

信用评级公告

联合〔2021〕4426号

联合资信评估股份有限公司通过对红星美凯龙家居集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持红星美凯龙家居集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“19美凯龙MTN001”和“20美凯龙MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年六月二十五日



红星美凯龙家居集团股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
红星美凯龙家居集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 美凯龙 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 美凯龙 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 美凯龙 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/01/25
20 美凯龙 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/01/20

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为全国性家居装饰及家居商场运营龙头企业，在经营环境、行业地位、运营经验和品牌知名度等方面具备竞争优势。2020 年，公司家居商场经营店面数量及经营面积持续增长，整体出租率仍维持在较高水平；公司非公开发行股票核准有助于提高公司未来资本实力，公司与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里巴巴”）深度合作有助于提高总体经营效率与营业收入规模。同时联合资信也关注到公司经营业绩受疫情影响较大，投资性房地产公允价值变动净收益和投资收益对利润总额影响较大，应收账款、其他应收款和合同资产计提坏账比率高，长期股权投资以及相关委托贷款和关联方往来款对公司资金占用很大，资产受限比率高，债务规模持续增长且面临较大的短期偿付与再融资压力，公司所有者权益稳定性有待提高等因素可能给公司信用水平带来不利影响。

未来，公司仍将以家居装饰及家居商场运营为主业，随着家居商场规模的不断增长，公司综合竞争力有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 综合实力较强。**公司家居商场业务处于行业领先地位，运营经验丰富且“红星美凯龙”品牌知名度高，具有较高的市场影响力。
- 2020 年经营规模持续增长。**2020 年，公司家居商场经营店面及经营面积持续增长，整体出租率仍维持较高水平。
- 非公开发行股票核准有助于提高公司资产实力，**

分析师：闫欣 于思远
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

与阿里巴巴合作有助于提高公司的整体运营效率以及持续扩大业务规模。2021 年 5 月 26 日，公司拟非公开发行 1004176384 股新股方案获得证监会核准批复，若非公开发行股票完结，有助于提高公司资本实力。公司与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里巴巴”）签署战略合作协议，双方已经在“天猫同城店”线上线下一体化运营体系建设与运营方面进行了较为深入的合作。

关注

1. **房地产行业景气度对公司业务有一定影响，2020 年新冠疫情对其经营业绩有一定影响。**公司家居商场运营业务与房地产行业相关度较高，公司业绩易受房地产周期影响；2020 年新冠疫情对公司经营业绩影响大，公司营业收入同比下降 13.56%。
2. **投资性房地产公允价值变动净收益及投资收益对公司利润总额影响大，公司相关资产计提坏账比率高。**2020 年，除受新冠疫情影响外，公司利润总额受投资收益和公允价值净收益下滑影响很大，公司投资收益同比下滑 71.77%，公允价值变动净收益同比下降 69.72%。公司应收账款、其他应收款和合同资产计提坏账比率高。
3. **公司部分资产对其资金占用很大，资产受限比率高，面临较大的短期债务偿付压力。**公司长期股权投资、其他权益工具和其他科目中的委托贷款与关联方往来款对公司资金占用很大；公司受限资产占总资产的 63.08%，其中投资性房地产账面价值的 85.74%受限；公司现金短期债务比为 0.46 倍，2 年以内到期的有息债务合计约 247.34 亿元，面临较大的债务偿付压力。
4. **公司有息债务规模大，所有者权益稳定性有待提高。**截至 2021 年 3 月底，公司有息债务合计 461.68 亿元，公司所有者权益中未分配利润占比很高，所有者权益稳定有待提高。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
现金类资产（亿元）	87.64	74.63	67.59	79.82
资产总额（亿元）	1108.61	1222.94	1315.48	1,350.50
所有者权益（亿元）	452.96	489.85	510.98	520.81
短期债务（亿元）	100.77	125.37	148.37	148.12
长期债务（亿元）	266.60	286.64	310.20	313.57
全部债务（亿元）	367.37	412.01	458.58	461.68
营业收入（亿元）	142.40	164.69	142.36	33.41
利润总额（亿元）	60.19	62.03	28.14	10.01
EBITDA（亿元）	78.73	93.09	63.02	--
经营性净现金流（亿元）	58.58	40.94	41.60	7.36
营业利润率（%）	63.48	62.57	58.86	59.76
净资产收益率（%）	10.39	9.57	4.04	--
资产负债率（%）	59.14	59.95	61.16	61.44
全部债务资本化比率（%）	44.78	45.68	47.30	46.99
流动比率（%）	62.09	50.25	47.84	50.48
经营现金流动负债比（%）	23.14	14.74	13.15	--
现金短期债务比（倍）	0.87	0.60	0.46	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	3.48	2.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.67	4.43	7.28	--

公司本部（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
资产总额（亿元）	485.03	539.50	607.76	639.50
所有者权益（亿元）	151.86	168.70	176.38	179.92
全部债务（亿元）	150.09	164.92	162.98	153.946
营业收入（亿元）	19.47	19.44	15.52	3.72
利润总额（亿元）	19.46	23.34	10.88	1.57
资产负债率（%）	68.69	68.73	70.98	71.86
全部债务资本化比率（%）	49.71	49.43	48.03	46.11
流动比率（%）	114.65	105.91	92.26	90.95
经营现金流动负债比（%）	1.93	0.78	1.20	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标计算，将长期应付款中的融资租赁款、租赁负债及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标计算；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；3. 母公司全部债务及全部债务资本化比率计算未调整

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组 成员	评级方法/模式	评级报告
19 美凯龙 MTN001/ 20 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/7/14	王聪、刘艳婷	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/18	刘艳婷、王聪	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/12/26	李小建、孙鑫、刘艳婷	房地产企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

红星美凯龙家居集团股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法律要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于红星美凯龙家居集团股份有限公司(以下简称“公司”或“美凯龙家居”)及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

公司系由上海红星美凯龙投资有限公司(2016年12月更名为红星美凯龙控股集团有限公司,以下简称“红星控股”)和红星家具集团有限公司于2007年6月18日在中国上海市成立的有限责任公司,原注册资本和实收资本均为人民币1.20亿元。2007年11月2日,红星家具集团有限公司将其持有的全部90.00%股权转让给红星控股,并于2007年11月16日完成了工商变更登记,变更后红星控股持有公司100%股权。

2015年5月8日经中国证券监督管理委员会证监许可(2015)822号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司发行境外上市外资股的批复》许可,公司向境外投资者公开发行不超过1180792000股境外上市外资股(H股),并在香港联合证券交易所主板上市交易,股票代码:1528.HK。本次发行完成后公司实收资本(股本)为人民币36.24亿元,红星控股持股比例变更为68.44%。

2017年12月22日获中国证券监督管理委员会证监许可(2017)2373号文《关于核准红星美凯龙家居集团股份有限公司首次公开发行股票》的批复》许可,公司公开发行不超过315000000股人民币普通股(A股),并在上海证券交易所上市交易,股票代码601828.SH。2018年1月17日,公司完成了公开发行人民币普通股(A股)计315000000股。本次发行完成后公司实收资本(股本)为人民币39.39

亿元,红星控股持股比例为62.97%。

2018年7月,公司回购388917038股H股股份,并同时注销回购股份、减少注册资本,注册资本由3938917038元变更为人民币3550000000元。根据2020年6月18日召开的2019年年股东大会、A股类别股东会及H股类别股东会批准,公司利润分配及转增股本方案以实施前的公司总股本3550000000股为基数,以资本公积金向全体股东每股转增0.1股,合计转增355000000股,公司注册资本变更为3905000000元。

截至2021年3月底,公司实收资本39.05亿元,红星控股持股70.38%,为公司控股股东;车建兴持有红星控股92.00%的股权,为公司实际控制人。截至本报告出具日,红星控股及其一致行动人质押公司股份12.27亿股,占其持有公司股份的44.62%,占公司总股本的31.41%。

截至2021年3月底,公司内设监事会秘书处、发展中心、自建项目管理部、家居项目综合管理中心、大营运中心、物业管理中心和财务管理中心等职能部门。

截至2020年底,公司合并资产总额1315.48亿元,所有者权益510.98亿元(含少数股东权益35.35亿元);2020年,公司实现营业收入142.36亿元,利润总额28.14亿元。

截至2021年3月底,公司合并资产总额1350.50亿元,所有者权益520.81亿元(含少数股东权益35.85亿元);2021年1-3月,公司实现营业收入33.41亿元,利润总额10.01亿元。

公司注册地址:上海市浦东新区临御路518号6楼F801室;法定代表人:车建兴。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前,由联合资信评定的公司存续债券余额为10.00亿元,分别为“19美凯龙

MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”。跟踪期内，该两笔债券正常付息。

表 1 跟踪评级债券情况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
19 美凯龙 MTN001	5.00	5.00	2019/1/25	3 年
20 美凯龙 MTN001	5.00	5.00	2020/01/20	3 年
合计	10.00	10.00	--	

数据来源：联合资信根据 wind 数据整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度(括号为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币

供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

公司以家居装饰及家具零售业务属于家

居行业业。

1. 行业概况

家居产品包括居家用品、装饰装潢等广泛涵义上的泛家居产品。从产品角度来看，家居行业一般包括家居、卫浴、厨房、建材、家纺、家居饰品等产业。从生产流通环节来看，家居行业可分为家居生产行业、家居流通行业和家居装饰装修行业。家居流通行业，是指家居建材产品的批发、零售活动。目前，我国家居流通行业离散度较高，市场整体以区域家居企业为主导，区域性企业已经在当地培育了良好的消费忠诚度。作为房地产的下游行业，家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。受房地产市场调控影响，2018—2020年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为9661.60亿元、10057.10亿元和7624.17亿元；受疫情影响，2020年销售额同比下降了24.19%。

2. 行业上下游情况

家居行业与房地产行业相关性较高，行业景气度容易受到房地产周期性影响；2020年新冠疫情对家居行业销售影响很大。

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。

图1 家居流通行业产业链



资料来源：Wind

家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入门门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流

通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。家居流通企业在家居产品销售方面所起的作用很大，家居流通业也随之发展迅速。2018—2020年，我国家居零售市场销售额分别为2953.2十亿元、3304.5十亿元和3599.0十亿元，呈快速增长态势。家居市场是家居产业十分重要和关键的零售渠道，2017—2019年，我国家居市场零售额分别为1709.5十亿元、1847.3十亿元和1991.2十亿元，呈快速增长态势。

家居建材流通行业的下游主要是具有家居、建材购买意愿的终端消费者，其对产品质量、售后服务、消费体验以及产品品牌的关注程度随着消费能力的上升而提高，价格因素对消费选择的影响正逐步减弱。因此，能够在营销过程中提供舒适的购物环境，并且在经营场所中能够集中呈现质量有所保证的中高端家具、建材产品，在售后环节中能有效提供质保置换服务的家居建材商场将能更好地迎合现代消费需求特点的变化。目前我国家居流通领域存在四种主要的销售业态形式，分别为厂家直销、临街及摊位制集贸市场、家居建材超市以及专业家居建材商场。

2018年，全国规模以上建材家居卖场累计销售额实现累计销售额9661.6亿元，同比上涨5.32%。2019年，全国规模以上建材家居卖场累计销售额为10057.1亿元，同比上涨4.1%，但在房住不炒的定位下，建材家居市场仍面临较大压力。2020年，全国规模以上建材家居卖场累计销售额为7624.17亿元，同比下降24.19%，主要系疫情影响较大。

（3）行业政策

家居流通行业的发展与下游房地产的发展息息相关，同时也受到房地产行业政策的影响。

家居流通行业的管理部门为商务部和工信部，主要受到下游消费需求的影响，因此，国家有关房地产行业政策的限制或者变化都会影响家居流通行业的发展。

2012年8月，国务院印发《关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》，提出积极培育大型流通企业，支持有实力的流通企业跨行业、跨地区兼并重组的任务，并就拓宽流通企业融资渠道，支持符合条件的大型流通企业上市融资、设立财务公司以及发行公司债券和中期票据等债务融资工具方面提出支持政策。

（4）行业竞争

家居流通行业离散度高，随着一线城市的逐渐饱和，具有实力的企业开始逐渐向二三线城市进军扩大经营规模。

目前我国家居流通行业的离散度极高，单个流通企业所占比例较小，即使是最大的全国性家居流通企业红星美凯龙也只占到市场份额的7%左右，这主要是由于我国家居市场广阔，仅地级市就有340个，各城市发展水平不一，消费习惯不一，区域型家居流通企业一般已经占据当地最好的商圈，培养了消费忠诚度，全国性流通企业要想进入当地市场，困难重重。同时，我国的家居制造业极其分散，进入门槛低，这也不利于我国家居流通行业形成规模化，形成全国统一市场。

近几年，国内家居建材流通企业加快了扩张的步伐，企业之间的竞争主要以城市网点布局为主，竞争焦点集中在抢夺最有利的商场资源上。而随着一线城市商场的逐渐饱和，实力雄厚的家居建材流通企业开始逐渐向二三线城市延伸，进一步扩大销售网络的覆盖面，在一线城市的竞争由片面的抢夺商场转向品牌建设、内部管理和签约战略客户等。在此过程中，逐渐形成了以红星美凯龙、居然之家等企业为首的行业第一集团军。未来随着房地产市场和物流业的进一步发展与经济水平的不断提升，消费者会越来越注重售后服务，更趋向于选择有良好品牌效应的家居卖场进行购物，家居流通行业市场集中度将提高。

（5）行业关注

家居行业同质化严重，传统家居商场受到

新业态冲击较大，房地产市场需求波动对家居流通行业产生一定影响。

由于家具行业科技含量和投资规模的局限性，造成行业门槛比较低，家具生产企业数量众多，市场集中度较低，大部分仍处于原始积累阶段，而家具的种类和款式专利保护比较难，企业斥巨资开发的新产品很快就会被同行模仿，迅速地行业化、规模化生产，市场同质化严重。

另外随着互联网线上销售的快速增长，传统家居商场的业务模式收到新销售模式及新业态的冲击。家居产业属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售 8~10 个月，未来家居产品销售面临房地产调控所带来的需求下降压力。

(6) 未来发展

未来家居流通行业集中度提高，行业竞争将走向差异化，行业面临升级转型。

目前我国家居流通行业的离散程度高。由于我国家居市场广阔，各城市发展水平不易，各地市场消费习惯不一，有的甚至差异很大。但随着我国物流业的迅速发展，家居流通行业逐渐形成规模化。作为家居物品流通的中间枢纽，家居流通企业凭借其拥有的供应商资源优势，进入下游装饰装修领域，从“一站式”购物扩展至“一站式”装修。同时，企业借助资本市场的力量，向上游延伸，与上游家居制造企业结成联盟，或者并购形成一体化企业，委托、并购生产型企业提供卖场自有品牌产品等，未来市场集中度将提高。

目前，家居流通行业受制于上游的产业链供应和自身发展的不足，存在明显的产品渠道以及市场同质化。主要表现在经营的商家品牌趋同，结构布局几乎都定位于中高端客户，营销方式同质化等。因此，差异化的经营模式在未来的家居卖场竞争中将成为发力点，家居卖场需要尝试新的经营方法与竞争策略来抢占市场份额，适应主要客户群体消费习惯的变化。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司实收资本 39.05 亿元，红星控股持股 70.38%，自然人车建兴持有红星控股 92.00% 的股权，为公司的实际控制人。截至本报告出具日，红星控股及其一致行动人质押公司股份 12.27 亿股，占其持有公司股份的 44.62%，占公司总股本的 31.41%。

根据乐居财经报告，公司股东红星控股与远洋资本有限公司（以下简称“远洋资本”）签署战略合作协议，远洋控股作为战略投资者获得红星控股旗下地产板块红星地产 18% 的股权。

2. 企业规模

公司经营规模较大，具有较高的品牌知名度和影响力，较强的综合运营能力使公司在家居商场运营中具有明显竞争优势；公司加强与阿里巴巴的合作，将阿里在新零售领域先进的经营理念与技术支持引入到公司家具建材及家居商场的主业经营中来，有利于公司提升经营效益和增强竞争力。

公司是国内领先的家居装饰及家居商场运营商，通过自营和委管两种模式进行家居商场的经营和管理。同时，公司还提供包括家装、设计和互联网零售等泛家居消费服务。

经过多年发展，公司在家居零售市场处于行业领先地位，品牌知名度高。根据弗若斯特沙利文咨询公司统计数据，2020 年，公司占连锁家居装饰及家居商场行业的 17.1%，占家居装饰及家居商场行业（包括连锁及非连锁）的 7.1%，市场份额较上年有所增长，在中国家居装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额。公司目前在一线和二线城市开设多家自营商场，从商户获得持续的租赁及管理收入；同时，凭借多年的商场经营管理经验，公司以“红星美凯龙”品牌名称经营合作方的家居装饰及家具商场（委管商场），并收取咨询费及管理费。公司自营与委管双轮驱动的业务模式使得公

司在最发达的地区通过自营业务模式（重资产）巩固其市场领导地位，并从土地增值中获益；与此同时，通过委管业务模式（轻资产）迅速在三线及其他城市拓展商场布局，而无需承担大量资本开支。

截至 2021 年 3 月底，公司经营 93 家自营商场，271 家委管商场，合计 364 家，经营面积为 2202.73 万平方米。其中，自营商场经营面积占 36.84%，委管商场经营面积占 63.16%。从区域上看，公司自营商场分布于上海、东北、华东和华中等地区；委管商场分布于华北、华东、华中和西部等地区。

2019 年 5 月 15 日，公司与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里巴巴”）签订了业务合作框架协议，双方同意在家具建材及家居商场、购物中心及其他业务领域开展业务合作。此外，公司于 2019 年 5 月 27 日发布《关于与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司签订战略合作协议的公告》称，其与阿里于 2019 年 5 月 24 日签署《战略合作协议》，双方开展战略合作的领域和内容主要包括：新零售门店建设、电商平台搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融、复合业态、支付系统及信息共享等。截至 2020 年底，公司与阿里巴巴合作，围绕“天猫同城站”建立线上线下一体化运营体系，天猫同城站累计上线 22 城 56 家商场，数字化覆盖 176 城 241 家商场。天猫同城站累计覆盖品牌商家 1.6 万家，上线商品近 50 万件，2020 年实现站内流量 5475 万。同时，公司通过天猫同城站吸引天猫品牌在线下卖场落店，落店品牌数量近 60 家，面积近 1.6 万平方米。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化情况。

八、重大事项

公司非公开发行股票有助于增加公司资

本实力。

公司于 2020 年 9 月 28 日公告的《红星美凯龙家居集团股份有限公司 2020 年非公开发行 A 股股票预案》（二次修订稿）内容，公司拟非公开发行股票募集资金不超过约 37.01 亿元（含），募集资金使用用途如下表所示。公司于 2021 年 5 月 26 日公告，上述非公开发行股票事项已经通过中国证券监督管理委员会核准。

表 3 公司拟非公开发行股票募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金金额
1	天猫“家装同城站”项目	89054.00	22000.00
2	3D 设计云平台建设项目	62318.00	30000.00
3	新一代家装平台系统建设项目	62898.00	35000.00
4	家居商场建设项目	4.1 佛山乐从商场项目	126781.96
		4.2 南宁定秋商场项目	60668.75
		4.3 南昌朝阳新城商场项目	58988.02
	小计	246438.73	172091.00
5	偿还公司有息债务	117000.00	111038.99
合计		577708.73	370129.99

资料来源：公司公告

公司转让物流资产有助于降低债务负担，为轻资产、重运营的业务模式转型打下良好基础。

根据公司 2021 年 6 月 3 日发布的公告，公司及其控股子公司红星美凯龙家居集团（上海）物流有限公司（以下简称“红星物流”，公司持有 60% 的股权）将其持有的一系列物流资产子公司的全部股权及子公司所有的全部借款债权转让给天津远川投资有限公司。本次转让预计交易对价 23.12 亿元，其中，预计股权转让价款金额约为人民币 11.78 亿元，预计债权转让价款金额约为 11.34 亿元。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司业务运营受疫情影响大，营

业收入和毛利率均有所下滑；随着疫情好转，2021年一季度，营业收入及利润总额均有较大幅度的增长。

公司是目前国内经营面积最大、商场数量最多以及地域覆盖面最广阔的全国性家居装饰及家居商场运营商，主营业务是家居装饰及家具商场的经营、管理和专业咨询服务。从收入构成来看，主要包括自营商场租赁及管理收入、委管商场委托经营管理相关收入以及其他业务收入。2020年新冠疫情对公司业务经营影响较大，公司营业收入同比下降13.56%；利润总额同比下降54.63%，主要系营业收入下降以及投资收益和公允价值变动净收益大幅下降所致。

分板块看，2020年，公司租赁及管理收入同比下降14.32%，主要系公司自营商场受疫情影响以及公司推出免租政策所致。公司委托经营管理商场收入同比下降23.86%，主要系一方面受疫情影响项目履约进度延缓导致咨询服务收入同比下降39.85%，另一方面受疫情影响及公司免除部分委管商场委托经营费导致品牌咨询委托管理服务收入下降5.89%，以及商业咨询项目较上年同期减少。公司商品销售及家装收入同比增长115.11%，主要系公司当年

深耕家装业务，业务规模扩大所致。公司建造施工及设计收入同比下降25.90%，主要系受疫情影响。公司其他业务收入主要包括战略咨询费收入和联合营销收入等，同比下降2.49%，主要系新业务调整所致。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率为61.51%，同比下降3.66个百分点。分板块看，公司租赁及管理业务、与委托经营管理商场相关的业务以及建造施工业务毛利率分别同比下降2.22个百分点、5.61个百分点和2.49个百分点，主要系疫情影响导致相应收入降幅大于成本降幅所致。公司商品销售及家装业务毛利率同比下降0.76个百分点，较上年变化不大。公司其他业务毛利率同比提高11.78个百分点，主要系新业务调整所致。

2021年1—3月，受益于我国疫情得到很好控制以及国民经济处于良好运行态势，公司营业收入和利润总额呈大幅增长态势，营业收入为33.41亿元，同比增长30.70%；利润总额为10.01亿元，同比增长80.84%。公司营业利润率为59.76%。

表4 2018—2020年公司营业收入及毛利率情况

(单位：亿元、%)

板块	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
租赁及管理收入	71.68	50.34	77.58	77.99	47.35	78.78	66.82	46.94	76.56
与委托经营管理商场相关收入	41.77	29.33	60.36	47.02	28.55	65.45	35.80	25.15	59.84
1、项目前期品牌咨询委托管理服务收入	15.64	10.98	77.99	13.10	7.95	86.37	7.88	5.54	79.39
2、项目年度品牌咨询委托管理服务收入	19.20	13.48	34.94	21.90	13.29	41.57	20.61	14.48	43.15
3、工程项目商业管理咨询收入	2.15	1.51	92.80	0.97	0.59	93.00	1.26	0.89	93.00
4、商业咨询费及招商佣金收入	4.78	3.36	90.14	11.06	6.71	85.51	6.04	4.24	84.36
商品销售及家装收入	4.66	3.27	33.66	5.69	3.45	22.64	12.24	8.60	21.88
建造施工及设计	14.80	10.39	32.75	22.51	13.66	35.15	16.68	11.72	32.66
其他	9.49	6.67	74.06	11.49	6.97	51.57	10.81	7.60	63.35
合计	142.40	100.00	66.20	164.69	100.00	65.17	142.36	100.00	61.51

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

2. 经营模式

公司采取“自营+委管”双轮驱动扩张模

式，即通过经营和管理自营商场和委管商场，为家居装饰及家具商场的商户、消费者和合作方提供全面服务。

2020年，公司家居建材商场经营规模持续增长，自营和委管家居商场数量和经营面积分别增至365家和2205.57万平方米。其中，自营商场经营面积占36.43%，委管商场经营面积占63.57%。截至2021年3月底，公司共有开

业自营及委管商场364家，经营面积为2202.73万平方米，自营商场和委管商场经营面积占比较去年底变化不大。

出租率方面，2020年，公司自营及委管商场出租率均出现小幅下滑，但仍维持在较高水平，2020年自营商场和委管商场平均出租率分别92.1%和90.7%。

表5 公司商场经营数据变化情况（家、平方米、%）

业务类别	2018年			2019年			2020年			2021年1-3月		
	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率	商场数量	经营面积	平均出租率
自营商场	80	6918993	96.23	87	7736844	93.40	92	8034278	92.1	93	8115069	--
1、自有	57	5608059	--	58	6048713	--	63	6285204	--	63	6325139	--
2、租赁	23	1310934	--	29	1688131	--	29	1749074	--	30	1789930	--
委管商场	228	12020347	95.00	250	13250106	93.50	273	14021390	90.7	271	13912234	--
合计	308	18939340	--	337	20986950	--	365	22055668	--	364	22027303	--

注：1. 自有商场中包含合营及联营；2. 2021年1-3月出租率数据暂未提供
资料来源：公司提供

从区域上看，截至2021年3月底，公司自营商场主要分布于上海、东北、华东和华中，经营面积占自营商场经营面积比例均超

10%。委管商场主要分布于华北、华东、华中和西部，经营面积占委管商场面积比例均超10%。

表6 截至2021年3月底公司家居商场区域分布情况（单位：家、平方米）

地区	自营商场						委管商场	
	自有及合营联营		租赁		自营商场数量小计	自营商场经营面积小计	数量	面积
	数量	面积	数量	面积				
北京	3	226359	1	117369	4	343728	1	112885
上海	7	905540	--	--	7	905540	--	--
天津	4	457240	--	--	4	457240	3	178268
重庆	4	309324	2	132780	6	442104	8	265223
东北	10	1030736	--	--	10	1030736	14	715028
华北	3	223923	8	440978	11	664901	28	1536773
华东	16	1796859	11	543839	27	2340698	118	6428448
华中	4	525705	5	414147	9	939852	40	1856274
华南	3	132058	3	140817	6	272875	12	608876
西部	9	717391	--	--	9	717391	47	2210458
合计	63	6325135	30	1789930	93	8115065	271	13912234

注：1. 华北地区不含北京、天津；2. 华东地区不含上海；3. 西部不含重庆；4. 自有店中包含合营联营店；5. 合计数量尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（1）自营模式

公司自营家居商场经营面积小幅增长，

平均出租率有所下降但仍处于较高水平。

公司自营家居商场运营模式未发生重大

变化，具体情况如表 7 所示。

2020 年，公司自营商场数量增加 5 家，其中新开设自营商场 6 家，1 家商场由委管转为自营，关闭自有商场 2 家。2021 年一季度，1 家商场由委管转为自营。截至 2021 年 3 月

底，公司自营商场共 93 家，经营面积 811.51 万平方米。其中自有商场（包括合营联营商场）和租赁商场分别为 63 家和 30 家，经营面积分别占 77.94%和 22.06%。

表 7 公司自营商场中自有、租赁、合营联营三类模式情况

商场类型	商场运营及管理方式	项目公司股权结构	经营物业权属	收入来源	成本费用构成
自有	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	公司全资或控股子公司	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收
合营联营	公司负责商场的日常经营管理并与合营、联营方分担投资风险	公司合营联营公司	公司合营联营公司	合营联营公司确认收入和成本费用，公司对相关长期股权投资按照权益法核算并确认投资收益	
租赁	公司全权且独立地负责商场的日常经营管理	公司全资或控股子公司	出租方（或自最终产权人合法获得物业使用权和转租权）	租赁及管理收入、其他业务收入	商场经营所产生的一切成本、费用、税收，包括经营物业租金等，无经营物业折旧

资料来源：公司提供

公司自营商场主要集中在二线城市，截至 2021 年 3 月底，公司自营商场中分布在北京、上海、天津和重庆四个直辖市有 21 家，经营面积 214.86 万平方米，占自营商场总经营面积的 26.48%。

跟踪期内，公司从自营商场获得的租赁及管理收入依然是公司第一大收入来源，2020

年，租赁及管理收入为 66.82 亿元，收入占比为 46.94%。2020 年，公司自营商场中营业收入前十家的门店经营面积为 135.56 万平方米，占自营商场总经营面积的 16.87%。

表 8 2020 年公司自营商场中营业收入前 10 家门店的信息（单位：平方米）

序号	商场名称	门店分类	经营面积	开业时间	商场地址
1	全球1号店	自有	244542.03	2000.10.28	上海市普陀区真北路1208号
2	上海浦东沪南	自有	90548.26	2010.05.08	上海市浦东新区临御路518号
3	上海汶水	自有	174091.58	2007.04.26	上海市宝山区沪太路1801号
4	南京卡子门	自有	141395.06	2008.12.06	南京市秦淮区卡子门大街29号
5	郑州商都	自有	159754.62	2007.10.01	河南省郑州市郑东新区商都路一号
6	重庆江北	自有	106473.83	2006.12.16	重庆渝北区新南路888号
7	济南天桥	自有	128435.95	2010.10.01	济南市天桥区北园大街225号
8	北京东四环	自有	77720.24	2006.10.01	北京市朝阳区东四环中路193号
9	沈阳铁西	自有	154804.61	2008.06.27	沈阳市铁西区北二东路 35 号
10	北京北四环	自有	77802.98	2008.09.29	北京市朝阳区德胜门外北沙滩1号院

资料来源：公司提供

（2）委管模式

公司委管商场多集中在华东、西南和华中地区，经营面积增幅较大；出租率受疫情影响有所下降，但仍保持较高水平。

2020 年，公司受托经营管理商场数量增长至 273 家，较上年增加了 23 家；受托经营

管理商场面积为 1402.14 万平方米，较上年增加了 77.13 万平方米；公司受托经营管理商场规模持续扩大，平均出租率为 90.7%，受疫情影响有所下降，但是仍处较高水平。

截至 2021 年 3 月底，公司经营委管商场 271 家，经营面积 1391.22 万平方米。公司受

托经营管理商场主要分布在华东（不含上海）（118家、642.84万平方米）、西部（不含重庆）（47家、221.05万平方米）、华中（40家、185.63万平方米）、华北（不含北京、天津）（28家、153.68万平方米）和东北（14家、71.50万平方米）。

3. 经营效率

受疫情影响，公司经营效率有所下降。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为7.61次、16.62次和0.11次，较上年均有所下降，主要系2020年受疫情影响，公司营业收入同比下降13.56%以及营业成本下降4.45%所致。

4. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目总体规模较大，未来仍需一定规模的投资支出。

截至2021年3月底，公司在建及拟建项目为储备项目，另外还有部分物流项目投资。截至2021年3月底，公司在建家居商场项目10个，拟建面积为145.40万平方米，计划总投资86.48亿元，截至2021年3月底已投资58.49亿元，未来尚需投资27.99亿元；公司拟建家居商场项目2个，拟建面积119.10万平方米，计划总投资（不包括上海顾戴路项目）48.22亿元，截至2021年3月底已投资5.30亿元，未来尚需投资42.92亿元。

物流项目方面，截至2021年3月底，公司在建及拟建物流项目面积为46.41万平方米，计划总投资12.94亿元，截至2021年3月底已投资7.59亿元，尚需投资5.35亿元。

表9 截至2021年3月底公司在建和拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

类型	项目名称	地区	拟建面积	计划总投资	截至2021年3月底已投资	尚需投资
在建家居商场项目	长沙金霞	长沙	11.60	6.00	5.65	0.35
	南昌朝阳新城	南昌	18.90	11.70	10.24	1.46
	南宁定秋路	南宁	16.60	10.00	7.04	2.96
	芜湖中山北路	芜湖	6.00	3.20	2.50	0.70
	佛山乐从二期	佛山	27.00	18.00	12.71	5.29
	西安浐灞	西安	14.80	10.00	4.06	5.94
	杭州古墩	杭州	17.70	10.00	9.18	0.82
	赣州南康	赣州	15.70	7.38	2.68	4.70
	海口龙昆路	海口	10.50	10.20	4.43	5.77
	南通通京大道	南通	6.60	--	--	--
小计			145.40	86.48	58.49	27.99
拟建家居商场项目	新郑华商汇	新郑	107.00	48.22	5.30	42.92
	顾戴路项目	上海	12.10	--	--	--
小计			119.10	48.22	5.30	42.92
在建及拟建物流项目	红星美凯龙（吉林）总部电子商务物流园	长春	9.57	2.25	1.22	1.03
	贵州红星美凯龙智慧物流产业园	贵阳	9.40	2.50	2.45	0.05
	河北红星美凯龙物流有限公司红星美凯龙石家庄家居智慧产业园项目	石家庄	5.45	2.09	1.96	0.13
	天津红星美凯龙供应链管理有限仓储物流项	天津	8.20	1.98	0.57	1.41

目						
红美联合利华红星美凯龙产业园	天津	6.55	1.95	0.60	1.35	
红居联合利华红星美凯龙产业园	天津	7.24	2.17	0.79	1.38	
小计		46.41	12.94	7.59	5.35	
合计		310.91	147.64	71.38	76.26	

注：顾戴路项目正在做城市更新，尚未报批报建，暂无法确认投资情况；南京南通大道项目因改造计划未定，暂无法确认计划总投资额

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司经营战略符合未来发展

未来公司继续“市场化经营，商场化管理”的经营管理模式，包括进一步提升用户心智，聚焦经营，反腐倡廉，开源节流，旨在为消费者提供更好、更专业的服务，以建成中国最领先的、最专业的“全渠道泛家居业务平台服务商”为企业的发展目标。

（1）轻资产、重运营的业务模式转型

商场网络建设方面，公司有选择地在具有吸引力的城市拓展家居商场网络。公司将通过自营模式进一步巩固一二线城市的市场地位，有选择性地核心城市开设新的家居商场；同时，公司将凭借在家居装饰及家具行业良好的品牌声誉、成熟的商场开发、招商和运营管理能力，通过轻资产的委管经营模式快速渗透三线城市及其他城市，进一步扩大公司在全国范围内的经营覆盖面，加快市场渗透。公司继续完善商场的数字化进程、加速推行线上线下一体化新零售模式，深入开展家装家居营销一体化。

（2）深度聚焦家装业务，打通家装消费的全周期服务

2021年，公司将深入开展家装家居营销一体化，强化“选装修买家居都在红星美凯龙”的用户心智，进一步提升中高端的品牌形象，实现品牌形象年轻化。根据消费者全生命周期的需求，将业务条线扩张到除家居消费以外的设计、家装等环节。

（3）践行数字化改革，深耕新零售

2021年，公司将全面推进商场数字化改革，积极拥抱数字技术，深度推进线上线下一

体化经营。随着消费群体的年轻化及消费行为更加贴近移动端，通过加快线上同城站的建设，加深消费者“线上预选，线下体验成交”的用户心智，通过新零售线上的深度运营，完成线上精准引流，线下转化成交的全链路服务链条，进一步在运营及营销端赋能经销商。

十、 财务分析

公司提供了2020年度合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2021年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，2020年，公司新增子公司32家，减少子公司13家；2021年1季度，公司新增子公司2家，减少子公司2家。公司合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1315.48亿元，所有者权益510.98亿元（含少数股东权益35.35亿元）；2020年，公司实现营业收入142.36亿元，利润总额28.14亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1350.50亿元，所有者权益520.81亿元（含少数股东权益35.85亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入33.41亿元，利润总额10.01亿元。

1. 资产质量

公司资产规模持续增长，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主。公司应收账款、其他应收款和合同资产计提坏账比率高，需关注其资产质量。公司投资性房地产位于一二线城市，投资性房地产规模大且受限比例很高，资

产流动性弱；长期股权投资、其他权益工具和其他非流动资产科目中的委托贷款与关联方往来款对公司的资金占用很大。

截至2020年底，公司合并资产总额1315.48亿元，较上年底增长7.57%，流动资产与非流动资产均有所增长。其中，流动资产占11.51%，非流动资产占88.49%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产151.37亿元，较上年底增长8.47%，主要系其他应收款、合同资产和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占43.02%）、应收账款（占12.78%）、其他应收款（占9.57%）、合同资产（占9.09%）和其他流动资产（占17.41%）构成。

截至2020年底，公司货币资金为65.11亿元，较上年底下降9.93%，主要系公司对外投资以及偿还有息债务所致；公司货币资金主要由银行存款（占90.90%）和其他货币资金（占8.97%）构成，其中其他货币资金较年初增加了3.13亿元。其他货币资金为受限资金。

截至2020年底，公司应收账款为19.35亿元，较上年底增长7.15%；累计计提坏账准备11.61亿元，计提规模大。单项计提坏账准备账面的应收账款账面余额合计8.14亿元，计提比例为97.61%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账余额22.82亿元，计提比例为16.50%。其中，因项目前期品牌咨询委托管理费应收账款账面余额为9.94亿元，计提比率为23.31%；建筑施工及设计服务应收账款账面余额7.30亿元，计提比率5.50%；其他类咨询服务应收账款账面余额2.45亿元，计提比率32.83%；租赁及相关收入应收账款账面余额1.11亿元，计提比率4.50%。

截至2020年底，公司其他应收款为14.49亿元，较上年底大幅增长1.24倍，主要系往来款及代垫款和代收代付商家款大幅增加所致；其他应收款计提坏账准备合计2.89亿元。

截至2020年底，公司合同资产为13.75亿元，较上年底大幅增长32.23%，主要系建筑施工及设计服务业务新增项目以及原有项目进度进一步推动所致；公司合同资产主要由建筑施工及设计服务（账面价值占68.91%）和项目前期品牌咨询委托管理服务（账面价值占31.09%）构成，计提坏账准备2.77亿元。

截至2020年底，公司其他流动资产为26.35亿元，较上年底大幅增长60.92%，主要系委托贷款及借款大幅增加所致，计提坏账准备1.05亿元。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产1164.11亿元，较上年底增长7.45%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占80.02%）构成。

公司投资性房地产使用公允价值计量模式。截至2020年底，公司投资性房地产931.50亿元，较上年底增长9.45%，主要系外购加资产收购68.32亿元以及公允价值变动4.97亿元所致。

截至2020年底，公司其他权益工具投资为42.07亿元，较上年底增长5.19%，主要系宁波梅山保税港区奇君股权投资合伙企业（有限合伙）、Dingdong(Cayman)Limited、OrientalStandardHumanResourcesHoldingsLimited和北京八亿时空液晶科技股份有限公司等公司投资增加以及新增慕思健康睡眠股份有限公司、深圳远超智慧生活股份有限公司、箭牌家居集团股份有限公司和浙江喜尔康智能家居有限公司等公司股权投资。金额占比较大的其他权益工具投资分别为宁波梅山保税港区奇君股权投资合伙企业(有限合伙)（期末余额11.74亿元）、Dingdong(Cayman)Limited（6.20亿元）、成都新潮传媒集团有限公司（2.48亿元）、奥普家居股份有限公司（2.27亿元）、OrientalStandardHumanResourcesHoldingsLimited（1.85亿元）和北京八亿时空液晶科技股份有限公司（1.73亿元）。

截至2020年底，公司长期股权投资为37.04

亿元，较上年底增长1.36%，变化不大。公司长期股权投资以合作家具商场和家具建材企业、物流、消费金融公司股权为主；2020年，公司累计追加投资2.71亿元，累计减少投资2.33亿元，全年实现权益法下确认的投资收益合计0.45亿元，计提减值准备0.13亿元。

截至2020年底，公司其他非流动资产为52.83亿元，较上年底下降9.71%，主要系预付物业购置款减少所致；公司其他非流动资产主要由预付工程及土地补充代垫款（占25.11%）、土地整理相关收益权（占34.75%）、预付物业购置款（占7.60%）和委托贷款及借款（占18.97%）构成；公司其他非流动资产计提减值准备0.72亿元。

截至2020年底，公司资产受限规模829.87亿元，占资产总额的63.08%；其中，投资性房地产和固定资产受限比率很高。

表 10 截至 2020 年底公司资产受限情况
(单位：亿元、%)

项目	金额	受限占比	原因
货币资金	5.84	8.97	借款保证金、存放 人民银行准备金、法院 冻结款项和证券户的 存出保证金等
固定资产	23.54	85.97	借款抵押
其他权益 工具投资	1.84	4.36	借款质押
投资性房 地产	798.65	85.74	借款、CMBS、信托 质/抵押
合计	829.87	63.08	

注：数据略有差异系四舍五入造成
数据来源：公司年报

2. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模较大，未分配利润占比仍很高，公司所有者权益稳定性有待提高。

截至 2020 年底，公司所有者权益 510.98 亿元，较上年底增长 4.31%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.08%，少数股东权益占比为 6.92%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 7.64%、7.14%、3.37%、4.06% 和 70.87%。所有者权益中未分配利润占比较大，

权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 520.81 亿元，较上年底增长 1.93%，较上年底变化不大。所有者权益结构较上年底变化不大，未分配利润占比仍较高。

(2) 负债

公司有息债务持续增长，债务负担有所增加，但整体债务负担不重；债务结构变化不大，以长期债务为主，2 年以内到期的有息债务规模较大，面临一定的偿债及再融资压力。

截至 2020 年底，公司负债总额 804.50 亿元，较上年底增长 9.74%。其中，流动负债占 39.33%，非流动负债占 60.67%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 316.39 亿元，较上年底增长 13.94%，主要系应付账款和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 10.90%）、其他应付款（占 28.37%）、一年内到期的非流动负债（占 37.60%）和合同负债（占 7.23%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 34.48 亿元，较上年底增长 1.79%，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司应付账款 20.85 亿元，较上年底增长 41.25%，主要系应付工程款增加所致；公司应付账款主要由应付工程款（占 75.08%）和应付工程物资或广告款（占 24.92%）构成。

截至 2020 年底，公司其他应付款 89.76 亿元，较上年底增长 15.79%，主要系合作方往来款和代收商户货款大幅增加所致；公司其他应付款主要由合作方往来款（占 29.34%）、商户质量保证金及押金（占 26.68%）、代收商户货款（占 13.11%）和应付建筑商款项（占 9.35%）构成。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 118.97 亿元，较上年底增长 21.34%，主要系长期有息债务重分类所致。

截至 2020 年底，公司合同负债 22.88 亿元，

较上年底增长 2.96%，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司非流动负债 488.11 亿元，较上年底增长 7.18%，主要系长期借款、租赁负债大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 45.51%）、应付债券（占 9.08%）、租赁负债（占 8.36%）、递延所得税负债（占 25.64%）和其他非流动负债（占 9.48%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 222.12 亿元，较上年底增长 39.53%，主要系公司扩大再融资所致；长期借款主要由抵押借款（占 38.96%）、抵押及质押借款（占 25.92%）、抵押及保证借款（占 25.18%）和抵押及质押及保证借款（占 9.50%）构成。

截至 2020 年底，公司应付债券 44.33 亿元，较上年底下降 32.76%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2020 年底，公司租赁负债 40.83 亿元，较上年底增长 22.91%，主要系新增租赁商场和租赁合同续签展期所致。

截至 2020 年底，公司其他非流动负债 46.28 亿元，较上年底下降 32.52%，主要系项目前期品牌咨询委托管理服务管理合同确认的合同负债大幅下降，以及商业地产抵押贷款支持债券重分类为一年内到期的非流动负债所致。

公司递延所得税负债规模较大，主要系投资性房地产公允价值变动造成。截至 2020 年底，公司递延所得税负债为 125.18 亿元，较上年底增长 4.41%。

截至 2020 年底，公司全部债务 458.58 亿元，较上年底增长 11.30%，主要系长期借款大幅增长所致。债务结构方面，短期债务占 32.36%，长期债务占 67.64%，以长期债务为主，其中，短期债务 148.37 亿元，较上年底增长 18.35%，主要系债务重分类所致；长期债务 310.20 亿元，较上年底增长 8.22%，主要系增加银行借款所致。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率

和长期债务资本化比率分别为 61.16%、47.30% 和 37.78%，较上年底分别提高 1.21 个百分点、提高 1.61 个百分点和提高 0.86 个百分点。公司债务负担尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 461.68 亿元，较上年底增长 0.68%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 32.08%，长期债务占 67.92%，以长期债务为主，其中，短期债务 148.12 亿元，较上年底减少 0.17%，较上年底变化不大。长期债务 313.57 亿元，较上年底增长 1.08%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.44%、46.99% 和 37.58%，较上年底分别提高 0.28 个百分点、下降 0.31 个百分点和下降 0.19 个百分点。从有息债务期限分布看，公司 2 年以内的到期的有息债务规模较大，面临一定偿债及再融资压力。

表 11 截至 2021 年 3 月底有息债务期限分布情况
(单位: 亿元)

项目	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上	合计
短期借款	35.68	--	--	--	35.68
一年内到期的非流动负债	110.02	--	--	--	110.02
长期借款	--	32.67	31.52	166.74	230.93
应付债券	--	34.52	0.00	0.00	34.52
长期应付款	--	0.93	0.15	3.72	4.79
其他非流动负债	--	33.51	9.80	0.00	43.32
合计	145.70	101.64	41.48	170.45	459.26

注：该表不含应付票据，长期应付款含有租赁负债中的融资租赁款
数据来源：公司提供

3. 盈利能力

2020 年，公司业务经营受疫情影响很大，公司营业收入有所下降；除疫情影响外，公司利润总额受投资收益及公允价值变动净收益下滑影响很大。进入 2021 年，受益于我国疫情得到很好地控制以及经济运行良好，公司营业收入和利润总额同比呈大幅增长态势。

受新冠疫情影响，2020 年，公司实现营业收入 142.36 亿元，同比下降 13.56%；营业成本 54.80 亿元，同比下降 4.45%；上述因素导致营业利润率为 58.86%，同比下降 3.71 个百

分点。

2020年，公司费用总额为58.75亿元，同比下降7.35%，主要系销售费用大幅下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为28.83%、28.61%、0.61%和41.95%，以财务费用为主。其中，销售费用为16.94亿元，同比下降26.07%，主要系受疫情影响广告及宣传费用大幅下降所致；管理费用为16.81亿元，同比下降4.05%；研发费用为0.36亿元，同比下降5.68%；财务费用为24.64亿元，同比增长9.04%，主要系有息债务规模扩大所致。2020年，公司期间费用率为41.27%，同比提高2.77个百分点，公司费用规模较大，期间费用控制能力较弱。

2020年，公司实现投资收益2.22亿元，同比下降71.77%，主要系2019年公司处置子公司产生的投资收益以及转换联营公司投资产生的投资收益而2020年相关收益下降所致，投资收益占营业利润比重为7.54%；其他收益1.84亿元，同比增长75.64%，主要系收到的政府补助大幅增长所致，其他收益占营业利润比重为6.25%，对营业利润影响不大。2020年，公司公允价值变动净收益为4.94亿元，同比大幅下降69.72%。2020年，公司利润总额28.14亿元，同比下降54.96%。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.76%和4.04%，同比分别下降3.11个百分点和下降5.53个百分点。公司各盈利指标偏弱。

2021年1—3月，受益于我国疫情得到很好控制以及国民经济处于良好运行态势，公司营业收入和利润总额呈大幅增长态势，营业收入为33.41亿元，同比增长30.70%；利润总额为10.01亿元，同比增长88.84%。公司营业利润率为59.76%。

4. 现金流分析

2020年，受疫情影响，公司经营活动现金流入大幅下降，经营活动现金流出亦大幅下

降，经营活动净流入规模变化不大；公司对外投资规模有所加强，投资活动呈净流出态势；公司筹资活动净现金流较上年变化不大。2021年一季度，公司经营活动现金流同比改善很大。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入147.92亿元，同比下降10.29%，主要系疫情影响导致营业收入同比下降所致；经营活动现金流出106.32亿元，同比下降14.22%，主要系营业成本下降以及应收账款大幅增加所致。2020年，公司经营活动现金净流入41.60亿元，同比增长1.61%，同比变化不大。2020年，公司现金收入比为96.16%，同比下降0.85个百分点。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入46.93亿元，同比增长1.84%，同比变化不大；投资活动现金流出95.45亿元，同比增长9.82%，主要系其他权益投资增加所致。2020年，公司投资活动现金净流出48.52亿元，同比增长18.84%。

受投资活动现金流大幅净流出影响，2020年，公司筹资活动前现金流量净额为-6.92亿元，同比下降6275.33%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入196.54亿元，同比增长14.96%；筹资活动现金流出198.36亿元，同比增长10.53%。2020年，公司筹资活动现金净流出1.82亿元，同比下降78.59%。

从经营活动来看，2021年1—3月，公司经营活动现金流入38.94亿元，同比增长97.85%，主要系营业收入大幅增长以及上年同期受疫情影响公司减缓租金支付节奏所致；经营活动现金流出31.58亿元，同比增长4.28%。2021年1—3月，公司实现经营活动现金净流入7.36亿元。2021年1—3月，公司现金收入比为93.01%，同比提高29.36个百分点。投资活动现金流量净额为-2.50亿元。筹资活动前现金流量净额为4.86亿元，较上年同期大为好转；筹资活动现金流量净额为-8.40亿元。

表 12 近年来公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	152.63	164.90	147.92	38.94
经营活动现金流出小计	94.05	123.96	106.32	31.58
经营活动现金流量净额	58.58	40.94	41.60	7.36
投资活动现金流入小计	16.74	46.09	46.93	22.11
投资活动现金流出小计	126.68	86.91	95.45	24.61
投资活动现金流量净额	-109.94	-40.83	-48.52	-2.50
筹资活动前现金流量净额	-51.37	0.11	-6.92	4.86
筹资活动现金流入小计	239.49	170.97	196.54	40.22
筹资活动现金流出小计	214.73	179.46	198.36	48.62
筹资活动现金流量净额	24.75	-8.50	-1.82	-8.40
现金收入比	101.81	97.01	96.16	93.01

注: 筹资活动前现金流量净额=经营活动现金流量净额+筹资活动现金流量净额
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

5. 偿债能力

2020 年, 公司短期偿债能力指标偏弱; 受疫情影响, 长期偿债能力指标出现有所下滑。2021 年 1—3 月, 公司短期偿债能力小幅提升, 但仍属偏弱水平。

短期偿债能力方面, 截至 2020 年底, 公司流动比率与速动比率分别由上年底的 50.25% 和 49.06% 分别下降至 47.84% 和 46.80%, 流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至 2020 年底, 公司现金短期债务比由上年底的 0.60 倍下降至 0.46 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至 2021 年 3 月底, 公司流动比率与速动比率分别为 50.48% 和 49.46%, 较上年底小

幅提高; 截至 2021 年 3 月底, 公司现金短期债务比为 0.54 倍, 较上年底有所提高。整体看, 公司短期偿债能力偏弱。

长期偿债能力方面, 2020 年, 公司 EBITDA 为 63.02 亿元, 同比下降 32.31%。从构成看, 公司 EBITDA 主要由摊销 (占 12.56%)、利润总额 (占 44.66%) 和计入财务费用的利息支出 (占 40.44%) 构成。2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.48 倍下降至 2.16 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度较高; 全部债务/EBITDA 由上年的 4.43 倍提高至 7.28 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看, 公司长期债务偿债能力指标一般。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率 (%)	62.09	50.25	47.84	50.48
速动比率 (%)	61.10	49.06	46.80	49.46
现金短期债务比 (倍)	0.87	0.60	0.46	0.53
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.20	3.48	2.16	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.67	4.43	7.28	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底, 公司无对外担保事项。

截至 2020 年底, 公司合并口径银行授信总额为 387.81 亿元, 其中未使用额度为 57.92

亿元。公司同时为 H 股及 A 股上市公司, 具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：913100006624816751），截至2021年5月6日，公司本部已结清信贷信息概要中存在1笔不良和关注类贷款。公司无未结清的不良和关注类贷款信息。

7. 母公司财务分析

母公司主要职能为对下属企业的管控及作为公开市场债务融资主体，收入以投资收益为主，整体债务负担一般。母公司经营活动现金流量净额规模很小，但公司投资往来活动频繁，投资活动呈净流出状态，对外部融资比较依赖。

截至2020年底，母公司资产总额607.76亿元，较上年底增长12.65%，主要系其他应收款、其他权益工具投资和长期股权投资增长所致。其中，流动资产344.54亿元（占比56.69%），非流动资产263.22亿元（占比43.31%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占94.21%）构成，其中其他应收款占85.60%，应收股利占8.59%；非流动资产主要由其他权益工具投资（占8.90%）、长期股权投资（占78.04%）、其他非流动资产（占8.74%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为13.00亿元。

截至2020年底，母公司所有者权益为176.38亿元，较上年底增长4.55%。在所有者权益中，实收资本为39.05亿元（占22.14%）、资本公积合计48.26亿元（占27.36%）、未分配利润合计62.21亿元（占35.27%）、盈余公积合计18.97亿元（占10.75%）。

截至2020年底，母公司负债总额431.38亿元，较上年底增长16.34%。其中，流动负债373.45亿元（占比86.57%），非流动负债57.94亿元（占比13.43%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占13.42%）、其他应付款（合计）（占66.74%）、一年内到期的非流动负债（占16.67%）构成，非流动负债主要由长期借款（占48.05%）、应付债券（占42.97%）、其他非流动

负债（占6.27%）构成。母公司2020年资产负债率为70.98%，较2019年提高2.25个百分点。

2020年，母公司营业收入为15.52亿元，利润总额为10.88亿元。同期，母公司投资收益为16.54亿元。

现金流方面，2020年公司母公司经营活动现金流净额为4.47亿元，投资活动现金流净额-37.04亿元，筹资活动现金流净额28.16亿元。

8. 同行业对比

公司和北京居然之家投资控股集团有限公司（以下简称“居然之家”）业务性质相似，可比性较强。

规模方面，和居然之家相比，公司资产、所有者权益、营业收入和利润总额更大。

盈利能力方面，和居然之家相比，公司收入和利润规模更大，毛利率和净资产收益率更高，总资产报酬率略低。公司整体盈利水平更高。

偿债能力和债务负担方面，与居然之家相比，公司资产负债率略高，短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均相对较弱。从整体看，公司资产负债率不高，长期和短期偿债能力很强。

表 14 2020 年公司与居然之家经营和财务数据对比
(单位：亿元、%、次)

项目	公司	居然之家
企业性质	民营	民营
规模		
资产总额	1315.48	613.79
投资性房地产	931.50	198.07
所有者权益	510.98	279.87
营业收入	142.36	108.68
利润总额	28.14	20.11
经营活动现金流量净额	41.60	22.10
偿债能力和债务负担		
资产负债率	61.16	54.40
流动比率	0.48	1.07
速动比率	0.47	0.89
EBITDA 利息倍数	2.16	--
全部债务/EBITDA	7.28	--
经营效率		

总资产周转率	0.11	0.18
应收账款周转率	7.61	4.19
存货周转率	16.62	2.66
盈利能力		
毛利率	61.51	38.38
净资产收益率	4.04	4.07
总资产报酬率	4.51	4.54

注：为了保证数据可比性，公司和居然之家财务数据和财务指标均取自 Wind，公司财务指标因计算口径和公司不同略有差异
资料来源：联合资信根据 Wind 和公开资料整理

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 6 月 20 日，公司存续债券的短期偿债压力尚可。

截至 2021 年 6 月 20 日，公司存续债券（含资产支持证券，不含美元债）余额共 111.21 亿元。其中，一年内到期债券余额（假设进入行权期的债券全额回售）为 73.16 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产合计 79.82 亿元，对一年内到期的债券余额保障程度尚可；2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来代偿债券本金保障程度一般。

表 15 公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2021 年 3 月底或 2020 年
一年内到期债券余额	73.16
未来待偿债券本金	111.21
现金类资产/一年内到期债券余额	1.09
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金	1.33
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金	0.37
EBITDA/未来待偿债券本金	0.57

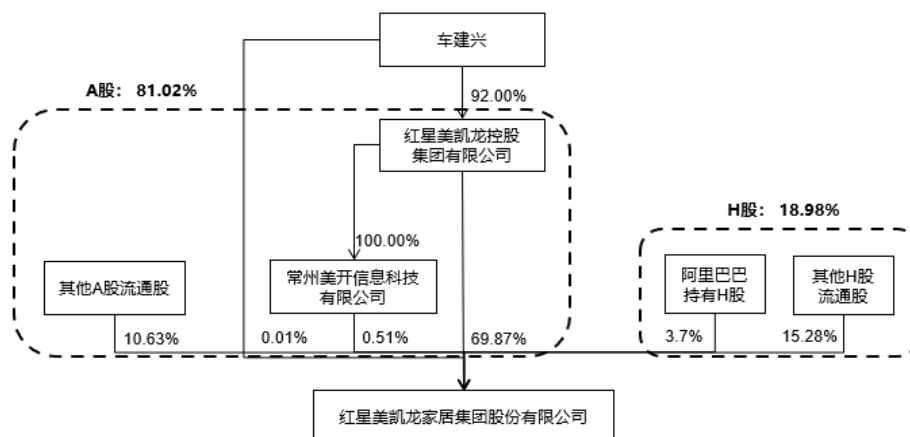
注：债券余额根据截至 2021 年 6 月 20 日公司存续债券情况计算，计算一年内到期债券余额时假设进入行权期的债券全额回售

资料来源：联合资信整理

十二、 结论

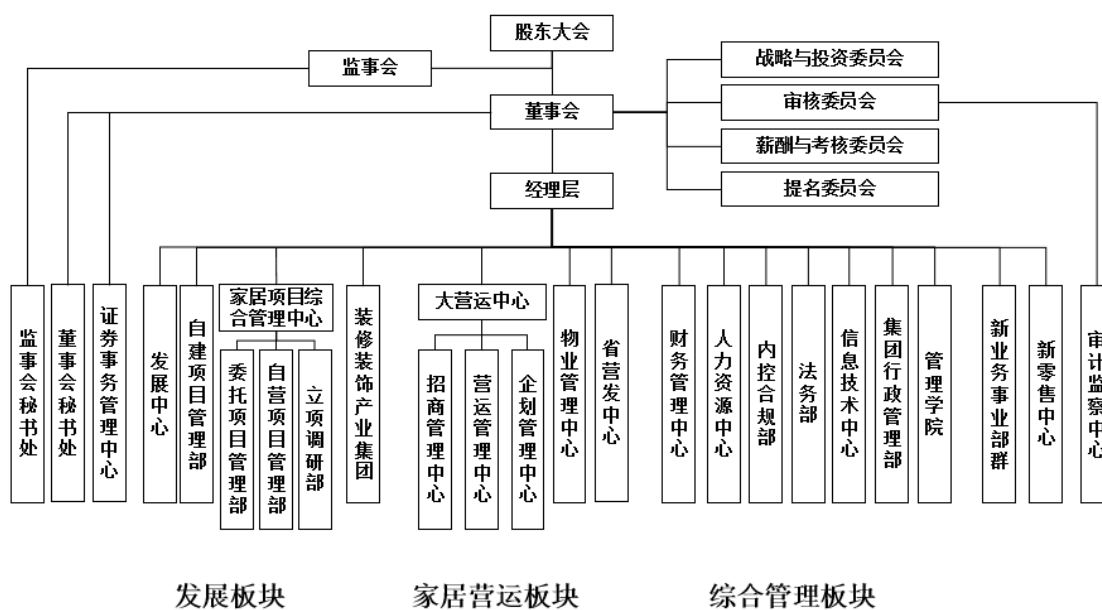
综合评估，联合资信确定公司的主体长期信用等级为 AAA，“19 美凯龙 MTN001”和“20 美凯龙 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年底公司子公司情况

序号	企业名称	注册资本(万元)	经营范围	持股比率	
				直接	间接
1	上海红星美凯龙全球家居有限公司	15000	场地租赁管理	100	0
2	郑州红星美凯龙国际家居有限公司	3000	场地租赁管理	51	9
3	上海山海艺术家俱有限公司	24255	场地租赁管理	0	90
4	上海新伟置业有限公司	5000	场地租赁管理	40	58
5	苏州工业园区红星美凯龙家居有限公司	10000	场地租赁管理	55	0
6	重庆红星美凯龙世博家居生活广场有限责任公司	3000	场地租赁管理	100	0
7	上海红星美凯龙家居艺术设计博览有限公司	44500	场地租赁管理	100	0
8	南京名都家居广场有限公司	8000	场地租赁管理	60	40
9	上海红星美凯龙装饰家具城有限公司	5000	场地租赁管理	92	5
10	济南红星美凯龙世博家居生活广场有限公司	10260	场地租赁管理	70	0

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	87.64	74.63	67.59	79.82
资产总额(亿元)	1108.61	1222.94	1315.48	1350.50
所有者权益合计(亿元)	452.96	489.85	510.98	520.81
短期债务(亿元)	100.77	125.37	148.37	148.12
长期债务(亿元)	266.60	286.64	310.20	313.57
全部债务(亿元)	367.37	412.01	458.58	461.68
营业收入(亿元)	142.40	164.69	142.36	33.41
利润总额(亿元)	60.19	62.03	28.14	10.01
EBITDA(亿元)	78.73	93.09	63.02	--
经营性净现金流(亿元)	58.58	40.94	41.60	7.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.96	9.43	7.61	--
存货周转次数(次)	25.90	19.70	16.62	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.11	--
现金收入比(%)	101.81	97.01	96.16	93.01
营业利润率(%)	63.48	62.57	58.86	59.76
总资本收益率(%)	7.77	7.87	4.76	--
净资产收益率(%)	10.39	9.57	4.04	--
长期债务资本化比率(%)	37.05	36.91	37.78	37.58
全部债务资本化比率(%)	44.78	45.68	47.30	46.99
资产负债率(%)	59.14	59.95	61.16	61.44
流动比率(%)	62.09	50.25	47.84	50.48
速动比率(%)	61.10	49.06	46.80	49.46
经营现金流动负债比(%)	23.14	14.74	13.15	--
现金短期债务比(倍)	0.87	0.60	0.46	0.54
EBITDA 利息倍数(倍)	4.20	3.48	2.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.67	4.43	7.28	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的有息部分计入短期债务及相关指标计算，将长期应付款中的融资租赁款、租赁负债及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标计算

资料来源：联合资信根据公司历年年报及季报整理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.44	15.03	13.00	36.51
资产总额(亿元)	485.03	539.50	607.76	639.50
所有者权益合计(亿元)	151.86	168.70	176.38	179.92
短期债务(亿元)	65.74	84.00	110.25	111.37
长期债务(亿元)	84.34	80.92	52.73	42.58
全部债务(亿元)	150.09	164.92	162.98	153.94
营业收入(亿元)	19.47	19.44	15.52	3.72
利润总额(亿元)	19.46	23.34	10.88	1.57
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	4.66	2.22	4.47	-2.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.67	4.09	4.23	--
存货周转次数(次)	54.04	68.40	100.51	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	102.43	100.86	113.78	60.78
营业利润率(%)	81.09	80.15	82.03	79.29
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	12.76	14.21	6.90	--
长期债务资本化比率(%)	35.71	32.42	23.02	19.14
全部债务资本化比率(%)	49.71	49.43	48.03	46.11
资产负债率(%)	68.69	68.73	70.98	71.86
流动比率(%)	114.65	105.91	92.26	90.95
速动比率(%)	114.62	105.90	92.25	90.93
经营现金流动负债比(%)	1.93	0.78	1.20	--
现金短期债务比(倍)	0.24	0.18	0.12	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：母公司债务数据由公司提供

资料来源：联合资信根据公司历年年报及季报整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债(剔除一年内到期的无息负债)+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。