布局	出租率	物业所有者	盈利模式	优势	劣势
自营（自有）	84	一、二线城市为主	95.0%	公司	公司向商户收取租金与市场管理费	1.土地升值更有利于再融资及扩张 2.市场低迷时稳定性显著，更具防御性	1.初始投资大且投资回收期长 2.扩张缓慢
自营（非自有）				出租方	公司向商户收取租金与市场管理费，同时向出租方支付租金。赚取租金差额	1.租赁期稳定性强 2.初始投资比自有模式小，且回收期短	1.物业不可用于融资 2.租赁期届满时存在租金上涨风险

委管	231	三、四线城市城市为主	95.0%	合作方	公司向合作方收取冠名费、咨询费、招商佣金等	1.无初始投资，且回报快 2.可迅速扩张并在短期内提升市场份额及品牌声誉	1.委托续约风险 2.与合作伙伴意见不合影响经营
----	-----	------------	-------	-----	-----------------------	---	-----------------------------

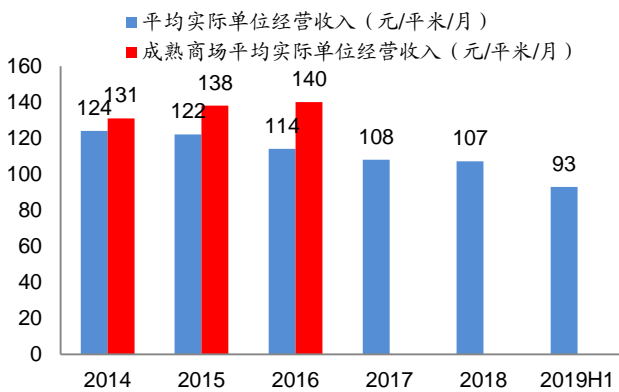
数据来源：招股说明书、2019 半年报、广发证券发展研究中心

(1) 自营商场类似专业市场+购物中心，保证稳定的盈利来源

在自营商场中，公司通过购买、租赁或合营联营的方式经营获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商户提供设计展位、场地租赁、员工培训、市场营销等服务，以收取固定的租赁及管理收入。**按地理位置分：**根据招股说明书披露数据，截至 2019 年 6 月 30 日，公司 84 个自营商场中有 4/7/4/5 个分布于北京/上海/天津/重庆，并且其他大部分自营商场也以覆盖一二线城市为主。**按所有方式分，**53 个自有商场、4 个是合营商场、27 个租赁商场。自有商场无需承担物业租赁成本，能够有效抵抗市场的不利波动，保持稳健的经营性现金流及利润水平，同时具备以优惠条款获得长期融资的能力。

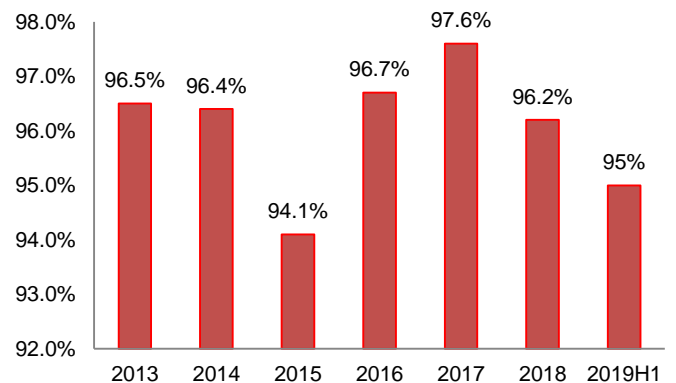
自营商场保证稳定的盈利能力：在公司目前的业务版图中，自营商场贡献了大部分的营业收入。据公司招股说明书及公司公告披露，2014-2018 公司各期末及 2019 上半年已开业自营商场平均实际单位经营收入分别为 124、122、114、108、107、93 元/平米/月，其中 2016/2017 的平均实际单位经营收入偏低主要系营改增政策下价税分离，2018 年单位经营收入趋于稳定，2019 年上半年小幅回落。从出租率来看，虽于 2019 年公司出租率小幅回落，但总的来说 2014-2019H1 成熟商场出租率保持在 94%以上，而同店营收增长率也保持在 5%以上。伴随商场数量增加，公司自营业务在保证高出租率的同时单位经营收入稳健上涨，体现了公司的强议价能力。

图 14：公司自营商场平均实际单位经营收入



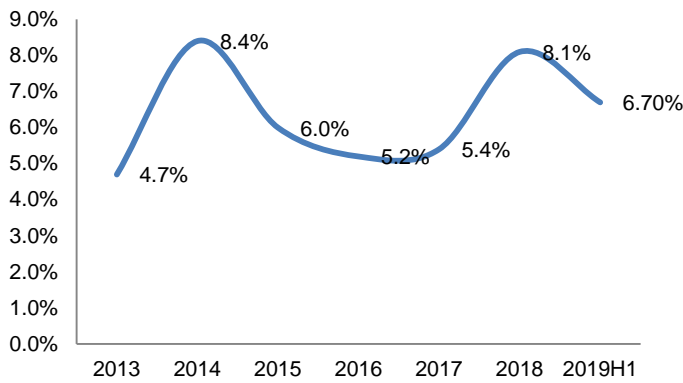
数据来源：2018 年报、2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 15：自营成熟商场平均出租率



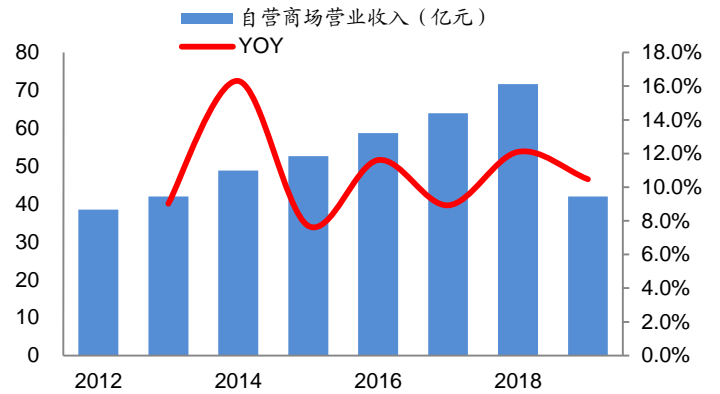
数据来源：2018 年报、2019 半年报、广发证券发展研究中心

图16: 自营成熟商场同店营收增速



数据来源: 招股说明书、2018 年报、2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 17: 公司自营商场营业收入稳步增长

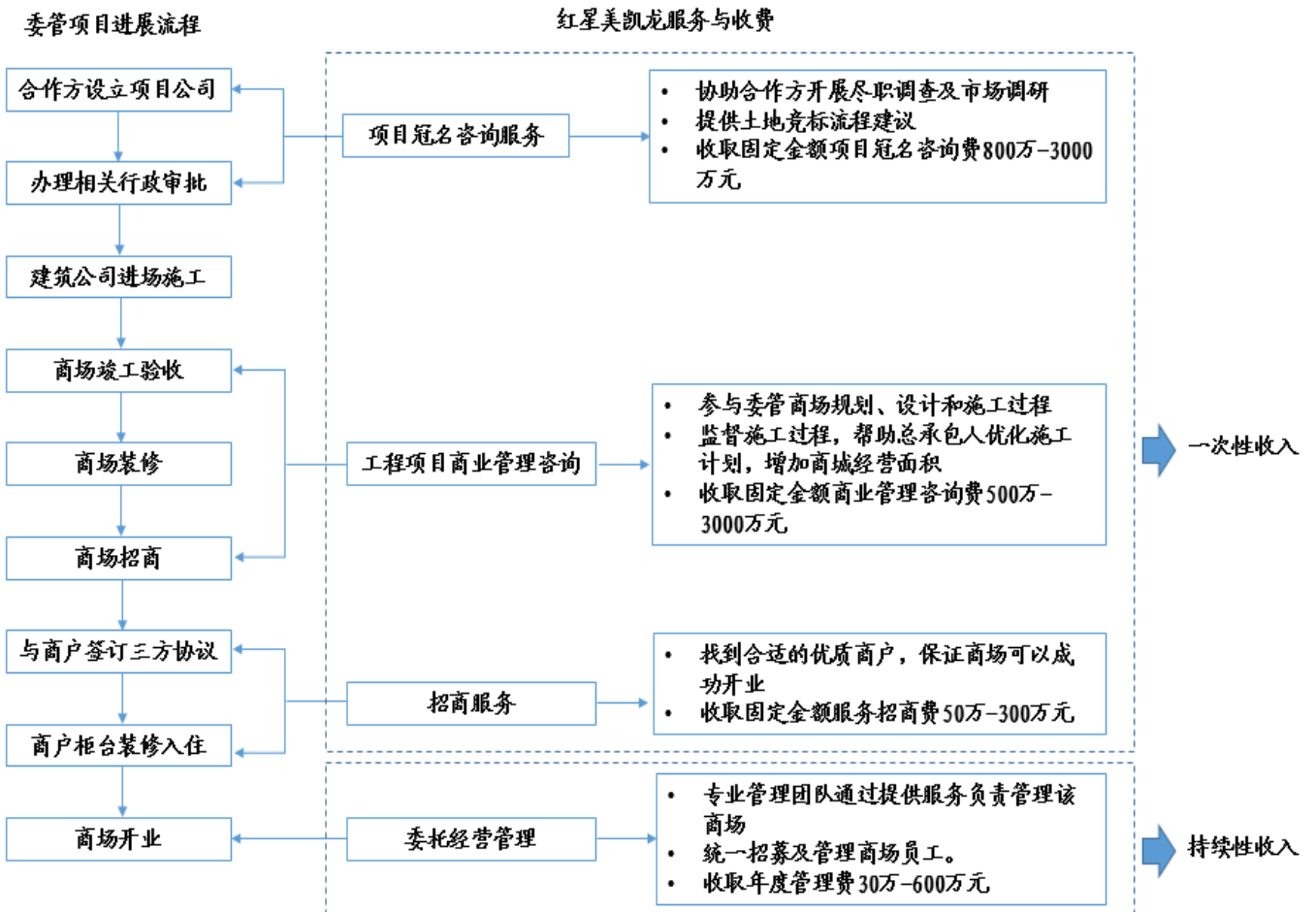


数据来源: 招股说明书、2018 年报、2019 半年报、广发证券发展研究中心

(2) 委管模式类似酒店管理, “低风险、轻资产”实现快速扩张

委管模式基于公司强大的品牌知名度和多年的经营经验, 在项目进展的不同阶段为合作方提供包括选址咨询、施工咨询、设计装修咨询、招商开业及日常经营及管理, 并相应的收取项目冠名咨询费、招商佣金、商业管理咨询费及委托经营管理费等。

图18: 委管业务流程与收入构成

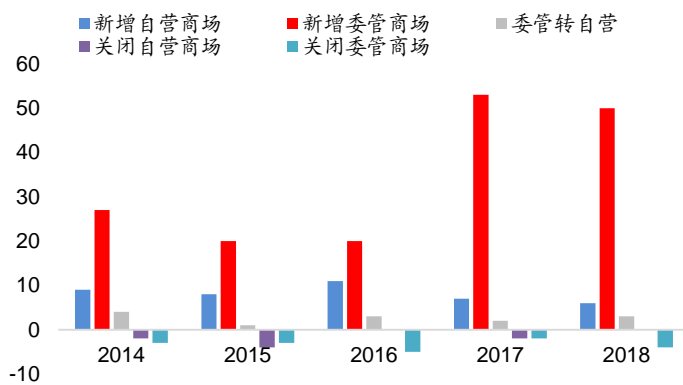


数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

委管模式类似于酒店管理业务的运作模式：与酒店管理公司向加盟方提供品牌加盟并输出管理类似，在红星美凯龙的委管业务中，合作方提供物业并承担资本开支与日常经营成本费用，公司向合作方输出品牌、管理、团队与培训，使委管商场达到公司统一的质量标准。对于单个项目来说，公司从委管商场获得的收入可以分为两部分：大部分是项目前期的一次性收入，包括固定金额的项目冠名咨询费、商业管理咨询费、服务招商费；小部分是委管商场运营期间的年度管理费，由固定金额与租金收益递增提成组成。

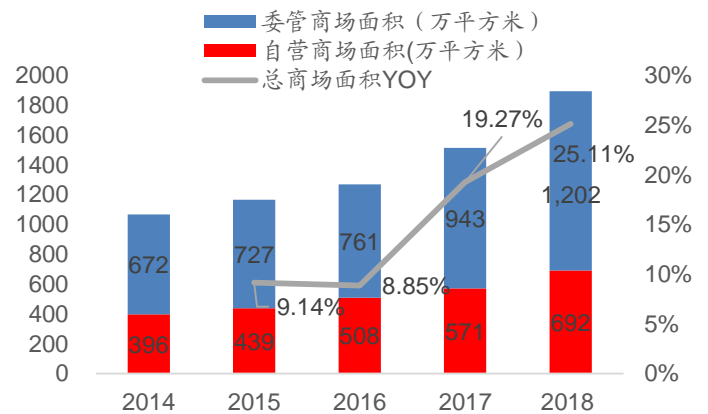
委管模式实现“低风险、轻资产”快速复制：自营模式由于前期需自建或购置物业资本投入高，在产生较高收益的同时需承担较高的风险，因此主要布局在市场容量大、消费能力高的一二线城市。三四线及其他城市居民消费能力仍然有限，且长期由传统建材市场或地方性家居城主导，虽然市场更为广阔有潜力，但具有较高的进入风险。委管模式则通过与当地家居商场运营商合作的方式，有效的规避风险。同时，委管模式前期投入低，轻资产模式可以迅速复制，快速抢占市场份额，在三四线城市增强“红星美凯龙”的知名度，进一步扩大渠道品牌影响力。

图 19: 公司主要通过委管模式扩张



数据来源：2018 年报、广发证券发展研究中心

图 20: 委管商场面积快速增加



数据来源：2018 年报、广发证券发展研究中心

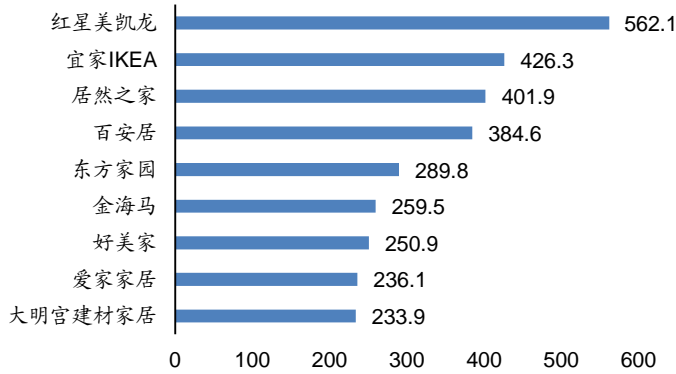
(二) 品牌力、规模、服务构建护城河

行业龙头强大的品牌力：较早的创立时间、全国性的渠道网络布局、中高端的市场定位、成功的市场营销使得“红星美凯龙”成为国内最具影响力的家居渠道品牌。Chnbrand 2019 年中国品牌力指数 (C-BPI) 大型家居卖场品牌排行榜数据显示，红星美凯龙以 562.1 的 C-BPI 得分位居榜首，品牌影响力高于宜家 IKEA、百安居与居然之家等知名品牌。公司在产业链中的强势地位与强大的品牌力一方面提升了公司的议价能力，确保了公司长期的盈利稳定性；另一方面则对处于品牌强化期的家居装饰及家具生产企业具有较强的号召力，为公司扩张打下良好的品牌与客户资源基础，也大大减少了招商时间和招商成本。

规模最大的家居零售网络：根据公司 2019 半年报，截至 2019 年 6 月 30 日，公司在国内 29 个省份 200 个城市经营 315 个商场，总经营面积 19966 万平方米。公司商场品牌库有 19000 多个品牌，与约 11000 家居品牌工厂和约 40000 户家居产品经销商建立了紧密的合作关系。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年公司销售额占国内连锁家居装饰及家具商场 15.2% 的市场份额，比 2016 年增加 1.7%。公司庞大的零售渠道布局

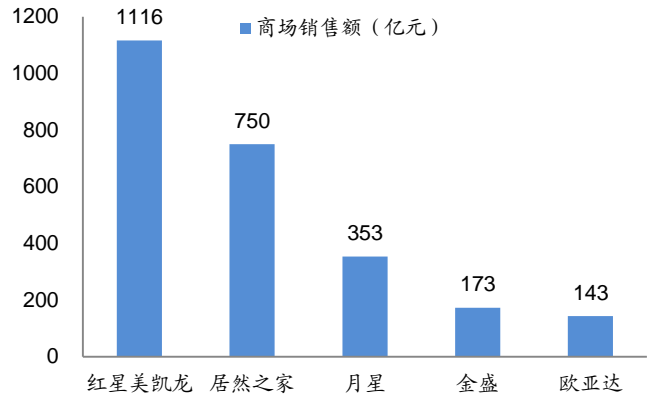
不仅在管理系统、营销效果、费用节约等方面具有规模效应，还具有一定的“挤出效应”：家居卖场对经营面积及交通条件具有较高的要求，因此特定市场区域内的家居商场物业资源具有较高的稀缺性。当先进入的企业占据了优势地理位置，后来企业可能因无法获得有利选址而处于劣势地位，甚至可能无法进入该市场。

图21：公司品牌影响力位于大型家居卖场榜首（2019）



数据来源：Chnbrand、广发证券发展研究中心

图22：公司商场销售额位于行业首位（2018）



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

行业领先的服务与质量：作为全国连锁性家居卖场，公司配套有完善的市场管理体系。自营与委管均采用“强干预”模式，确保全国店面保持统一的形象与服务水准。公司以优质的设计和装饰、清晰的内部设置、便利的交通选址确保消费者舒适、便利、愉快的购物体验；并通过严格筛选的全品类、多品牌产品，提供一站式的购物体验，满足消费者购买家具装饰及家具商品的全部需求；商场销售商品均明码标价，提供商场集中退换货平台，允许30天内退换产品。在行业从粗放式扩张向精细化管理转型的过程中，有保证的产品质量、完善的售后服务、良好的购物体验，是公司获得客户信赖与喜爱的基础，也是公司能够快速抢占市场份额的前提。

根据公司年报，截至2018年底，公司会员数为716.8万，其中线上渠道注册会员694.5万，占比96.9%。会员计划提供了独有数据库，以低成本，高针对性适时推出推广及优惠活动，与公司其他服务、营销方式相辅相成。

图 23: 红星美凯龙全球家居生活馆外观



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图 24: 红星美凯龙购物环境良好



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 商业物业价值高, 盈利能力稳定

(1) 坐拥800亿投资性房地产, 提供内生造血能力

公司整体资产模式较重, 核心经营资产为自有商场物业相关的投资性房地产, 具有一定的地产商属性。2015-2018各年末及2019年第三季度, 公司投资性房地产账面价值分别为613.61亿元、669.48亿元、708.31亿元、785.33亿元与830.11亿元, 占非流动资产比例分别为93.07%、92.04%、85.91%、82.54%、78%, 占总资产比例分别为83.13%、82.11%、73.01%、70.84%和68%。其中上海真北商场面积18.55万平方米, 为所有物业中面积、总价值排名靠前的大型商场, 2017年6月末公允价值60.33亿元, 单价折合3.25万元/平方米。

自有房地产为扩张提供融资支持。截至2019年9月30日, 公司拥有830.11亿投资性房地产, 一方面可享受商业物业升值, 一方面也可以作为融资担保。公司以自有房地产作为担保获得规模较大、成本较低的抵押贷款, 为筹建新项目、实现快速扩张补充血液。

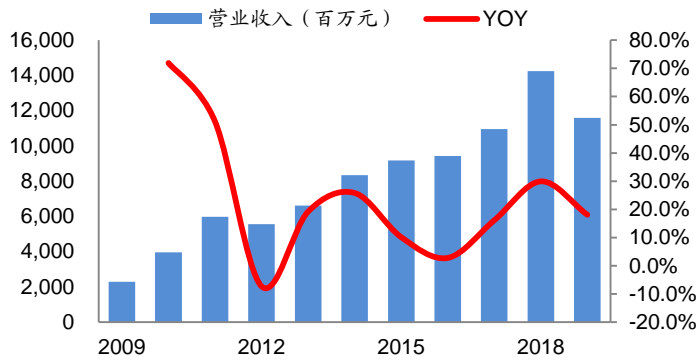
(2) 成长性与盈利能力

2019年上半年, 公司主营业务收入包括自营商场租赁及管理收入(54.45%)、与委托管理商场相关收入(29.79%)、商品销售及家装收入(2.84%)等。公司2015-2018实现营业收入91.8亿元、94.4亿元、109.6亿元和142.4亿元, 同比增速10.21%、2.77%、16.14%、29.93%。而截止到2019年第三季度, 公司当年营业收入已达115.88亿元, 实现同比18%的速度快速增长。公司营收稳定增长主要得益于门店数量的稳步扩张, 营收增速慢于门店增长速度主要因为增量门店以委管模式为主, 而单个委管商场产生的营业收入低于单个自营商场。

公司2015-2018年末及2019年Q1-3实现扣非归母净利润23.87亿元、20.73亿元、23.05亿元、25.66亿元与23.12亿元。扣非归母净利润的波动主要来自于委管商场利润的波动。委管利润的波动则主要由于委管收入波动且毛利率呈下降趋势。委管业务收入波动主要由于每年新增委管项目数量与质量波动。毛利率下降主要因为新开业商场多位于三、四线城市, 单个项目年度委管费收入较之前有所下降, 而成本费

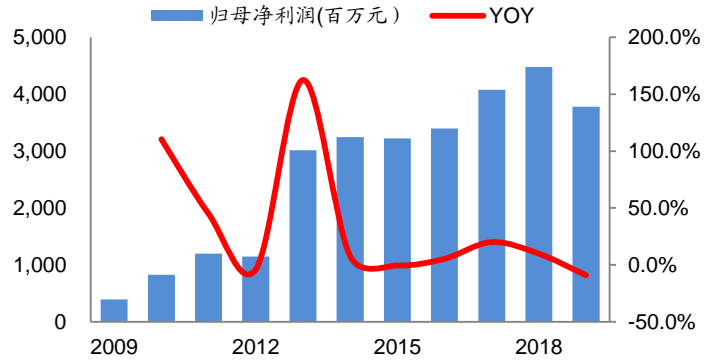
用相对固定；且新开项目尚处于培育期，多处于盈亏平衡点。工程项目和商业咨询毛利率虽波动较大，但占收入比例较低，对整体毛利率影响较小。未来随着委管商场增长提速且新开商场逐渐成熟，委管收入有望保持增长，毛利率有望企稳。

图25: 公司营业收入与YOY



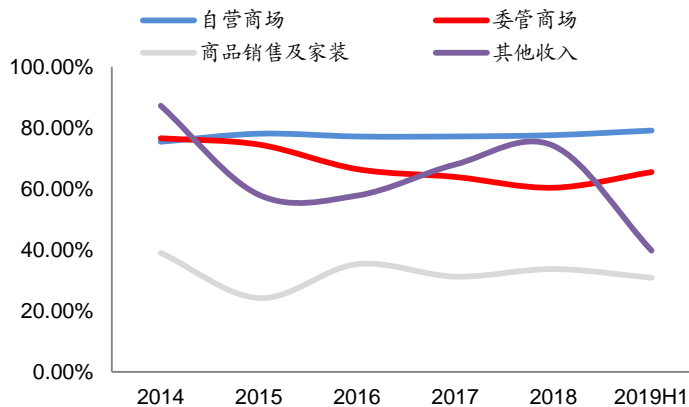
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 26: 公司归母净利润与 YOY



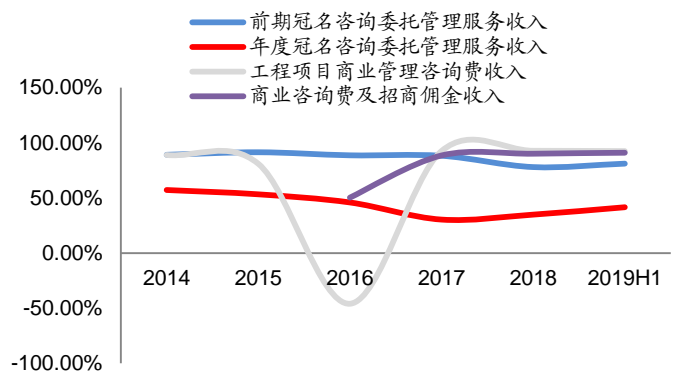
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 公司各项业务毛利率及变化



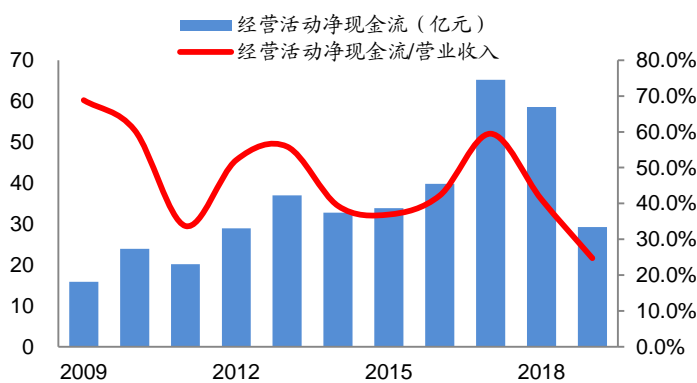
数据来源: 招股说明书、2018 年报、2019 半年报、广发证券发展研究中心

图 28: 委管业务各项收入毛利率及变化



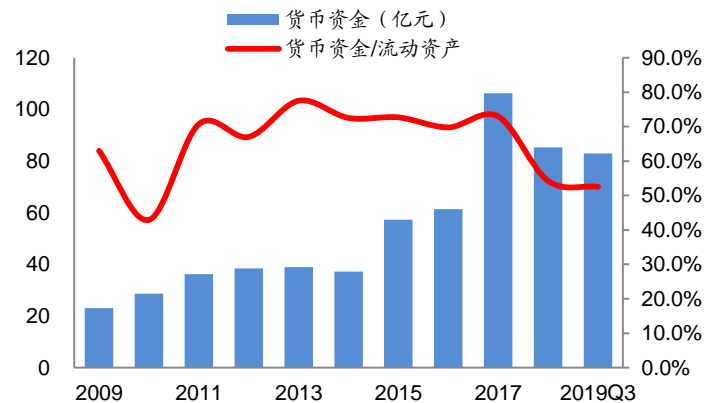
数据来源: 招股说明书、2018 年报、2019 半年报、广发证券发展研究中心

图29: 公司经营性现金流较充足



数据来源: 2018 年报、2019 三季度、广发证券发展研究中心

图 30: 公司货币资金充足



数据来源: 2018 年报、2019 三季度、广发证券发展研究中心

五、前景展望：数量扩张下沉市场，价值扩张深挖客户

红星美凯龙主营业务未来的增长点主要来自于：（1）数量扩张：从原先的一二线城市，下沉到三四五线和重点县城；（2）价值扩张：当门店数量增长逐渐达到瓶颈，通过扩张单个商场流量增加客源、优化服务体验提升流量转化率、挖深用户价值提升单用户成交额等手段，实现价值的二次增长。

（一）数量扩张：商场下沉扩张空白区域，提升市占率

红星美凯龙通过调整门店面积与品牌组合，因地制宜，占领当地传统销售渠道，具备渠道下沉的能力。门店扩张以城市为载体，在每一城市开店数量主要考虑当地人口数量、消费能力与经济水平等因素。

一二线城市经济发展水平较高、人口数量较多，下辖行政区往往达到 7 个以上，因此估算其容纳的美凯龙家居商场 4-7 个；而四线以下城市，经济水平较弱，我们估算容纳的美凯龙家居商场（或家居建材产业街）在 1-2 个。经估算，红星美凯龙的家居商场及产业街数量容量空间为 1700 个左右。

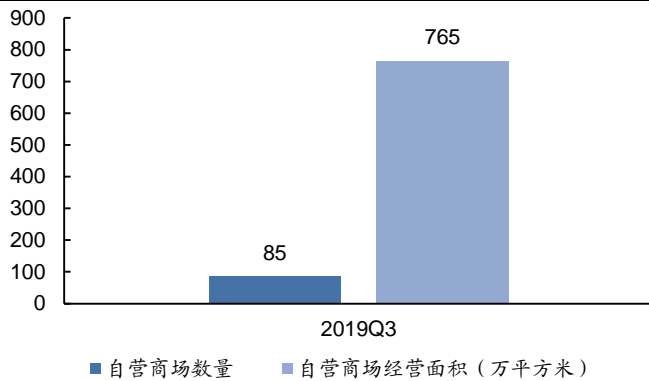
表 7：基于城市数量的家居商场、家居建材产业街数量测算

城市级别	城市数量	平均每个城市容纳的家居商场、家居建材产业街数量	每一级城市合计
一线城市	4	7	28
二线发达城市	9	6	54
二线中等城市	15	5	75
二线较弱城市	7	4	28
三线城市	61	3	183
四线城市	108	2	216
其他	459	1	459
县	1357	0.5	678
合计	2020	0.85	1721

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

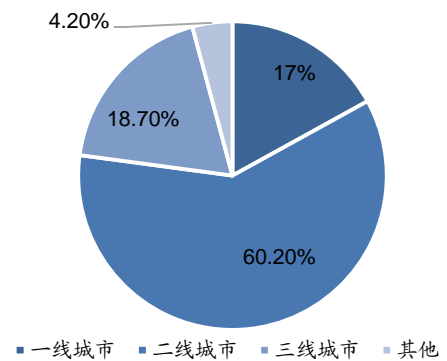
截止 2019 年末，公司拥有自营商场 87 家、委管商场 250 家、特许经营家居建材（产业街等形式）项目 44 个，因此距离扩张天花板仍有巨大空间。公司通过家居商场渗透经济发展水平较好的一二三四线城市，通过家居建材街等形式实现覆盖低线城市、县城。

图31: 截止2019Q3自营商场经营情况



数据来源: 2019 三季报、广发证券发展研究中心

图32: 截止2019Q3不同城市等级自营商场经营面积



数据来源: 2019 三季报、广发证券发展研究中心

而根据公司 2019 年 12 月投资者交流记录公告, 公司 2019 年新增自营商场 7 家, 且有多家自营商场处于筹备中。随着公司新自营商场的不断落成 (包括委管商场转自营商场), 自营商场总面积不断增长, 预计为公司自营商场业务带来租金收入、管理收入的持续增长。

表8: 公司自营商场收入拆分

	2014	2015	2016	2017	2018
租赁及管理收入 (百万元)	5148.91	5582.98	5975.59	6394.4818	7167.98
YOY		8.43%	7.03%	7.01%	12.10%
商场数量	51	55	66	71	80
商场总面积 (万平方米)	396.4	438.6	508.3	570.6	691.9
YOY		10.6%	15.9%	12.2%	21.3%
出租率	96.4%	94.1%	96.7%	97.6%	96.2%
平均出租面积 (万平方米)	382.2	412.7	491.6	556.9	665.6
单位面积经营收入 (元/平米/月)		117.1	110.1	101.6	97.7

数据来源: 2018 年报、广发证券发展研究中心

注: 商场总面积与实际可用面积有差异, 因此计算得到的单位面积经营收入与实际单位面积经营收入略有差异

根据公司 2019 年 12 月投资者交流记录公告, 公司目前拥有 250 家委管商场。公司委管商场相关服务收入主要来源于项目前期冠名咨询委托管理服务、项目年度冠名咨询委托管理服务, 前者与新开设商场数量有关, 后者与存量商场数量有关, 并且前者毛利率相对更高。公司委管商场数量不断扩张过程中, 能够持续从中获取前期、年度冠名委管服务费用。

表9: 公司委管商场服务收入拆分

	2014	2015	2016	2017	2018
项目前期冠名咨询委托管理服务					
收入 (百万元)	1045.7	1448.8	1356.2	1587.2	1564.0
YOY		38.6%	-6.4%	17.0%	-1.5%
毛利率	89.1%	91.4%	88.7%	88.3%	78.0%
毛利润 (百万元)	932.1	1324.6	1202.5	1400.7	1219.8
项目年度冠名咨询委托管理服务					

收入 (百万元)	1126.9	1303.0	1368.8	1539.3	1919.8
YOY		15.6%	5.0%	12.5%	24.7%
委管商场数量	106	122	134	185	228
单个商场服务收入 (百万元)	10.6	10.7	10.2	8.3	8.4
毛利率	57.2%	53.3%	45.9%	30.4%	34.9%
毛利润 (百万元)	644.8	694.6	628.4	467.8	670.7

数据来源: 2018 年报、广发证券发展研究中心

图33: 截止2019Q3委托商场经营情况

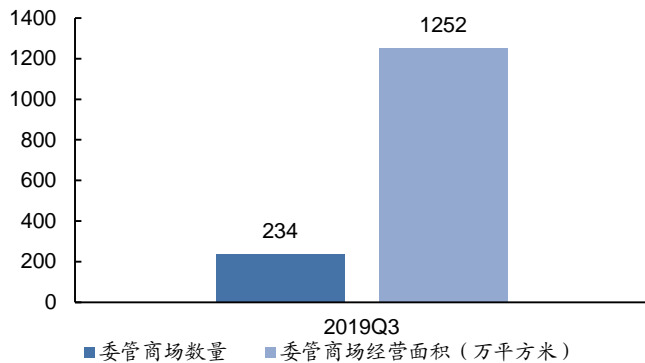
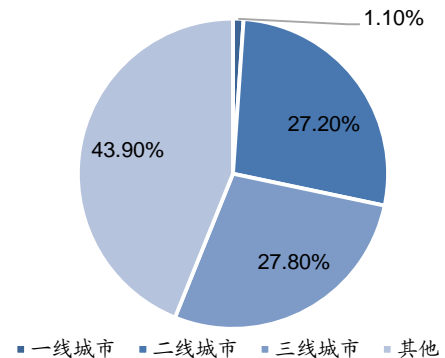


图 34: 截止 2019Q3 不同城市等级委管商场经营面积



数据来源: 2019 三季报、广发证券发展研究中心

数据来源: 2019 三季报、广发证券发展研究中心

因地制宜, 公司有望通过不同业态实现更广泛覆盖。部分城市地区可能由于经济发展水平较落后、或者当地已经有卡位优势显著的其他家居商场, 不足以支撑公司再开设一家家居商场。在这些家居商场无法渗透的区域, 公司仍有望通过家居建材街、电商、小商场等形式实现覆盖。

(二) 价值扩张: 流量分化推动业务变革, 打造全渠道泛家居业务平台服务商

面对流量分化的背景, 红星美凯龙积极转型: 全方位赋能+客户价值深挖。

红星美凯龙围绕“全渠道泛家居业务平台服务商”的战略定位, 以“家”为核心着力开拓各项扩展性业务, 从而对商场主营业务进行上下游跨界外延。主要包括: 家装服务、互联网零售、家居金融、物流配送等, 弥补了线下销售的不足, 并拓展了线上销售平台, 真正做到了一站式服务。

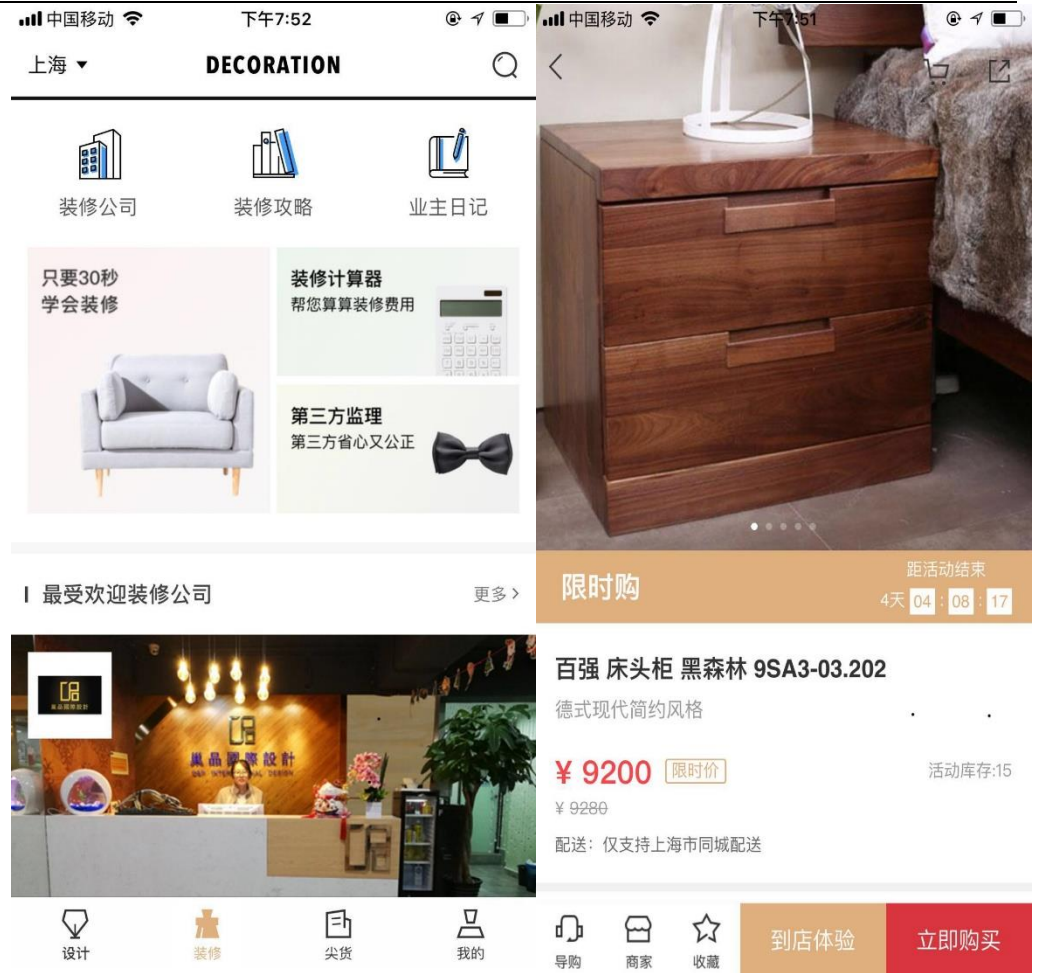
全方位赋能商户:

流量分化的背景下, 家具建材经销商普遍缺乏相应的前端营销配套能力, 面对日益激烈的流量竞争缺乏竞争力。因此, 红星美凯龙通过运营能力支持、互联网新流量入口打开等方式, 实现对经销商的流量赋能。并且, 通过金融服务、物流配送服务等方式, 为经销商减负让经销商能够专注于门店的运营。

(1) 互联网泛家居引流: 围绕“家”的概念搭建互联网平台, 通过线上线

一体化的运营模式，为消费者提供装修入住、居家消费品购买等泛家居消费产业链服务。基于移动端APP、微信公众号和官方网站，为消费者提供商品展示、客服咨询、会员营销、在线交易、线下商场门店引导及预约体验等便捷服务功能，并为线下引流。

图35: 红星美凯龙APP提供家装服务、商品展示与购买功能



数据来源: 红星美凯龙 APP, 广发证券发展研究中心

(2) 家居金融服务: 成立家金所作为金融服务平台，为商场合作方、家居工厂、商户经营提供融资渠道及相关服务。并与大型商业银行合作开展消费者金融业务，向客户提供分期付款及相关服务。

(3) 物流配送: 2014年11月以来，公司的业务拓展至下游的物流配送领域，为商户及消费者提供专业化的产品送货和组装服务，做好“最后一公里”售后服务，提高消费者对红星美凯龙品牌的黏性。截至2018年末，公司已为超过450个品牌提供集中送货及物流服务，仓储面积超过75000平方米。

客户价值挖掘:

红星美凯龙在扩张流量的基础上，还充分发挥流量的价值挖掘能力。通过消费者会员信息管理，挖掘消费者全生命周期需求，将业务线条扩张到家居消费以外的房产交易、家装等环节。

以家为核心实现家装、房产、商品、金融、服务等业务平台的跨界外延。

(1) 家装平台：打造中国最大的高端整装平台，重新订立标准，培训工人，以设计和品质真正解决装修烦恼，对家庭环保负责。这将是红星美凯龙未来不断壮大的核心引擎。公司扩张业务至家居设计及装修领域，整合家装上下游产业链，为客户提供集家居设计方案、材料销售、家具购买、装修施工于一体的完整的服务。根据公司2018年报，截止2018年末，家装平台已签约高端家装公司2364家，通过平台预约装修的客户98522名。此外，公司线下自营家装门店达到40家。

(2) 商品交易平台：保持家具建材优势，扩展到家居装饰品，包括窗帘、花瓶、桌布、家电，家具辅件等商品，这将是未来提高客户消费频次的重要方法。

(3) 服务平台：除了店面的服务外，还将扩大到保养、维修，甚至家政业务、社区娱乐、社群活动等，增加客户留存率与客户粘性。

(4) 金融平台：把金融产品贯穿到上述一系列业务中，提供系统化的家庭理财、支付、消费信贷、家庭安全保险等金融服务。

(三) 开拓智慧营销、新零售、设计云，携手阿里强强联合 牵手阿里开拓新零售，推动线上线下业务融合

业务层面：2019年5月24日，红星美凯龙家居集团与阿里巴巴签署《战略合作协议》，旨在将阿里在新零售领域先进的经营理念与技术支持引入到线上线下一体化平台，进一步推动公司的泛家居消费产业链服务。双方合作内容主要包括：家居新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配与安装服务、消费金融等。

资金层面：双方的合作还涉及资金及股权层面。红星美凯龙2019年非公开发行可交换公司债券（第一期）与5月份完成发行工作，实际发行规模为43.594亿元，第一年至第二年票面利率为3.25%，第三年至第五年票面利率为1%。债券的期限为5年期，初始换股价格为12.28元/股。该部分债券，全部份额由阿里巴巴认购。

人才层面：根据公司2019年7月《关于增补第三届董事会非执行董事的公告》，阿里巴巴集团副总裁兼CEO助理靖捷先生、阿里巴巴集团副总裁兼CEO特别助理徐宏先生，被提名担任公司第三届董事会非执行董事。同时，在徐宏在当选公司非执行董事后，将担任董事会下属战略与投资委员会委员职务。

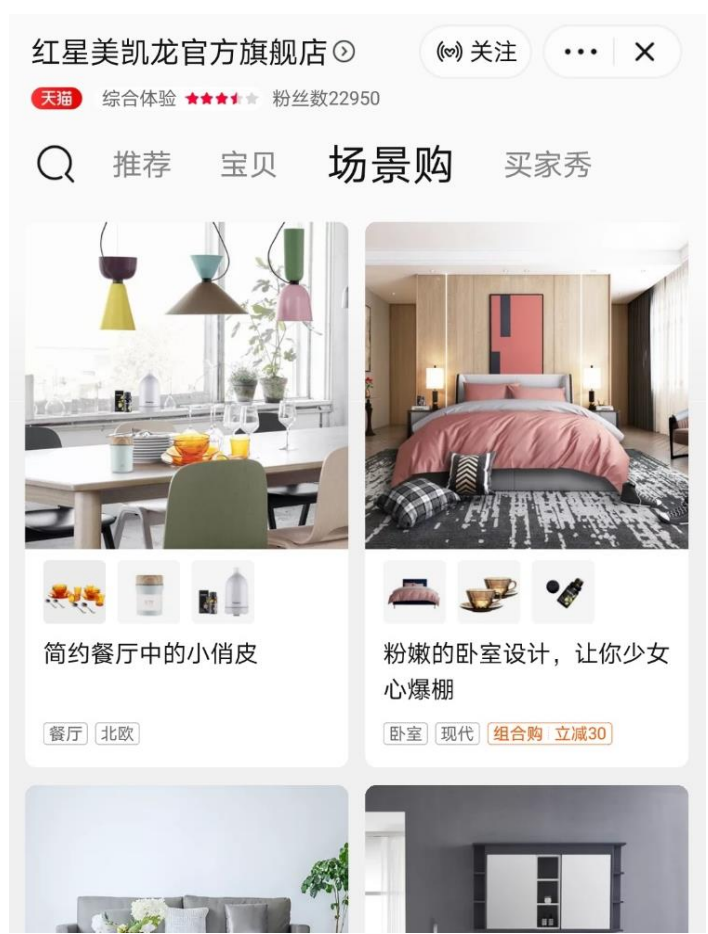
截止2019H1，红星美凯龙已上线天猫“同城站”。该方式实现了家居区域流量的运转，公司线下门店的商品可以与其天猫店铺共享，而消费者既可以线上下单，也可以引流到线下体验后再进行决策。

图 36: 美凯龙天猫旗舰店关联识别附近商场



数据来源: 美凯龙天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

图 37: 美凯龙天猫旗舰店场景购提供“组合体验”



数据来源: 美凯龙天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

打造智慧营销平台, IMP 提升整体营销效率

2018 年末, 公司开启计划打造 IMP 全球家居智慧营销平台, 赋能家居行业。IMP 平台通过大数据运用助力红星美凯龙实现多维度、连续性的精准连接, 连接家居生态内的各种角色、场景、内容, 为用户提供家装全周期、定制化的服务, 并以此来制造精准流量, 提升整体行业营销效率、降低运营成本。

IMP 平台具体方向包括: (1) 利用 AI 计算引擎, 帮助客户整理素材, 对客流和会员数据分组, 达到千人千面的推送; (2) 借助强大的数据能力在商圈选址上实现更智慧的输出; (3) 通过人、货、场的结合, 实现销售预测; (4) 探索营销风控, 追溯货品, 帮助品牌商连接 C 端消费者。IMP 全球家居智慧营销平台, 在品牌曝光(流量优选)、品牌好感(内容共融)、销售引导(平台智投)三大维度上助力红星美凯龙提升对租户的赋能, 巩固渠道优势。

截止 2018 年底, IMP 已上线 106 个项目、400 多个功能, 整个体系包括超精准数据系统、全场景流量系统、一站式内容系统、数据化工具系统、智能化管理系统五大系统。公司打造了实效精准广告投放系统, 通过融合公司会员数据、互联网数据源等, 让流量触达精准用户, 从而实现“人找货”到“货找人”的营销生态转变。

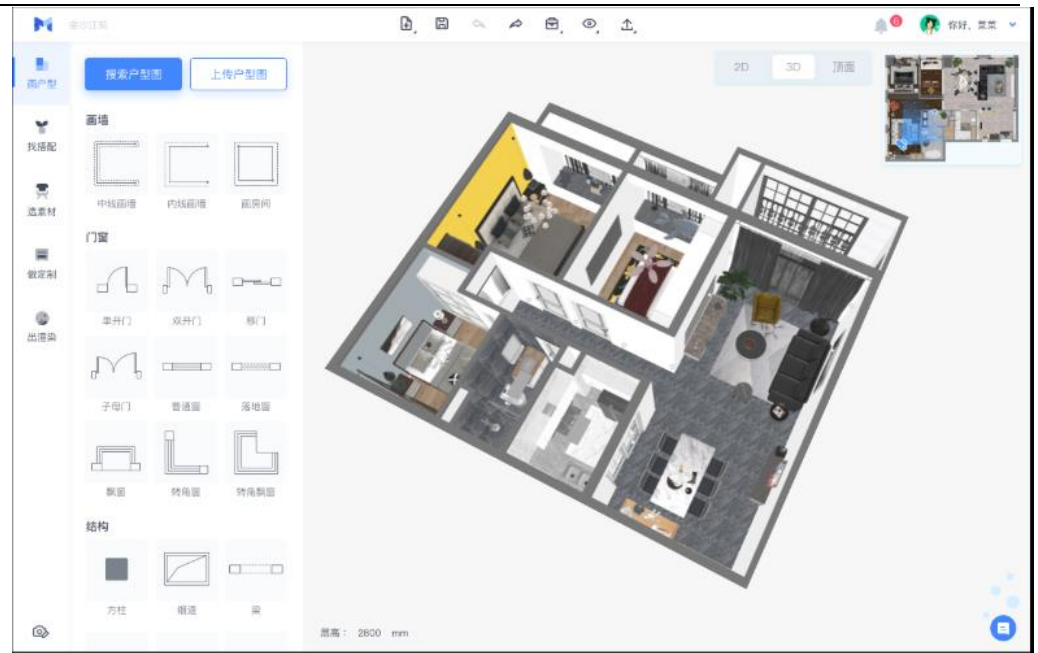
推出美凯龙设计云，打造全景式云设计及家居选购服务平台

美凯龙设计云成立于 2018 年初，致力于对原有家装设计和购物体验进行升级，以 3D 设计软件为基础。基于真实商品模型与 SKU 的打通，实现设计方案等于购买方案，打造全景式云设计及家居选购服务平台。

3D云设计：云设计是一款在线智能家装设计软件，结合云计算、大数据、AI等技术，最终让设计能落地、设计更美观、设计更便捷。不仅可以设计师、门店导购完成专业设计，而且消费者也可以通过软件DIY。

家居购：家居购是专为家装公司、设计师和品牌商所搭建的家居软装补充供应链平台。双方可以相互建立合作，通过3D云设计调用与SKU打通的商品模型进行方案设计，最终实现设计方案等于购买方案。同时，品牌经销商可通过快速设计生成全景方案驱动二次到店，实现设计营销。不同品类经销商之间亦可形成线上联盟，在方案中互相植入模型，拓展客流、降低营销成本。

图38：美凯龙3D设计云模块



数据来源：美凯龙设计云官网、广发证券发展研究中心

（四）外延收购扩张版图，品牌矩阵覆盖多元市场，稳健扩张 收购山东银座家居，外延扩张版图

2019H1，公司收购了山东银座家居有限公司 46.5%股权，与山东省商业集团有限公司并列成为山东银座家居有限公司第一大股东。截至 2019 年 6 月 30 日，山东银座家居有限公司及其下属控股子公司在中国境内合计运营 12 处家居商场。

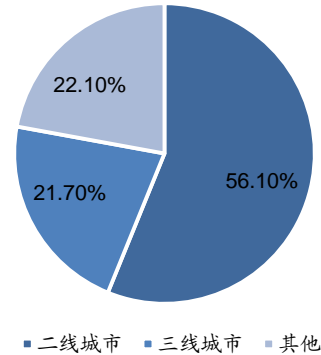
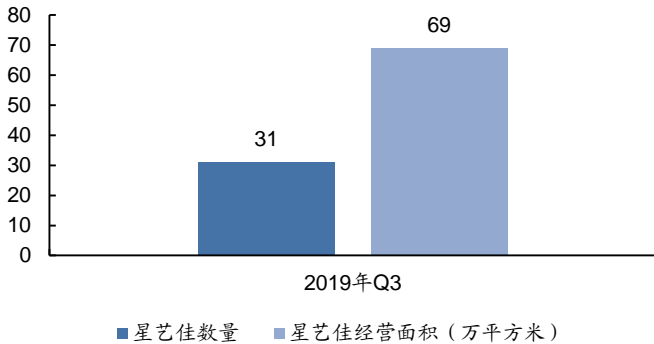
“欧丽洛雅”、“星艺佳”构建多元化品牌矩阵

“星艺佳”品牌面向新兴市场需求。子品牌来源于红星美凯龙对新兴市场家居消费趋势的判断。近年来不少年轻人回流二三线城市，对二三线家居消费提出新的升级需求。星艺佳以轻时尚、多元化、体验式、性价比的品牌形象，构成了红星美凯

龙品牌的重要一环。截止到 2019 年第三季度，合计完成星艺佳 31 家，总经营面积达 69 万平方米，其中，二三线城市星艺佳经营面积占总经营面积 43.8%。

图 39: 截止 2019Q3 星艺佳经营情况

图 40: 截止 2019Q3 不同城市等级星艺佳经营面积构成



数据来源: 2019 三季报、广发证券发展研究中心

数据来源: 2019 三季报、广发证券发展研究中心

“红星·欧丽洛雅”品牌面向高端时尚需求。欧丽洛雅引进丰富的家居品牌，并且打造五星级的非凡购物环境，此外欧丽洛雅定期举办文化交流、艺术展览与设计沙龙活动，通过诠释品牌家居与艺术文化的结合来实现家居卖场档次的提升。

疫情加速行业出清，公司稳健经营+扩张手段持续提升市占率

2020 年初新型冠状病毒肺炎蔓延，家居线下流量遭受冲击，因此保障商户持续经营信心信息是关键。

减租支持、资金支持: 红星美凯龙于 2020 年 2 月发布公告，为支持商户发展，免除 82 家自营商场商户 2020 年度任意一个月的租金及管理费。红星美凯龙还将积极与委管商场所有者联系，商讨促使家居委管商场采取类似减免政策。此外，为缓解经销商资金问题，红星美凯龙主动对接金融机构，为全国经销商提供金融支持，预计将能为全国经销商提供超 40 亿的金融助力。

线上运营能力支持: 除减租福利之外，红星美凯龙 2 月 3 日决定向所有入驻商家免费提供 2 个月设计云软件无限渲染功能，有效提升商户远程服务消费者的能力，降低疫情期间消费者来现场的频次。在 2 月 10 日至 4 月 10 日期间，将“中国大家居教育平台”免费向全家装、家居行业开放使用，帮助商家充分运用线上营销工具。

教育支持: 公司还决定自 2 月 4 日起免费开放“中国大家居教育平台”，利用市场低谷的时间窗口，让商户能够提升自己、充实自己，提升店铺运营能力。

此次疫情危机中，公司通过免费开放“两朵云”培养和推动经销商的上网行动，这些举措将成为公司加速转型的动力。此外，帮助商户在疫情期间构筑更加强大的运营能力，也将有利于其与竞争对手拉开差距。相比之下，不少三四五线家居卖场一方面缺乏牺牲利润支持商户的魄力，另一方面自身可能存在资金偏紧的情况，因此判断疫情期间将推动卖场行业进一步出清，美凯龙市占率得以催化提升。

六、盈利预测及投资评级

我国家居市场规模广阔、成长性强且竞争格局分散，是孕育龙头企业的沃土。从驱动因素来看，周期性（地产周期）、成长性（消费升级）与变革性（8090后崛起）决定家居市场将稳健发展。从业态变迁来看，连锁家居商场聚集全品类、多品牌，全方位服务与舒适购物环境提供最佳消费场景，且为品牌力相对较弱的家居产品背书。从竞争格局来看，对标美国Home Depot和Lowe's的双寡头格局，我国家居渠道商集中度低，龙头企业扩张动力强劲。美凯龙作为全国连锁家居商场运营商龙头，“委管+自营”双轮驱动的商业模式一方面提供了稳定的盈利能力，一方面轻资产模式有利于快速复制；同时，公司拥有品牌效应、品牌资源、管理能力、议价能力优势作为护城河，出租率保持高位，租金水平稳步上涨，外延与内生动力十足。

同时，公司坐拥近800亿投资性房地产，一方面享受地产升值收益，一方面通过抵押贷款或资产证券化为公司扩张提供内生造血能力。公司的投资性房地产采用公允模式计量，这也使得在解读公司财务报表的时候有两点值得注意：（1）扣非净利润不包括公允价值变动损益，更能反映公司主业经营情况；（2）成本法会计口径下公司相关财务指标与同行业公司才有可比性。

根据上述分析，我们对公司各项业务假设如下：

（1）自营商场业务：新增商场（新增商场经营面积）将为公司自营商场业务持续带来收入增长。2020年由于疫情影响，红星美凯龙自营商场免除经销商1个月租金，因此预计2020年公司自营商场业务将只有11个月收入，同比略有下滑。

（2）委管商场业务：公司委管商场相关服务收入主要来源于项目前期冠名咨询委托管理服务、项目年度冠名咨询委托管理服务。前期冠名咨询委托管理服务，与新增委管商场密切相关，但每年新增委管商场变化不大，没有加速扩张的情况下，前期冠名咨询委托管理服务收入预计变化不大；年度委托管理服务收入预计随委管商场扩张保持稳健增长。

（3）商品销售及家装：以流量为核心深挖用户价值，公司多元化业务预计保持较快增长。

（4）建造施工及设计收入：公司建造施工及设计业务主要系由于2018年开始产业延伸，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。预计后续相关业务保持稳健增长。

（5）其他业务：其他业务包括战略咨询费、联合营销、物流、互联网平台等。其他业务作为公司多元化业务的培育业务，预计未来几年将保持高速增长。

表10：公司业务拆分预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自营商场业务	-				
营业收入（百万元）	6394.5	7168.0	8336.7	8250.9	9797.2
YoY	7.0%	12.1%	16.3%	-1.0%	18.7%
毛利率	77.2%	77.6%	77.6%	77.6%	77.6%
毛利润（百万元）	4934.0	5562.4	6469.3	6402.7	7602.7
委管商场业务	-				

营业收入(百万元)	3628.7	4176.8	4073.3	4283.8	4494.3
YoY	30.4%	15.1%	-2.5%	5.2%	4.9%
毛利率	60.4%	60.4%	56.7%	54.8%	53.9%
毛利润(百万元)	2318.8	2520.7	2311.2	2347.2	2420.6
商品销售及家装	-				
营业收入(百万元)	294.3	466.3	699.4	979.2	1273.0
YoY	41.4%	58.5%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	31.2%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
毛利润(百万元)	91.8	157.1	235.7	330.0	429.0
建造施工及设计	-				
营业收入(百万元)	56.1	1479.6	2071.4	2485.6	2982.8
YoY	-	2535.9%	40.0%	20.0%	20.0%
毛利率	23.3%	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%
毛利润(百万元)	13.1	484.5	678.3	814.0	976.7
其他业务	-				
营业收入(百万元)	585.9	949.2	1423.8	1993.3	2591.3
YoY	24.5%	62.0%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	74.9%	73.9%	73.9%	73.9%	73.9%
毛利润(百万元)	438.7	701.4	1052.1	1472.9	1914.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司“委管+自营”双轮驱动的商业模式提供中期成长动力,业务转型价值扩张为长远发展奠定基础。预计公司2019-2021年EPS为1.41、1.45、1.74元/股,参考同行业商城类标的估值,给予2020年合理估值12倍PE,对应合理价值17.4元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

H股方面,公司近一年A/H溢价率平均约为2,则对应H股合理价值为9.64港元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	当前股价 (元)	EPS(元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002818.SZ	富森美	11.88	1.06	1.11	1.21	11.2	10.7	9.8
600415.SH	小商品城	3.70	0.21	0.22	0.20	17.9	16.8	18.2
002344.SZ	海宁皮城	4.01	0.26	0.27	0.27	15.1	14.9	15.1
平均值						14.7	14.1	14.3
601828.SH	美凯龙	11.07	1.41	1.42	1.74	7.9	7.8	6.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 富森美、小商品城、海宁皮城 EPS 来自 Wind 一致性预期

七、风险提示

1. 地产弱周期影响家居产品销售

房地产行业呈现较强的周期性特征，尽管家居装饰及家具行业由于消费升级、二次装修需求等波动性相对较小，但家具与建材零售与商品房销售仍存在一定的滞后关系。若房地产市场疲软，将削弱下游家居产品的需求。

2. 行业竞争激烈，商场扩张速度不达预期

美凯龙作为全国性家居连锁商场，在家居装饰及家具零售行业占有最大市场份额，具有一定的品牌知名度。但同时国际、全国性、区域性知名品牌家居商场纷纷加快布局，若行业竞争持续加剧，公司在渠道下沉，进入新区域的时候会遇到较大的阻力，将影响公司的外延扩张速度。

3. 自有物业公允价值波动造成利润波动

与可比公司不同，公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2015-2018年投资性房地产公允价值变动产生10.1亿、17.5亿、19.96亿元、17.67亿元公允价值变动收益，占当年利润总额的22.12%、36.53%、33.35%、28.82%。若未来公司自有物业公允价值出现较大波动，将带来利润的较大波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,567	15,719	21,769	25,418	29,527	经营活动现金流	6,528	5,858	9,075	7,193	8,926
货币资金	10,627	8,528	14,944	17,993	21,139	净利润	4,278	4,705	5,368	5,525	6,633
应收及预付	1,438	2,007	2,009	2,210	2,599	折旧摊销	134	183	54	53	54
存货	120	251	179	216	256	营运资金变动	2,791	-133	3,723	1,730	2,575
其他流动资产	2,382	4,932	4,637	5,000	5,532	其它	-675	1,103	-70	-115	-336
非流动资产	82,447	95,142	99,105	100,516	101,928	投资活动现金流	-6,021	-10,994	-1,515	486	-641
长期股权投资	1,614	3,026	3,026	3,026	3,026	资本支出	-5,802	-3,742	-3	-14	-16
固定资产	159	192	139	85	32	投资变动	520	-3,563	-1,500	-1,500	-1,500
在建工程	66	85	101	116	132	其他	-739	-3,690	-13	2,000	875
无形资产	459	461	461	461	461	筹资活动现金流	3,874	2,475	-1,143	-4,630	-5,139
其他长期资产	80,150	91,378	95,378	96,828	98,278	银行借款	6,856	6,693	6,104	-2,796	-3,526
资产总计	97,015	110,861	120,874	125,934	131,455	股权融资	134	3,067	0	0	0
流动负债	22,717	25,314	37,419	36,953	36,966	其他	-3,117	-7,285	-7,247	-1,834	-1,613
短期借款	300	5,149	11,252	8,457	4,931	现金净增加额	4,381	-2,661	6,417	3,049	3,146
应付及预收	3,559	2,219	3,708	3,877	4,373	期初现金余额	5,892	10,269	8,528	14,944	17,993
其他流动负债	18,857	17,946	22,459	24,620	27,662	期末现金余额	10,269	7,614	14,944	17,993	21,139
非流动负债	30,366	40,251	34,019	34,019	34,019						
长期借款	11,373	14,306	14,306	14,306	14,306						
应付债券	4,896	7,156	0	0	0						
其他非流动负债	14,097	18,788	19,713	19,713	19,713						
负债合计	53,083	65,565	71,438	70,972	70,985						
股本	3,624	3,550	3,550	3,550	3,550						
资本公积	5,362	4,490	4,490	4,490	4,490						
留存收益	29,878	32,446	37,460	42,620	47,689						
归属母公司股东权益	40,427	41,714	45,500	50,660	55,729						
少数股东权益	3,505	3,582	3,937	4,302	4,740						
负债和股东权益	97,015	110,861	120,874	125,934	131,455						

利润表						主要财务比率					
单 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	10,960	14,240	16,605	17,993	21,139	成长能力					
营业成本	3,163	4,814	5,858	6,626	7,795	营业收入增长	16.1%	29.9%	16.6%	8.4%	17.5%
营业税金及附加	317	387	452	489	575	营业利润增长	25.9%	3.6%	11.9%	3.0%	20.0%
销售费用	1,514	1,700	2,127	2,305	2,708	归母净利润增长	20.0%	9.8%	12.0%	2.9%	20.0%
管理费用	1,362	1,491	1,739	1,884	2,213	获利能力					
研发费用	0	43	50	55	64	毛利率	71.1%	66.2%	64.7%	63.2%	63.1%
财务费用	1,132	1,533	1,543	1,587	1,320	净利率	39.0%	33.0%	32.3%	30.7%	31.4%
资产减值损失	283	0	55	50	51	ROE	10.1%	10.7%	11.0%	10.2%	11.1%
公允价值变动收益	1,996	1,767	1,500	1,500	1,500	ROIC	5.8%	6.8%	7.5%	7.8%	9.4%
投资净收益	634	230	500	500	500	偿债能力					
营业利润	5,916	6,131	6,861	7,068	8,485	资产负债率	54.7%	59.1%	59.1%	56.4%	54.0%
营业外收支	70	-111	7	0	0	净负债比率	26.9%	27.6%	26.6%	23.3%	19.6%
利润总额	5,986	6,019	6,867	7,068	8,485	流动比率	0.64	0.62	0.58	0.69	0.80
所得税	1,708	1,314	1,499	1,543	1,852	速动比率	0.62	0.60	0.57	0.67	0.78
净利润	4,278	4,705	5,368	5,525	6,633	营运能力					
少数股东损益	200	228	355	365	438	总资产周转率	0.12	0.14	0.14	0.15	0.16
归属母公司净利润	4,078	4,477	5,013	5,160	6,194	应收账款周转率	11.12	9.96	10.46	10.39	10.34
EBITDA	4,738	5,987	6,433	6,687	7,837	存货周转率	38.18	25.90	32.68	30.74	30.39
EPS (元)	1.13	1.26	1.41	1.45	1.74	每股指标 (元)					
						每股收益	1.13	1.26	1.41	1.45	1.74
						每股经营现金流	1.80	1.65	2.56	2.03	2.51
						每股净资产	11.16	11.75	12.82	14.27	15.70
						估值比率					
						P/E	0.00	8.75	7.78	7.56	6.30
						P/B	0.00	0.94	0.86	0.77	0.70
						EV/EBITDA	3.27	10.23	8.74	7.53	5.58

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。