信用评级公告

联合〔2022〕4270 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，“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

二〇二二年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

红星美凯龙家居集团股份有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

债项	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
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
20 美凯龙 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/01/20

评级时间：2022 年 6 月 16 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202205

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

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，在行业地位、运营经验和品牌知名度等方面具备竞争优势。2021 年，公司家居商场经营店面数量及经营面积小幅增长，整体出租率仍维持在较高水平，定向增发股票提高了公司资本实力，同时在“降杠杆”战略下，公司债务水平有明显下降。但联合资信也关注到公司主营业务与房地产市场有较高相关性，2021 年下半年以来房地产行业景气度快速下降，或对公司未来业绩有一定影响。此外，公司资产受限程度高，新增融资空间有限，同时短期债务占比高，与经营模式存在错配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“20 美凯龙 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **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。

2. **2021 年经营规模小幅增长。**2021 年，公司家居商场经营店面及经营面积小幅增长，整体出租率仍维持较高水平。

3. **债务杠杆明显下降，资本实力有所增强。**2021 年，公司进行债务压降，并出售了部分物流资产，债务总额明显下降；同时公司定向增发股票，充实了资本实力。

分析师：张文韬　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

关注

1. **房地产行业下行的影响。**2021 年下半年以来，房地产行业景气度下行，公司从事家居行业与房地产关联性较高，未来业绩可能受到一定影响。

2. **非经常性损益对公司利润影响较大。**公司毛利率变化不大，但疫情的持续和经济增速下行，造成公允价值变动收益下降和较大的信用减值和资产减值损失，对公司利润影响较大。

3. **资产受限程度高，部分资产对其资金占用较大。**截至 2021 年底，公司资产受限程度 65.50%，核心资产投资性房地产受限程度 89.27%；长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动资产对公司的资金占用较大。

4. **债务期限结构有待优化。**公司自持商场能减轻租金支出压力，但持有出租的经营模式导致资产回报周期较长，同时公司债务中短期债务占比高，债务期限结构与经营模式存在错配。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	74.63	67.59	80.09	82.20
资产总额（亿元）	1222.94	1315.48	1351.88	1350.99
所有者权益（亿元）	489.85	510.98	575.31	574.29
短期债务（亿元）	125.37	148.37	135.48	121.40
长期债务（亿元）	286.64	310.20	260.17	258.73
全部债务（亿元）	412.01	458.58	395.64	380.13
营业收入（亿元）	164.69	142.36	155.13	33.75
利润总额（亿元）	62.03	28.14	28.02	8.82
EBITDA（亿元）	93.09	63.02	64.57	--
经营性净现金流（亿元）	40.94	41.60	53.81	12.60
营业利润率（%）	62.57	58.86	58.80	58.59
净资产收益率（%）	9.57	4.04	3.80	--
资产负债率（%）	59.95	61.16	57.44	57.49
全部债务资本化比率（%）	45.68	47.30	40.75	39.83
流动比率（%）	50.25	47.84	48.72	49.21
经营现金流动负债比（%）	14.74	13.15	16.75	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.46	0.59	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.48	2.16	2.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.43	7.28	6.13	--

公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	539.50	607.76	589.01
所有者权益（亿元）	168.70	176.38	231.25
全部债务（亿元）	164.92	162.98	112.41
营业收入（亿元）	19.44	15.52	16.13
利润总额（亿元）	23.34	10.88	12.02
资产负债率（%）	68.73	70.98	60.74
全部债务资本化比率（%）	49.43	48.03	32.71
流动比率（%）	105.91	92.26	102.40
经营现金流动负债比（%）	0.78	1.20	-0.85

注：1. 2022 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，一年内到期的非流动负债中的非有息债务未计入短期债务
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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
20 美凯龙 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/6/25	闫欣 于思远	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

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 日之前的和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

红星美凯龙家居集团股份有限公司
2022 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。截至 2022 年 3 月底，公司实收资本 43.55 亿元，红星控股持股 60.12%，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 2022 年 4 月 27 日，红星控股质押公司股份 12.98 亿股，占其持有公司股份的 49.57%，占公司总股本的 29.80%。

截至 2022 年 3 月底，公司内设发展中心、自建项目管理部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1351.88 亿元，所有者权益 575.31 亿元（含少数股东权益 35.49 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 155.13 亿元，利润总额 28.02 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1350.99 亿元，所有者权益 574.29 亿元（含少数股东权益 33.75 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.75 亿元，利润总额 8.82 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 2022 年 4 月底，由联合资信评定的公司存续债券为“20 美凯龙 MTN001”，该债券募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2022 年 5 月底跟踪评级债券情况

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

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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别

多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、 行业分析

公司主要从事家居商场经营，行业分析围绕家居行业展开。

1. 行业概况

2021年下半年以来，房地产行业景气度快速下行，但2021年全国规模以上建材家居卖场销售额相比疫情前水平仍有一定增长，疫情高峰过后的需求反弹以及存量房装修需求的发掘起到一定作用。

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，2019－2021年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为10057.10亿元、7624.17亿元和11773.92亿元，

2021年的销售额超过疫情前水平，一是由于2021年是新冠肺炎疫情爆发的第二年，前期由于疫情管控而暂停的入户家装的刚性需求，在2021年疫情常态化防控中得以逐步释放；二是在疫情长期存在的情况下，人们更加关注自身居住环境的改善，对家居空间的绿色环保、居住体验、使用功能、视觉美感等提出了更高的要求。

2. 行业上下游情况

家居行业与房地产行业相关性较高，同时近年新冠疫情的发展情况对行业扰动较大。

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



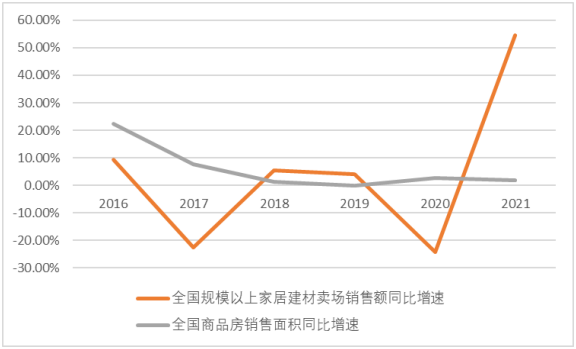
资料来源：Wind

家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入行门槛低，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。

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。

2016年四季度，“房住不炒”等一系列政策出台，对家居建材卖场销售额造成较大影响，2018年恢复增长主要系卖场服务模式和体验模式升级吸引人气回流所致。2020年以来，新冠疫情的爆发和缓和对家居行业影响大于房地产行业景气度的影响。

图 2　家居建材卖场和商品房销售情况



资料来源：Wind

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较高，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. 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较高。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 2022 年 3 月底，公司实收资本 43.55 亿元，红星控股持股 60.12%，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。

2. 企业规模

公司经营规模较大，市场竞争力强，具有较高的品牌知名度、影响力和较强的综合运营能力。

公司主要从事家居装饰及家具零售商场的开发经营。根据弗若斯特沙利文咨询公司统计数据，公司是国内地域覆盖面最广阔、商场数量最多且经营面积最大的全国性家居装饰及家具商场运营商。2021年，就零售额而言，公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为17.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为7.4%。截至2021年底，公司经营了95家自营商场，278家委管商场，10家战略合作商场，69个特许经营家居建材项目，共包括485家家居建材店/产业街，覆盖全国30个省、直辖市、自治区的224个城市，总经营面积2230.35万平方米。

3. 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：91310000662481675l），截至2022年5月27日，公司本部已结清信贷信息概要中存在1笔关注类贷款，系建设银行上市时对贷款重新分类，民营企业相关业务被分类至关注类所致，该笔业务公司按时还本付息。公司无未结清的不良和关注类贷款信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年5月底，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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。

根据公司于 2021 年 10 月 22 日公告的《红星美凯龙家居集团股份有限公司非公开发行 A 股股票发行情况报告书》，公司向特定投资者非公开发行股票 44973.27 万股，发行价格为 8.23 元/股，募集资金总额为 37.01 亿元，扣除各项不含税发行费用（人民币 2293.61 万元）后，实际募集资金净额为人民币 36.78 亿元，资金于 2021 年 10 月 11 日全部到位。

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。

2021年6月，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，后者为远洋集团控股有限公司间接持股的子公司。本次股权转让价款金额约12.20亿元，债权转让价款约11.23亿元，处置日为2021年6月30日。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司自营商场和委托管理商场的经常性收入基本恢复至疫情前水平，但高毛利的商业咨询收入仍较疫情前有很大差距。综合毛利率水平较上年无明显变化。

2021 年，公司自营商场租赁及相关收入同比增长 21.14%，主要系 2020 年公司推出免租政策及 2021 年公司以重运营战略为导向，积极进行品类调整所致。委管商场相关收入同比下降 9.06%，主要系商业咨询项目和工程项目结算项目同比减少以及项目前期品牌咨询费用按履约进度确认项目收入所致；其中，委管商场的经常性收入年度品牌咨询管理费用同比增长 8.21%，主要系上年因疫情对委托方进行了费用减免，以及当期委管商场数量增加所致。商品销售及家装收入同比增长 14.01%，主要系本年度家装相关项目数量及工程进度较上年同期提升所致。建造施工及设计收入同比下降 10.17%，主要系根据工程项目进度确认收入所致。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率较上年变化不大。具体来看，与委托商场相关的毛利率有一定下滑，主要系家居商场行业已过高速增长期，公司承接前期品牌咨询和商业咨询项目减少，而人工成本相对固定所致。

2022年1－3月，公司实现营业收入33.75亿元，同比变化不大；综合毛利率为61.46%；利润总额为8.82亿元，同比下降11.89%，主要系公允价值变动收益减少所致。

表3　2019—2021年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
自营及租赁收入	77.99	47.35	78.78	66.82	46.94	76.56	80.95	52.18	77.10
与委托经营管理商场相关收入	47.02	28.55	65.45	35.80	25.15	59.84	32.56	20.99	52.36
其中：项目前期品牌咨询委托管理服务收入	13.10	7.95	86.37	7.88	5.54	79.39	6.67	4.30	72.67
项目年度品牌咨询委托管理服务收入	21.90	13.29	41.57	20.61	14.48	43.15	22.31	14.38	42.30
工程项目商业管理咨询收入	0.97	0.59	93.00	1.26	0.89	93.00	0.26	0.17	93.00
商业咨询费及招商佣金收入	11.06	6.71	85.51	6.04	4.24	84.36	3.32	2.14	75.92
商品销售及家装收入	5.69	3.45	22.64	12.24	8.60	21.88	13.96	9.00	20.55
建造施工及设计	22.51	13.66	35.15	16.68	11.72	32.66	14.99	9.66	27.33
其他	11.49	6.97	51.57	10.81	7.60	63.35	12.68	8.17	72.86
合计	**164.69**	**100.00**	**65.17**	**142.36**	**100.00**	**61.51**	**155.13**	**100.00**	**61.67**

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司年报

2．家居商场经营情况

公司家居商场经营规模继续小幅增长，出租率依然处于很高水平，单位面积经营收入较2020年明显增长，但未恢复至疫情前水平。

2021年，公司家居建材商场经营规模持续增长，自营商场较上年增加3家，其中2家为自建，分别位于杭州和南昌，1家为联合营，位于广州；委管商场较上年增加5家。自营和委管商场经营面积较上年增长1.12%。

出租率方面，2021年，公司自营及委管商场出租率较上年略微有所提升，依然处于很高水平。

表4　公司商场经营数据变化情况（家、万平方米、%）

业务类别	2019 年			2020 年			2021 年		
	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	87	773.68	93.40	92	803.43	92.10	95	845.55	94.10
其中：自有	58	604.87	--	63	628.52	--	66	674.28	--
租赁	29	168.81	--	29	174.91	--	29	171.27	--
委管商场	250	1325.01	93.50	273	1402.14	90.70	278	1384.81	91.40
合计	**337**	2098.70	--	**365**	2205.57	--	**373**	2230.35	--

注：自有商场中包含合营及联营
资料来源：公司年报

从区域上看，截至2021年底，公司自营商场在上海、东北、华东经营面积占比较高。委管商场在华北、华东、华中和西部占比较高。

表5　截至2021年底公司家居商场区域分布情况（单位：家、万平方米）

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	22.69	1	12.17	4	34.86	1	11.29
上海	7	90.56	--	--	7	90.56	--	--
天津	4	46.14	--	--	4	46.14	3	17.79
重庆	4	33.08	2	13.27	6	46.35	8	26.50
东北	10	109.89	--	--	10	109.89	15	71.49
华北	3	22.44	8	44.57	11	67.01	30	152.75
华东	17	196.76	12	59.80	29	256.57	120	634.25

华中	4	52.74	4	34.08	8	86.82	40	181.06
华南	5	24.24	2	7.38	7	31.62	11	54.94
西部	9	75.74	--	--	9	75.74	50	234.73
合计	**66**	**674.28**	**29**	**171.27**	**95**	**845.55**	**278**	**1384.81**

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. 合计数尾差系四舍五入所致
资料来源：公司年报

从单位面积经营收入来看，公司自有、租赁和联合营商场单位面积经营收入均较上年有明显增长，但自有和租赁单位面积收入较疫情前仍有差距。

表 6　公司商场单位面积经营收入（单位：元）

商场类型	2019 年	2020 年	2021 年
自有	104.14	84.81	98.32
租赁	75.06	57.60	64.19
联合营	81.69	64.11	88.81

资料来源：公司年报

3. 经营效率

公司经营效率较上年有小幅回升。

2021 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 7.79 次、18.09 次和 0.12 次，较上年有小幅回升，分别上升 0.27 次、1.47 次和 0.01 次。

4. 在建及拟建项目

公司建设支出压力一般。

截至 2021 年底，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 年底，公司在建拟建项目尚需投资 64.19 亿元（不包含未确认投资计划的 3 个项目），为 2021 年经营活动现金流入净额的 1.19 倍，若不考虑偿还债务计划，建设支出压力一般。

表 7　截至 2021 年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 年底已投资	尚需投资
在建家居商场项目	南宁定秋路	南宁	16.60	10.00	8.10	1.90
	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	12.96	5.04
	西安浐灞	西安	14.80	10.00	4.48	5.52
	赣州南康	赣州	15.70	7.38	3.84	3.54
	海口龙昆路	海口	11.00	10.20	7.18	3.02
	南通通京大道	南通	6.60	/	/	/
小计			**97.70**	**58.78**	**39.05**	**19.73**
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	/	/	/
	宿州星丰项目	宿州	3.07	/	/	/
小计			**122.17**	**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	吉林	9.57	2.25	1.23	1.02
	天津红星美凯龙供应链管理有限公司仓储物流项目	天津	8.48	1.98	1.46	0.52
小计			**18.05**	**4.23**	**2.69**	**1.54**
合计			**237.92**	**111.23**	**47.04**	**64.19**

注：南京南通大道项目、顾戴路项目和宿州星丰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

未来公司将继续巩固行业领导地位，践行数字化改革，并控制债务杠杆。

未来公司将继续向“轻资产，重运营”转型，稳固市场领导地位，通过自营模式巩固一、二线城市的市场领先地位，有选择性地在核心城市开设新的家居商场；继续开展家装家居一体化，强化“选装修买家居都在红星美凯龙”的消费者心智，践行“高端家装就一站”的战略目标，为消费者提供从设计、装修、商品到服务的一站式解决方案；继续推进线上线下一体化，加深“线上预选，线下体验成交”的消费者心智，通过线上深度运营，完善消费者画像、帮助消费者清晰消费需求，从而实现精准引流线下以及高效转化成交。

财务方面，公司将继续缩减资本开支，并以稳健的经营性现金流，持续优化资本结构，降低计息负债规模和资产负债率，坚持“降杠杆”战略的落地。

十、财务分析

公司提供了 2021 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。2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1351.88 亿元，所有者权益 575.31 亿元（含少数股东权益 35.49 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 155.13 亿元，利润总额 28.02 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1350.99 亿元，所有者权益 574.29 亿元（含少数股东权益 33.75 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 33.75 亿元，利润总额 8.82 亿元。

1. 资产质量

2021 年，公司资产规模小幅增长，投资性房地产仍能实现公允价值变动收益，但受限比例很高，公司再融资空间有限；长期股权投资、其他权益工具和其他非流动资产对公司的流动性占用较大。

截至2021年底，公司资产总额较上年底增长2.77%，变化不大。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**139.54**	**11.41**	**151.37**	**11.51**	**156.53**	**11.58**	**160.10**	**11.85**
货币资金	72.29	5.91	65.11	4.95	69.04	5.11	65.45	4.84
非流动资产	**1083.40**	**88.59**	**1164.11**	**88.49**	**1195.35**	**88.42**	**1190.90**	**88.15**
其他权益工具投资	39.99	3.27	42.07	3.20	41.70	3.08	32.89	2.43
长期股权投资	36.54	2.99	37.04	2.82	39.29	2.91	39.73	2.94
其他非流动资产	58.51	4.78	52.83	4.02	50.03	3.70	51.60	3.82
投资性房地产	851.07	69.59	931.50	70.81	955.75	70.70	959.33	71.01
资产总额	**1222.94**	**100.00**	**1315.48**	**100.00**	**1351.88**	**100.00**	**1350.99**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司货币资金69.04亿元，较上年底增长6.03%，主要系经营活动现金净流入所致。

公司投资性房地产使用公允价值计量模式。截至2021年底，公司投资性房地产955.75亿元，较上年底增长2.60%，变化不大。投资性房地产当年实现公允价值变动3.74亿元。

截至2021年底，公司资产受限比例较高，其中核心资产投资性房地产受限比例很高，再融资空间有限。

表 9　截至 2021 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	7.84	11.36	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
其他权益工具投资	1.37	3.29	借款质押
投资性房地产	853.16	89.27	借款、CMBS、信托质/抵押
固定资产	23.10	87.01	借款抵押
合计	**885.47**	**65.50**	--

注：数据略有差异系四舍五入造成
数据来源：公司年报

2022年3月底，公司资产规模略有下降，主要系货币资金下降所致。资产构成较上年底变化不大。

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 2021 年底，公司所有者权益 575.31 亿元，较上年底增长 12.59%，主要系非公开发行股票增加了股本和资本公积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.83%，少数股东权益占比为 6.17%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.57%、11.96%、3.26%和 67.20%。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 2022 年 3 月底，公司所有者权益 574.29 亿元，较上年底下降 0.18%。所有者权益构成较上年底变化不大。

（2）负债

公司负债总额较上年有所下降，负债结构变化不大，但有息债务有一定幅度下降。公司对债务杠杆的控制有一定成效，但 2022 年到期债务金额较大，债务期限与经营模式存在错配，债务结构有待改善。

截至 2021 年底，公司负债总额 776.56 亿元，较上年底下降 3.47%。其中，流动负债占 41.38%，非流动负债占 58.62%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

表 10　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**277.68**	**37.88**	**316.39**	**39.33**	**321.32**	**41.38**	**325.36**	**41.89**
其他应付款	78.00	10.64	89.87	11.17	97.71	12.58	124.09	15.98
一年内到期的非流动负债	98.05	13.37	118.97	14.79	116.99	15.07	106.00	13.65
非流动负债	**455.42**	**62.12**	**488.11**	**60.67**	**455.25**	**58.62**	**451.35**	**58.11**
长期借款	159.20	21.72	222.12	27.61	216.06	27.82	214.96	27.68
租赁负债	33.22	4.53	40.83	5.08	39.58	5.10	37.10	4.78
递延所得税负债	119.89	16.35	125.18	15.56	134.01	17.26	134.65	17.34
其他非流动负债	68.58	9.36	46.28	5.75	50.82	6.54	49.87	6.42
负债总额	**733.10**	**100.00**	**804.50**	**100.00**	**776.56**	**100.00**	**776.70**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）97.71 亿元，较上年底增长 8.72%，主要系应付物业购置款增加所致。公司其他应付款主要由合作方往来款（占 31.13%）、商户质量保证金及押金（占 26.40%）、代收商户货款（占 14.51%）、应付物业购置款（占 10.81%）和应付建筑商款项（占 5.76%）构成。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 116.99 亿元，较上年底下降 1.67%，变化不大。

截至 2021 年底，公司长期借款 216.06 亿元，较上年底下降 2.73%。长期借款全部为抵押、质押、保证借款，无信用借款。

截至2021年底，公司租赁负债39.58亿元，

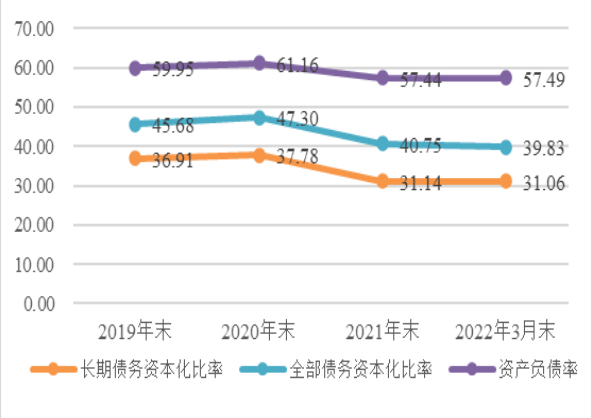
较上年底下降 3.07%，主要系部分重分类至一年内到期的非流动负债所致。

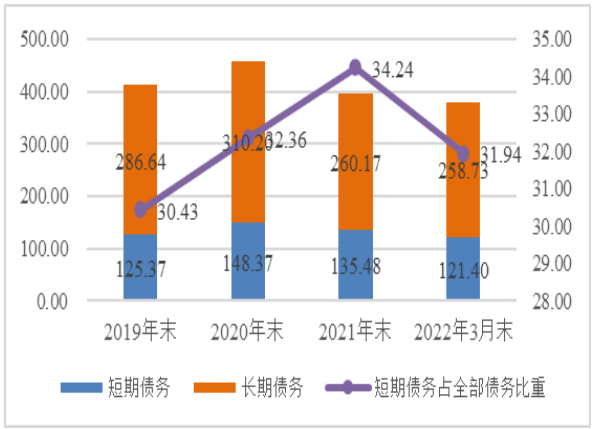
截至 2021 年底，公司其他非流动负债 50.82 亿元，较上年底增长 9.82%，主要系公司自营商场本年与旭辉永升（海南）投资有限公司（以下简称“旭辉永升”）签订协议，约定 71 家自营商场未来 20 年的物业服务，由旭辉永升的子公司上海美凯龙物业管理服务有限公司（该公司于 2021 年四季度转让 80%股权予旭辉永升，不再纳入公司合并范围）提供，并收取折扣款所致。该折扣应在后续接受物业服务的期间分摊，冲减物业服务成本。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 776.70 亿元，较上年底增长 0.02%，变化不大。其中，流动负债占 41.89%，非流动负债占 58.11%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司有息债务较上年底下降 13.72%，但短期债务占比进一步上升，2022 年债务有集中到期压力。截至 2022 年 3 月底，公司债务负担处于适中水平，但考虑到公司资产较重，自持商场投资回报周期较长，债务期限结构有待改善。

图 3　公司债务指标情况





资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

表 11　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
金额（亿元）	135.48	48.22	66.47	145.48	**395.64**
占比（%）	34.24	12.19	16.80	36.77	**100.00**

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

2021 年疫情缓和，公司收入回升，但费用对利润的侵蚀依然较大，此外，疫情和经济增长放缓对公司资产质量造成影响，当年信用减值和资产减值准备对利润亦有较大影响。公司盈利能力指标表现较弱。

2021 年，公司实现营业总收入 155.13 亿元，同比增长 8.97%，主要系上年推出免租政策及本年以重运营战略为导向，进行品类调整带动单位租金收入和出租率增长所致；利润总额 28.02 亿元，同比下降 0.43%，主要系当期应收账款信用减值损失计提较多所致。

2021 年，公司费用总额为 65.89 亿元，同比增长 12.16%，主要系管理费用和销售费用增加所致。2021 年，公司期间费用率为 42.48%，同比提高 1.21 个百分点。公司费用对整体利润侵蚀较大。

2021 年，公司非经常性损益对利润影响依然较大。其中投资收益 5.39 亿元，较上年增长 142.80%，主要系处置物流公司股权所致。同期，公司公允价值变动收益 3.72 亿元，较上年下降 24.77%，主要系疫情影响，公允价值增值放缓。同期，公司资产减值损失 2.71 亿元，主要系对吉盛伟邦商标使用权计提减值所致。因疫情反复，整体经济增长放缓，对公司项目推

进产生了一定的影响，储备项目进一步下降，考虑到未来整体经济环境的影响，公司出于谨慎性考虑对该商标使用权全额计提了减值。同期，公司信用减值损失为 4.82 亿元，主要系一是公司部分项目合作方因疫情和经济环境影响，资金紧张，公司给予合作方一定的信用期延长，进而导致了整体账龄的延长，当期计提的坏账准备增加；二是公司建造施工业务一般在完成相应工程阶段的结算后收款，因年末时点已结算未收款项目增加且平均账龄较上年有所延长，相应计提坏账准备较上年有所增长。

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.03%和 3.80%，同比分别上升 0.27 个百分点和下降 0.23 个百分点。公司盈利指标表现较弱。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 33.75 亿元，同比变化不大；2022 年 1－3 月，实现利润总额 8.82 亿元，同比下降 11.89%，主要系公允价值变动收益减少所致。

4. 现金流分析

2021 年，随着营业收入增加，公司经营活动现金净流入金额同比增长，投资活动净流出大幅缩减，筹资活动大幅净流出。整体现金流表现符合公司压降债务轻资产运作的战略方向。

表 12　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	164.90	147.92	166.67	36.11
经营活动现金流出小计	123.96	106.32	112.87	23.51
经营活动现金流量净额	**40.94**	**41.60**	**53.81**	**12.60**
投资活动现金流入小计	46.09	46.93	78.24	29.58
投资活动现金流出小计	86.91	95.45	79.51	25.52
投资活动现金流量净额	**-40.83**	**-48.52**	**-1.27**	**4.07**
筹资活动前现金流量净额	**0.11**	**-6.92**	**52.54**	**16.67**
筹资活动现金流入小计	170.97	196.54	161.74	29.74
筹资活动现金流出小计	179.46	198.36	212.28	48.93
筹资活动现金流量净额	**-8.50**	**-1.82**	**-50.54**	**-19.19**
现金收入比	97.01	96.16	102.64	80.76

数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2021年公司经营活动现金流入同比增长12.68%，主要系上年受疫情影响减免延迟收取租金管理费所致；经营活动现金流出同比增长6.15%，主要系支付各种费用等款项增加所致。当期经营活动现金流入净额同比增长29.35%。2021年，公司现金收入比为102.64%，同比上升6.48个百分点。

从投资活动来看，2021年公司投资活动现金流入同比增长66.72%，主要系处置子公司及收回项目相关资金往来款所致；投资活动现金流出同比下降16.70%，主要系上年收购股权所致。当期投资活动现金流出净额大幅下降97.39%。

从筹资活动来看，2021年公司进行债务压降，取得借款收到的现金大幅下降，同时公司定增发行股票，综合影响下筹资活动流入下降17.71%；筹资活动现金流出同比增长7.01%，主要系偿还债务所致。

2022年1－3月，公司经营活动仍为净流入状态，投资活动由净流出转为净流入，筹资活动保持净流出态势。

5．偿债能力指标

公司长期偿债能力指标2021年略有改善，总体表现尚可，但短期偿债能力指标依然较弱。

短期偿债能力方面，2021年及2022年3月底，公司短期偿债能力指标变化不大，各指标均表现较弱。

长期偿债能力方面，随着债务的压降，公司EBITDA对全部债务的覆盖倍数有所改善，对利息的覆盖倍数略有下降。总体看长期偿债能力指标表现尚可。

表13　公司偿债能力指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	50.25	47.84	48.72	49.21
速动比率(%)	49.06	46.80	47.69	48.21
现金短期债务比(倍)	0.60	0.46	0.59	0.68
长期偿债能力指标				
EBITDA利息倍数(倍)	3.48	2.16	2.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.43	7.28	6.13	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司无对外担保事项。

截至2021年底，公司合并口径银行授信总额为366.53亿元，其中未使用额度为38.22亿元。公司同时为H股及A股上市公司，具备直接融资渠道。

6．母公司财务分析

母公司主要职能为对下属企业的管控及公开市场债务融资主体，收入以服务收入和投资收益为主，整体债务负担较轻，但现金类资产对短期债务覆盖程度低。

截至2021年底，母公司资产总额589.01亿元，较上年底下降3.08%，变化不大。其中，流动资产316.14亿元（占比53.67%），非流动资产272.88亿元（占比46.33%）。从构成看，流动资产主要为其他应收款（占92.88%），非流动资产主要由其他权益工具投资（占8.92%）、长期股权投资（占75.40%）、其他非流动资产（占8.94%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为12.34亿元。

截至2021年底，母公司负债总额357.76亿元，较上年底下降17.07%。其中，流动负债308.73亿元（占比86.30%），非流动负债49.03亿元（占比13.70%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占13.00%）、其他应付款（占70.81%）、一年内到期的非流动负债（占11.49%）构成，非流动负债主要由长期借款（占52.30%）、应付债券（占10.86%）、其他非流动负债（占35.12%）构成。母公司2021年资产负债率为60.74%，较上年底下降10.24个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务112.41亿元。其中，短期债务占68.00%、长期债务占32.00%。截至2021年底，母公司短期债务为76.44亿元，存在较大的偿付压力。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率32.71%，母公司债务负担较轻。

截至2021年底，母公司所有者权益为231.25亿元，较上年底增长31.12%，主要系定增发行股票所致。在所有者权益中，实收资本为43.55亿元（占18.83%）、资本公积合计81.62亿元（占35.29%）、未分配利润合计76.61亿元（占33.13%）、盈余公积合计20.27亿元（占8.76%），权益稳定性一般。

2021年，母公司营业收入为16.13亿元，利润总额为12.02亿元。同期，母公司投资收益为19.75亿元。

现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为-2.61亿元，投资活动现

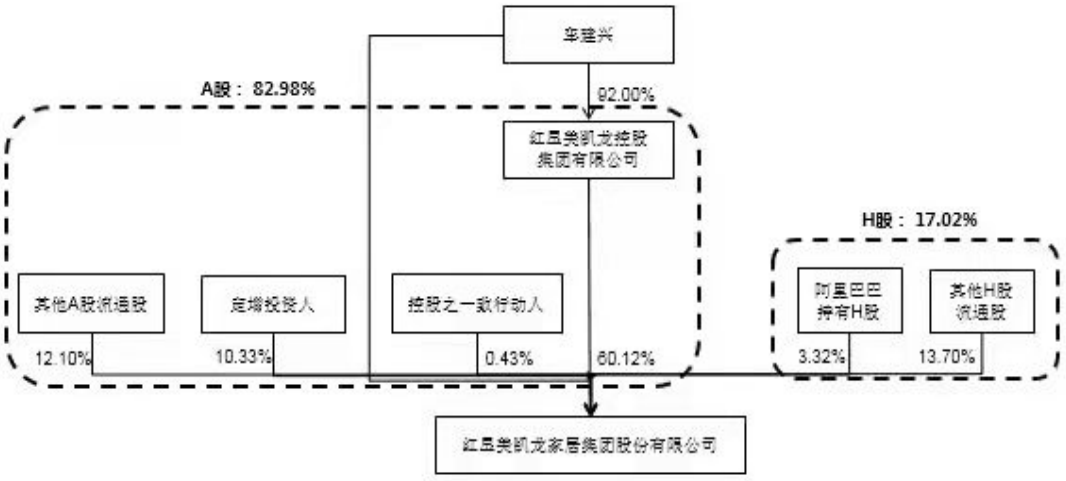
金流净额28.80亿元，筹资活动现金流净额-27.56亿元。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的43.57%；母公司负债占合并口径的46.07%；母公司所有者权益占合并口径的40.20%；母公司营业总收入占合并口径的10.40%；母公司营业收入占合并口径的10.40%；母公司利润总额占合并口径的42.90%；母公司全部债务占合并口径的28.41%。

十一、结论

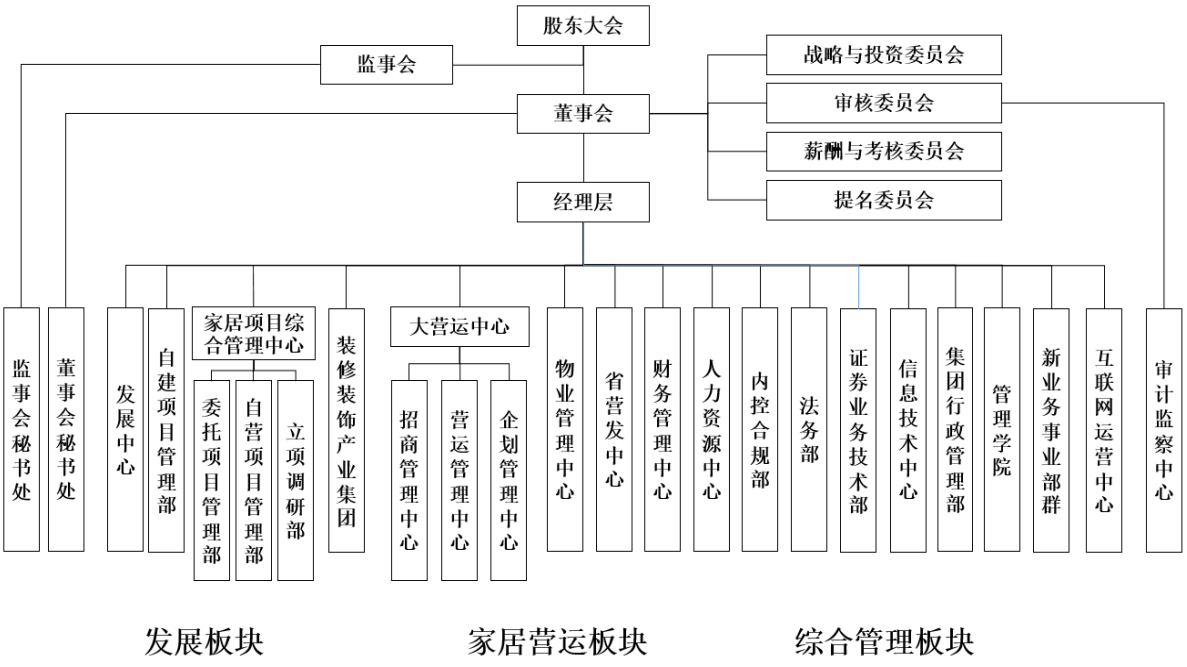
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“20美凯龙MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底公司重要子公司情况

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	济南红星美凯龙世博家居生活广场有限公司	10260.00	场地租赁管理	70.00	--
2	南京名都家居广场有限公司	8000.00	场地租赁管理	60.00	40.00
3	上海红星美凯龙全球家居有限公司	15000.00	场地租赁管理	100.00	--
4	上海红星美凯龙家居艺术设计博览有限公司	44500.00	场地租赁管理	100.00	--
5	上海山海艺术家俱有限公司	24255.00	场地租赁管理	--	90.00
6	上海红星美凯龙装饰家具城有限公司	5000.00	场地租赁管理	92.00	5.00
7	上海新伟置业有限公司	5000.00	场地租赁管理	40.00	58.20
8	上海红星美凯龙环球家居设计博览有限公司	5000.00	场地租赁管理	--	97.00
9	苏州工业园区红星美凯龙家居有限公司	10000.00	场地租赁管理	55.00	--
10	郑州红星美凯龙国际家居有限公司	3000.00	场地租赁管理	51.00	9.31

注：表中为公司 2021 年商场业态营业收入前 10 名子公司
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	74.63	67.59	80.09	82.20
资产总额（亿元）	1222.94	1315.48	1351.88	1350.99
所有者权益（亿元）	489.85	510.98	575.31	574.29
短期债务（亿元）	125.37	148.37	135.48	121.40
长期债务（亿元）	286.64	310.20	260.17	258.73
全部债务（亿元）	412.01	458.58	395.64	380.13
营业收入（亿元）	164.69	142.36	155.13	33.75
利润总额（亿元）	62.03	28.14	28.02	8.82
EBITDA（亿元）	93.09	63.02	64.57	--
经营性净现金流（亿元）	40.94	41.60	53.81	12.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.32	7.52	7.79	--
存货周转次数（次）	19.70	16.62	18.09	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.11	0.12	--
现金收入比（%）	97.01	96.16	102.64	80.76
营业利润率（%）	62.57	58.86	58.80	58.59
总资本收益率（%）	7.87	4.76	5.03	--
净资产收益率（%）	9.57	4.04	3.80	--
长期债务资本化比率（%）	36.91	37.78	31.14	31.06
全部债务资本化比率（%）	45.68	47.30	40.75	39.83
资产负债率（%）	59.95	61.16	57.44	57.49
流动比率（%）	50.25	47.84	48.72	49.21
速动比率（%）	49.06	46.80	47.69	48.21
经营现金流动负债比（%）	14.74	13.15	16.75	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.46	0.59	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.48	2.16	2.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.43	7.28	6.13	--

注：1. 2022 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，一年内到期的非流动负债中的非有息债务未计入短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.03	13.00	12.36
资产总额（亿元）	539.50	607.76	589.01
所有者权益（亿元）	168.70	176.38	231.25
短期债务（亿元）	84.00	110.25	76.44
长期债务（亿元）	80.92	52.73	35.97
全部债务（亿元）	164.92	162.98	112.41
营业收入（亿元）	19.44	15.52	16.13
利润总额（亿元）	23.34	10.88	12.02
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	2.22	4.47	-2.61
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.09	4.22	5.22
存货周转次数（次）	68.40	100.51	158.98
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.03
现金收入比（%）	100.86	113.78	101.48
营业利润率（%）	80.15	82.03	79.87
总资本收益率（%）	11.86	8.55	8.64
净资产收益率（%）	13.94	6.90	5.62
长期债务资本化比率（%）	32.42	23.02	13.46
全部债务资本化比率（%）	49.43	48.03	32.71
资产负债率（%）	68.73	70.98	60.74
流动比率（%）	105.91	92.26	102.40
速动比率（%）	105.90	92.25	102.39
经营现金流动负债比（%）	0.78	1.20	-0.85
现金短期债务比（倍）	0.18	0.12	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 母公司债务数据由公司提供；2. “/”代表数据未经获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务指标计算公式

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	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持