

# 雪球访谈

美凯龙中报解读，家居商场生意前景如何？

2019年08月28日

**雪球**

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



家居分析的柏毅 V 资深家居行业研究达人

## 访谈简介

估值不到10倍PE、市净率0.89倍，与\$大悦城地产(00207)\$类似，红星美凯龙\$美凯龙(SH601828)\$这家经营家居卖场的公司看起来“估值诱人”。

26日晚间，这家专业家居商场的经营、管理和专业咨询服务公司，主营业务为在中国经营家居装饰及家俱商场，发布中报显示，2019年上半年营业收入77.57亿元，同比增长21.7%；净利润27.06亿元，同比下降10.96%；扣非后净利润17.13亿元，同比增长6.08%；每股收益0.76元。

中报有什么亮点和不足？公司蕴藏着什么机会和风险？本期我们邀请到家居行业研究达人@家居分析的柏毅为大家谈谈\$美凯龙(SH601828)\$，感兴趣的赶紧来提问吧。

\$大悦城地产(00207)\$ \$美凯龙(SH601828)\$ \$大悦城(SZ000031)\$

利益披露：@家居分析的柏毅暂不持有\$美凯龙(SH601828)\$

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：美凯龙(SH601828)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] Lynchpan:

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说：每年扣除公允价值变动（物业重估），扣非的EPS大概是多少。公司的经营模式和宜家、麦当劳这种连锁生意本质上是否都是好生意？提问不专业，望耐心解答

[答] 家居分析的柏毅:

大概是30%占净利润的比重，这很正常的。那么市盈率同比可以稍微高点，无非是会计原因。如果你非要比，大概乘以1.4就是还原后的的市盈率。作为经营性物业，这完全合理合规，在比较的时候我们用统一标准即可。这个模式当然是好生意了。不是有个笑话么，日本公司在中国败走麦城，一塌糊涂的业务，然后卖了一座楼全赚回来了。美凯龙的生意模式是好生意模式，毋庸置疑。好模式和好管理层和耐心的时间，才会有回报。

[问] 吴星maas:

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说：红星美凯龙自从欧派家居尝到甜头后，入股许多公司，其中有准备到科创板上市，对未来上市公司有何影响？

[答] 家居分析的柏毅:

肯定是正面的影响。美凯龙财务投资累计有36亿，欧派独占15亿，赚翻天了。上半年增加了差不多3亿。还有对外和别人一起联合营业或者战略投资（会计上的长期股权投资）上半年的约是30亿，年化回报率是1.83%，还有很多隐藏物业增值、刚投资还没有回报等，不能简单算利润回报，整体也还是不错的。当然，最近我经历了嘉实元和的1.15元变成1.03元的事情后，也会对投资的一些估计打一些折扣毕竟没上市的股权有一些折扣很正常。不过美凯龙投资的企业里有森鹰、亿田、奥普、索福德、麒盛科技这些好企业，未来回报不少的。奥普的一个亿我估摸着上市后变5个亿，亿田和麒盛科技都在IPO了，森鹰准备准备估计能重新上。反正美凯龙在大家居的投资我是非常敬佩的，真希望认识他们。

[问] 史莱克t5c:

关于\$美凯龙(SH601828)\$, 对@家居分析的柏毅 说: 怎么看待美凯龙跟其他几家家居市场公司的对比! 如富森美! 富森美毛利率高于美凯龙, 富森美2019年中报业绩继续保持正增长! 美凯龙市场增加幅度这么大, 为啥业绩反而负增长了昵?

[答] 家居分析的柏毅:

只有富森美可比的。富森美是区域性卖场已经停止扩张了, 变成一个收息股, 所以资本化投入少, 自然利润多。美凯龙不停在扩张, 自然是利润下降。就像郭靖和尹志平, 尹志平自然更加悠哉自得, 郭靖天天受苦, 后来成为一代大侠。富森美的股权激励的目标我记得只有5%不到, 可见文化不一样, 那么选择看自己的咯。

[问] 第几个刚才:

关于\$美凯龙(SH601828)\$, 对@家居分析的柏毅 说: 我理解半年报利润下降主要原因是商业地产估值下降8亿, 请确认一下。

[答] 家居分析的柏毅:

没有的, 还增长了主要是运营成本上去了。具体的费用情况, 不方便打太多字, 可以私聊这部分的。

[问] 身有二文:

关于\$美凯龙(SH601828)\$, 对@家居分析的柏毅 说: 如果房价不涨或下落, 对美凯龙利润影响有多大?

[答] 家居分析的柏毅:

房价不涨, 这个问题太大了, 我无法回答啊。美凯龙的投资性房地产影响因素只有: 租金、出租率和贴现率。房价不涨的原因很多, 我也不知道呢。租金的因素取决于家居业是否繁荣, 美凯龙是否依旧是卖场第一品牌, 引流能力, 大家居需要不需要装修, 是否自购建材。贴现率是金融问题, 不展开。所以这个问题无法回答, sorry。具体计算方法可以私聊了。

[问] 吃葡萄不吐籽：

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅 说：最大的风险在哪里？

[答] 家居分析的柏毅：

如果大家都不去自主购买建材了……不过这部分的分流如何用新方式聚合起来，比如和腾讯联合的IMP，information management platform等等。顺便说一句，未来15年，个人窃以为这种事情风险不至于太大。大不了沉到三四线去，一二线的全部改造为别的用途的商城。美凯龙业务上做活动的能力很强。目前商场有多种业态，家里最近装修，走的卖场多了感觉到差别了。地方上的商城，破破烂烂的，有些地方就是个铁皮房，很多大品牌不会入驻。地方的卖场，这种卖场就是地头蛇，专门欺负商家，也不会引流不会做活动只懂收租金。然后这类卖场一旦竞争激烈就没得混了，最近走过一个红星委管的商城，原本没啥人的，活动当天爆满，至少有3000人下单了。

[问] 吃葡萄不吐籽：

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅 说：中报是否符合预期？未来前景如何？

[答] 家居分析的柏毅：

中报嘛，利润下降是没想到的。不过前景不用太担心，冒险呢，就一起和美凯龙高管增持，不冒险的话，就等待业绩回暖后再进去，都可以的。无非是赚钱，只要赚钱都没啥问题。

[问] 黄帝的新装：

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅 说：对于家居行业，集中度提升是大趋势，那利润会不会有相应的提升呢？对于家居行业，以前我以为是得门店者得天下，未来会是得什么得天下呢？

[答] 家居分析的柏毅：

关于集中度啊，我回答过很多次了。美国的床垫集中度用了80年提升了80%，中国再

快，能怎么快？而且集中度的提升不是缓慢的爬楼梯的，一定是大规模突然跃进的，中间伴随兼并重组和激烈的产业变革（可能是价格战或者是衰退）。我觉得是线下渠道得天下。我很强了感知到，家居是一个服务和产品五五开的事情，如果没有线下服务一切都不会好的。那么这个可以是门店，也可以是新的业态，这个就要探索了，非我可能谈及的了。

[问] kentty44:

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说：家居大行业里，目测有卖场、定制、家具、装修等几个子行业，请问您对各子行业前景怎么看？哪个更有前途？家居行业兼有生产和服务两个属性，请问您认为哪个属性更具有决定作用？

[答] 家居分析的柏毅：

服务、产品五五开。哪个更有前景？都是一个产业链上的，一荣俱荣一损俱损。

[问] 财神骑士：

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说：对于美凯龙目前股价喋喋不休的下跌，自从上市以来一直走下降通道，究其原因是什么？是存在什么未知风险还是市场不认同？还是有人故意不让股价涨啊？

[答] 家居分析的柏毅：

怎么可能有人故意压着不让涨呢？不可能的。那是老思维庄股思维了，美凯龙这个盘子，大股东高管不停增持，更不可能有力量压着他不涨。为什么跌呢？因为市场不喜欢大集团、重资产的企业。因为大集团重资产很不容易搞清楚价值到底是多少，还不如小企业看的清爽利索，是市场风格的原因，企业一大都有这个问题，哪怕格力也有很多人诟病，平安也很多人觉得报表不是很好懂，以前这叫大集团折价，后来发现价值了就上去了。持有美凯龙的人是否愿意等待这个具有一定不确定性的价值回归过程呢？自己选择即可。还有就是家居业跌幅普遍比较大，行业因素。还有就是企业本身处在新业务的投资期，比如体外的爱琴海、影业、还有众创空间、拎包入住、投资、



房地产中介、设计主导权等等。比如宜家号称的设计主导权，其实就是美凯龙的家倍得的一种变化。所以投入大，利润略有下滑一些也是正常。投资者都是看三个月三个月检验自己的持仓的，所以短期也是有波动。新业务的探索会有漫长的收获期，大多数生意都是投入、培育、收获。

[问] 医药砖工豆豆豆：

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说：问一个关于家居产品品牌的问题。不知道您对定制家居行业的品牌怎么看，现在各家公司品牌力的差异明显吗？如果明显的话根源是什么呢？不明显的话，未来会通过什么形成品牌呢？

[答] 家居分析的柏毅：

品牌差异一个梯队的差异不大的。大家都在提升自己的曝光度。定制家居的品牌我认为就五大家，欧派、索菲亚、尚品、志邦、好莱客，差异并不明显个人认为。当然公司的文化组织结构执行力差异大是肯定的。未来通过服务、口碑和线下落地。你会发现有一些弱势品牌在某地非常强劲，这就是当地经销商的功劳。比如志邦在江苏某地从来不讲价，结果当地人就认定志邦，高端是志邦。不管你广告怎么飞，志邦就是第一。比如在湖北的某地，某奢侈品品牌，一个二十几岁的青年，卖的非常好，（我也不知道他怎么干的）在全国就莫名其妙不行。一批经销商和总部的管理、宣传应该是重点。

[问] 晚睡种子选手：

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说：boy你好，请问美凯龙这家公司的企业文化是怎样的？

[答] 家居分析的柏毅：

美凯龙整体是乐于分享的，乐于放权的。我们从小地方就可以看到。美凯龙施行的是总部统一赋能，各地独立经营的策略。母公司在真北路，号称全球第一家居卖场真北路卖场没有被总公司直营，而是放在了子公司独立运营。（母公司无投资性房地产，说明母公司不经营卖场。每个卖场是独立公司，自负盈亏，管理人共享共担。）

所以美凯龙能够迅速做大，也是不容易。当然财务权还是在母公司，母公司有44.65亿借款，而整体34.5亿短期借款，所以财务权限大多数由母公司承担。外界投资者对大集团的内部交易比较忌讳，但是这又不可避免。所以美凯龙有一些折价，这就是沟通不畅，如果多披露，就会好的。让投资者更加理性地判断。我记得平安原来也是低迷，后来持续披露内部的“一鱼多吃，交叉销售”成果，投资者认可了就一飞冲天了。（我不持有平安，我对大金融集团不感冒，在平安上亏过人生最大一笔钱）

[问] 平安007007:

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说: 护城河在哪？我觉得居然之家不错。家具行业有自身的周期吗，与房地产关联度如何。顾客对美凯龙的粘度在哪，毕竟不是每年都要装修的。

[答] 家居分析的柏毅:

护城河就是位置！美凯龙首先是地产，地产就看位置。然后是美凯龙的品牌能力，这个是行业第一了。家居业是地产后周期9-12个月，关联度在50%左右，还有50%是翻新市场。根据我的调研，10年小区翻新率四线城市是20-25%，一二线城市应该比这个高。顾客只要还是需要自己装修，必然是去建材区购买的。

[问] 柠檬mommy:

关于\$美凯龙(SH601828)\$，对@家居分析的柏毅说: 问一下，美凯龙怎么估值，为什么清理安徽的物业资产？

[答] 家居分析的柏毅:

美凯龙是地产属性和家居属性的糅合，如果用家居的标准去衡量，自然负债率高了。用地产的衡量，又不是卖房子的，赚的是慢钱。不过这也是家居的商业地产，护城河也足够强大，没有人能够替代美凯龙，所以他的估值介于地产和家居之间的。安徽这个物业呢，公司逐渐清理一些较为不好的资产到体外，提升上市公司资产质量。比如豁免安徽腾辉相应债务1700万元，出售1元，债权转让款本金5.63亿元。于2019年8月8日，公司与爱琴海奥莱、安徽腾辉签订合同。2019年8月15日，公司已收到爱琴

海奥莱支付的第一期债权转让全部本金3,000万元。这个案例有时候会有些疑问，就是美凯龙的其他物业如果用了这个方法评估是不是也会有些变化？美凯龙对子公司的款项是否都能收回。不过呢，整体看，美凯龙的股价是有理有据的。不必过度担心。年报问询函里都有详细披露的，还是很可靠。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

# 没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里