

美凯龙 (601828.SH) / 红星美凯龙 (01528.HK)

全渠道价值重估，家居渠道龙头再腾飞

核心观点：

- 家居行业在供给端、需求端及供应链方面具有多个痛点，家居平台型企业有望在家居行业中脱颖而出。供给端行业进入壁垒不高，赛道拥挤且格局分散；需求端产品品类多、消费频次低且多具备非标属性；供应链方面，物流及融资成本高企，制造商难以建成完善的销售网络。家居行业的多个痛点决定了家居商场仍然是家居产品触达消费者的主要渠道，平台型企业有望脱颖而出。
- 三重路径协同发力，全渠道引流提升卖场价值。美凯龙在深耕企业核心卖场内业务的同时，持续拓宽自身卖场外业务布局，推进全渠道泛家居业务平台转型。通过发力扩充品类门店、依靠设计云与家倍得切入家装业务、借助阿里流量开设同城站等三重路径助力公司全渠道引流，持续为公司商场赋能，同时推进行业上下游产业链整合。
- 委管模式助力红星美凯龙迅速扩张版图，为收入高速增长提供保障。美凯龙采取自营+委管的“双轮驱动”商业模式，兼顾稳定盈利和快速扩张。近年来，美凯龙委管商场迅速增加，快速开店提升市占率，同时商场单位面积营收企稳，门店增加将为收入高速增长提供保障。
- 盈利预测与投资建议：预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.15、1.33、1.53 元/股，给予 2021 年合理估值 11 倍 PE，对应合理价值 14.6 元/股，维持“买入”评级。H 股方面，公司近一年 A/H 溢价率平均约为 2.1，对应 H 股合理价值为 7.75 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：全球疫情持续影响下游订单需求；地产弱周期影响家居产品销售；新零售业务推广不及预期；行业竞争加剧，商场扩张不及预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,240	16,469	18,130	22,459	27,560
增长率 (%)	29.9	15.7	10.1	23.9	22.7
EBITDA (百万元)	5,987	6,919	6,347	7,456	8,501
归母净利润 (百万元)	4,477	4,480	4,481	5,192	5,994
增长率 (%)	9.8	0.1	0.0	15.9	15.4
EPS (元/股)	1.26	1.26	1.15	1.33	1.53
市盈率 (P/E)	8.75	8.98	8.91	7.69	6.67
ROE (%)	10.7	9.8	9.0	9.6	10.1
EV/EBITDA	10.26	10.41	11.74	10.22	8.93

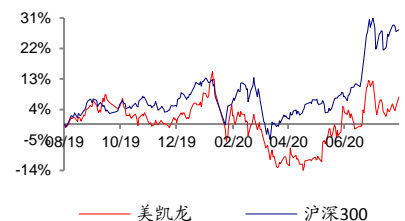
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	10.23 元/5.33 港元
合理价值	14.6 元/7.75 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-08-10

基本数据

股票代码	601828.SH	01528.HK
总股本 (百万股)	3905.00	3905.00
流通股本 (百万股)	435.37	741.29
总市值 (百万)	39,948 元	21,126 港元
一年内最高/低价	12.32-9.22 元	6.86-4.23 港元
30 日日均成交量 (百万股)	7.67	1.25
30 日日均成交额 (百万)	77 元	7 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	19.44	30.37

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

陆逸



SAC 执证号：S0260519070005



021-60750604



gfluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

投资摘要	5
一、家居零售破局之路：平台型企业有望脱颖而出	7
（一）供需格局：赛道拥挤格局分散，产品消费低频具备非标属性	7
（二）供应链：物流及融资成本高企，平台型家居商场成为主流	9
二、全渠道引流提升卖场价值，美凯龙市占率有望快速扩张	11
（一）三重路径助力公司全渠道引流	11
（二）商业模式沉淀输出，轻资产委管模式扩张版图	20
三、估值探讨：瓶颈与转机	24
（一）市场关注下降核心原因：地产红利不再、新兴渠道分流、商户需求下滑	24
（二）短期估值的支撑要素与长期估值展望	25
四、盈利预测与投资建议	28
五、风险提示	30

图表索引

图 1: 家居装饰及家具零售市场零售额 (亿元)	7
图 2: 家居制造业企业数 (左) 及平均营收规模 (右)	7
图 3: 家居行业全景图	7
图 4: 红星美凯龙零售额市占率	8
图 5: 主要经济体物流成本占 GDP 比重	9
图 6: 2018 年主要经济体物流绩效指数得分及排名	9
图 7: 2017 年中国家具产值区域分布 (亿元)	9
图 8: 2019 年上市家居公司运输费占销售费用比重	9
图 9: 2019 年国内外家居企业间接融资成本	10
图 10: 红星美凯龙零售额市占率	11
图 11: 2019 年红星美凯龙各品类门店面积增速	13
图 12: 红星美凯龙设计云界面	13
图 13: 红星美凯龙设计云家居购	14
图 14: 家倍得服务流程	15
图 15: 家倍得门店分布 (截至 2020 年 6 月)	15
图 16: 美凯龙家装业务收入 (百万元) 及同比 (%)	16
图 17: 美凯龙家装业务成本 (百万元) 及同比 (%)	16
图 18: 美凯龙各项业务收入结构 (%): 家装业务收入占比持续增长	16
图 19: 美凯龙家装业务毛利润 (百万元, 左)、毛利率 (% , 右) 及毛利占比 (% , 右)	16
图 20: 红星美凯龙 IMP 智慧营销平台九大模块	17
图 21: 红星美凯龙线上线下引流过程	18
图 22: 美凯龙同城站上线省市 (截至 2020 年 6 月)	19
图 23: 美凯龙旗舰店上线商品数 (万件)	19
图 24: 美凯龙旗舰店 6 月销售商品品类分布	19
图 25: 美凯龙旗舰店 6 月价格区间分布 (元)	19
图 26: 美凯龙同城站粉丝数 (万, 截至 2020 年 6 月)	19
图 27: 新零售平台入驻商户数 (左) 及覆盖城市数 (右)	19
图 28: 2019 年红星美凯龙营收构成	20
图 29: 2019 年红星美凯龙毛利构成	20
图 30: 红星美凯龙各项委管收入 (百万元)	21
图 31: 红星美凯龙委管收入结构占比 (%)	21
图 32: 红星美凯龙各项委管收入毛利率变化	21
图 33: 红星美凯龙自营、委管收入 (百万元, 左) 及委管收入占比 (% , 右)	22
图 34: 红星美凯龙自营及委管业务毛利率对比	22
图 35: 2019 年红星美凯龙商场全国布局图	22
图 36: 红星美凯龙自营及委管商场数量	23
图 37: 红星美凯龙 2019 年新增商场数 (个, 左) 及委管占比 (% , 右) 细分	23
图 38: 红星美凯龙自有及租赁商场单位面积营收 (元)	23

图 39: 房地产各类面积 (万平方米, 左) 及对应增速 (% , 右) 24
图 40: 房地产开发投资额累计值 (亿元, 左) 及累计同比 (% , 右) 25
图 41: 商品房销售面积 (万平方米, 左) 及同比增速 (% , 右) 25
图 42: 家具建材零售与商品房销售相关性 25

表 1: 家居产品品类总结 8
表 2: 红星美凯龙与房企合作情况 12
表 3: 红星美凯龙旗舰店基本情况 (截至 2020 年 6 月) 18
表 4: 红星美凯龙自营模式与委管模式对比 (2019 年) 20
表 5: 红星美凯龙股权激励事项 26
表 6: 业绩预测假设 29
表 7: 可比公司估值表 (截止 2020 年 8 月 10 日) 29

投资摘要

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。截至2019年12月31日，红星美凯龙共经营87家自营商场，250家委管商场。根据公司年报，2019年公司占连锁家居装饰及家具商场行业市场份额的15.5%，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。未来随着红星美凯龙卖场业务、卖场外业务布局完善，借力向好的竣工情况与自身实力的优化，公司估值水平有望提升。

本文总结了平台型企业在家居行业脱颖而出的主要逻辑以及红星美凯龙如何借助全渠道引流和轻资产运营迅速扩张，提升市占率，为估值提供支撑。

家居行业在供应端具有明显的“大行业，小企业”的特征，行业进入壁垒不高，业内企业众多，赛道拥挤且格局分散。在需求端，由于产品品类多、消费频次低且多具备非标属性，消费者购买过程中注重产品质量，一站式的线下购物成为家居消费不可或缺的一环。供应链方面，中国企业物流及融资成本较高，制造商难以建成完善的销售网络。整体来看，家居商场仍然是家居产品触达消费者的主要渠道，平台型企业有望从家居行业中脱颖而出。

作为国内领先的家居商场运营商，红星美凯龙在深耕企业核心卖场内业务的同时，持续拓宽自身卖场外业务布局，推进自身全渠道泛家居业务平台转型。公司以扩充品类门店、切入家装业务、开设同城站等三重路径助力全渠道引流，持续推进行业上下游产业链整合。精装分流方面，美凯龙积极与房企合作开展“一站式”家居服务，同时多元化布局开设多品类门店，打造以场景体验为流量入口的家居体验区。整装分流方面，美凯龙通过设计云与后端服务挖掘产业链价值，旗下家倍得家装品牌历经多年已经发展成熟，打造了一站式装修服务生态链，并通过合伙人制度快速扩张，以线上线下相结合的方式覆盖了全国39个城市。家装门店可与商场形成协同效应，为美凯龙商场引流。电商分流方面，美凯龙借助阿里流量及运营能力加速数字化转型，同城站兼顾线上线下购物优势，发展迅速。

除了强大的全渠道引流能力，红星美凯龙的扩张步伐也在加快。美凯龙深耕卖场业务，采取自营+委管的“双轮驱动”商业模式，前者为美凯龙提供稳定盈利，后者帮助美凯龙快速扩张版图，两者结合为美凯龙新零售转型提供强有力保障。近年来，美凯龙委管商场迅速增加，快速开店提升市占率，同时商场单位面积营收企稳，门店增加将为收入高速增长提供保障。

本文分析了红星美凯龙估值现存瓶颈与未来支撑估值提升的要素。

现阶段，由于地产红利不再、新兴渠道分流、卖场内商户依赖性下滑等因素影响，部分投资者对红星美凯龙发展抱有疑虑。但一方面，随着20年全年竣工情况改善，家居家装需求有提升趋势，公司家装业务有望成为新的业绩增长点，同时卖场品牌有望从中收益。另一方面，与互联网龙头企业的合作以及公司自身卖场外业务的布局，将优化公司赋能、盈利能力，在提升卖场商户粘性的同时丰富公司的盈利渠道。而利用丰厚的员工激励计划与持续引入的高精尖人才，红星打造了一支稳定且能力出众的核心团队，为公司长期发展提供助力。

公司目前持续推进着自身从传统家具商业地产公司向家居平台型公司的转型进程。与不同行业龙头企业的合作、自身运营模式的革新有望带动卖场整体GMV、卖

场租金收入持续提升。预计公司2020-2022年EPS为1.15、1.33、1.53元/股，给予2021年合理估值11倍PE，对应合理价值14.6元/股，维持“买入”评级。而H股方面，公司近一年A/H溢价率平均约为2.1，对应H股合理价值为7.75港元/股，维持“买入”评级。

一、家居零售破局之路：平台型企业有望脱颖而出

（一）供需格局：赛道拥挤格局分散，产品消费低频具备非标属性

家居行业具有“大行业”和“小企业”的特征，业内企业普遍规模偏小，行业壁垒不高。家居行业规模庞大，根据公司年报披露，2019年中国家居装饰及家具零售市场零售额达35990亿元，同比增长8.9%，未来五年复合增长率预计在6.1%。与庞大的行业规模相对，家居企业普遍规模偏小，以家具制造业为例，根据国家统计局统计，2019年规模以上家具制造业企业平均年营业收入和平均资产总额均仅约为一亿元。业内企业规模小反映出行业壁垒低，每年均不断有新企业进入到家居领域，2011年以后规模以上家具制造企业数量持续增加，至2019年累计共增加了2285家。

图 1：家居装饰及家具零售市场零售额（亿元）

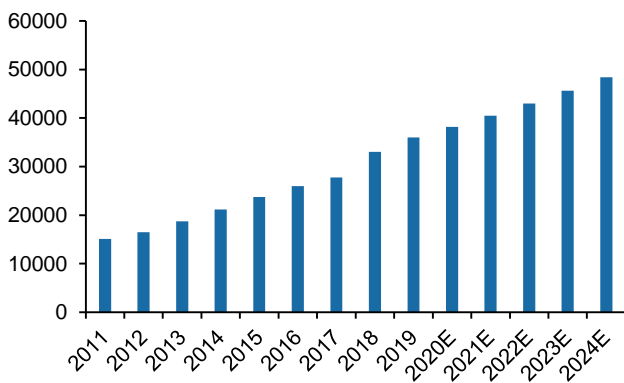
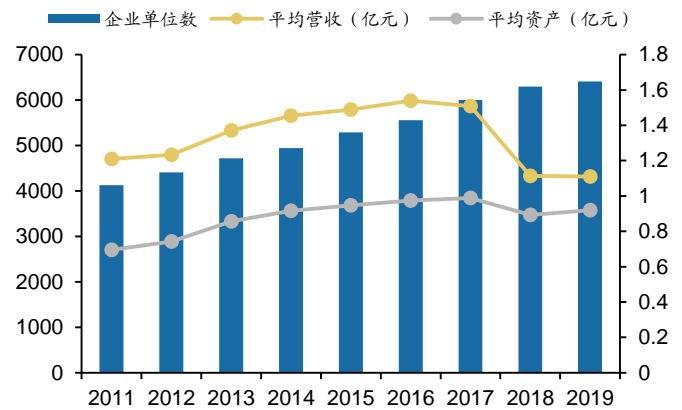


图 2：家居制造业企业数（左）及平均营收规模（右）



数据来源：公司年报，公司招股书，广发证券发展研究中心

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

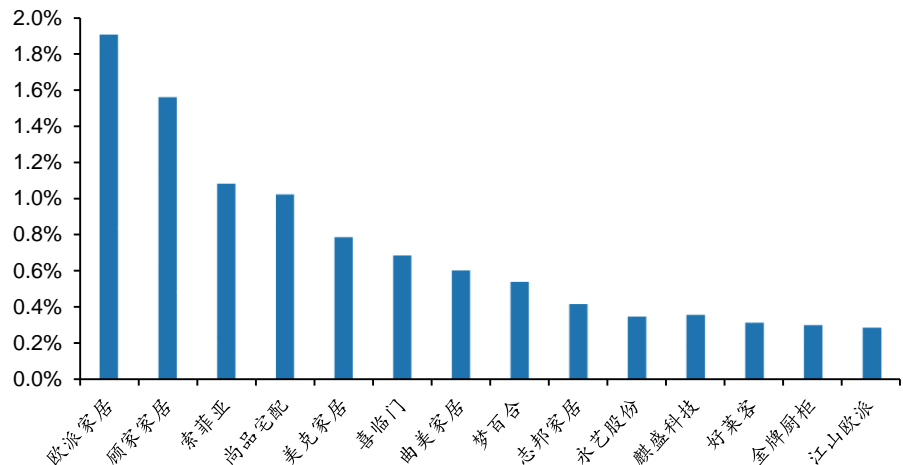
图 3：家居行业全景图



数据来源：亿欧网，腾讯家居，广发证券发展研究中心

众多家居企业分布在家居行业各个细分领域，赛道拥挤格局分散。家居行业细分领域繁多，产品端涵盖品类包括家具、洁具、家用五金、家饰家纺以及辅材等；渠道端包括家居卖场、家装公司以及房地产商等。历经多年发展，产品端和渠道端的各个细分赛道都已经有多家企业参与其中，家居行业整体呈现较为分散的格局，以家具制造业为例，十四家主要上市制造商主营业务收入占行业总值均不超过2%，高度分散。细分领域来看，定制家居、软体家居前五名集中度分别为13%和16%，卫浴和家电等标准化程度高的领域行业集中度相对较高，但也不超过50%。

图 4: 红星美凯龙零售额市占率



数据来源：公司年报，国家统计局，广发证券发展研究中心

家居产品品类众多，消费低频具备非标属性。从家居产品品类数量来看，在硬装环节需要购置门窗等建筑砌块以及家用五金等辅助材料，软装则需要购置传统家具、家纺家装产品甚至智能产品。品类众多增加了家居产品的选择难度和购物时间，消费者需要耗费大量精力挑选和购置产品，一站式家居购物更容易受到消费者欢迎。

表 1: 家居产品品类总结

家居产品				
硬装		软装		
建筑砌块	辅助材料	家具	智能家居	家纺家饰
门窗	五金	床	扫地机器人	床上用品
厨卫装修	电气配件	衣橱	空气净化器	地毯
建筑陶瓷	塑料管材	沙发	摄像头	窗帘
照明	辅料	椅子	智能卫浴	相框
地板		桌子	智能门锁	装饰画
涂料		茶几	智能照明	
墙面装修		柜子		

数据来源：亿欧网，腾讯家居，广发证券发展研究中心

家居产品平均使用寿命长，消费频次低。大部分家居产品使用寿命均超过5年，大件家居产品如床、梳妆台等的使用寿命更长，因此家居产品不会频繁更换，消费频次低。另一方面，大件家居产品的价格也相对较高，使得消费者在购买家居产品

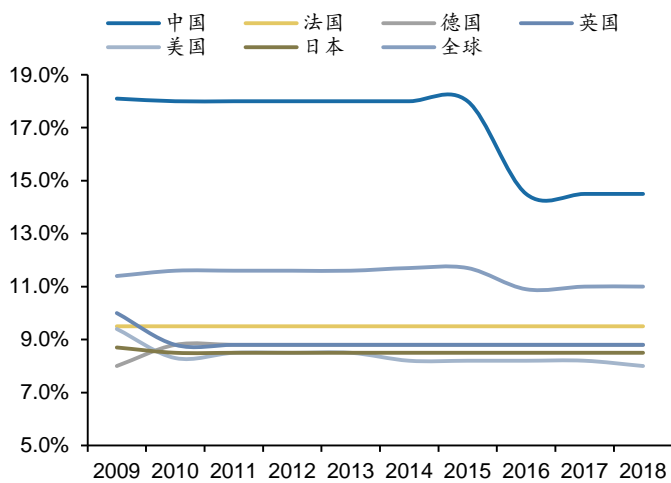
时更加重视产品质量。消费者在购买家居产品时往往谨慎挑选，通常会货比三家。除此之外，消费者还关注产品的舒适度以及美观和风格搭配，而线下实体样品能让消费者直观地体验和考察产品特性，线下消费场景是家居消费不可或缺的一环。

（二）供应链：物流及融资成本高企，平台型家居商场成为主流

家居产品从制作到被消费者购买，要历经原材料采购、产品设计与制造、渠道流通等多个环节，受限于物流成本和融资成本，中国家居企业难以打通全供应链的垂直整合，生产与销售分离程度高。

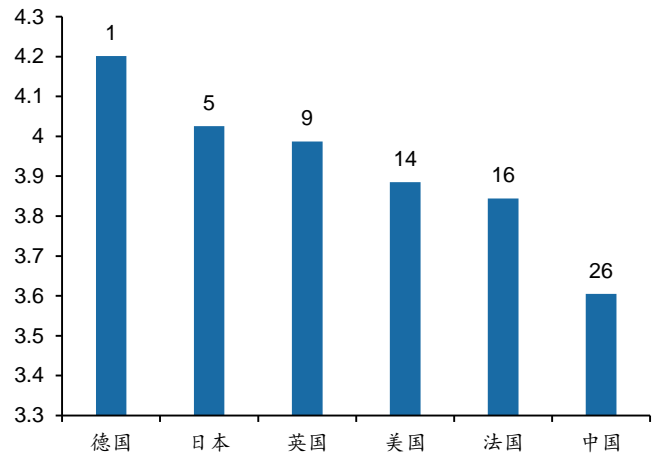
中国物流成本偏高，物流成本占GDP比重高于其他主要经济体以及全球水平，2018年中国物流成本占GDP比重为14.5%，全球平均水平为11%。中国物流效率也偏低，根据世界银行2018年公布的物流绩效指数，中国物流绩效指数得分为3.61，全球排名26名，与德国等经济体存在较大的差距。

图 5：主要经济体物流成本占 GDP 比重



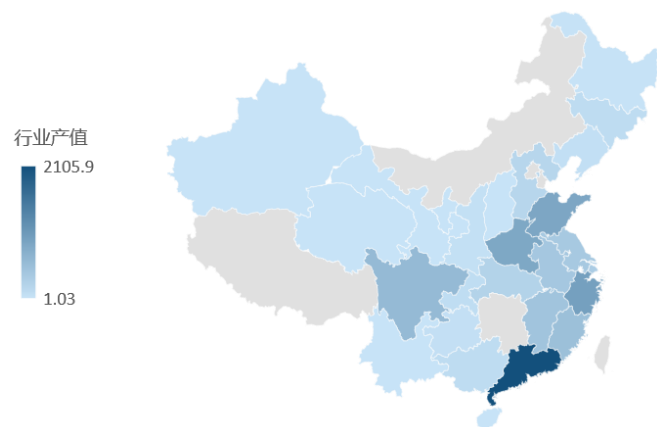
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 6：2018 年主要经济体物流绩效指数得分及排名



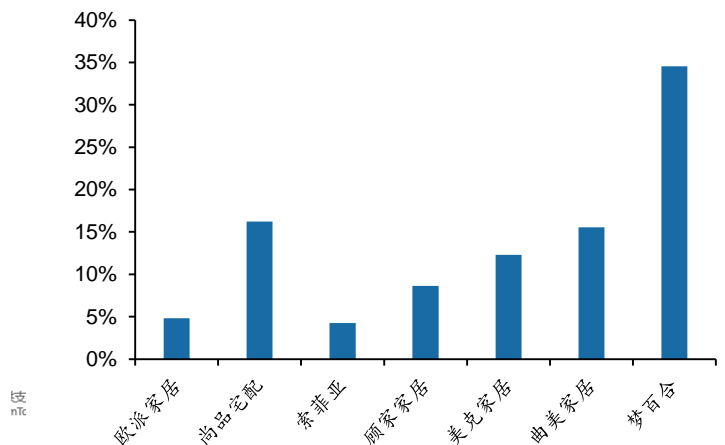
数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图 7：2017 年中国家具产值区域分布（亿元）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 8：2019 年上市家居公司运输费占销售费用比重

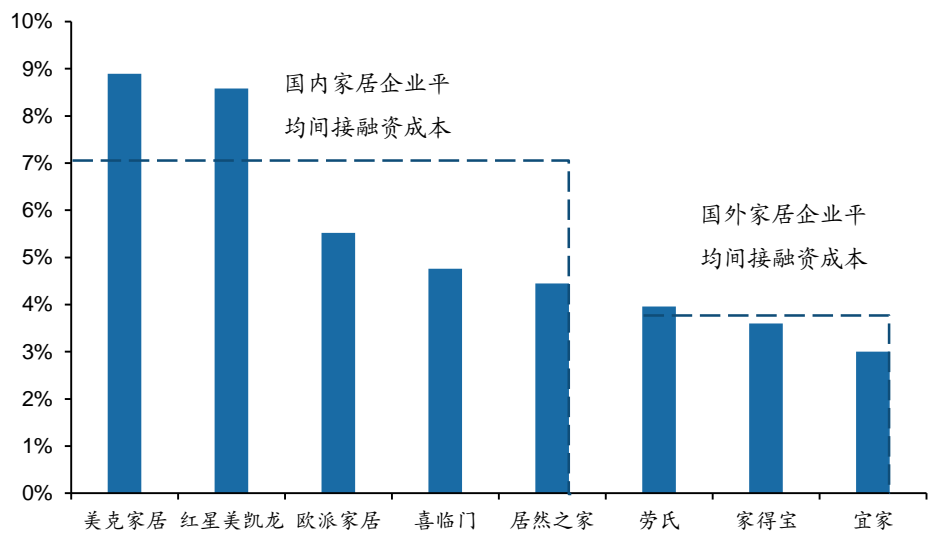


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

除了整体物流成本高、物流效率低，中国家居行业还具有明显的区域集中特征，制造商多分布在东南沿海地区，因此常需要将产品长距离运输到其他区域。此外，家居产品大多超大超重，容易受损，并且多属于非标件，仓储难度高，单车可运输的产品件数少，主要上市家居公司运输费占销售费用比重的平均水平为14%。物流成本偏高不利于品牌商建设完善的销售网络。

另一方面，中国家居企业的间接融资成本普遍偏高，顾家家居等七家国内家居企业的平均间接融资成本为7%，而宜家等三家国外家居企业的平均间接融资成本仅为4%，这使得中国家居企业难以像国外企业一样通过大规模间接融资来完善供应链建设。受限于高物流成本和融资成本，制造商难以建设自有渠道网络，现阶段家居产品更加依赖家居商场渠道来触达消费者。

图9：2019年国内外家居企业间接融资成本

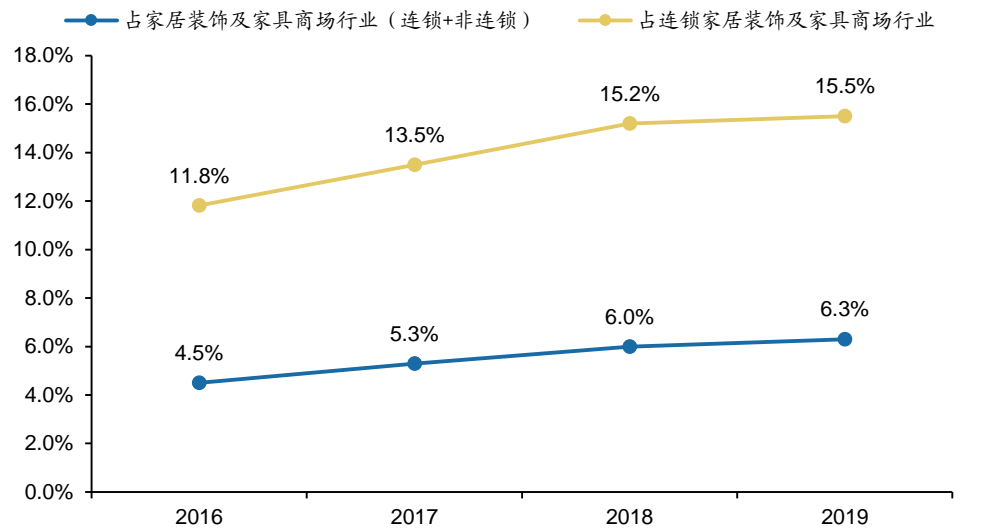


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、全渠道引流提升卖场价值，美凯龙市占率有望快速扩张

美凯龙是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，根据公司年报披露，2019年公司占连锁家居装饰及家具商场行业市场份额的15.5%，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 10: 红星美凯龙零售额市占率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

近年来公司加快从单纯渠道商向平台商的转型，与腾讯、阿里、世茂等公司开展深度合作，从多个渠道为商场引流赋能，提升卖场价值。同时公司正逐步转向轻资产运营，以委管模式迅速扩张，有望进一步提升自身市场占有率。

（一）三重路径助力公司全渠道引流

在深耕企业核心卖场内业务的同时，红星美凯龙持续拓宽自身卖场外业务布局，推进自身全渠道泛家居业务平台转型。公司以扩充品类门店、切入家装业务、开设同城站等方式紧抓家居领域流量入口，持续推进行业上下游产业链整合。未来公司有望增强合作工厂、经销商、设计师的合作粘性，优化自身全渠道服务能力，满足客户全链路需求。发展卖场外业务将推动红星美凯龙行业资源整合、提升卖场整体服务能力，支撑公司估值提升。

1. 精装分流：与房企积极合作布局2B业务，新品类门店面持续扩张

美凯龙积极布局2B业务，已与多家房企在购房、家居领域开展“一站式”服务合作。公司为地产跨界合作倾力打造的“一站置家”项目，自2019年5月11日首次官宣与新力地产达成战略合作以来，一年时间内（至2020年5月8日）累计签约包括新力、禹洲、金茂等在多家全国TOP40地产龙头，据泛家居网，公司已初步实现超过200个在售楼盘“购房+家居”打包服务合作，共惠及全国50多个城市超过20万家装业主。

此外，公司于2020年4月3日与世茂集团签署合作协议，双方将携手成立合资公司，充分发挥各自在地产、家装领域的优势资源，整合行业全产业链条，打通从新房批量家装、交付定制装修、二手房翻新等全周期服务，致力于为用户打造“一站式”升级家装消费服务体验。

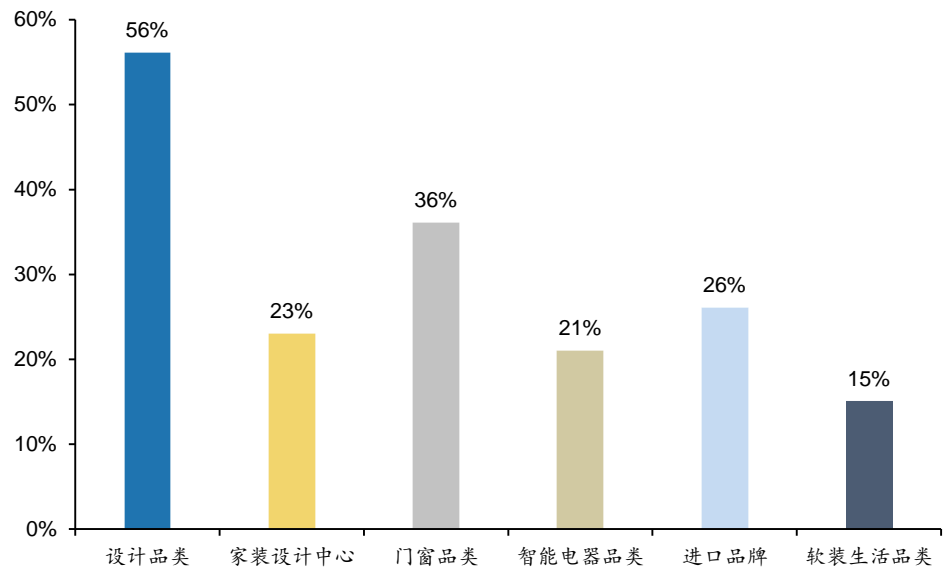
表 2: 红星美凯龙与房企合作情况

时间	房企	合作项目
2020年4月	世茂集团	双方将携手成立合资公司，充分发挥各自在地产、家装领域的优势资源，整合行业全产业链条，打通从新房批量家装、交付定制装修、二手房翻新等全周期服务，致力于为用户打造“一站式”升级家装消费服务体验。同时，此次合作还将开启家居装修与物业服务融合的创新服务模式，针对业主装修中遇到的材料采购、设计布局、施工品质、交付维保、现场监工等一系列痛点，世茂服务将依托全国世茂1001生活管家，形成从装修方案设计、集中直采、现场施工至交付入住的服务闭环，达成完整的消费链条，成为业主身边的专业家装生活服务商。
2020年5月	中梁地产	中梁集团旗下子集团中梁现代服务集团与家居零售龙头红星美凯龙住建集采集团达成战略合作协议，双方将充分发挥各自在地产、家装领域的优势资源，整合行业全产业链条，打通从毛坯整装、精装加载等全周期服务，致力于为用户打造“一站式”升级家装消费服务体验。
2020年6月	金辉集团	红星美凯龙与金辉集团华南区域“一站置家”战略合作签约仪式在福州市成功举办，双方将以精装样板间呈现为主要合作模式，一是为业主量身打造高端精装样板房，与交房同期交付，在大大缩短业主装修周期的同时，使其享受到高品质无忧家居家装服务；二是针对地产商在售楼盘特别定制精致多元化风格样板房，助力地产销售。
2020年4月	雅居乐集团	红星美凯龙与雅居乐地产签署战略合作框架协议，双方将以天津的项目为起点进行合作，将雅居乐的商业与红星美凯龙集团的产品进行有机结合。
2019年11月	禹州地产	红星美凯龙与禹州地产达成的“一站置家”战略合作，在流量合作层面，通过线上线下流量互引，扩展双方营销渠道；在场景合作层面，置换双方场景展示资源，启动精准营销模式；在传播合作层面，以跨界传播合作形式，传播互推，精准触客；在活动合作层面，双方将联名策划，携手打造品质活动，更好打通双方会员权益及服务，提升家装客户置家品质。
2019年5月	新力地产	双方战略合作首辟“新龙联合会员”计划，是双方合力打造的家居地产联合会员计划，旨在使共有会员业主无缝对接购房、家装市场，畅享一站式全周期“智慧”会员品质服务。
2020年4月	和裕地产	双方计划通过优势互补和资源整合，从家装和拎包入住进行全面深入的战略合作，将结合现有资源打造出惠及和裕地产业主的拎包入住方案，样板间的合作模式将以顾客为中心，聚合品牌，引流推广，构建对内、对外的跨界联盟，给双方发展带来新动力。

数据来源：世茂集团官网，新浪地产，泛家居网，乐居网，新浪财经，公司公告，广发证券发展研究中心

另一方面，美凯龙稳步推进扩品类战略，顺应多元化趋势打造以场景体验为流量入口的家居体验区。公司顺应布局多元化趋势，打造电器生活馆、智能化家居体验区等线下场景，并大力扩充电器品类，引进新品牌，形成规模效应。根据公司年报披露，2019年公司设计品类经营面积同比增长56%，家装设计中心经营面积同比增长23%，门窗品类经营面积同比增长36%，智能电器品类经营面积同比增长21%，进口品牌经营面积同比增长26%，软装生活品类经营面积同比增长15%。

图 11: 2019 年红星美凯龙各品类门店面积增速

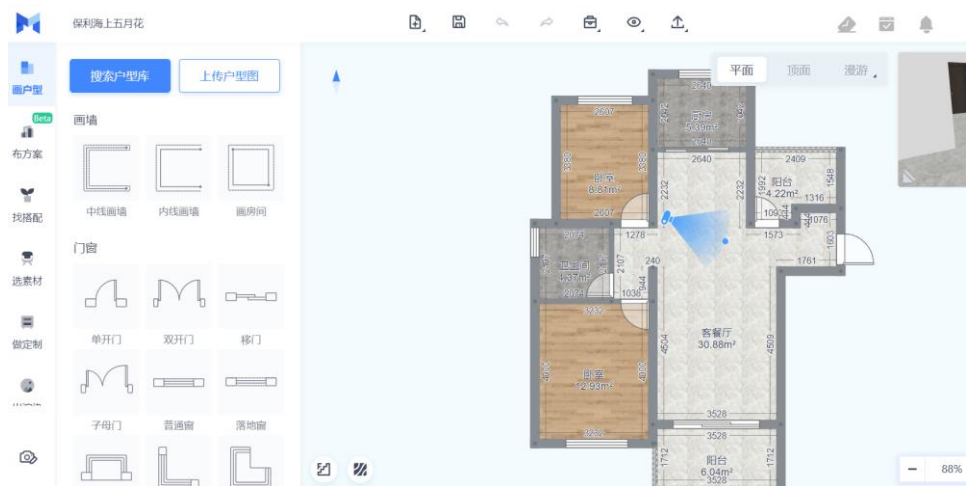


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2. 整装分流: 设计与后端服务挖掘产业链价值, 依托设计云与家倍得快速推进家装业务

在家装业务中, 红星美凯龙一直以设计为主打概念, 深度运营设计师资源, 带动卖场成交。据公司年报, 截至2019年12月31日, 公司已掌握了20000多名设计师人才库资源, 并通过“中国M+高端设计大赛”、“星设计”等一系列创新业务助力实现设计师与线上线下一体化平台的对接。前者于2019年3月吸引12587名设计师参赛, 后者截至2019年12月31日已实现5.8万高端设计师入驻。

图 12: 红星美凯龙设计云界面



数据来源: 设计云官网, 广发证券发展研究中心

此外，针对行业内现有设计软件操作难、呈现效果差等痛点，公司推出了设计利器—设计云。设计云拥有海量三维户型图及商品素材图，可借助人工智能推荐相应风格的全屋装修方案。在设计云内可以完成画户型、布方案、找搭配、选素材以及做定制等一系列操作，直接生成全屋设计模型，并以720°全景形式直观展现整体设计效果以及所选家具软装产品的搭配程度，更符合新一代消费者购买“整个空间”的需求。设计云的操作方式简便，不仅专业的设计师可以使用，营业人员以及消费者都可以使用，极大便利了家居设计，同时也有助于营销转化。

设计云不仅是设计工具，还是打通工厂、装修公司、设计师以及消费者的重要工具，将成为软装供应链平台。设计云连接了家装行业上下游，充分整合了整合装修公司、设计师和品牌商等多方资源，品牌商在设计云内分享真实商品模型，设计师和经销商直接调用模型进行设计组合，再通过家居购一站下单至工厂生产，所见即所得，最后为消费者送装交付，设计云打造了F2B2C的软装供应链模式。据公司年报，设计云自2019年4月开始向市场推广，目前合作商数量高达347家，带动商场销售金额达5.46亿元。

图 13: 红星美凯龙设计云家居购

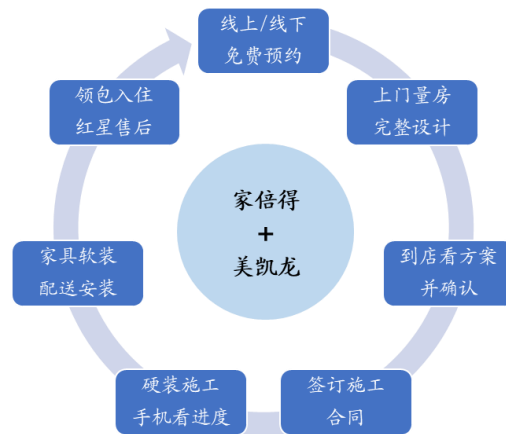


数据来源：设计云官网，广发证券发展研究中心

借助优质设计师资源和设计云，红星美凯龙家装业务发展迅速。家倍得是红星美凯龙家装业务的主要板块，从2011年创立，家倍得已经成长为集装饰设计、施工、主材家具、软装配饰、智能家居、系统设备于一体的一站式装饰装修服务集团，其业务涵盖别墅、普通住宅、酒店公寓、精装房、商业及办公空间的装修设计与施工。

线上线下布局结合，依托商场门店快速增加。依托红星美凯龙现有的众多商场，家倍得的门店迅速扩张，家倍得门店多在卖场中，仅需划出一小片空间即可运营，开店成本极低。目前公司逐步建成了较为完善的门店网络，方便消费者实地体验，有望迅速扩张版图进军全国性家装公司。

图 14: 家倍得服务流程



数据来源: 家倍得官网, 广发证券发展研究中心

图 15: 家倍得门店分布 (截至 2020 年 6 月)



数据来源: 家倍得官网, 广发证券发展研究中心

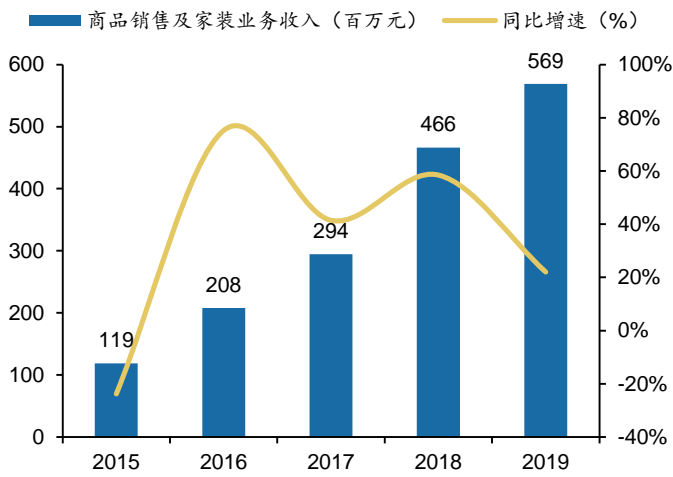
合伙人制度帮助公司快速拓展家装业务。不同于寻找直营、加盟商的业务拓宽方式, 红星美凯龙所选择的合伙人制度助力公司快速打开自身互联网家装产业版图。通过拿出部分股份、提供优质多样的扶持政策的方式公司吸引了大批优质的合作伙伴。公司通过控股地产公司揽获对应公司的家装业务, 红星美凯龙互联网家装业务板块保持高速增长态势。目前红星美凯龙家装体系以初显成效。未来预期红星美凯龙会继续凭借自身优势, 推进互联网家装平台的打造。

家装业务收入稳步增长, 收入占比持续抬升。美凯龙将家装业务定义为公司新的业绩增长点, 设立家装事业部, 为消费者提供集装饰设计、工程施工与研发、主材家具与软装配饰、智能家居与住宅设备于一体的全案整装服务, 业务涵盖别墅、

住宅、酒店公寓、精装房、商行及办公空间等领域，全方位带动商场销售。

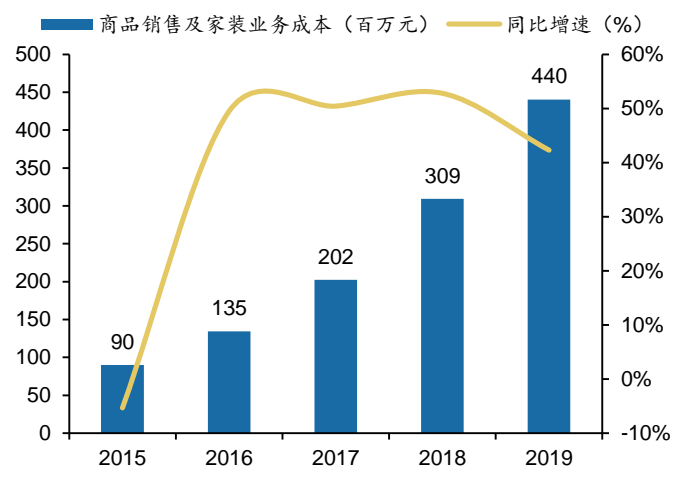
2015年以来公司商品销售及家装业务收入稳步增长，2019年收入体量达5.69亿元，同比增速22.0%，2015-2019年业务收入CAGR为47.9%。业务收入结构来看，家装业务收入占比也呈现快速上升趋势，由2015年的1.3%提高到2019年的3.5%；毛利率方面，2015-2019年家装业务毛利率平均约30%，平均毛利占比不超过2%，提升空间较大。

图 16: 美凯龙家装业务收入 (百万元) 及同比 (%)



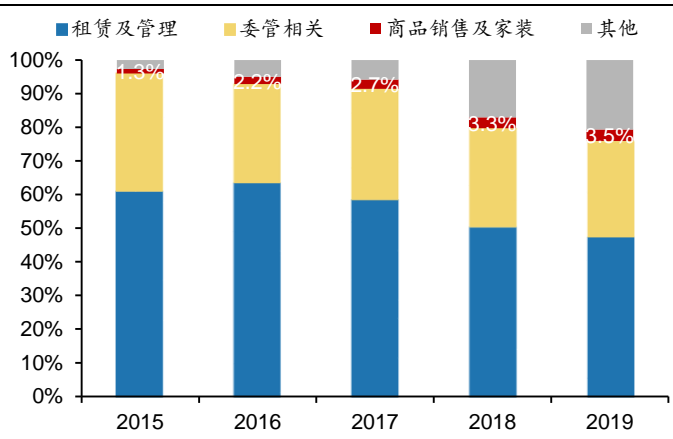
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 17: 美凯龙家装业务成本 (百万元) 及同比 (%)



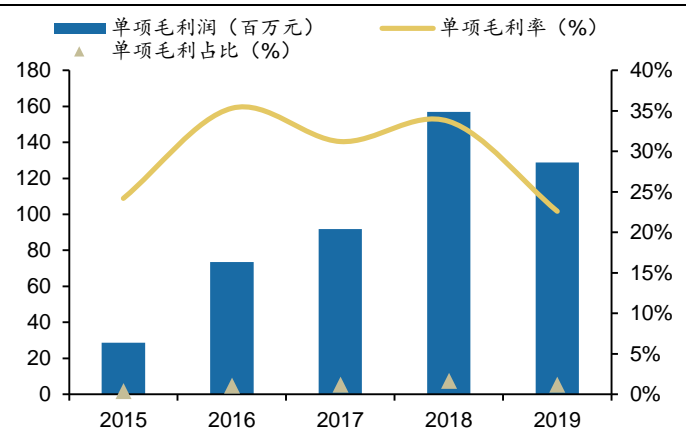
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 18: 美凯龙各项业务收入结构 (%) : 家装业务收入占比持续增长



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 19: 美凯龙家装业务毛利润 (百万元, 左)、毛利率 (%)、毛利占比 (%)、毛利占比 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

家装门店与商场形成协同效应，助力家装业务效率提升。截至2019年底，美凯龙已经在全国开设了121家自营家装门店，分布在北京、天津、上海、重庆、南京、苏州、沈阳、成都、郑州、合肥、石家庄等城市的家居商场内，其中家倍得绝大部分门店都位于红星美凯龙商场内，消费者到店体验可为卖场引流，家装门店与红星美凯龙卖场业务形成协同效应，实现相同客流在旗下卖场商户与家装门店的共享。对单一客流的重复利用有望降低家倍得以及卖场本身的获客成本。

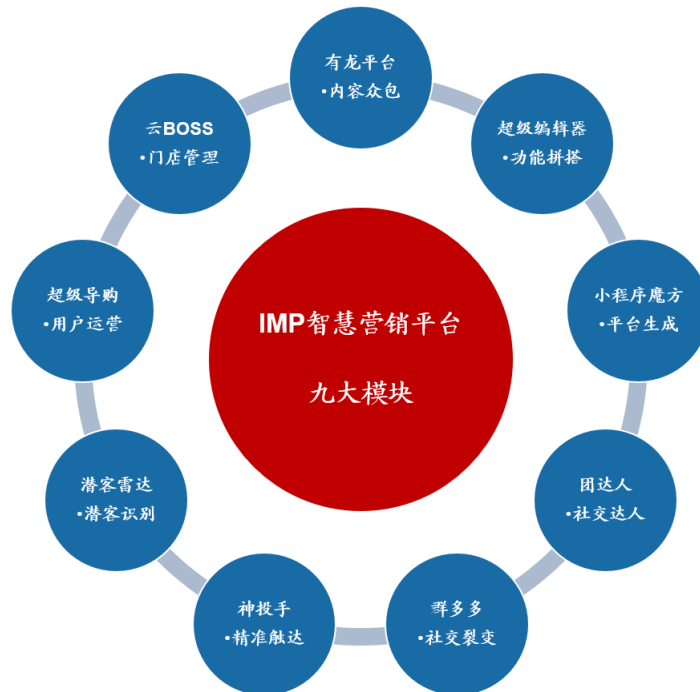
卖场外家装业务网络的打造将与卖场内业务构成协同，在丰富红星美凯龙盈利

渠道的同时，为卖场内业务提供正向促进效应。持续看好红星美凯龙家装业务板块的发展前景。

3. 电商分流: IMP智慧营销平台持续赋能商家，同城站引流卖场实现线上线下深度融合

红星美凯龙IMP 全球家居智慧营销平台由三大系统(数据云、内容云、工具云)和九大模块(超级编辑器、有龙、小程序魔方、团达人、群多多、神投手、潜客雷达、超级导购、云 BOSS)构成，为家居行业提供一整套数字营销和客户运营的操作系统，赋能整个家居行业。通过流量裂变制造、流量跟踪和定向分发，IMP平台帮助商家解决精准获客、持续互动、内容创作、会员复购、绩效管理等方面的难题，极大提升了商家对美凯龙的粘性。

图 20: 红星美凯龙 IMP 智慧营销平台九大模块



数据来源：公司官网，36 氪，广发证券发展研究中心

自2018年推出后，IMP系统不断更新升级，成效显著。据公司半年报，截至2019年中，IMP 已在全国 200 座城市 315 家商场布局并上线，进一步扩大了数据应用范围，提升了商场的精准获客能力；同时通过 DMP (Digital Management Platform) 数据管理平台进行全域数据深度挖掘和连接，从而实现锁定服务全国 8000 万以上潜在家装消费客户的战略目标。

图 21: 红星美凯龙线上线下引流过程



数据来源: 红星美凯龙天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

与阿里合作后, 红星美凯龙借助阿里流量和渠道运营能力加速卖场数字化转型, 加快天猫同城站(天猫红星美凯龙官方旗舰店)及轻店建设, 实现线上海量流量与线下卖场高质量消费体验的深度融合, 持续聚合流量并引流至线下, 助力卖场经营, 同时帮助商户提升经营效率, 强化品牌商户对新零售、新工具的认同, 进一步提升商户粘性。

表 3: 红星美凯龙旗舰店基本情况(截至 2020 年 6 月)

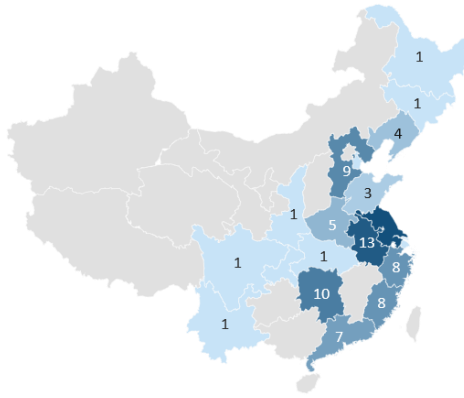
开店时间	粉丝数	月内上新数	品牌数	商品数
2019/8/5	28.6万	44839	1336	1424927
月内销售额	月内销量	平均成交价	平均日销售额	平均日销量
65628.33万元	320181件	2049.73元	2187.61万元	10673件

数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

同城站发展迅速, 销售数据亮眼, 运营已见成效。红星美凯龙同城站自2019年8月15日上线以来发展迅速, 据公司官网, 截至2020年6月, 同城站已经覆盖了19个省市的91个城市, 上线城市主要分布华北以及东南沿海省份。据淘数据, 美凯龙旗舰店内上线商品数量也迅速增加, 从5月的40万+增长到6月的140万+。销售端来看, 2020年6月底美凯龙同城站实现销售额6.5亿元, 销量32万件, 平均日销售额2187.6万元, 平均日销量10673件。同城站运营初见成效, 未来随着覆盖城市和商场的进一步增加, 同城站销售潜力将会得到进一步释放。

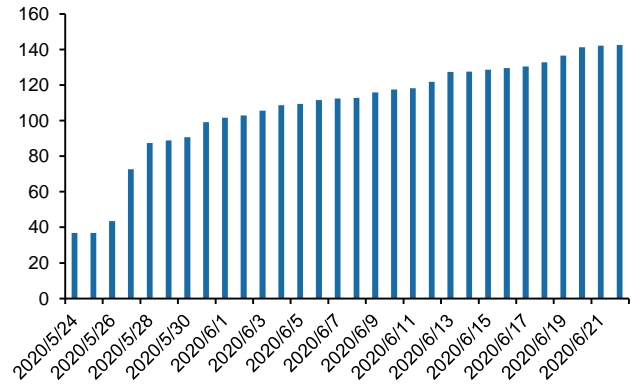
目前, 同城站销售最多的是浴室柜组合等体积小、标准化程度高的产品, 对于大件非标产品, 消费者往往仅在线上预约, 实际购买发生在线下。据淘数据, 销售的产品单价多位于2300元-4000元之间。

图 22: 美凯龙同城站上线省市 (截至 2020 年 6 月)



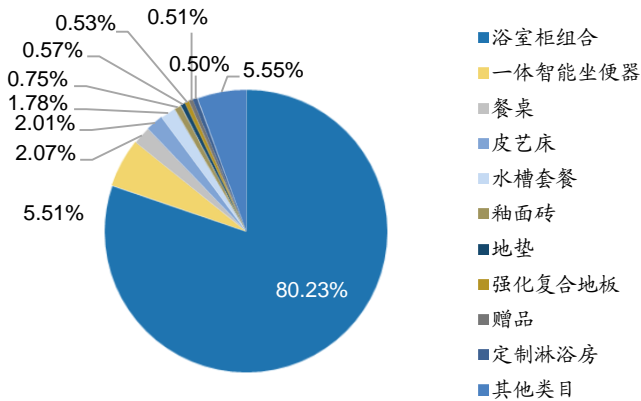
数据来源: 红星美凯龙天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

图 23: 美凯龙旗舰店上线商品数 (万件)



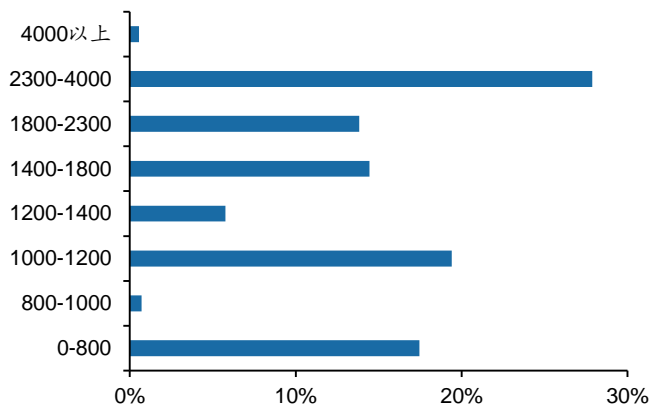
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图 24: 美凯龙旗舰店 6 月销售商品品类分布



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

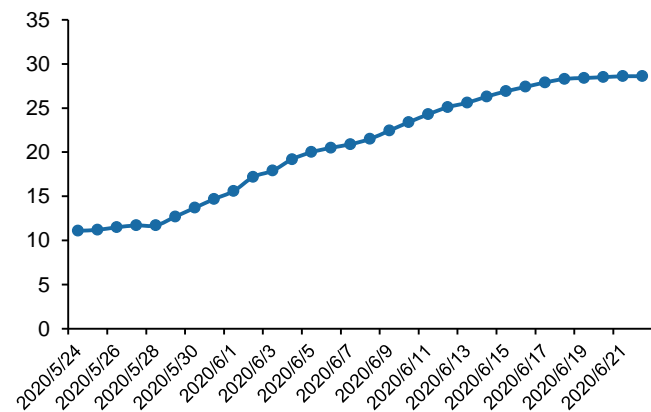
图 25: 美凯龙旗舰店 6 月价格区间分布 (元)



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

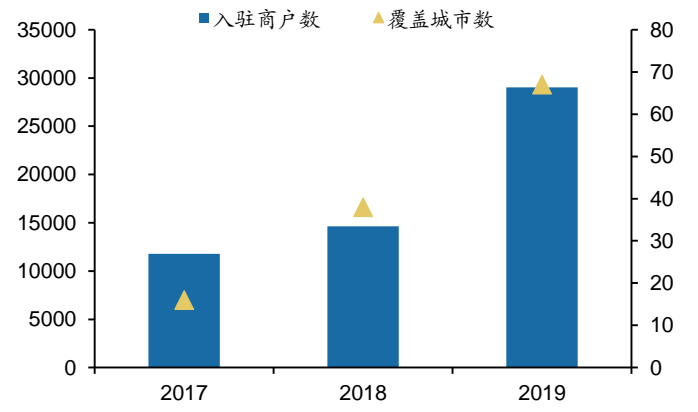
引流效果显著, 同城站协同自研新零售平台共同为商场引流赋能。2020年6月期间, 同城站粉丝数迅速增加, 从11.1万增长至28.6万。据公司年报, 2019年末互联网新零售平台累计实现29013家商户签约入驻, 实现67座城市117家线下红星美凯龙商场与线上平台的商品及服务对接, 同城站将与互联网新零售平台以及智慧营销系统协同, 共同为美凯龙线下商场赋能。

图 26: 美凯龙同城站粉丝数 (万, 截至 2020 年 6 月)



数据来源: 红星美凯龙天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

图 27: 新零售平台入驻商户数 (左) 及覆盖城市数 (右)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

（二）商业模式沉淀输出，轻资产委管模式扩张版图

现阶段红星美凯龙的核心业务仍然是卖场业务，将来源于旗下自营、委管商场的租金作为收入主要来源。委管商场业务中，红星利用自身品牌知名度和经营经验，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，合作方则根据委管协议支付相应费用。根据红星美凯龙2019年报披露，2019年全年自营及租赁实现收入77.99亿元，委管业务实现收入47.02亿元；2019自营、委管业务毛利率分别达到78.8%，65.45%。

图 28：2019 年红星美凯龙营收构成

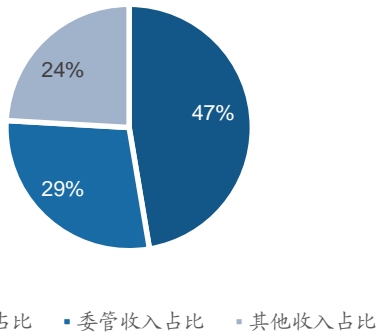
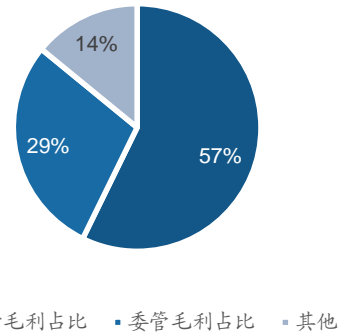


图 29：2019 年红星美凯龙毛利构成



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 4：红星美凯龙自营模式与委管模式对比（2019 年）

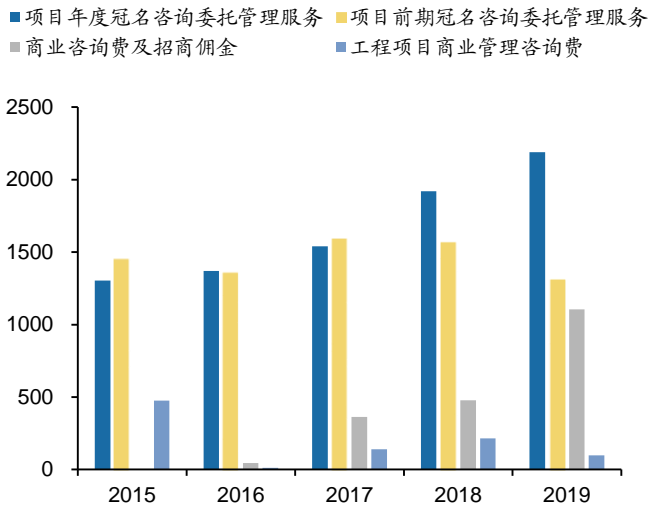
模式	门店数量	布局	出租率	物业所有者	盈利模式	优势	劣势
自营（自有）	87	一、二线城市为主	93.4%	公司	公司向商户收取租金与市场管理费	1.土地升值更有利于再融资及扩张 2.市场低迷时稳定性显著，更具防御性	1.初始投资大且投资回收期长 2.扩张缓慢
自营（非自有）				出租方	公司向商户收取租金与市场管理费，同时向出租方支付租金。赚取租金差额	1.租赁期稳定性强 2.初始投资比自有模式小，且回收期短	1.物业不可用于融资 2.租赁期届满时存在租金上涨风险
委管	250	三、四线城市为主	93.5%	合作方	公司向合作方收取冠名费、咨询费、招商佣金等	1.无初始投资，且回报快 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：公司招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

红星美凯龙提供的委管服务贯穿委管商场建设与经营全程。据公司年报披露，在商场建成前，公司为合作方提供项目咨询服务和工程项目商业管理咨询服务，项目咨询服务包括协助合作方进行市场调研、尽职调查、土地竞标等，依据城市级别、商场规模及商场位置等因素，费用通常在800万元至3000万元之间，由合作方支付。

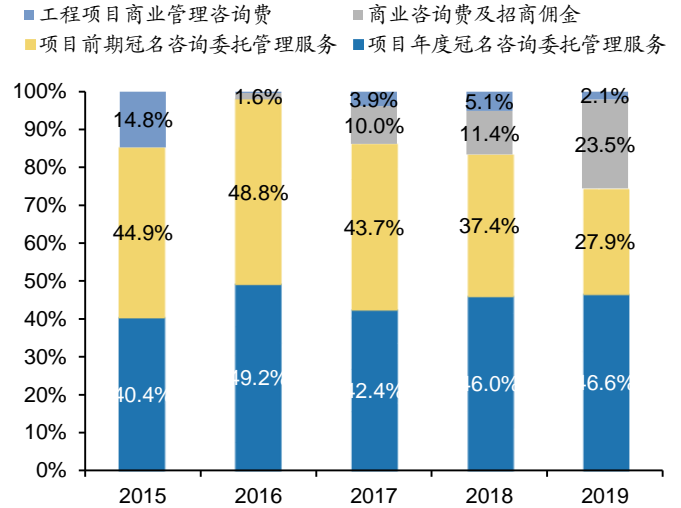
工程项目商业管理咨询服务包括经营物业的规划、设计、建筑安装方案的咨询服务，费用通常在 500 万元至 3000 万元之间，由委管商场建设单位支付。商场建成后开业前，美凯龙凭借与品牌商良好的合作关系帮助合作方寻找优质商户入驻，确保委管商场顺利开业，招商费通常在 50 万元至 300 万元之间，由合作方于开业时支付。商场开业后，美凯龙对商场进行日常经营管理，负责商场的布局、策划、招商、租赁、企划、广告、运营和售后服务等，合作方则承担商场整修的资本开支、日常经营成本费用以及向美凯龙支付的年度管理费，年度管理费通常在 30 万至 600 万之间。

图 30: 红星美凯龙各项委管收入 (百万元)



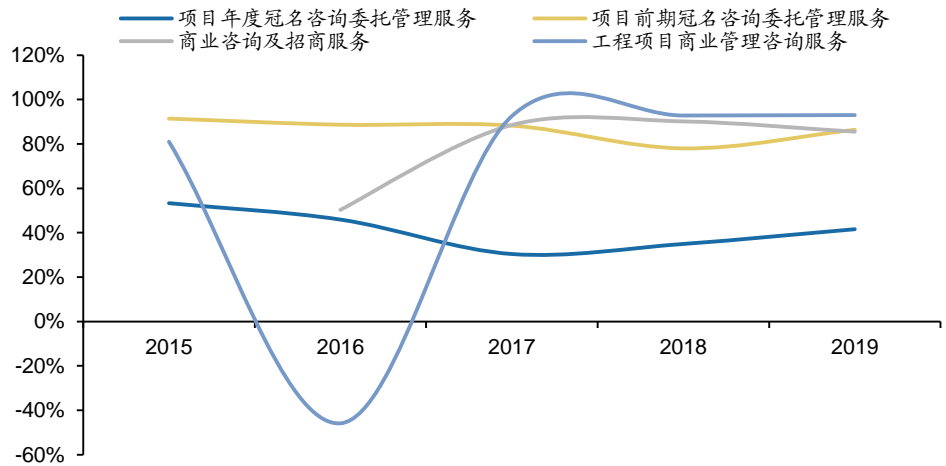
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 31: 红星美凯龙委管收入结构占比 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 32: 红星美凯龙各项委管收入毛利率变化



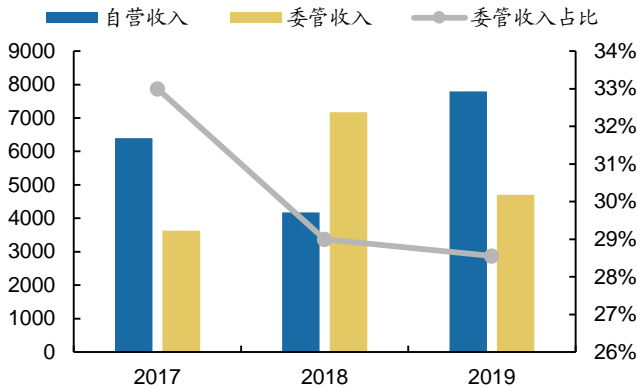
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

目前, 红星的委管业务收入主要来自项目年度冠名咨询委托管理服务, 该部分的收入逐年保持稳定增长, 同时随着委管商场的快速拓展, 商业咨询费及招商佣金收入也在迅速地增加。毛利率方面, 除项目年度冠名咨询委托管理服务外, 其他三项服务的毛利率近三年稳定在 85% 以上, 项目年度冠名咨询委托管理服务毛利率较低, 但也在保持稳步上升, 反映出委管业务盈利能力不断提升。

红星美凯龙现阶段扩店逻辑主要集中于: 一二线城市内公司以自持物业自营方

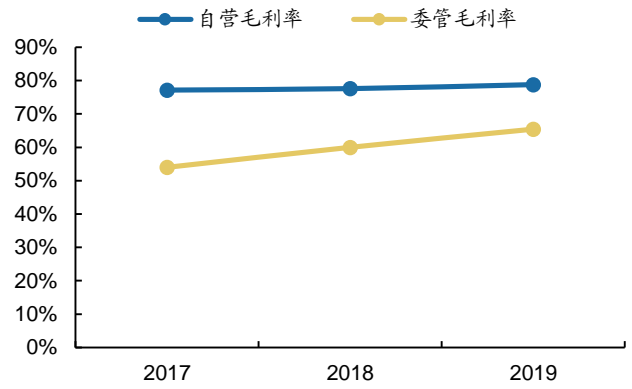
式拓宽市场，三四线城市内则选取委管方式扩张。目前红星美凯龙已基本完成一二线城市布局，未来将更侧重于下沉市场市场份额的争夺。在三、四线城市，红星美凯龙持续利用“低风险、轻资产”的委管模式拓展低线城市布局，并于2019年新增35家委管商场。

图 33: 红星美凯龙自营、委管收入 (百万元, 左) 及委管收入占比 (% , 右)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

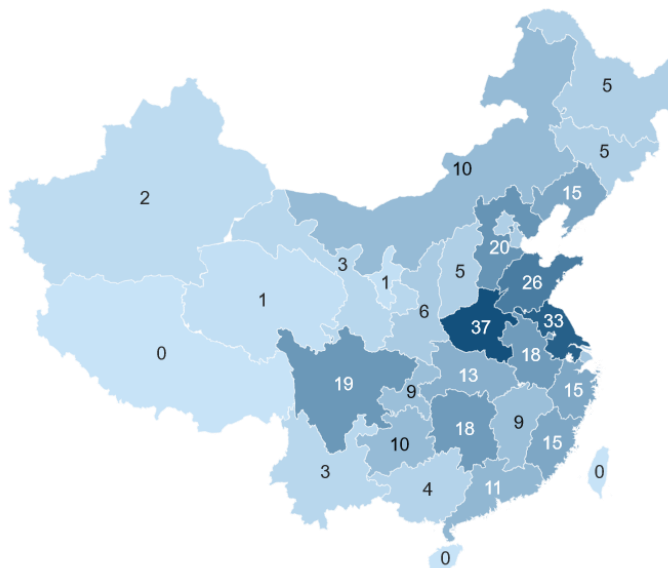
图 34: 红星美凯龙自营及委管业务毛利率对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

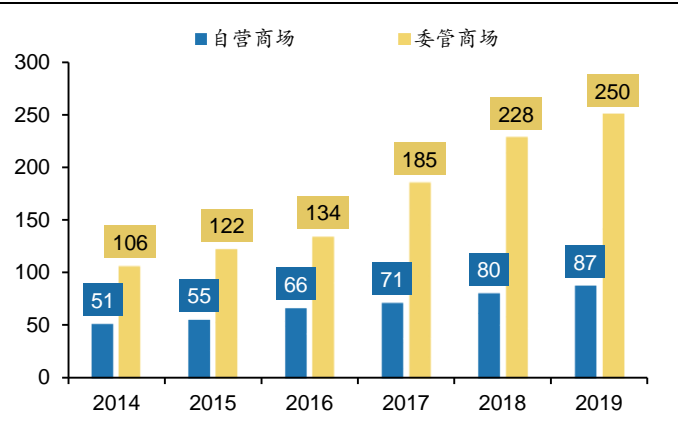
红星美凯龙经营商场众多，委管模式助力快速扩张。截止2019年12月31日，红星美凯龙共经营了337家商场，其中包括87家自营商场和250家委管商场，并且还通过战略合作经营了12家家居商场，公司经营的商场遍及全国180多个城市，主要分布在华东区域。增设委管商场是红星美凯龙的主要扩张方式，自营商场增加速度远低于委管商场增加速度，2019年红星美凯龙新增加商场41家，其中自营商场6家，而委管商场35家。委管轻资产运作模式有效帮助红星美凯龙迅速扩张规模，推进在国内三、四、五线城市以及县城的连锁布局。2019年红星美凯龙在四线及以下城市新开设商场23家，占新开总数的56%，并且运营模式均为委托管理。

图 35: 2019 年红星美凯龙商场全国布局图



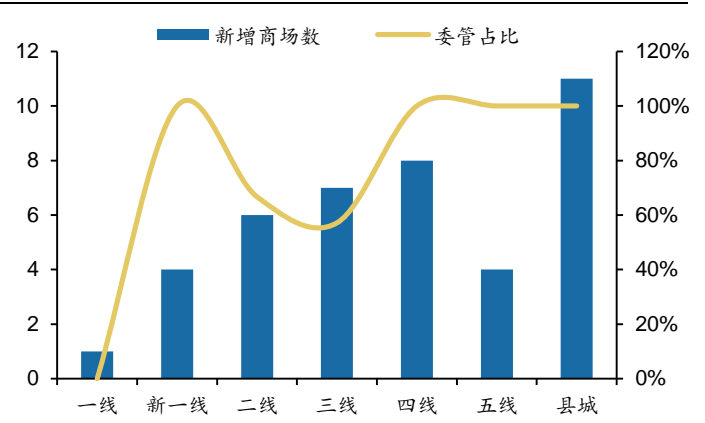
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 36: 红星美凯龙自营及委管商场数量



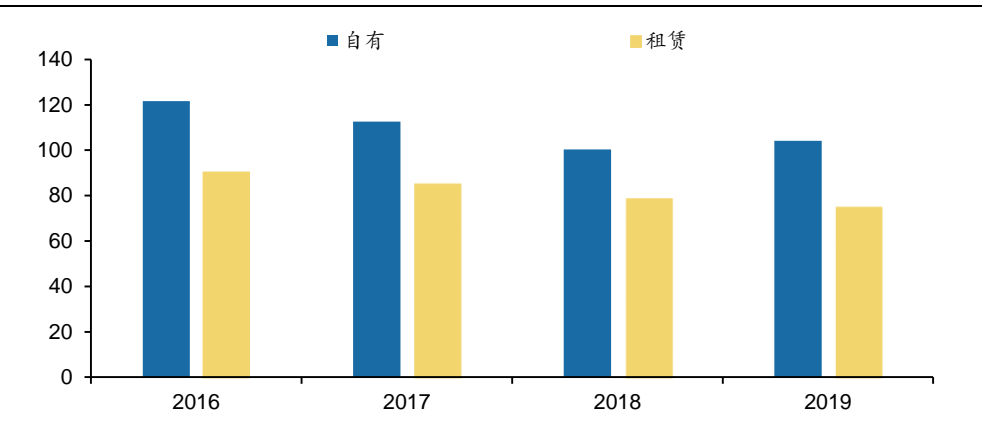
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 37: 红星美凯龙 2019 年新增商场数 (个, 左) 及委管占比 (% , 右) 细分



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 38: 红星美凯龙自有及租赁商场单位面积营收 (元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

红星美凯龙商场单位面积营收近年来略有降低, 但企稳趋势明显, 未来有望逐步提升。据公司年报, 未来公司战略方向明确, 在巩固自营模式的同时, 将通过轻资产的委管等经营模式快速渗透三线城市及其他城市, 进一步扩大全国范围的经营覆盖面。随着公司新零售模式转型, 商业要素的复制有望通过轻资产扩张输出, 加速开店周期以提升市占率。

三、估值探讨：瓶颈与转机

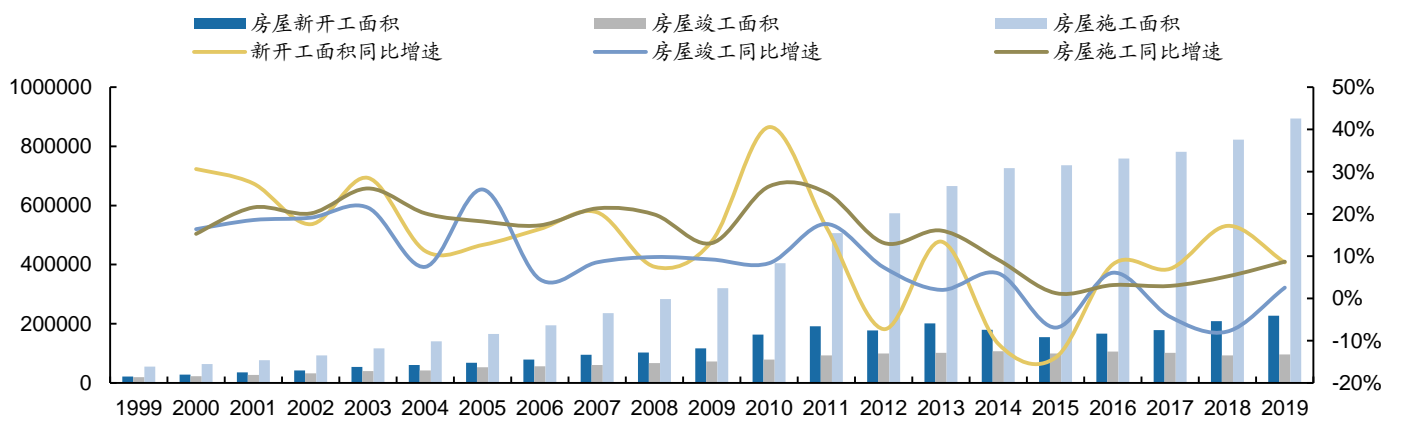
（一）市场关注下降核心原因：地产红利不再、新兴渠道分流、商户需求下滑

红星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。但随着房地产红利削减、渠道分流加剧等情况发生，红星美凯龙发展面临挑战。

1. 房地产红利不再，家具行业进入调整期

2000年以来，房地产销量大幅增长带动了家具销售的快速增长。新增购买成为了大部分家具品牌核心需求来源。但近几年地产高增长周期已然结束，房地产开发情况整体呈现下滑趋势。而从商品房销售的角度，房价不断攀升、政府规定限售限购等因素导致商品房销售面积增速放缓，其中一线城市地产销售承受阻力格外明显。

图 39： 房地产各类面积（万平方米，左）及对应增速（%，右）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 渠道流量分化明显，全装修、电商、整装渠道实现截流

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。

精装分流。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，目前商品房项目已成为房企开发的主要产品，万科、恒大、碧桂园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商品房比例。全装修商品房成为大势所趋，毛坯房将逐步退出。

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。

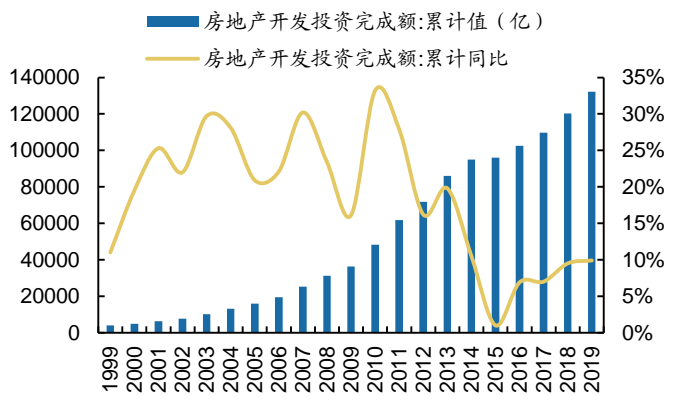
整装分流。消费者趋向于一站式消费，家装行业由半包逐渐转向全包整装，也意味着家居的流量入口也再向家装公司聚集。消费者选用家居产品的决策，逐渐依托到整装公司设计师。行业中品牌工厂、品牌经销商尽管也在积极与整装公司进行合作，但是卖场门店的意义和作用在逐渐弱化。

（二）短期估值的支撑要素与长期估值展望

1. 竣工改善拉升下游需求，家装业务支撑短期业绩，核心团队稳定

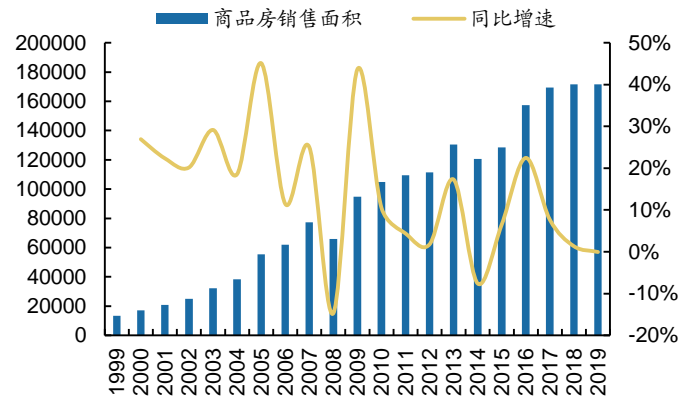
竣工整体改善，有望拉升需求。19年1-12月房地产开发投资维持较高增速，同比增长9.9%，商品房销售情况基本维持稳定，销售面积同比下降0.1%。房屋新开工面积与房屋施工面积保持9%的同比增速。而房屋竣工同比增速在2017、2018年后首次回归正值，实现2.6%同比增速。竣工改善将推进家具家装需求走高，短期内将带来收益的提升。

图 40: 房地产开发投资额累计值 (亿元, 左) 及累计同比 (% , 右)



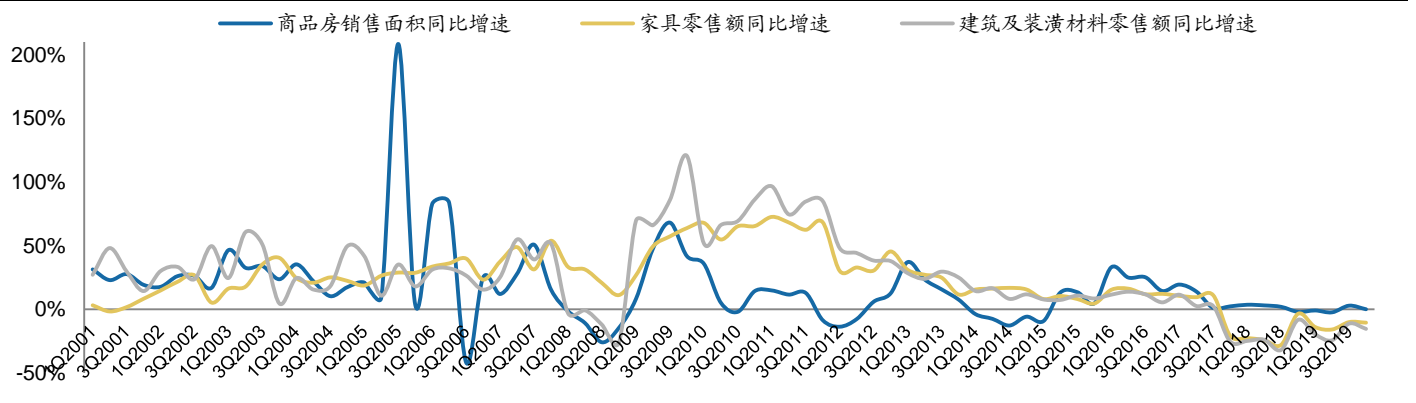
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41: 商品房销售面积 (万平方米, 左) 及同比增速 (% , 右)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 家具建材零售与商品房销售相关性



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

多方优势助力家装业务成为美凯龙业绩新增长点。一方面，合伙人制度帮助公司快速拓展家装业务，公司通过拿出部分股份、提供优质多样的扶持政策的方式吸引了优质合作伙伴。目前已经通过B2b2c模式与多家全国二十强内地地产公司合作，并拥有多家家装子公司，2019年公司家装合同金额超过33亿元，2020年预计家装业务预算合同收入超过60亿元，业务扩张迅速。另一方面，公司业务经过多年储备，品牌优势明显。美凯龙具备全国200多个城市共400多个网店，全国性网络渠道布局为公司线上线下获客提供有力支撑。

2019年美凯龙商品销售家装业务收入体量达5.69亿元，同比增长22.0%，2015-2019年业务收入CAGR为47.9%。业务毛利率维持较高水平，2015-2019年家装业务平均毛利率约30%。

整体来看，公司家装业务优势明显：第一，美凯龙与阿里、腾讯合作引流赋能线上线下获客；第二，公司旗下地产公司有能力对接工装资源；第三，公司设计云打通多方资源，旗下设计师资源强劲，不同等级设计师采用不同付费标准，设计质量有保障；第四，公司后台管理系统能够强大，能为消费者提供一站式服务。未来同城站+IMP智慧营销系统通过整合公域流量、私域流量，将实现全流量池扩张，通过技术手段提升流量转化效率、客单价、复购率，最终有望实现GMV的扩张。

红星美凯龙持续优化自身核心团队打造。首先，红星与阿里和腾讯深度合作，为红星团队增添新鲜血液。2019年5月15日阿里全额认购了红星的公司债，换股后约占其A股股份10%，并于后续指派两名公司高层加入红星董事会；腾讯于2018年10月31日同红星召开战略合作发布会意图共同打造IMP全球家具智能营销平台。目前，红星与互联网巨头合作稳定，并不断深化合作。

表 5: 红星美凯龙股权激励事项

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》
2020年2月24日	公司公布了《2020年股票期权激励计划实施考核管理办法》、《2020年股票期权激励计划(草案)》以及《2020年股票期权激励计划首次授予激励对象名单》

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

其次，红星打造了较为完善的股权激励政策，在优化员工工作积极性的同时，通过员工持股留住核心员工。于2020年2月红星公布了新一轮股权激励措施，激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为3085.0万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额的0.87%。在将其中的2776.5万份授予公司核心骨干1023人，以留住核心人才。公司通过设立“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%。”行权条件，保证员工的工作热情与积极性。

2. 长期来看，GMV扩张有望支撑公司估值

长期来看，随着公司与阿里协作的深入，以及腾讯在技术与数据提供的帮助，我们估计红星美凯龙未来终将实现从传统家具商业地产公司向家居平台型公司的转变。新零售体系的完善在为红星带来效率提升的同时，有望助力红星实现GMV扩张，并最终拉升公司估值。

赋能体系完善、自有产品与服务丰富有望带动收益升级。随着红星自有设计软件美凯龙设计云的完善以及终端服务体系的优化，红星正通过阿里的流量入口，腾讯的IMP智慧营销系统以及自身现有优势的强化打造完善新零售体系。旗下商户有望受益于红星新零售体系打造，而红星在提升自身赋能能力满足旗下商户需求的同时，也有望通过增添与新零售相关细分领域的新服务丰富收入来源，增加收入。

（1）合作、革新推进GMV全拆解要素优化：通常，GMV可拆解为流量，转化率、客单价、复购率四个部分。流量方面，红星与阿里深度合作，随着未来线上线下打通，将充分发挥阿里流量池的作用；而另外三个要素上，红星美凯龙也有相应布局；其中，IMP平台着重赋能，未来有望为红星如何扩大有效流量、提升流量转化率提供解决方案；而美凯龙设计云的打造、与终端服务体系的完善，客户客单价、产品复购率将得到提升。

随着赋能能力在流量、转化率、客单价、复购率四个维度的升级，红星卖场整体GMV将获益扩张。随着同等经营面积GMV的扩张，平台商户人效、坪效有望提升，红星美凯龙将获得更大的抽取流量租金的空间。与此同时，高经营效率也将推动红星美凯龙市场份额的争夺，随着市场份额的提升，公司将同时借机扩张自身经营面积，以此实现正向循环，形成良好的扩张盈利模式。

（2）核心关注租金收入/GMV、平台服务费/GMV。对于电商平台来说，“货币化率”是衡量其运营的核心指标。其指代的是单位销售额下，平台能获取的收入。随着未来红星美凯龙转型的推进，公司将越来越接近于一个整合全供应链资源的家居平台型公司，未来可以通过类似电商货币化率的计算方式，将租金/GMV或是平台服务费/GMV列为核心指标。

目前红星美凯龙正在将思维从维持与提升租金转变至提升自身新零售体系下的“货币化率”，家居卖场需要关注旗下商户租金成本/销售收入。家居卖场提升租金的前提必须是保证商户拥有健康的经营状况与成本结构，唯有保证商户的收益，卖场品牌才拥有了长期收益的保障。未来家居卖场品牌货币化率的提升将是一个循序渐进的过程。

四、盈利预测与投资建议

未来随着红星美凯龙向家居平台企业转型，公司通过“轻资产”委管模式扩张有望快速占有下沉市场份额。关注短中长期公司市占率提升路径。短期疫情加速中小型卖场退场、中期互联网巨头合作项目落地、长期阿里LBS系统带动线下销售将持续为红星美凯龙市占率提升提供助力。于此同时，红星美凯龙在持续拓宽自身卖场外业务布局。卖场外业务的发展将推动红星美凯龙行业资源整合、提升卖场整体服务能力，为公司估值抬升提供支撑。

红星美凯龙估值有望进一步提升。短期向好的竣工情况、稳定的核心团队建设支撑红星美凯龙短期估值，长期看好公司GMV增长前景。

核心假设：

(1) 自营商场业务：2020年公司自营商场业务对商户免去一个月租金，叠加疫情影响收入预计与去年持平。2021-2022公司自营商场扩张保持一定增速，预计每年扩张6-8家，单位面积经营收入和商场面积波动不大，预计未来两年收入增速CAGR为12%~15%，毛利水平约78%。

(2) 委管商场业务：委管商场收入主要来自①前期管理咨询费及②年度管理咨询费两部分，合计收入占委管商场业务收入比重80%~90%。其中①前期管理咨询费与公司新开委管商场数量相关，在商场建成前公司为合作方提供项目咨询类服务，单个委管商场收费3000~4000万元，毛利水平约85%；②年度管理咨询费则对所有签约委管商场以年费形式收取，单个委管商场收费800~900万元，毛利水平约35%~40%。

2019年公司委管商场总数达250家，美凯龙正与互联网公司积极合作进行新零售转型，同城店与轻店的商业模式将依托公司线下门店的扩张带来业绩的进一步释放，轻资产的委管商场模式是公司未来进行加速扩张的重心，预计公司2020-2022年扩张委管门店速度约30~50家/年，扩张力度在商业模式逐步成熟后有望在后期实现加速。预计2020-2022年委管商场业务收入增速分别为6.6%、12.8%、16.2%，整体毛利水平约60%。

(3) 家装业务：公司近年开始发力家装业务，结合家倍得和设计云大力拓展业务版图。美凯龙于2020年4月3日与世茂集团签署合作协议，双方将充分发挥各自在地产、家装领域的优势资源，整合行业全产业链条，打通从新房批量家装、交付定制装修、二手房翻新等全周期服务，据搜狐网，公司与世贸合作的家装订单收入体量预计超过10亿元。

2015年以来公司商品销售及家装业务收入稳步增长，2019年收入体量达5.69亿元，同比增速22.0%，2015-2019年业务收入CAGR为47.9%。业务收入结构来看，家装业务收入占比也呈现快速上升趋势，由2015年的1.3%提高到2019年的3.5%，提升空间较大。预计公司2020-2022年家装业务收入增速分别为140%、120%、80%；毛利水平约20%~30%，在发力初期业务毛利水平预计不高，未来随着业务体量逐步提升以及市场地位更加稳固，家装业务毛利水平有望提升至30%以上。

(4) 建造施工及设计业务: 美凯龙委管商场加速扩张以及家装业务的持续推进, 公司建造施工及设计业务增速预计有所提升, 2020-2022年收入增速CAGR约15%。

(5) 其他业务: 公司其他业务增长波动较小, 预计2020-2022年收入增速区间为15%~20%。

表 6: 业绩预测假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自营商场业务					
营业收入 (百万元)	7168.0	7798.8	7954.8	9244.1	10113.5
YoY	12.1%	8.8%	2.0%	16.2%	9.4%
毛利率	77.6%	78.8%	78.8%	78.8%	78.8%
委管商场业务					
营业收入 (百万元)	4176.8	4702.2	5013.0	5654.7	6571.8
YoY	15.1%	12.6%	6.6%	12.8%	16.2%
毛利率	60.4%	65.4%	62.9%	63.1%	63.2%
商品销售及家装					
营业收入 (百万元)	466.3	569.0	1365.6	3004.3	5407.8
YoY	58.5%	22.0%	140.0%	120.0%	80.0%
毛利率	33.7%	22.6%	20.0%	27.5%	30.0%
建造施工及设计					
营业收入 (百万元)	1479.6	2250.5	2475.6	2970.7	3564.8
YoY	2535.9%	52.1%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32.7%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%
其他业务					
营业收入 (百万元)	949.2	1148.7	1321.0	1585.2	1902.3
YoY	62.0%	21.0%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率	74.1%	51.6%	51.6%	51.6%	51.6%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 7: 可比公司估值表 (截止 2020 年 8 月 10 日)

股票代码	公司简称	当前股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002818.SZ	富森美	15.69	1.05	1.21	1.30	15.4	13.4	12.4
600415.SH	小商品城	6.78	0.19	0.22	0.26	35.4	30.7	26.2
002344.SZ	海宁皮城	4.55	0.19	0.20	0.23	22.8	21.9	19.5
平均值						24.8	22.3	19.6
601828.SH	美凯龙	10.23	1.15	1.33	1.53	8.7	7.5	6.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 富森美、小商品城、海宁皮城 EPS 来自 Wind 一致预期

预计公司2020-2022年EPS为1.15、1.33、1.53元/股，给予2021年合理估值11倍PE，对应合理价值14.6元/股，维持“买入”评级。

H股方面，公司近一年A/H溢价率平均约为2.1，对应H股合理价值为7.75港元/股，维持“买入”评级。

五、风险提示

全球疫情持续影响下游订单需求；地产弱周期影响家居产品销售；新零售业务推进不及预期；行业竞争加剧，商场扩张速度不及预期。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15,719	13,954	16,284	19,621	23,584
货币资金	8,528	7,229	9,065	11,230	13,780
应收及预付	2,007	2,146	2,397	2,992	3,710
存货	251	331	397	515	668
其他流动资产	4,932	4,248	4,424	4,884	5,426
非流动资产	95,142	108,340	114,582	121,083	127,559
长期股权投资	3,026	3,654	4,854	6,054	7,054
固定资产	192	897	2,989	5,105	7,247
在建工程	85	2,329	2,829	3,329	3,829
无形资产	461	449	454	458	463
其他长期资产	91,378	101,010	103,455	106,135	108,965
资产总计	110,861	122,294	130,865	140,704	151,143
流动负债	25,314	27,768	32,143	37,371	42,337
短期借款	5,167	3,388	8,025	11,845	14,150
应付及预收	2,219	2,635	2,597	2,925	3,685
其他流动负债	17,928	21,745	21,520	22,601	24,502
非流动负债	40,251	45,542	45,542	45,542	45,542
长期借款	14,306	15,920	15,920	15,920	15,920
应付债券	7,156	6,592	6,592	6,592	6,592
其他非流动负债	18,788	23,030	23,030	23,030	23,030
负债合计	65,565	73,310	77,684	82,913	87,879
股本	3,550	3,550	3,905	3,905	3,905
资本公积	4,490	4,240	4,240	4,240	4,240
留存收益	32,446	36,442	40,076	44,446	49,643
归属母公司股东权益	41,714	45,715	49,704	54,074	59,271
少数股东权益	3,582	3,270	3,477	3,716	3,993
负债和股东权益	110,861	122,294	130,865	140,704	151,143

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,240	16,469	18,130	22,459	27,560
营业成本	4,814	5,736	6,888	8,922	11,581
营业税金及附加	387	429	472	585	718
销售费用	1,700	2,291	2,522	3,124	3,834
管理费用	1,491	1,752	1,929	2,389	2,932
研发费用	43	38	42	52	64
财务费用	1,533	2,260	1,843	2,079	2,223
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1,767	1,632	1,300	1,500	1,650
投资净收益	230	786	435	337	386
营业利润	6,131	6,197	6,205	7,189	8,299
营业外收支	-111	6	0	0	0
利润总额	6,019	6,203	6,205	7,189	8,299
所得税	1,314	1,517	1,517	1,758	2,029
净利润	4,705	4,686	4,688	5,431	6,270
少数股东损益	228	207	207	239	276
归属母公司净利润	4,477	4,480	4,481	5,192	5,994
EBITDA	5,987	6,919	6,347	7,456	8,501
EPS (元)	1.26	1.26	1.15	1.33	1.53

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,858	4,094	4,354	6,284	8,151
净利润	4,705	4,686	4,688	5,431	6,270
折旧摊销	183	695	70	70	70
营运资金变动	-133	-1,729	-756	236	1,248
其它	1,103	442	353	547	562
投资活动现金流	-10,994	-4,083	-4,435	-4,568	-4,319
资本支出	-3,742	-4,309	-2,490	-2,525	-2,525
投资变动	-3,563	-591	-3,100	-3,300	-3,250
其他	-3,690	817	1,155	1,257	1,456
筹资活动现金流	2,475	-850	1,917	448	-1,281
银行借款	20,882	16,788	4,638	3,820	2,305
股权融资	3,067	58	355	0	0
其他	-21,473	-17,696	-3,076	-3,372	-3,586
现金净增加额	-2,655	-838	1,836	2,165	2,551
期初现金余额	10,269	7,614	7,229	9,065	11,230
期末现金余额	7,614	6,776	9,065	11,230	13,780

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	29.9%	15.7%	10.1%	23.9%	22.7%
营业利润增长	3.6%	1.1%	0.1%	15.9%	15.4%
归母净利润增长	9.8%	0.1%	0.0%	15.9%	15.4%
获利能力					
毛利率	66.2%	65.2%	62.0%	60.3%	58.0%
净利率	33.0%	28.5%	25.9%	24.2%	22.7%
ROE	10.7%	9.8%	9.0%	9.6%	10.1%
ROIC	6.0%	5.3%	4.9%	5.3%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	59.9%	59.4%	58.9%	58.1%
净负债比率	144.7%	149.7%	146.1%	143.5%	138.9%
流动比率	0.62	0.50	0.51	0.53	0.56
速动比率	0.57	0.44	0.45	0.46	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.13	0.14	0.16	0.18
应收账款周转率	8.44	9.12	9.12	9.12	9.12
存货周转率	56.65	49.76	45.61	43.62	41.24
每股指标 (元)					
每股收益	1.26	1.26	1.15	1.33	1.53
每股经营现金流	1.65	1.15	1.12	1.61	2.09
每股净资产	11.75	12.88	12.73	13.85	15.18
估值比率					
P/E	8.75	8.98	8.91	7.69	6.67
P/B	0.94	0.88	0.80	0.74	0.67
EV/EBITDA	10.26	10.41	11.74	10.22	8.93

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

张兆函：研究助理，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

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 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	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。