

买入
家居卖场龙头，强者恒强
红星美凯龙 (1528.HK)

2019-10-10 星期四

投资要点

目标价：**8.03 港元**
 现价：6.21 港元
 预计升幅：29.0%

重要数据

日期	2019.10.09
收盘价 (港元)	6.21
总股本 (百万股)	3,550
总市值 (百万港元)	22,400
净资产 (百万元)	46,749
总资产 (百万元)	118,273
52周高低 (港元)	7.83/6.03
每股净资产 (元)	13.2

数据来源: Wind

主要股东

红星美凯龙控股集团有限公司 (68.03%)

国内家居行业进入稳增长，龙头集中度提升

1) **稳增长**: 2018年我国家居零售行业零售额增长至33045亿元，同比增长11.9%，行业进入稳增长阶段；2) **集中度提升**: 2018年国内前五大连锁家居装饰及家具零售商零售销售额为占连锁家居装饰及家具商场总市场份额的34.5%，龙头集中度不断提升；3) **双寡头格局已成**: 红星美凯龙和居然之家市占率分列前两名，且领先优势较大，未来在中小对手出清的局面下有望继续提升。

家居行业龙头，优势明显

1) **双轮驱动**: 坚持“自营+委管”，即重资产和轻资产结合，每年保持稳步拓店，租金稳定增长，形成很强的后入壁垒；2) **抗周期性**: 经营模式具有一定抗地产周期性，三轮地产下行周期，经营依旧保持稳健增长；3) **规模优势**: 资产及门店数位居第一，386家家居建材店/产业街覆盖全国29个省；4) **品牌优势**: 家居行业渠道强于品牌，公司建立了品牌优势，较强的招商能力，及高议价能力。

顺应趋势，拥抱新零售

1) **智慧平台**: 2018年10月推出IMP平台，提高线上流量引入、复购率及转化率，我们认为会进一步加强“TO C”端；2) **引入阿里**: 阿里进入带来新零售直接的资源对接，有助于新零售门店建设、复合业态打造、电商平台搭建，消费金融落地方案以及物流仓储安装体系构建，提升“TO B”端。公司与阿里推进线上线下的结合，凭借公司自身线下具有的优势，未来将持续受益于新零售。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预测公司2019-2021年净利润同比增长10.0%/13.9%/15.4%，对应EPS分别为1.39/1.58/1.82元人民币，给予目标价8.03港币，对应2020年扣非净利润9倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	10960	14240	17382	20672	24061
同比增长 (%)	16.1%	29.9%	22.1%	18.9%	16.4%
毛利率	71.1%	66.2%	64.2%	62.9%	61.9%
净利润	4078	4477	4927	5611	6475
同比增长 (%)	20.0%	9.8%	10.0%	13.9%	15.4%
净利润率	37.2%	31.4%	29.8%	28.5%	28.3%
每股盈利	1.13	1.20	1.39	1.58	1.82
PE@6.21HKD	4.9	4.7	4.0	3.5	3.1

数据来源: WIND、公司资料、国元国际

国元国际研究部

姓名: 高翔

SFC: BMV271

电话: 0755-21519155

Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

目录

1. 行业稳增长，龙头强者恒强	6
1.1 行业稳增长，低基数高增速期已过	6
1.2 行业仍分散，“大店化”+“整合”是趋势	7
1.3 寻迹美国市场：强者恒强，整合亦是趋势	9
1.4 行业增长具有基础	10
1.5 双寡头格局已成：“北居然，南红星”	14
2. 公司战略清晰，优势明显	16
2.1 公司简介	16
2.2 战略清晰，稳步扩张：自营+委管双轮驱动，稳定扩店	18
2.3 经营模式具有抗地产周期性	27
2.4 品牌优势，壁垒较高：市占第一，保持高出租率	27
2.5 自有物业稳定增值	30
3. 未来发展：拓展新零售，前景广阔	31
3.1 推进智慧平台	31
3.2 引入阿里，深化线上线下融合，打造新零售	33
4. 盈利预测与估值	34
5. 风险提示	36

图目录

图 1: 家居零售市场会继续保持增长 (单位: 十亿)	6
图 2: 我国商品房销售面积同比 (单位: %)	6
图 3: 我国家具及装潢材料销售同比增速 (单位: %)	7
图 4: 2018 年家具装饰及家具行业零售销售额占比.....	7
图 5: 2016 年家居装饰及家具产品的总销售额为 39873.24 亿元.....	8
图 6: 全国综合超市店面积不断扩大.....	8
图 7: 全国综合超市店销售额持续提高.....	8
图 8: 美国家具和家居用品零售商门店数变化率.....	9
图 9: 不同梯队的家具零售企业的销售额增速.....	8
图 10: 美国家具及耐用家居 GDP 水平 (单位: 十亿美元)	10
图 11: 我国城镇化比率不断提高 (单位: 万人)	11
图 12: 城镇化居民人均可支配收入不断提高 (单位: 万人)	11
图 13: 中青年逐渐成为装修主力.....	12
图 14: 20 万以上的装修预算占半数以上	12
图 15: 客厅和厨房引领新中产的装修预算.....	13
图 16: 渠道占比: 线下家居卖场仍是主要渠道.....	13
图 17: 装修前请设计师的意愿.....	14
图 18: 商场数量领先行业 (2018 数据)	14
图 19: 收入对比 (单位: 百万元)	15
图 20: 净利润对比 (单位: 百万元)	8
图 21: 公司经历快速成长后, 现稳定增长 (单位: 百万)	16
图 22: 净利润保持增长 (单位: 百万)	16
图 23: 毛利率、净利率近年来保持稳定.....	17
图 24: 渠道持续拓展, 截至 19H1, 渠道分布如下.....	17
图 25: 公司自营和委管主导收入.....	18
图 26: 按经营面积, 自营和委管于全国分布占比 (左: 自营; 右: 委管)	19
图 27: 自营收入逐年增长及同比 (单位: 百万元)	19

图 28: 自营毛利率维持高水平	20
图 29: 自营渠道稳定扩张 (面积单位: 平方米)	20
图 30: 单店面积逐步提高, 同店较为稳定 (面积单位: 平方米)	21
图 31: 在手储备项目超 30 个	21
图 32: 委管收入逐年增长及同比 (单位: 百万元)	24
图 33: 委管渠道稳定扩张 (面积单位: 平方米)	25
图 34: 单店面积逐步回升 (面积单位: 平方米)	25
图 35: 委管储备项目充足	25
图 36: 委管商场毛利率走势	26
图 37: 截至 2018 年, 细分毛利率拆解	26
图 38: 房地产周期与公司业绩并无强相关性 (收入: 左轴; 同店/商品房同比: 右轴)	27
图 39: 公司市占率不断提高	28
图 40: 2016 以来保持每年 50 家新开店	28
图 41: 经营面积增速不断提高 (单位: 平方米)	29
图 42: 品牌库中品牌数不断增长	29
图 43: 出租率保持在 95%	29
图 44: 公司股权架构	30
图 45: 物业持续增值	31
图 46: 传统企业“互联网化”下的核心公式	31
图 47: 智慧商城精细化管理	32
图 48: 七大领域展开合作	33
图 49: 2019H1 收入明细	33
图 50: 2019H1 成本明细	33

表目录

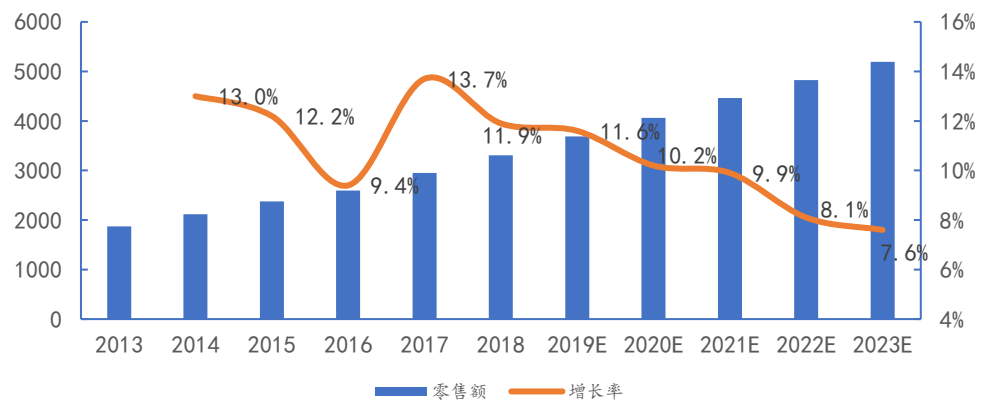
表 1: 红星美凯龙与居然之家门店数对比	15
表 2: 红星在面积和资产规模上大于居然 (2018 年)	15
表 3: 截至 2018 年, 各区域店数及经营面积 (单位: 平方米)	17
表 4: 自营商场—自有物业数量及面积 (截至 2019.6.30)	21
表 5: 自营商场—合营联营数量及面积 (截至 2019.6.30)	22
表 6: 自营商场—租赁商场数量及面积 (截至 2019.6.30)	22
表 7: 委管商场数量及面积 (截至 2019.6.30)	26
表 8: 行业相关公司估值及评级 (表中盈利预测摘自 WIND)	35

1. 行业稳增长，龙头强者恒强

1.1 行业稳增长，低基数高增速期已过

高增速期已过，行业进入稳增长阶段：据弗若斯特沙利文的数据，2018年我国家居零售行业零售额增长至33045亿元，同比增长11.9%。预计2018年至2023年我国家居装饰及家具零售市场的零售销售金额增至人民币51,949亿元，未来五年的年复合增长率(CAGR)预计在9.5%。

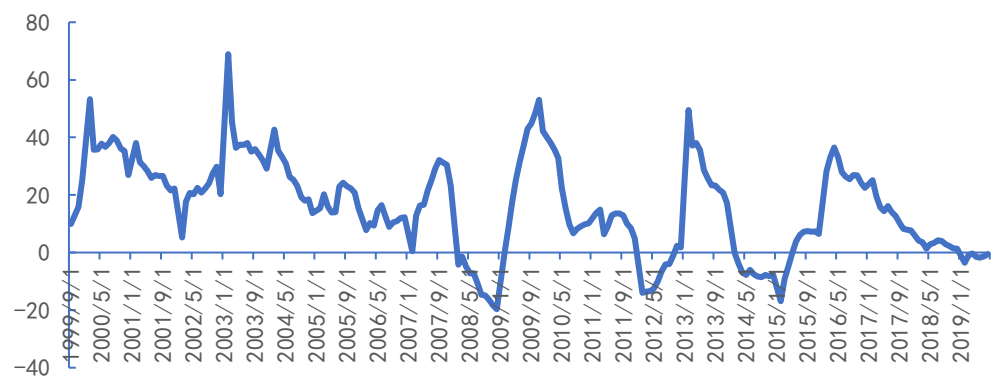
图1：家居零售市场会继续保持增长（单位：十亿）



数据来源：弗若斯特沙利文、国元国际

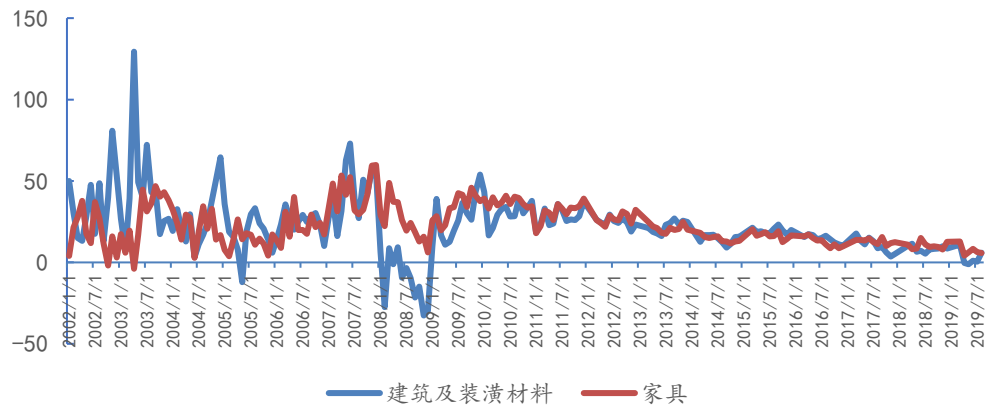
根据 Euromonitor 数据，2017年我国人均家居消费额仅68美元，仅为美国的15%，日本的30%，尚存成长空间。但同时伴随着我国房地产增速下行趋稳，家居行业也进入了稳增长阶段，对比来看，家居行业并未产生如房地产行业的大幅波动，而是逐渐趋缓。我们认为，家居行业低基数高增速的阶段逐渐褪去，正进入稳步增量和存量竞争并存的阶段。

图2：我国商品房销售面积同比（单位：%）



数据来源：BLOOMBERG、国元国际

图 3：我国家具及装潢材料销售同比增速（单位：%）

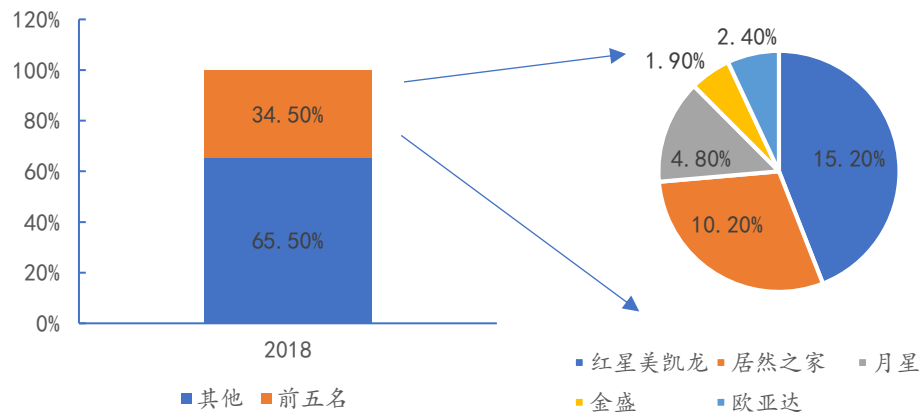


数据来源：BLOOMBERG、国元国际

1.2 行业仍分散，“大店化”+“整合”是趋势

行业分散，龙头份额提升：2018 年我国国内前五大连锁家居装饰及家具零售商零售销售额占连锁家居装饰及家具商场总市场份额的 34.5%，其中，红星美凯龙占据最大的市场份额 15.20%(2016:11.82%)。红星美凯龙在国内家居装饰及家具行业的主要竞争对手有居然之家、月星集团、武汉欧亚达及金盛集团，市场份额分别为 10.20%、4.80%、2.40%和 1.90%。

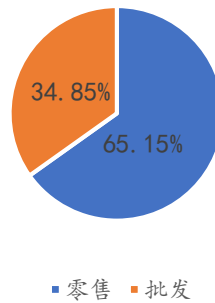
图 4：2018 年家具装饰及家具行业零售销售额占比



数据来源：弗若斯特沙利文、国元国际

按消费方式可分为零售消费和批发消费。2016 年行业销售额中，65.15%为零售消费，主要包括家庭及个人为满足自己的需求而购买的家居装饰及家具产品。相较而言，批发消费包括房地产开发商的统一采购及承包商的批量采购，占比 34.85%。

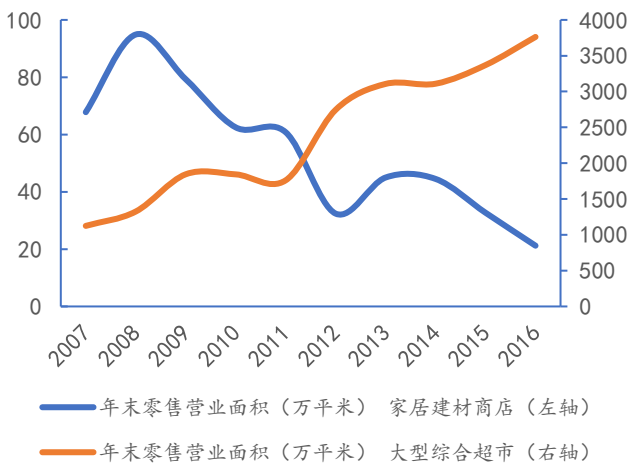
图 5：2016 年家居装饰及家具产品的总销售额为 39873.24 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、国元国际

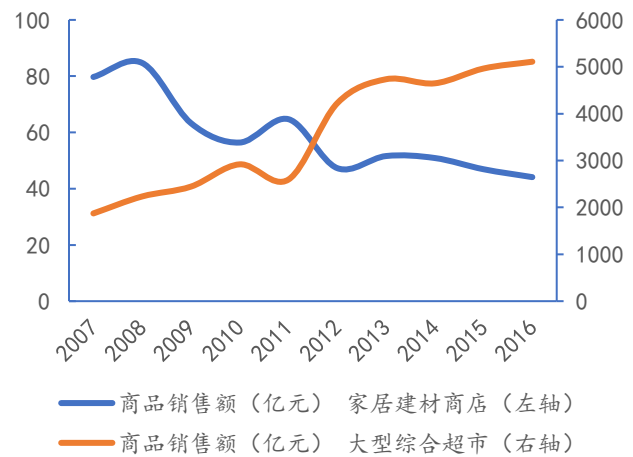
传统的家装建材店正在萎缩，“大店化”大势所趋：根据 BLOOMBERG 的数据来看，传统的家居建材商店（五金店）正在逐步萎缩，大型综合超市逐年扩张。

图 6：全国综合超市店面积不断扩大



数据来源：BLOOMBERG、国元国际

图 7：全国综合超市店销售额持续提高



数据来源：BLOOMBERG、国元国际

因此，可以看出，行业仍然处于比较分散的状态，集中度较低。中小型企业仍多，未来龙头企业的成长空间仍然很大，传统的五金店产品种类和服务均无法完全满足消费者需求，效益正逐步下降，未来“大店化”是趋势。

“整合”是大趋势所趋：近年来，家居巨头们纷纷并购全国的区域卖场。这或许意味着家居行业在自身增长的同时，开始进入存量整合竞争。家居卖场市场分散，小规模的企业抵抗风险的能力较弱，另外，自建商场所需资金数额大，风险大，并购之后共同发展更具优势，因此我们认为整合是未来的大趋势，在存量的领域上龙头的份额将提升。

红星美凯龙 2015-2019 年投资了近 30 个企业，2018 年内投资了家居上下游 17 各企

业。2019年7月投资3.5亿元战略投资山东鲁商旗下的银座家居，获得46.5%的股权，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，获得12家商场运营权（与合作方共同投资、共同持有物业并且共同经营）。

居然之家于2018年收购河南家居卖场70%的股份，欧凯龙旗下8家卖场纳入居然之家体系，启用“居然之家·欧凯龙”双品牌。除此之外，居然在其它领域和地区，包括日本家居领域，都有大的投资。

今年7月，富森美以超过2000万收购四川建南装饰51%的股权，意在实现资源叠加、供给互补，将为富森美各类客户提供设计、公装、家装、整装及拎包入住服务，进入装修业务板块。

1.3 寻迹美国市场：强者恒强，整合亦是趋势

从美国市场来看，家居零售市场亦进行着行业整合，龙头企业强者恒强的局面。截止2018年底，美国家具行业TOP5销售额总和达到了169.25亿美元，而在2004年这一数据为61.2亿美元，CAGR为7.5%。爱室丽家居、宜家、Rooms To Go等一批优质零售家居企业始终处于行业领先地位。美国零售龙头的扩张方式亦是通过门店扩张和单店销售能力的提升。

图8：美国家具和家居用品零售商门店数变化率

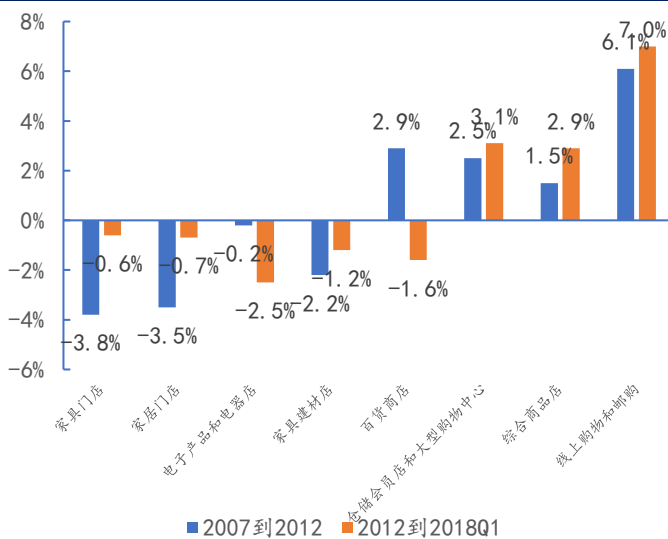
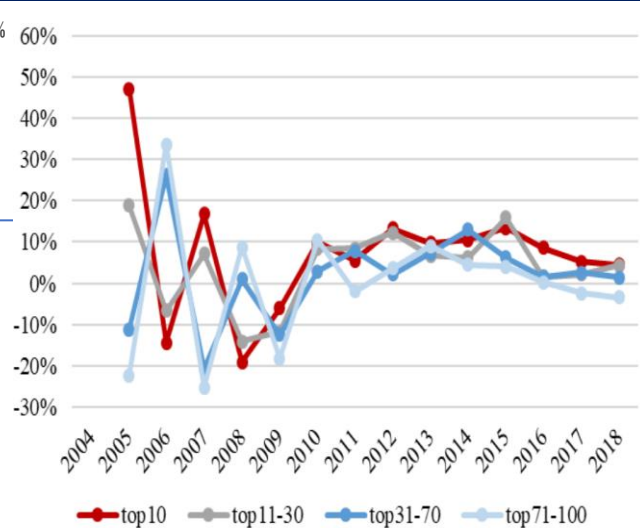


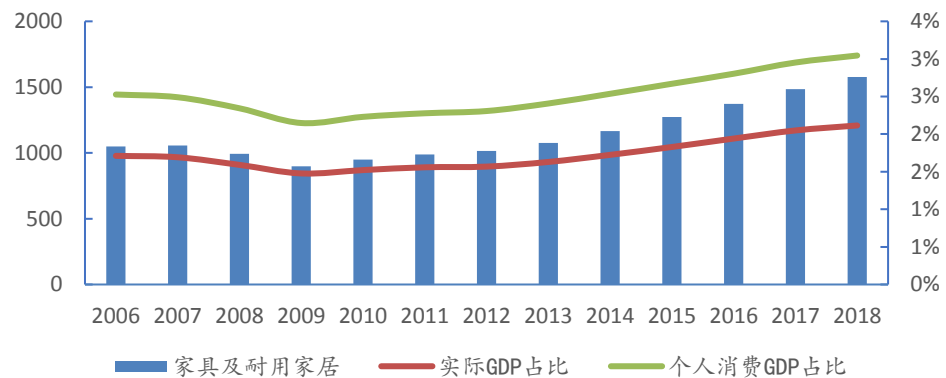
图9：不同梯队的家具零售企业的销售额增速



数据来源：FURNITURE TODAY、国元国际

数据来源：FURNITURE TODAY、国元国际

图 10：美国家具及耐用家居 GDP 水平（单位：十亿美元）



数据来源：BLOOMBERG、国元国际

可以看出，美国家居零售市场在朝着大店化、电商化发展，且头部企业的盈利状况和市场份额均在提升，形成强者恒强的局面。总体来看，与我国的行业现状比较类似，因此，我们认为国内的家具零售未来也很有可能按此趋势发展。

1.4 行业增长具有基础

“新中产”崛起，渐成装修主力：2019年，13家行业协会、居然之家及新浪家居联合发布了《2018中国新中产家居消费指数报告》。我国的中产阶级正在崛起，尤其是“新中产”，正在逐渐成为装修的主力。

中产阶层的定义：在除去家庭衣食住行等基本生活消费支出后，仍具有高消费能力及投资能力的社会群体。“新中产”除了拥有不错的家庭收入和财富条件之外，同时还具备良好的教育背景，稳定的生活环境等条件。（中产家庭基本消费支出占家庭年均可支配收入低于50%）具体设定，在北上广深一线城市家庭年收入30万以上，其他城市在20万以上。

据统计，截至2018年8月，中国大陆中产家庭数量已达3320万户，其中新中产1000万户以上。综合来看，中国新中产的规模约占中产阶层总数的30%，新中产家庭净资产需要在300万以上，在常住地至少拥有1套房产，最好还有私家车。

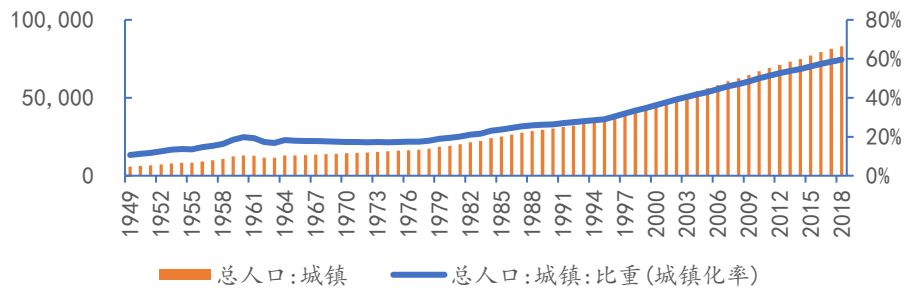
分城市来看，北京是拥有最多中产家庭的城市，其次是上海。北京、广东和上海这三个省市的中产家庭数量共占全国的50%（除港澳台）。按区域来看，华东地区的中产家庭规模最大，占全国40%以上，达1489万户。

我们认为，按照3320万户的中产，1000万户的新中产的基数，再对照2016年商场零售销售额的5,975.43亿元，以及国内前五大连锁家居装饰及家具零售商零售销售额为1,705亿元来看，这部分人群的未来贡献的增长将极大的带动行业的增长。**以新中产**

1000万户来计算，假设装修周期为7年，一次装修成本平均5万元，则每年会带来700亿的销售，且随着未来该群体的不断扩大，增长会进一步扩大。

城镇化进程加快：截止2018年底，我国城镇人口达到8.31亿人，城镇化率达到59.58%，同比增长2.2%，自2008年至2018年复合增长率达到2.64%。随着中国城镇化进程飞速发展城镇人口比例持续增长，新增住房需求增多推动了家居装饰及家具行业市场的发展。根据Frost & Sullivan数据，2021我国城镇人口将达9.03亿，较2018年增长约7200万人，以目前人均30平米的住房面积计算，未来几年的新房新增需求215亿平方米。

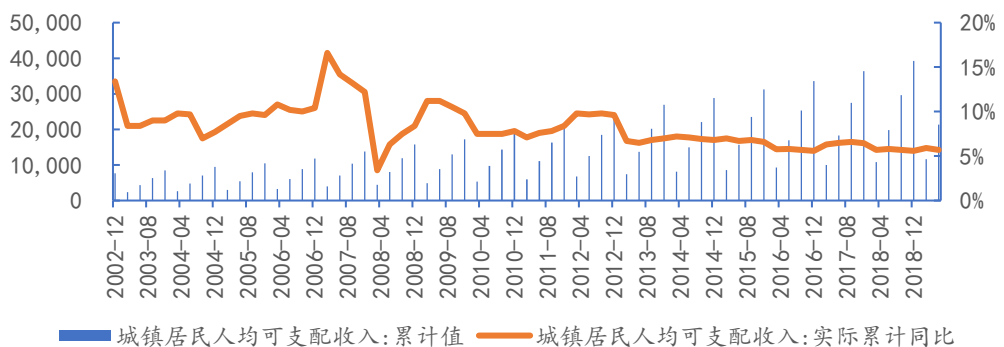
图 11：我国城镇化比率不断提高（单位：万人）



数据来源：WIND、国元国际

居民可支配收入增长，消费结构升级：我国城镇居民可支配收入逐年提升，截止2018年12月，我国城镇居民人均可支配收入达到39251元，实际累计同比增长5.6%，同比增长7.8%。随着收入增长，也升级了消费结构，正逐步实现商品从满足需求到品质的转化。

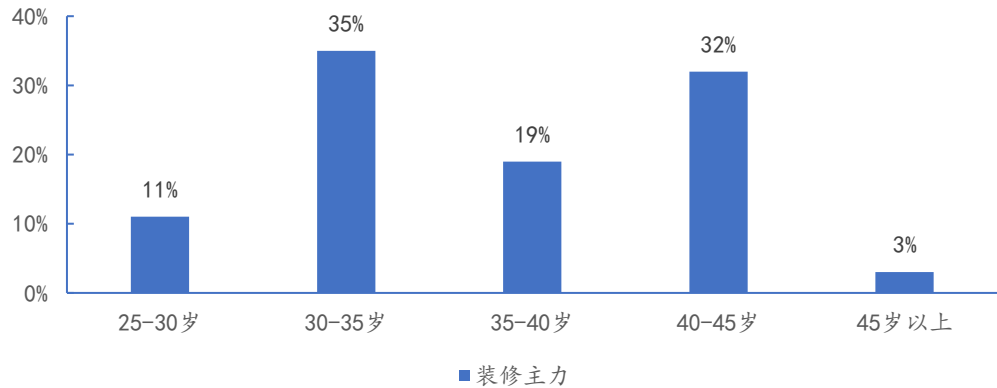
图 12：城镇化居民人均可支配收入不断提高（单位：万人）



数据来源：WIND、国元国际

中青年是消费主力：随着从结婚到生育子女，中青年已成为新中产主力军，从第一套刚需房到第二套改善房，他们是装修需求最活跃的一群人。据统计，30-45岁的中青年是家庭装修的主力军，占比接近九成。

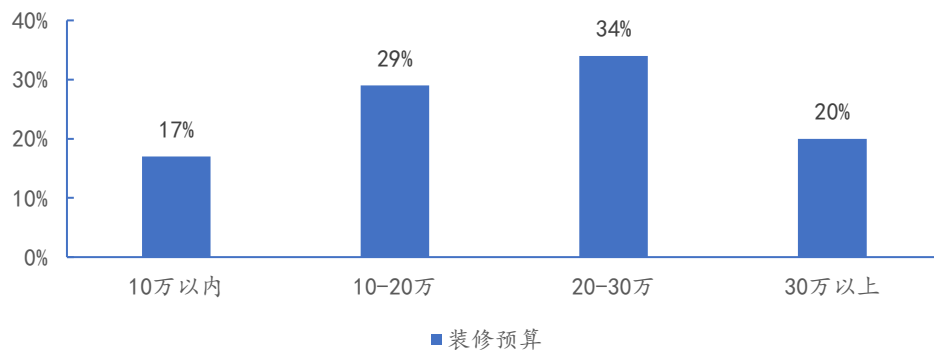
图 13：中青年逐渐成为装修主力



数据来源：新浪家居、国元国际

超过半数新中产家庭在家居装修上的预算超过了20万，1/5的家庭的装修预算甚至超过了30万。其中超过半数的家庭最看重客厅的装修，其次是厨房和卧室。

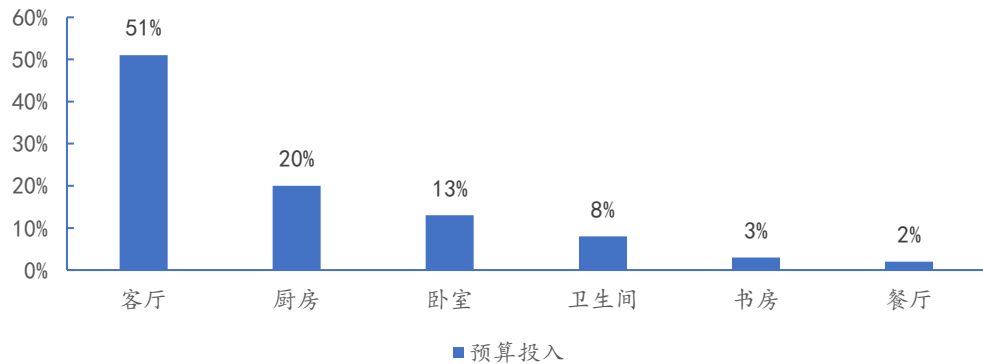
图 14：20万以上的装修预算占半数以上



数据来源：新浪家居、国元国际

按空间来区分，过半数的新中产家庭在客厅的投入是最大的，因为客厅是日常使用频率最高的地方。其次是厨房，高品质生活对于厨房功能和设计的要求越来越高，而卧室主要回归到了单纯睡觉休憩的空间。

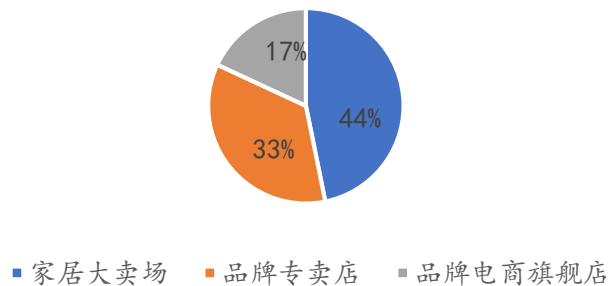
图 15：客厅和厨房引领新中产的装修预算



数据来源：新浪家居、国元国际

线下卖场仍是主要渠道：从不同渠道来看，传统家居大卖场仍然是新中产购买家居产品时候的首选，因为家居产品大部分属于体验性产品，消费者普遍不会在没有线下考察而直接网上下单，特别是在家居卖场遍布全城的一线城市，去家居实体店购物不但直观方便，同时也是一种全新的休闲体验。

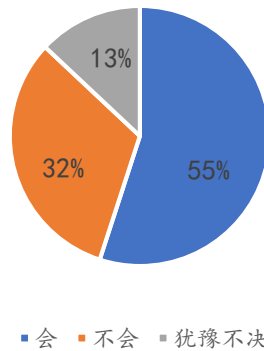
图 16：渠道占比：线下家居卖场仍是主要渠道



数据来源：新浪家居、国元国际

过半数的消费者装修之前会找设计师：设计师逐渐被越来越多的中产消费者重视起来。越来越多的新中产家庭对于家居设计有更高的美学需求，并且相信“专业的事情应该交给专业的人来做”，超过半数的新中产家庭表示会请室内设计师来设计自己的家，不过仍有三成的家庭表示更喜欢自己设计。

图 17: 装修前请设计师的意愿



数据来源: 新浪家居、国元国际

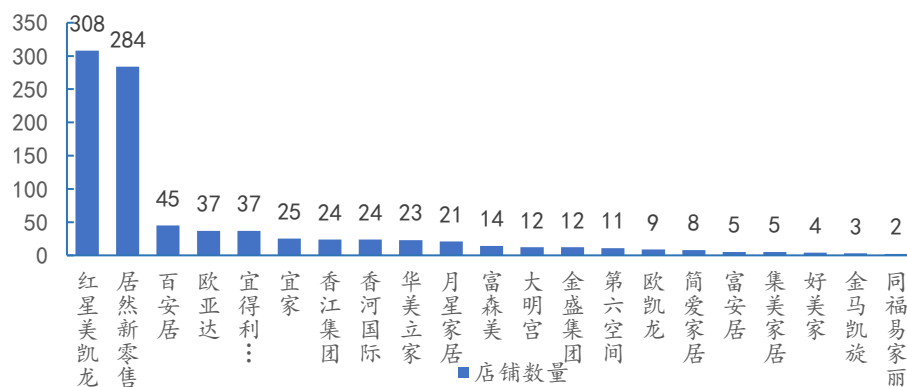
1.5 双寡头格局已成：“北居然，南红星”

根据我国家居行业格局来看，红星美凯龙和居然之家已然组成了头部寡头之势，在商场数量上绝对领先于其他业内对手。

截至 2018 年底，居然新零售旗下共 284 家“居然之家”门店，总经营面积 1031.84 万平方米；其中直营店 86 家，加盟店 198 家；加盟店中，特许加盟 75 家，委托管理 123 家。公司资产总额 277.91 亿元，净资产 111.99 亿元。2016 年-2018 年，公司的资产负债率分别为 83.61%、83.99%、57.92%。

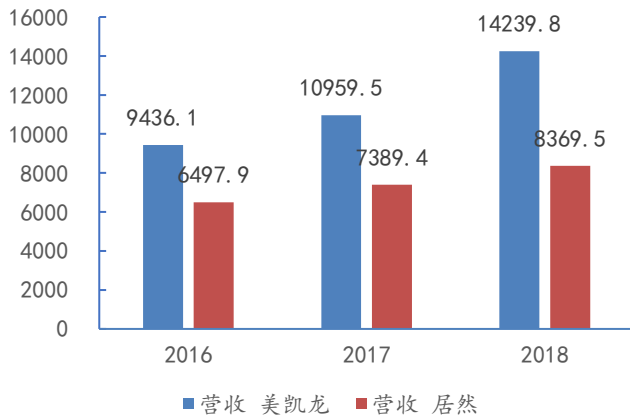
截至 2018 年末，红星美凯龙经营了 80 家自营商场，228 家委管商场，此外，以特许经营方式授权开业 22 家家居建材项目，共包括 359 家家居建材店/产业街，总经营面积 1893.93 万平方米。同期，红星美凯龙资产总额 1108.61 亿元，净资产 417.14 亿元，2016 年-2018 年，资产负债率分别为 51.04%、54.72%、59.14%。

图 18: 商场数量领先行业（2018 数据）



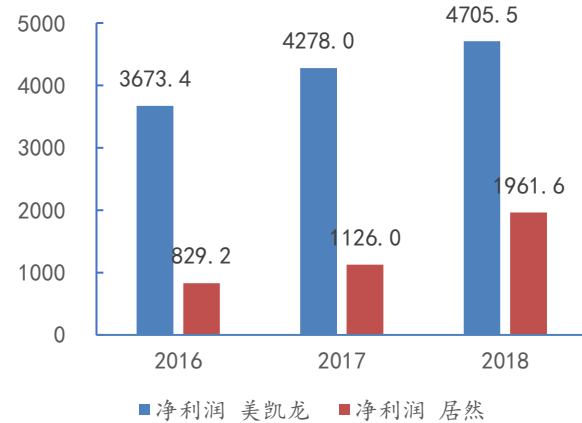
数据来源: 亿欧智库、国元国际

图 19: 收入对比 (单位: 百万元)



数据来源: 公司资料、国元国际

图 20: 净利润对比 (单位: 百万元)



数据来源: 公司资料、国元国际

表 1: 红星美凯龙与居然之家门店数对比

	红星美凯龙			居然新零售		
	直营店	加盟店	门店总数	直营店	加盟店	门店总数
2016	66	134	200	77	68	145
2017	71	185	256	81	120	201
2018	80	228	308	86	198	284

数据来源: 公司资料、国元国际

表 2: 红星在面积和资产规模上大于居然 (2018 年)

	经营面积 (万平方米)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	市值/估值 (亿元)	ROE	净利润 (亿元)	PE
红星美凯龙	1893.93	1108.61	417.14	403 (A 股)	10%	47.05	8.6
居然新零售	1031.84	277.91	111.99	363	18%	19.62	18.5

数据来源: 公司资料、国元国际

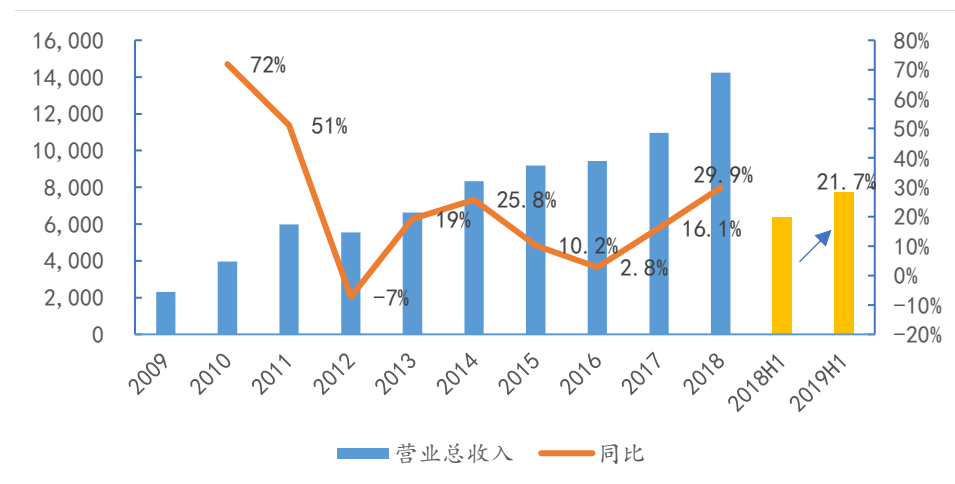
从两家公司对比来看, 红星美凯龙在资产规模和净利润上较居然之家优势明显, 主要由于美凯龙拥有 53 家自有物业, 接近居然的四倍。居然新零售目前仍未上市, 在阿里、泰康集团等投入 130 亿之后, 得益于市场对于其“大家居”转“大消费”的未来预期, 估值已达到 360 亿以上, 按照 18 年净利润, PE 为 18.5 倍; 而红星美凯龙作为行业龙头, 按照 18 年净利润, A 股 PE 为 8.6 倍。因此, 我们认为, 二者虽有轻/重资产的模式差别, 但公司作为家居行业龙头, 未来估值上升, 甚至享受一定的估值溢价是合理的。

2. 公司战略清晰，优势明显

2.1 公司简介

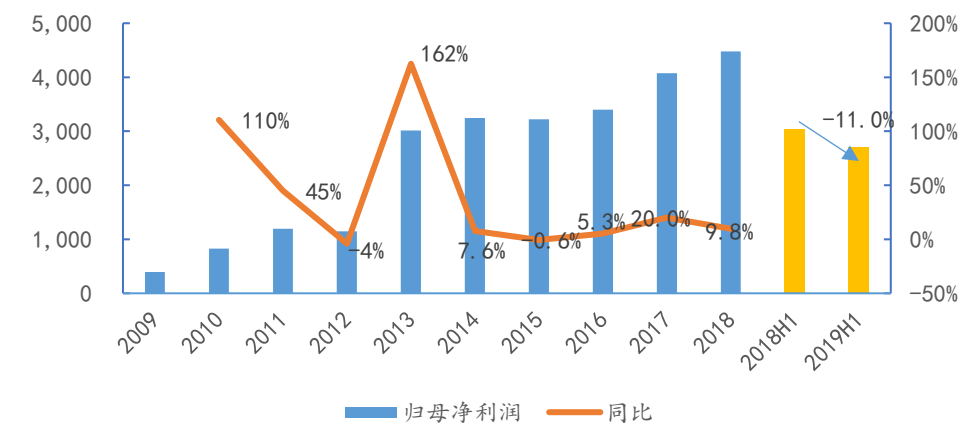
红星美凯龙作为目前国内经营面积最大、商场数量最多的连锁家居商场。2018年，在连锁家居商场的市场占有率为15.2%。2009年以来，公司盈利保持快速增长。2009年，红星美凯龙以66家门店超越百安居，坐上全国家居卖场的第一宝座，自此开始了长达十年的家居销售的龙头之路。

图 21：公司经历快速成长后，现稳定增长（单位：百万）



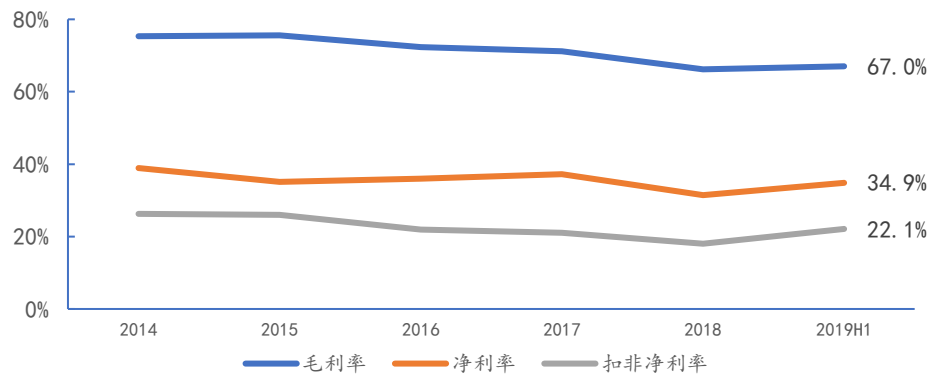
数据来源：公司年报、国元国际

图 22：净利润保持增长（单位：百万）



数据来源：公司年报、国元国际

图 23: 毛利率、净利率近年来保持稳定



数据来源: 公司年报、国元国际

渠道分布

公司的渠道目前可分为三块: 自营、委管和战略合作及特许经营。截至 2019 年中报期, 自营商场增加至 84 家, 委管商场增加至 231 家, 战略合作经营 12 家居商场, 27 家特许经营家居商场, 合计 386 家居建材店/产业街。

图 24: 渠道持续拓展, 截至 19H1, 渠道分布如下



数据来源: 公司资料、国元国际

表 3: 截至 2018 年, 各区域店数及经营面积 (单位: 平方米)

	自营店	经营面积	委管店	经营面积
北京	4	324,545	1	89,710
天津	4	427,238	3	170,228
上海	7	727,992	0	

重庆	4	331,461	6	183,599
东北	11	1,037,004	16	734,107
华北(不含北京、天津)	7	411,965	31	1,733,203
华东(不含上海)	24	2,051,110	91	5,222,532
华中	8	808,833	30	1,433,364
华南	4	246,817	11	554,016
西部	7	552,029	39	1,899,589
总计	80	6,918,994	228	12,020,348

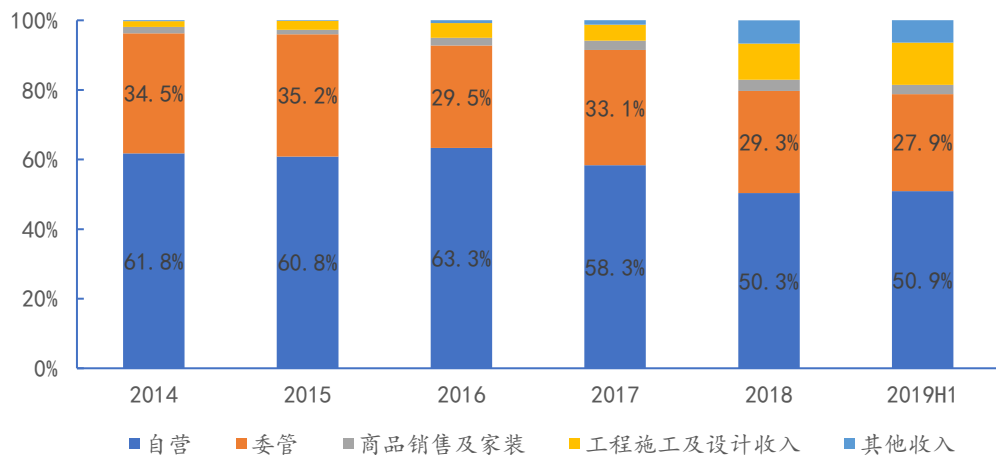
数据来源：公司资料、国元国际

2.2 战略清晰，稳步扩张：自营+委管双轮驱动，稳定扩店

公司具有“自营+委管”的双轮驱动的盈利模式，进行不断的扩张。公司大多数自营商场战略性地分布在国内一线城市及选定的二线城市的优质地段，从而使得行业内竞争对手复制难度较大。委管商场采取轻资产战略，以有限的资本开支实现快速扩张。凭借公司具知名度的品牌、成熟的业务流程及庞大的商户资源，在三线及其他城市迅速扩展版图。

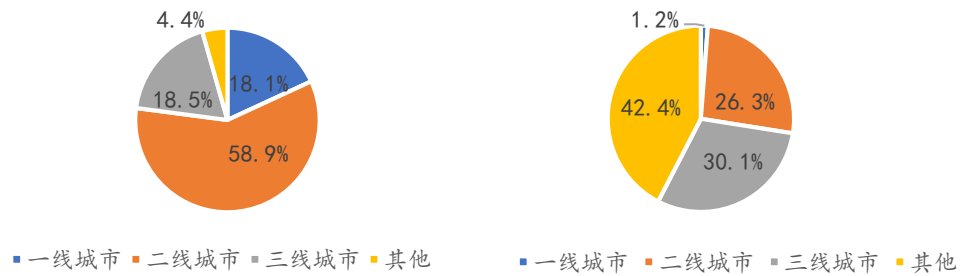
从公司目前收入结构来说，截至2018年，自营和委管分别占比收入50.3%和29.3%（2017年分别为58.3%和33.1%）。2018年由于工程施工和商品销售等其他收入有所上升，从而自营和委管占比较2017年有所下降，但总体占比仍然超过80%。2019年上半年，自营和委管收入占比约为79%，基本保持这一水平。

图 25：公司自营和委管主导收入



数据来源：公司资料、国元国际

图 26: 按经营面积, 自营和委管于全国分布占比 (左: 自营; 右: 委管)



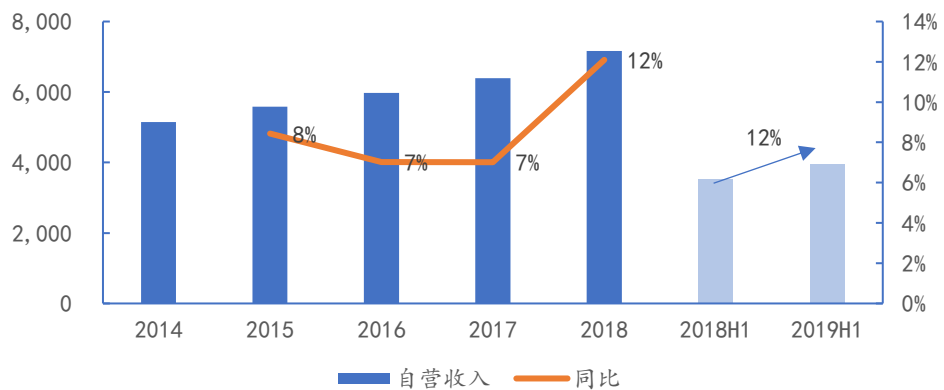
数据来源: 公司资料、国元国际

自营商场: 深耕一二线, 打造重资产护城河

自营模式, 即公司自有物业或租赁而来的物业, 通过为入驻商家提供管理和服务来收取租金和管理费。自营商场产生的租赁及管理收入为可预测的稳定经常性收入, 每年按照 3-5% 增长租金, 但此增速亦会根据情况进行调整, 如环境较差时, 会考虑让利商家, 降低租金增速。

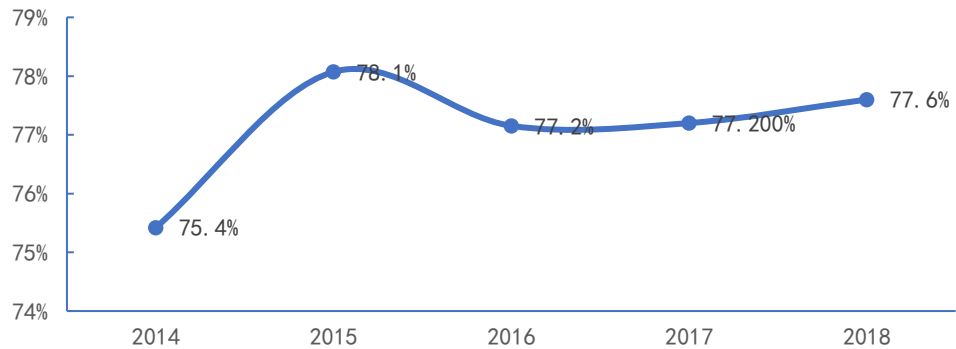
截至 2019 年 6 月 30 日, 公司自营商场增加至 84 家, 其中 53 家自有物业, 27 家租赁, 4 家合营联营。由上图可以看出, 自营主要集中在一二线城市, 按经营面积, 一二线占比分别为 18.1% 和 58.9%, 合计 77%。其次, 自营商场主要为自有物业, 无需承担物业租赁成本, 可保持营收的稳定性, 确保利润水平。最后, 从公司战略角度出发, 具有相当一部分的自有物业也是打造“百年老店”的必要条件, 对比美国巨头沃尔玛、家得宝以及宜家等, 都是重资产战略, 除了保证盈利的持续稳定外, 还因为做家居零售都是动辄几万平米甚至十几万平米的大店, 商场面积大, 且需要定制, 如果没有自持物业, 到期后将面临涨租甚至断租, 以及装修成本被全部浪费的风险。因此, 公司施行的双轮驱动也可以理解为重资产+轻资产的结合。

图 27: 自营收入逐年增长及同比 (单位: 百万元)



数据来源: 公司资料、国元国际

图 28：自营毛利率维持高水平

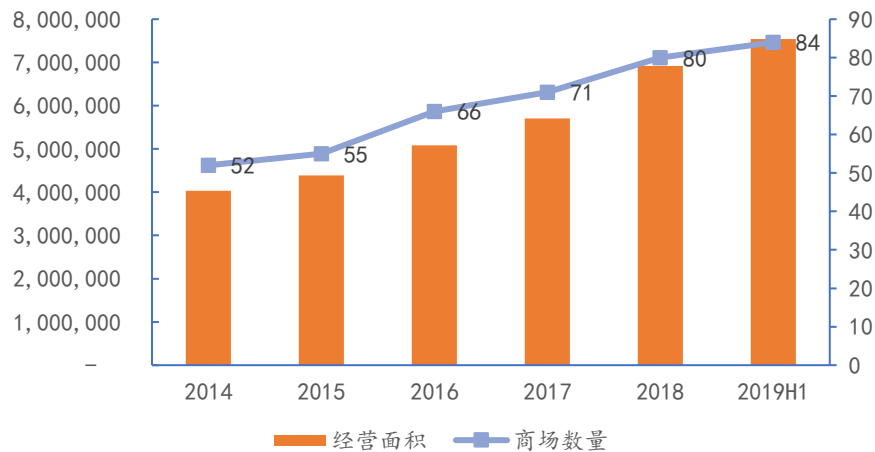


数据来源：公司资料、国元国际

公司的自营物业目前每年以 8 家左右的速度开店。现储备项目超过 30 个，因此未来几年预计会保持稳定增长。

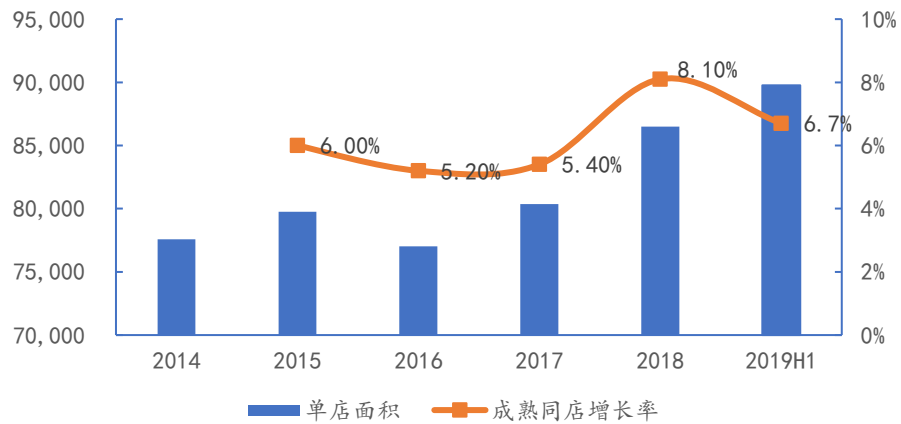
通过自营的成熟同店（所有已有三个完整财政年度运营记录且截至报告期末仍在运营的自营商场（包含联营、合营））增长率来看，2014 年以来每年均保持在 5% 以上。同时，单店面积近年来也保持增长，截至 18 年，自营单店面积达 8.6 万平方米。我们认为，随着店效的提升，面积稳步增长，商场数储备确定，未来自营部分会是稳步增长的态势。

图 29：自营渠道稳定扩张（面积单位：平方米）



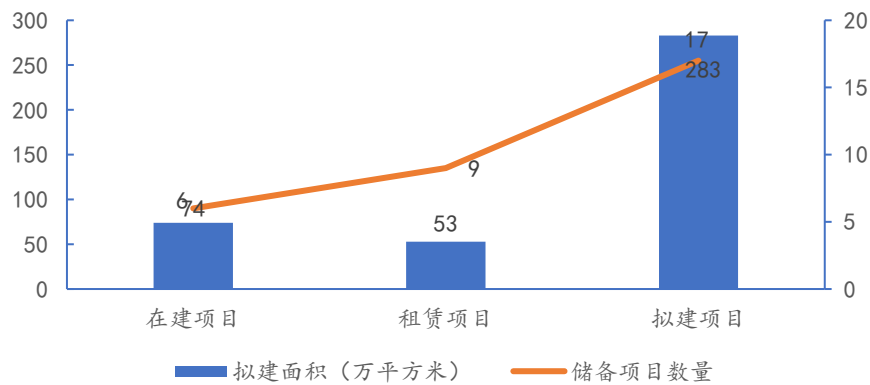
数据来源：公司资料、国元国际

图 30: 单店面积逐步提高, 同店较为稳定 (面积单位: 平方米)



数据来源: 公司资料、国元国际

图 31: 在手储备项目超 30 个



数据来源: 公司资料、国元国际

表 4: 自营商场—自有物业数量及面积 (截至 2019. 6. 30)

经营业态	地区	商场	
		商场数量	经营面积 (万平方米)
自有	北京	3	22.75
自有	上海	7	89.48
自有	天津	4	44.84
自有	重庆	3	24.96
自有	东北	10	100.40
自有	华北 (不含北京、天津)	2	16.79
自有	华东 (不含上海)	13	155.03
自有	华中	4	50.18
自有	华南	2	11.62

自有	西部（不含重庆）	5	44.56
合计		53	560.60

数据来源：公司资料、国元国际

表 5：自营商场—合营联营数量及面积（截至 2019.6.30）

经营业态	地区	商场	
		商场数量	经营面积（万平米）
合营联营	北京		
合营联营	上海		
合营联营	天津		
合营联营	重庆		
合营联营	东北		
合营联营	华北（不含北京、天津）		
合营联营	华东（不含上海）	2	17.93
合营联营	华中		
合营联营	华南	1	9.46
合营联营	西部（不含重庆）	1	8.89
合计		4	36.28

数据来源：公司资料、国元国际

表 6：自营商场—租赁商场数量及面积（截至 2019.6.30）

经营业态	地区	商场	
		商场数量	经营面积（万平米）
租赁	北京	1	11.53
租赁	上海		
租赁	天津		
租赁	重庆	2	13.36
租赁	东北	1	10.16
租赁	华北（不含北京、天津）	8	39.38
租赁	华东（不含上海）	9	44.88
租赁	华中	4	30.80
租赁	华南	1	3.59
租赁	西部（不含重庆）	1	3.61
合计		27	157.31

数据来源：公司资料、国元国际

委管商场：轻资产模式实现快速扩张

相较于自营商场，委管模式为公司开业前根据提供的项目咨询、工程商业管理咨询及招商服务的情况，向合作方及合作建筑商收取相关咨询服务费用，该部分收入因服务的高

附加值和稀缺性，其毛利率较高，但其持续性取决于新签委管合作协议数量及储备项目推进实施的情况；而在商场运营期间，红星美凯龙负责商场人员输出和管理，其中包括日常经营及管理、销售、推广、提供广告和客户服务，向合作方收取年度管理费（通常按固定金额或按租金收益递增-约为租金增加部分的6%至10%），并由合作方承担商场日常运营管理相关成本费用，该部分收入毛利率较低，但在商场的委管期限内稳定产生。

基于此种合作模式，委管模式下公司的收入可分为前端和后端。前端即开业前的咨询服务费，约3000-5000万。后端则为开业后的管理服务，每一年合作方都交一笔管理费，300-500万净管理费，商场由红星美凯龙的员工去管管理，招商，运营等。双方合作期限一般十年起。

委管商场收入可分为以下四部分：

➤ 项目前期冠名咨询委托管理服务收入：

服务内容：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。

收费：单店的收费根据所在城市级别、商场规模及位置等因素决定，区间约在800-3000万元，部分店铺可能更高。

毛利率：毛利率较高，一直维持在80%左右，2018年约为78%，2019H1为81.1%。

➤ 项目年度冠名咨询委托管理服务收入：

服务内容：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。

收费：单店的收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决定，包括固定金额（区间在30-600万元）及按租金收益递增提成（约为超额租金收益的6%至10%）。

毛利率：毛利率较低，2018年约为34.9%，2019H1为41.6%，有所回升。

➤ 商业咨询费及招商佣金：

服务内容：公司通过自身行业优势帮助委管物业找寻优质品牌入驻，保证商场开业及顺利运营。

收费：单店的收费区间在50-300万元。

毛利率：毛利率较高，一直维持在 90% 左右，2018 年约为 90.1%，2019H1 为 91%。

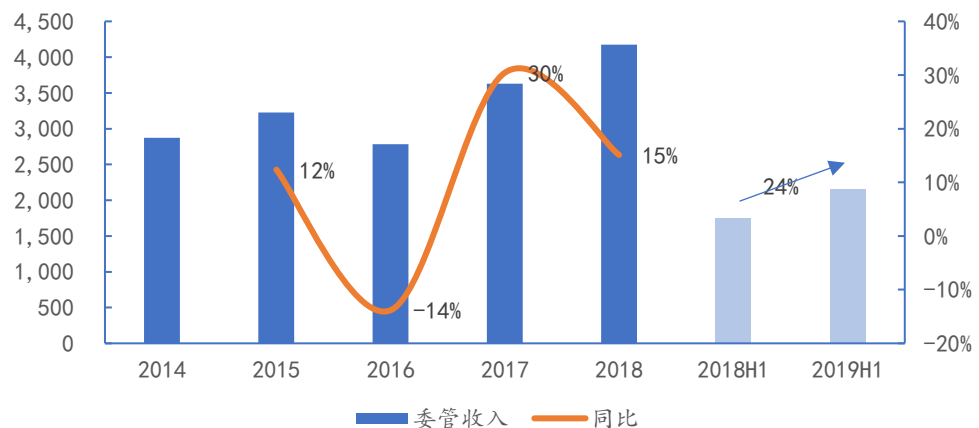
➤ 工程项目商业管理咨询费：

服务内容：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。

收费：单店的收费根据所在城市级别、商场规模、位置及工程规模等因素决定，区间约在 400-3000 万元。但该模式需要委管业主雇佣公司推荐的建筑商，因此具有一定不确定性，收入增长亦开始放慢，从而公司这两年来开始用自身施工团队帮助建设委管商场，列在“工程施工及设计收入”，该收入快速增长，2018 年同比增长 193%，未来该部分会继续增长。

毛利率：毛利率较高，一直维持在 90% 左右，2018 年约为 92.8%，2019H1 为 92.5%。“工程施工及设计收入”毛利率 2018 年约为 32.7%，2019H1 为 31.5%。

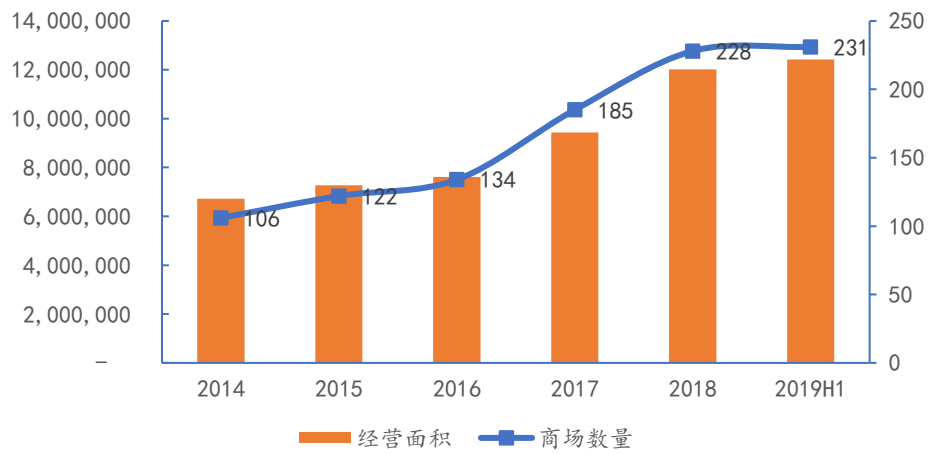
图 32：委管收入逐年增长及同比（单位：百万元）



数据来源：公司资料、国元国际

委管商场拓店方面，一直保持稳定增长，2016 年以来每年保持 40-50 家的拓店速度，2019 年上半年有所放缓，但我们认为委管模式扩张的策略会持续进行。从已拿地项目来看，截至 2019H1，有 353 个，因此未来储备十分充足，每年公司可根据宏观环境和市场的因素适当调整，从而保持稳定的扩张。

图 33: 委管渠道稳定扩张 (面积单位: 平方米)



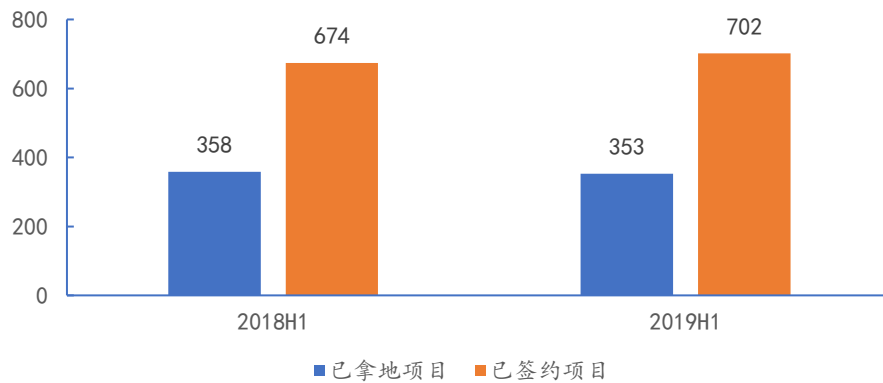
数据来源: 公司资料、国元国际

图 34: 单店面积逐步回升 (面积单位: 平方米)



数据来源: 公司资料、国元国际

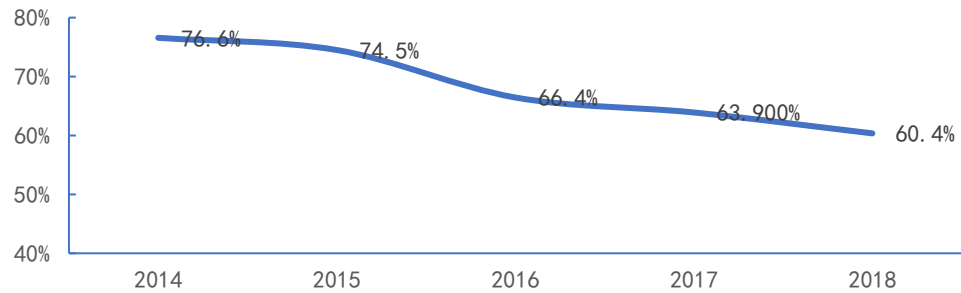
图 35: 委管储备项目充足



数据来源: 公司资料、国元国际

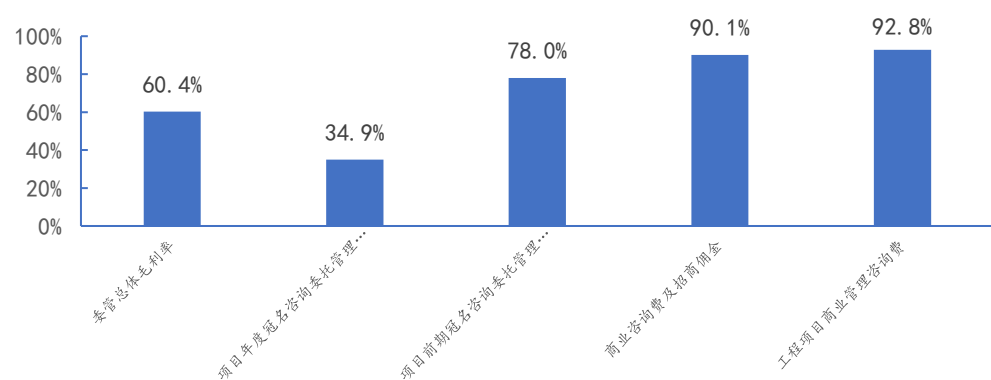
公司委管总体毛利率持续下降，主要是年度冠名咨询委托管理服务板块的毛利率近年来有所下降，2014年为57%，截至2019H1为41.6%；加之2017年开始公司将工程商业咨询板块转向了自己施工的“工程施工建设收入”，而其毛利率为30%左右，会有拉低整体毛利率的影响。

图 36：委管商场毛利率走势



数据来源：公司资料、国元国际

图 37：截至 2018 年，细分毛利率拆解



数据来源：公司资料、国元国际

表 7：委管商场数量及面积（截至 2019.6.30）

经营业态	地区	商场	
		商场数量	经营面积 (万平方米)
委管	北京	1	11.13
委管	上海		
委管	天津	3	17.37
委管	重庆	5	15.67
委管	东北	16	75.99

转下页

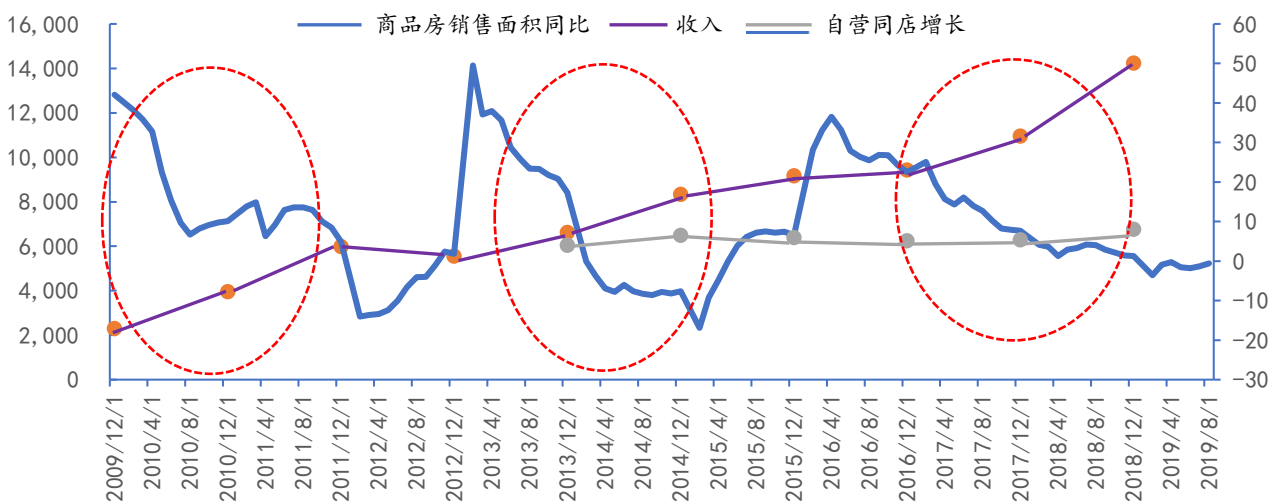
委管	华北（不含北京、天津）	28	160.54
委管	华东（不含上海）	96	558.51
委管	华中	32	157.81
委管	华南	11	56.06
委管	西部（不含重庆）	39	189.41
合计		231	1242.49

数据来源：公司资料、国元国际

2.3 经营模式具有抗地产周期性

纵观 2009 年以来，我国商品房销售经历了三次增速下行周期，分别为 2010-2011 年、2013-2014 年、2017-2018 年。我们发现，房地产下行期间，公司收入持续保持平稳增长，自营商场同店增长亦保持稳定，具有一定抗房地产周期的特性。

图 38：房地产周期与公司业绩并无强相关性（收入：左轴，万元；同店/商品房同比：右轴，%）



资料来源：Bloomberg, Wind、国元国际

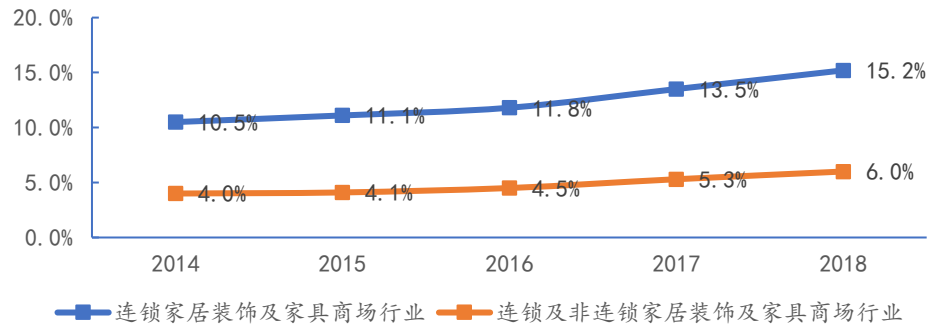
背后支撑：1) 盈利模式早涝保收，无论是自营还是委管，均不直接参与商品终端销售，通过收租金/管理费来实现创收。最大的风险之一为，行业恶化，商铺盈利能力下降，导致出租率下降，以及租金上涨乏力。观察公司近年来的出租率一直保持在行业领先水平，并未出现大的下降。2) 近年来行业增速趋缓中小型对手出清，公司规模则不断扩张。

2.4 品牌优势，壁垒较高：市占第一，保持高出租率

市占率行业第一

根据弗若斯特沙利文的统计，2018年，就零售额而言，公司占连锁家居装饰及家具商场行业的15.2%，占商场行业的6.0%，在我国家居装饰及家具零售行业中所占有市场份额最大，且该份额每年逐步提升。

图 39：公司市占率不断提高

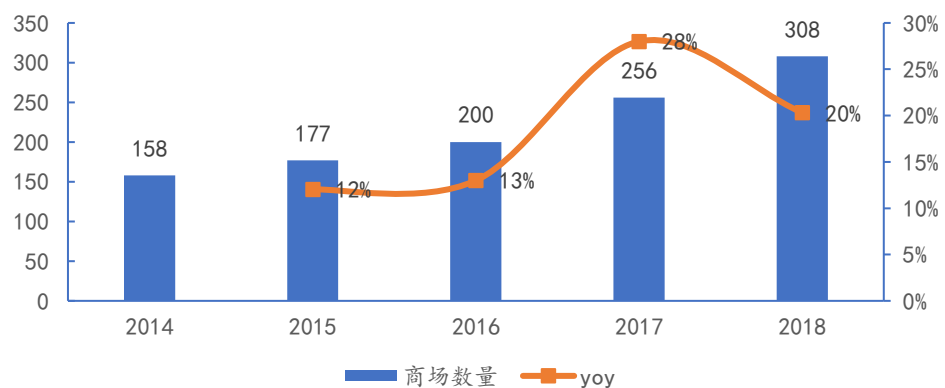


数据来源：公司资料、国元国际

渠道覆盖广，商场数量领先，具先行优势

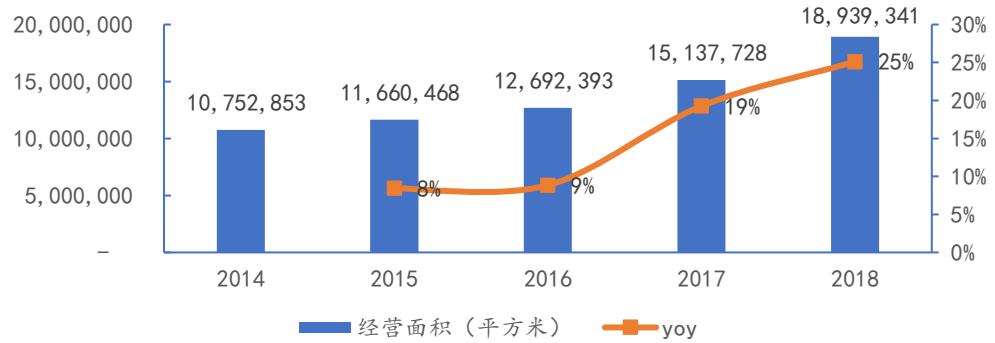
公司在行业深耕多年，已成为行业龙头，不断巩固在消费者心中的认知度，而这背后便是其强渠道的作用。截至2019上半年，公司销售渠道覆盖29个省，200个城市，总经营面积约2000万平方米，商场数量持续增长。截至2019.6.30，公司共有自营商场84家，委管商场231家，战略合作经营12家居商场，27家特许经营家居商场，合计386家居建材店/产业街。经营面积来看，截至2019.6.30，自营面积达754万平方米，委管面积达1242万平方米，合计1996万平方米，比2018年底增长102万平方米。同时，公司的大多数店铺都在城市比较好的地段，这也给公司形成了护城河和较高的进入壁垒，让后入者难以复制其模式。品牌库也处于持续扩充的状态。截至2018年，公司品牌库共有24000个品牌。

图 40：2016 年以来保持每年 50 家新开店



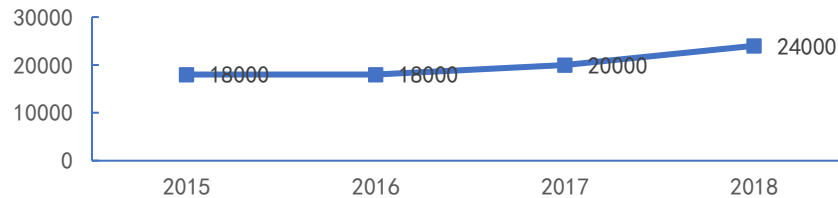
数据来源：公司资料、国元国际

图 41：经营面积增速不断提高（单位：平方米）



数据来源：公司资料、国元国际

图 42：品牌库中品牌数不断增长

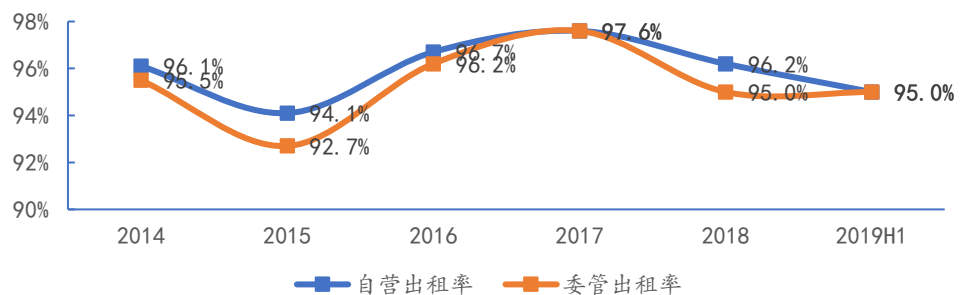


数据来源：公司资料、国元国际

良好的运营带来高出租率

自营商场的出租率保持在 95% 左右，2019 年上半年为 95%，较 2018 全年的 96.2% 有所回落，下降的原因是部分商场特殊情况。第一，北京 4 家店中有 1 家关掉了建材馆，缺少了 1 亿收入；第二，天津家具竞争激烈，天津运营调整，影响了出租率，但 95% 依旧处于较高的水平。未来公司预计出租率会保持在这一水准。委管商场的出租率较去年持平，保持在 95%。未来预计亦会保持该比率。我们认为，作为卖场的核心指标之一，出租率是商户生存状态的直接体现，从数据来看，可以反映出公司的整体管理和运营基本保持了较好的水平。

图 43：出租率保持在 95%

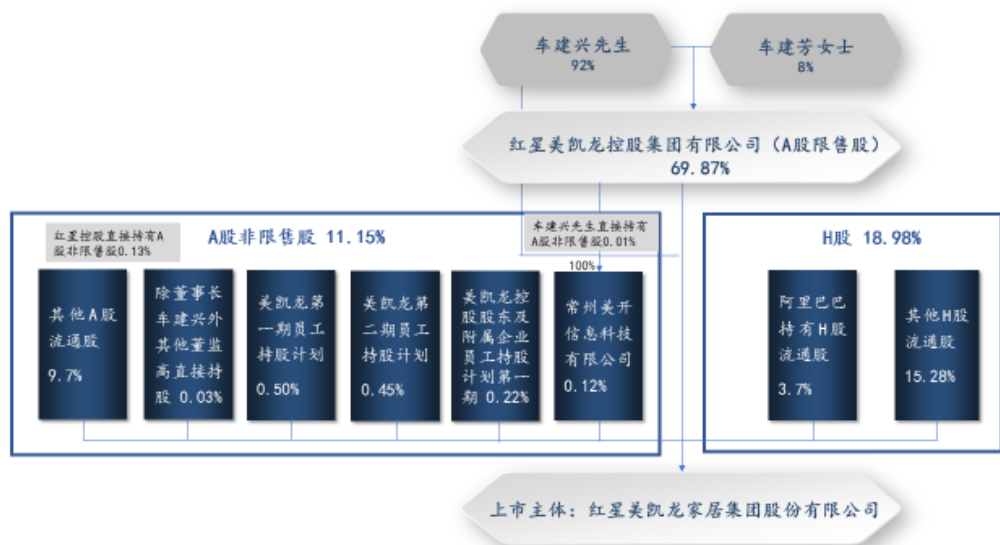


数据来源：公司资料、国元国际

大股东及管理团队从业经验丰富

红星美凯龙的大股东及创始人均为车建兴先生，通过红星控股间接控制公司 69.87% 的股权（红星控股成立于 2007 年 4 月 28 日，注册资本 20,000 万元，经营范围为实业投资，影视文化投资，艺术文化投资，投资管理，企业管理，投资咨询，物业管理，各类广告的设计、制作，电子商务（不得从事金融业务），家具、建材、百货的销售）。车建兴先生直接持有红星控股 92% 的股权，为红星控股的实际控制人。车建兴先生是国内家居零售行业的先行者，具有 30 年的家居行业经验。公司高管团队平均具有 10 年以上家居装饰及家居零售经验，在本公司的平均任期超过 8 年。

图 44：公司股权架构

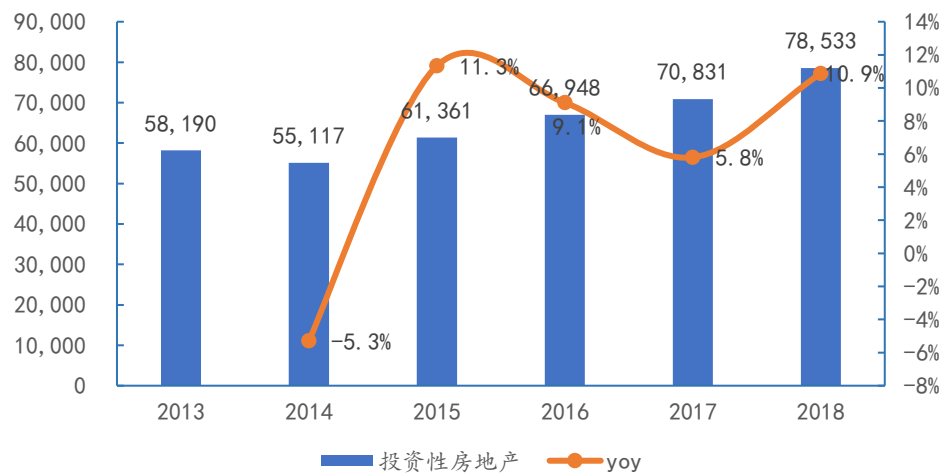


数据来源：公司资料、国元国际

2.5 自有物业稳定增值

公司目前自营商场 84 家，其中 53 家是自持物业，截至 2019 上半年，“投资性房地产”为 811.71 亿元，占比总资产 69%。公司的自营商场大多位于一二线城市黄金地段，公司采用公允价值计价法来计量该块资产价值。该方法主要依据未来租金回报进行折现。我们认为，未来在公司商场继续增加、出租率维持高水平及租金每年稳定增长的前景下，自有物业会继续贡献平稳的收益增长。

图 45: 物业持续增值



数据来源：公司资料、国元国际

3. 未来发展：拓展新零售，前景广阔

3.1 推进智慧平台

2018 年 10 月，红星美凯龙推出“智慧零售”在家居行业的落地——IMP 全球家居智慧营销平台。

公司力求通过 IMP 平台的推进来解决行业痛点，释放产业互联网价值，这也是 IMP 平台的核心价值。我们认为，红星美凯龙作为“传递价值”的企业（注：海尔、美的等可归类为“创造价值”，而苏宁、国美及红星美凯龙等可归为“传递价值”），拥抱新零售很大一部分是为了以更合理的方式重新安排信息流、资金链和物流。

图 46: 传统企业“互联网化”下的核心公式



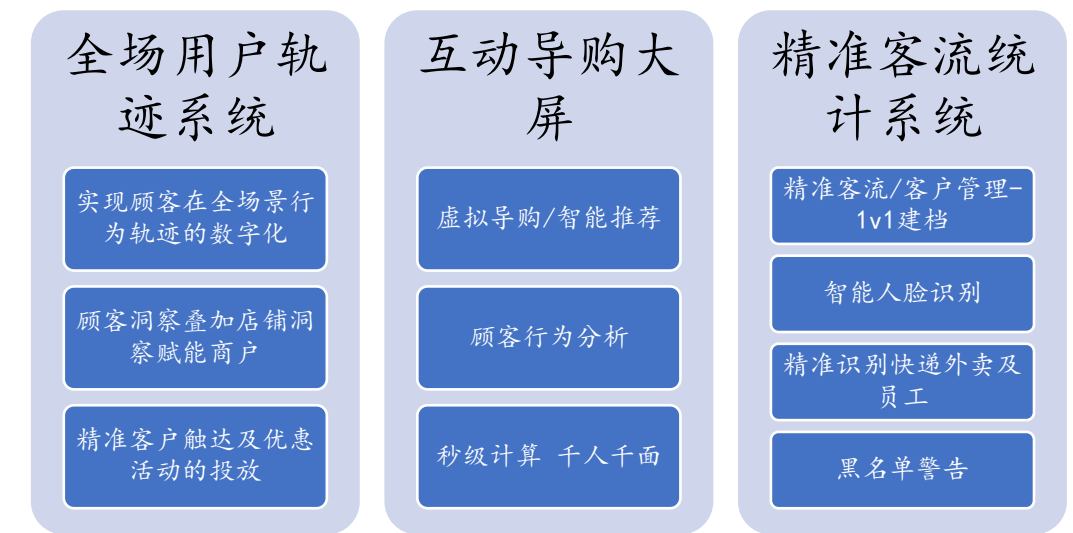
数据来源：《互联网+》、国元国际

我们认为此次推进 IMP 平台可以有效提高信息流的传递，让消费者更好的体验，将其作为获客平台，一个能实现用户面貌高精度呈现的用户画像放大器，一个可以打造裂变效应的全民社交营销平台，一个专业个性化的内容生产平台，更是一个家居垂直 DMP 实效

广告投放平台。在这里品牌商能够得到数字营销工具库、智能营销核的全方位武装。

IMP 平台用大数据实现超连接，连接家居生态内的各种角色、各种场景和各种内容，从而实现为用户提供家装全周期、个性化服务，并以此来制造流量，然后将流量分享给所有的品牌，让整个行业的营销效率提升，运营成本下降。

图 47：智慧商城精细化管理



数据来源：公司资料、国元国际

目前为止公司完成了 61 家商场的智慧化升级。另外，公司于 2018 年 10 月推出 IMP 之后，2018 年“双十一”活动（10 月 22 日至 11 月 11 日）全国商场成交额突破 160 亿元，同比增长高达 550%，活动期间总订单数超 41 万，展现了十足的爆发力。

截至 2018 年年底，IMP 营销平台已上线 106 个项目，400 多个功能，完成了包含自媒体矩阵、SCRM（社会关系管理）会员管理系统、私有 DMP（数据管理平台）广告投放系统、数字营销工具体系、社交营销系统等营销模块的完整数字营销体系。并在数据营销、社交营销、内容营销、智慧营销方面实现了会员营销的消费全周期、个性化、精细化运营，而且显现了 350 万粉丝被盘活、会员营销转化率提升 27%，会员复购率提高 45% 的成效。

我们认为，拥抱线上，推进新零售是大势所趋，因为无论线上还是线下均是公司需要抓住的流量来源，没有优劣之分，公司作为老牌线下商圈之王需要在线上进一步的引流以对抗线下可能流失的客户。因此未来的核心便是通过公司提升自身经营效率，同时带动商家的效率来提高销售终端的流量与其转化率。公司未来持续推进智慧化升级会为公司带来更精准的营销和更多的流量。

3.2 引入阿里，深化线上线下融合，打造新零售

5月15日，美凯龙公告，收到其控股股东红星美凯龙控股集团有限公司的通知，2019年非公开可交换债券（第一期）发行工作已经完成。原计划不超过50亿元的发行规模，最终实际发行规模达到了43.59亿元规模，由阿里全额认购。其中，债券期限为5年，初始换股价格为12.28元/股。如可交换债全部换股后，阿里将获得相当于美凯龙约10%的股份。此外，阿里巴巴还在红星美凯龙港股收购其3.7%的股份。若成功换股后，阿里巴巴将合计获得公司13.7%的股份，成为第二大股东。

5月27日，阿里完成可交换债认购后，美凯龙公告与阿里巴巴签订了战略合作协议。双方未来将在新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融、门店复合业态、支付系统、信息共享七大领域进行深度合作。

我们认为，IMP平台的推出很好的帮助红星美凯龙增加了“TO C”端的引流和转化率的提升效率，而此次引进阿里除了进一步加强该领域外，更是同时增强了“TO B”的实力，对于招商优质商户和稳定出租率都有益处。阿里在2016年首次提出新零售，在这方面具有先进的运营理念，在构建底层商业基础设施和对B端商家的整合赋能方面都要更好。除了辅助信息技术手段、支付宝的流量优势以外，阿里巴巴还能帮助美凯龙进行新零售门店建设、复合业态打造、电商平台搭建，消费金融落地方案以及物流仓储安装体系构建。

图 48：七大领域展开合作

1. 新零售门店建设：积极探索新零售门店的尝试和实践。先选取试点门店，再推广。
2. 电商平台搭建：双方同意基于阿里电子商务底层平台和支付系统为公司建设电商平台（包括但不限于在天猫和淘宝等阿里指定平台开设店铺）用于公司家具建材类商品的线上销售
3. 物流仓配和安装服务商体系：公司自主完成物流系统开发，阿里提供技术支持，公司进一步承诺将与菜鸟协同进行物流布局，包括但不限于家装家具产品的仓库、物流、配送、安装服务体系等的建设等。
4. 消费金融：双方承诺将尽其合理商业努力尽快制定并实施支付宝相关消费金融产品和技术能力在公司门店内的落地方案。
5. 复合业态：双方承诺将尽其合理商业努力尽快制定并实施打造公司门店复合型业态的解决方案。
6. 支付系统：为了尽快推动线上线下业务融合，充分利用阿里和支付宝的流量，公司及阿里承诺共同推动公司门店收银系统融合阿里新零售智能POS系统，双方进行精准营销，互相引流。
7. 信息共享：公司将其拥有的、旗下业务所生成的数据储存在公司专用云/专用数据库中。为了增强双方合作的协同效应，受限于适用法律及双方相关用户隐私权保护政策，双方承诺其将尽一切合理商业努力建立必要的信息共享系统。

数据来源：公司公告、国元国际

4. 盈利预测与估值

关键假设

收入：公司收入主要由租赁及管理（自营）、委管、商品销售及家装、工程施工及设计及其他构成。截至 2019H1，分别占比收入 50.9%、27.9%、3%、12%及 6%，其中自营和委管依旧占据约 80%的份额。我们预计 2019-2021 年自营保持每年增加 8 家，委管每年增加 30-40 家，单店面积每年保持上升 2%-3%，并保持 3-5%的租金增长，出租率均保持在 95%，预计 2019-2021 年收入分别可录得 173.82/206.72/240.61 亿元，同比分别增长 22.1%/18.9%/16.4%；

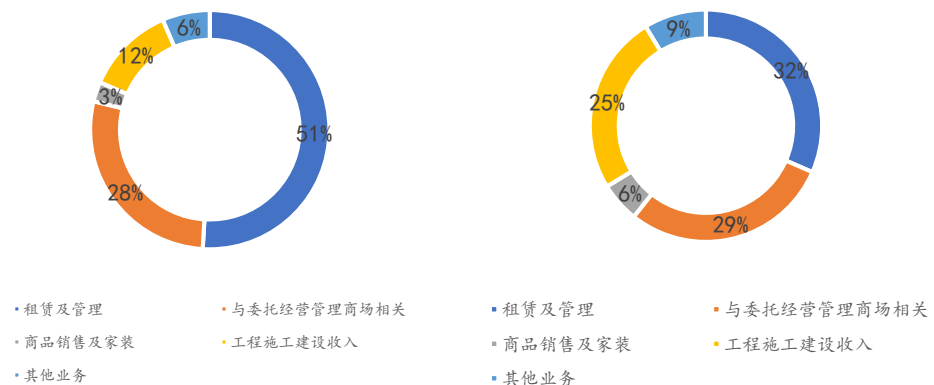
成本：随着公司多业务继续发展，商场数量增长，总体成本构成会呈现工程施工、商品销售及其他业务占比逐渐上升的趋势，自营和委管单店成本我们预计会保持低单位数的增长。总体预计 2019-2021 年成本分别为 62.23/76.76/91.70 亿元，同比分别增长 29.3%/23.3%/19.5%；

毛利率：随着工程施工建设收入及商品销售及家装收入比重不断提升，因其毛利率较低，约 32.7%/33.7%，总体毛利率预计会逐渐降低，我们预计公司毛利率 2019-2021 年分别为 64.2%/62.9%/61.9%。

费用率：预计 2019/2020/2021 年公司销售+管理+研发+财务费用率基本保持稳定。

图 49：2019H1 收入明细

图 50：2019H1 成本明细



数据来源：公司资料、国元国际

盈利预测与估值

公司为国内家居卖场龙头企业，目前资产规模、店数、覆盖面积及市占率均为行业第一，每年保持稳定扩店和租金的稳步增长。在线下深耕多年之后开始和线上巨头阿里合作开拓新零售，为线上倒流，提升转化率，利用双方各自的优势将线上线下有效结合，保持竞争力。

我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 49.27/56.11/64.75 亿元，同比分别增长 10.0%/13.9%/15.4%，当前股价下对应 2019/2020/2021 年 4.0/3.5/3.1 倍 PE；扣非后归母净利润为 28.03/31.68/36.27 亿元，同比分别增长 9.2%/13.0%/14.5%；首次覆盖给予买入评级，目标价 8.03 港元，对应 2020 年扣非净利润 9 倍 PE。

表 8：行业相关公司估值及评级（表中盈利预测摘自 Wind）

代码	公司	股价(CNY)	总市值(万, CNY)	净利润(万元)						每股收益			市盈率			18-20净利润CAGR
				2018A	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
电子商务公司																
002024.SZ	苏宁易购	10.43	9,710,371.4	1,332,756.9	216.38%	1,231,875.6	-7.57%	371,592.7	-69.54%	1.4	1.3	0.4	7.4	8.0	26.5	-47.2%
002640.SZ	跨境电商	7.97	1,241,758.9	62,276.6	-17.07%	96,080.0	54.28%	118,460.0	23.29%	0.4	0.6	0.8	19.9	12.9	10.5	37.9%
0493.HK	国美零售	0.64	1,400,892.2	-488,689.5	-986.23%	-50,500.0	89.67%	-25,200.0	50.10%	-0.2	0.0	0.0	-2.8	-27.8	-55.5	-77.3%
超市类公司																
601933.SH	永辉超市	8.98	8,594,275.0	148,035.3	-18.52%	236,154.0	59.53%	308,078.8	30.46%	0.2	0.3	0.3	58.1	36.4	27.9	44.3%
6808.HK	高鑫零售	7.334	10,042,900.0	258,800.0	-7.34%	277,518.7	7.23%	302,608.2	9.04%	0.3	0.3	0.3	26.7	25.7	23.5	8.1%
000759.SZ	中百集团	7.39	503,274.9	43,094.7	537.06%	9,697.8	-77.50%	12,133.9	25.12%	0.6	0.1	0.2	11.7	51.9	41.5	-46.9%
600361.SH	华联超市	3.79	252,341.2	8,339.9	6.58%	6,100.0	-26.86%	7,200.0	18.03%	0.1	0.1	0.1	30.3	41.4	35.1	-7.1%
002251.SZ	步步高	7.59	655,703.1	15,556.0	6.22%	19,170.7	23.24%	21,649.1	12.93%	0.2	0.2	0.3	42.2	34.2	30.3	18.0%
百货和购物中心																
600694.SH	大商股份	26.28	771,892.6	98,779.0	12.69%	97,350.0	-1.45%	101,050.0	3.80%	3.4	3.3	3.4	7.8	7.9	7.6	1.1%
600859.SH	王府井	14.78	1,147,298.0	120,142.7	32.05%	123,337.8	2.66%	137,151.9	11.20%	1.6	1.6	1.8	9.6	9.3	8.4	6.8%
600729.SH	重庆百货	29.31	1,191,534.9	83,114.1	37.28%	96,906.2	16.59%	112,844.4	16.45%	2.0	2.4	2.8	14.3	12.3	10.6	16.5%
000417.SZ	合肥百货	4.47	348,608.2	22,449.6	5.32%	22,608.7	0.71%	25,023.0	10.68%	0.3	0.3	0.3	15.5	15.4	13.9	5.6%
600697.SH	欧亚集团	17.59	279,835.9	25,977.9	-14.88%	26,900.0	3.55%	27,950.0	3.90%	1.6	1.7	1.8	10.8	10.4	10.0	3.7%
002277.SZ	友阿股份	3.16	440,558.6	45,351.6	47.37%	34,200.0	-24.59%	35,450.0	3.65%	0.3	0.3	0.3	9.7	12.9	12.4	-11.6%
000501.SZ	鄂武商A	10.21	785,141.6	104,994.6	-15.42%	108,148.1	3.00%	109,918.7	1.64%	1.4	1.4	1.4	7.5	7.3	7.1	2.3%
600858.SH	银座股份	4.74	246,511.6	4,626.8	-5.82%	4,600.0	-0.58%	4,800.0	4.35%	0.1	0.1	0.1	53.3	53.6	51.4	1.9%
600827.SH	百联股份	9.02	1,609,319.6	87,209.9	2.96%	92,100.0	5.61%	99,666.7	8.22%	0.5	0.5	0.6	18.5	17.5	16.2	6.9%
002419.SZ	天虹股份	11.92	1,430,757.6	90,438.3	25.92%	102,278.2	13.09%	115,871.6	13.29%	0.8	0.9	1.0	15.8	14.0	12.4	13.2%
专业市场经营者																
行业平均																
1528.HK	红星美凯龙	5.728	2,048,389.6	447,741.1	9.80%	500,180.1	11.71%	560,440.2	12.05%	1.2	1.4	1.6	4.8	4.1	3.6	11.9%
601828.SH	美凯龙	11.59	4,114,450.0	447,741.1	9.80%	500,180.1	11.71%	560,441.2	12.05%	1.2	1.4	1.6	9.2	8.2	7.3	11.9%
002344.SZ	海宁皮城	4.26	546,449.4	36,422.2	20.90%	34,850.0	-4.32%	36,300.0	4.16%	0.3	0.3	0.3	15.0	15.7	15.1	-0.1%
000861.SZ	海宁股份	2.76	617,214.7	13,771.0	-40.13%	20,900.0	51.77%	23,600.0	12.92%	0.1	0.1	0.1	44.8	29.5	26.2	19.7%
002818.SZ	富森美	12.55	949,401.1	73,516.3	12.89%	80,394.8	9.36%	83,835.2	4.28%	1.7	1.1	1.1	12.9	11.8	11.3	4.5%

资料来源：Bloomberg, Wind, 国元国际

5. 风险提示

- 1) 拓店扩张不及预期。加盟意愿下降，委管拓店进程放缓。
- 2) 地产市场波动影响家居市场。宏观环境放缓，装修放缓导致品牌商销售不佳。
- 3) 租赁门店涨租或断租。公司租用的商场到期后租金上涨较多，影响业绩和出租率。
- 4) 新零售推进不如预期。线上引流效果不达预期。

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14567.5	15718.6	17566.7	20914.6	24652.9
现金	10626.9	8527.6	9681.7	11557.1	13768.5
应收账款	1170.4	1687.9	2081.0	2499.6	2938.5
其它应收款	1734.5	1936.0	2557.1	2925.8	3472.5
存货	120.3	251.4	325.0	400.8	478.8
其他	527.6	1637.9	1033.8	1429.2	1722.1
非流动资产	82447.1	95142.1	103376.6	110452.5	117699.9
长期股权投资	1613.8	3026.1	3086.6	3148.4	3211.3
投资性房地产	70831.0	78533.0	84423.0	90332.6	96655.9
固定资产	158.9	192.4	233.1	282.3	341.9
无形资产	458.6	460.8	487.3	475.0	462.1
其他	3960.6	6182.6	7822.0	8268.6	8421.3
资产总计	97014.6	110860.7	120943.3	131367.1	142352.8
流动负债	22716.8	25313.8	26326.2	29222.1	32800.0
短期借款	300.0	5148.5	2059.4	1000.0	700.0
应付账款	491.2	970.1	1279.3	1609.6	1961.2
其他应付账款	7579.4	8712.2	11365.3	13980.1	16672.3
预收账款	3068.3	1249.0	1867.0	2302.9	2751.0
其他	0.0	1161.7	1173.3	1185.0	1196.9
非流动负债	30365.9	40251.1	44730.4	47386.3	51300.5
长期借款	11372.7	14306.4	14449.4	13376.1	14044.0
长期应付账款	1415.7	1385.9	1426.5	1416.3	1424.0
递延所得税负债	9714.4	11008.7	11559.1	12137.0	12743.9
其他	2774.5	6181.3	7417.5	8159.3	8975.2
负债合计	53082.7	65564.9	71056.6	76608.4	84100.5
股本	3623.9	3550.0	3550.0	3550.0	3550.0
资本公积金	5362.1	4490.0	4579.8	4671.4	4764.8
留存收益	28254.7	30629.4	34888.4	39407.8	42526.0
少数股东权益	3505.2	3581.8	3617.6	3653.8	3690.3
归属于母公司所有者权益	40426.8	41714.1	46269.1	51105.0	54562.0
负债及权益合计	97014.6	110860.7	120943.3	131367.1	142352.8
利润表					
单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10959.5	14239.8	17382.2	20671.6	24060.8
营业成本	3163.2	4813.7	6223.3	7676.4	9169.9
营业税金及附加	317.3	387.4	472.9	562.3	654.5
营业费用	1513.8	1700.3	2232.5	2659.6	3019.7
管理费用	1361.8	1491.0	1900.8	2260.5	2593.8
财务费用	1131.8	1533.2	1890.2	1909.1	1928.2
资产减值损失	283.4	247.5	328.5	358.1	304.4
公允价值变动收益	1996.2	1767.0	1784.7	1802.5	1820.6
投资收益	633.9	229.7	413.4	421.7	430.1
营业利润	5916.4	6130.8	6655.9	7592.3	8769.7
营业外收入	112.3	38.5	38.5	38.5	38.5
营业外支出	42.7	150.0	71.2	88.0	103.1
利润总额	5986.0	6019.3	6623.2	7542.9	8705.1
所得税	1708.0	1313.9	1445.7	1646.4	1900.1
净利润	4278.0	4705.5	5177.5	5896.4	6805.0
少数股东损益	200.1	228.0	250.9	285.8	329.8
归属于母公司净利润	4077.9	4477.4	4926.6	5610.7	6475.2

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6518.4	5857.9	7322.4	8197.0	9048.2
净利润	4278.0	4705.5	5177.5	5896.4	6805.0
折旧摊销	417.8	430.1	465.2	488.6	514.0
公允价值变动	1996.2	1767.0	1784.7	1802.5	1820.6
财务费用	1221.8	1661.2	1890.2	1909.1	1928.2
营运资金变动	1523.3	(1602.6)	1949.6	1948.0	1882.8
其它	(2918.8)	(1103.2)	(3944.9)	(3847.7)	(3902.3)
投资活动现金流	(6011.1)	(10994.4)	(5759.3)	(6392.3)	(6813.2)
资本支出	(5840.4)	(3745.2)	(3725.1)	(3940.5)	(4103.3)
其他投资	(170.7)	(7249.2)	(2034.2)	(2451.8)	(2709.8)
筹资活动现金流	3873.6	2475.3	504.1	70.6	(23.7)
借款变动	6856.2	6693.1	4952.6	4312.8	4423.2
股利分配	(2808.2)	(2956.1)	(3107.5)	(2938.3)	(2952.5)
其他	314.9	4328.6	1542.7	1606.5	1948.2
现金净增加额	4376.9	(2654.8)	2067.2	1875.4	2211.4

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	16.1%	29.9%	22.1%	18.9%	16.4%
营业利润	25.8%	3.6%	8.6%	14.1%	15.5%
归母净利润	20.0%	9.8%	10.0%	13.9%	15.4%
获利能力					
毛利率	71.1%	66.2%	64.2%	62.9%	61.9%
净利率	37.2%	31.4%	29.8%	28.5%	28.3%
扣非后净利率	21.0%	18.0%	16.1%	15.3%	15.1%
ROE	9.7%	10.0%	10.4%	10.7%	11.5%
ROIC	7.73%	8.72%	9.49%	10.14%	10.83%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	59.1%	58.8%	58.3%	59.1%
净负债比率	21.9%	21.1%	17.0%	14.1%	13.3%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	11.1	10.0	9.2	9.0	8.8
应付账款周转率	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2
每股资料(元)					
每股收益	1.1	1.2	1.4	1.6	1.8
每股经营现金	1.8	1.6	2.1	2.3	2.5
每股净资产	12.2	12.1	14.1	15.4	16.4
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
估值比率					
PE	5.2	4.9	4.2	3.7	3.2
PB	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>