

# 租金减免导致业绩承压，费用管控现成效

## 美凯龙(601828)

评级:	买入	股票代码:	601828
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.35/4.11
目标价格:		总市值(亿)	244.30
最新收盘价:	5.61	自由流通市值(亿)	202.71
		自由流通股数(百万)	3,613.45

### 事件概述

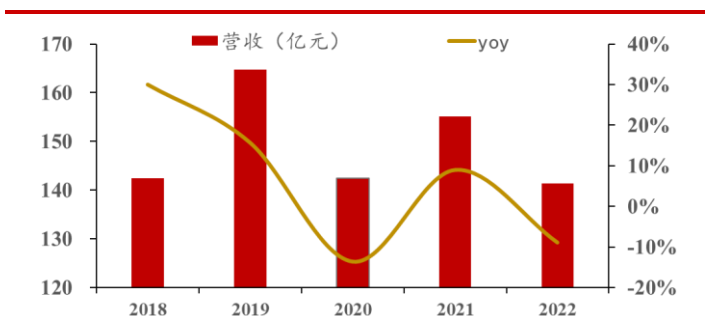
公司发布 2022 年年报，2022 年全年公司实现营收 141.38 亿元，同比下滑了 8.86%；归母净利润 7.49 亿元，同比下滑了 63.43%；扣非后归母净利为 6.16 亿元，同比下滑了 62.81%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 38.79 亿元，比去年同期减少了 27.91%，主要系本期公司减免及延迟收取租金及管理费所致。单季度看，公司 2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 33.75/35.82/35.27/36.54 亿元，同比+1.01%/-13.93%/-8.42%/-12.12%；分别实现归母净利润 6.98/3.27/2.93/-5.69 亿元，同比下滑 3.4%/58.44%/47.25%/3152.19%。

### 分析判断:

#### ► 收入端：受宏观经济波动影响较大，自营商场出租率较去年有所下滑

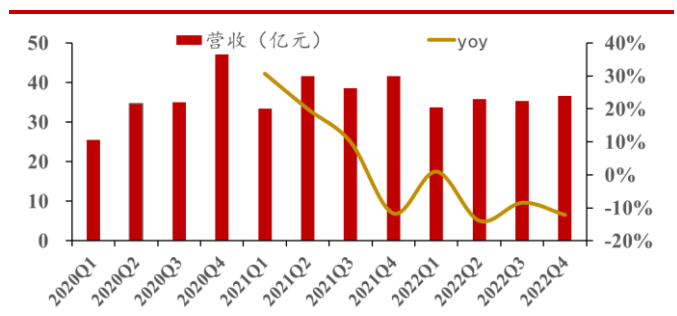
截至报告期末，公司经营了 94 家自营商场，284 家委管商场，8 家战略合作商场，57 个特许经营家居建材项目，共包括 476 家家居建材店/产业街，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 223 个城市，总经营面积约 2251 万平方米。其中，94 家自营商场的经营面积约为 837 万平方米，平均出租率为 85.2% 低于去年的 90%+。截至报告期末，公司有 19 家筹备中的自营商场。284 家委管商场的经营面积约为 1414 万平方米，平均出租率 86.7%。其中，三线及以下城市委管商场经营面积占比约 70%。公司筹备的委管商场中，有 315 个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。公司自营商场的租赁及相关收入为 78.68 亿元，同比下降 2.8%，占营业收入 55.6%，主要由于 2022 年自营商场受到宏观经济波动影响以及集团推出免租政策使得自营商场收入较上年同期降低。委管商场中委管业务收入（包括项目前期品牌咨询委托管理服务收入、项目年度品牌咨询委托管理服务收入、工程项目商业管理咨询费收入、商业咨询费及招商佣金收入）为 23.76 亿元，较上年同期下降 27%，主要系主要系项目前期品牌咨询委托管理、工程项目商业管理咨询费与商业咨询费及招商佣金项目收入降低所致。公司建造施工及设计收入合计为 12.33 亿元，相比上年同期下滑了 17.7%，主要系本年工程项目数量及进度较上年减少所致。家装相关服务及商品销售合计录入收入 6.41 亿元，同比下降了 54%，主要系受到宏观经济波动影响家装相关项目数量及工程进度较上年减少所致。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



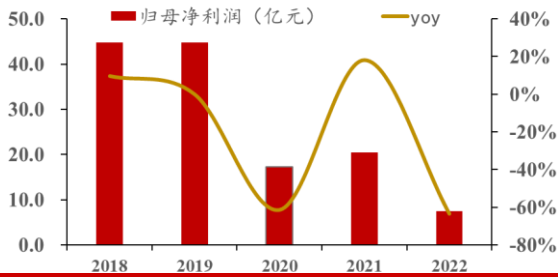
资料来源：Wind，华西证券研究所

#### ► 利润端：费用率管控现成效

盈利能力方面，2022 年公司实现毛利率 58.36%，同比下滑了 3.31pct，净利率同比下滑了 8.04pct 至 6.07%。分产品看，公司自营及租赁收入的毛利率下滑了 3.9pct 至 73.2%。公司投资收益约为 4683 万元，同比下滑了 91.31%，主要系本期联合营企业投资亏损，且上年同期处置物流板块资产所致。费用方面，2022 年公司费用率为 37.74%，同比下滑了 4.74pct。其中销售费用率为 11%，同比下滑了 2.3pct，主要系公司严格控制品牌宣传推

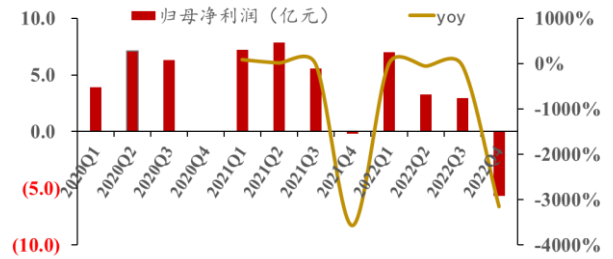
广告活动支出导致广告及文宣费用下降。管理费用率为 9.98%，同比下滑了 2.94pct，主要系职工薪酬及福利费、办公及行政费用明显下降。财务费用率为 16.43%，同比增加了 0.57pct。研发费用率同比下滑了 0.06pct 至 0.33%。

图 3 公司归母净利润



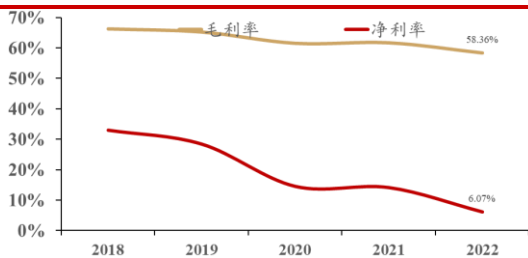
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



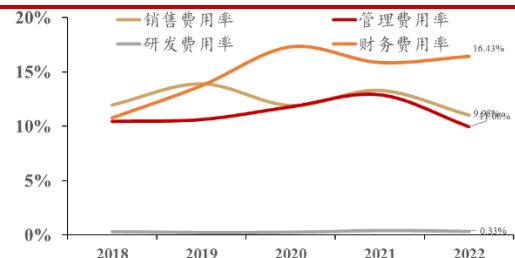
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司各项费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 投资建议

公司持续推进“轻资产，重运营，降杠杆”，同时不断丰富渠道结构，从多维度进行流量捕获，我们预计公司会深入拓展家装业务、软装业务、高端家电零售业务等，盈利能力 2023 年将迎来修复。考虑到 2022 年疫情反复对公司线下业务具有一定的影响，从而导致公司未来业务的发展进度放缓，我们下调公司 2023-2024 年的盈利预测，营收分别由 168.74/185.7 亿元下调至 153.51.82/165.82 亿元，EPS 分别由 0.50/0.61 元下调至 0.41/0.50 元。预计 2025 年公司实现营收 175.87 亿元，EPS 为 0.58 元。对应 3 月 31 日的收盘价 5.61 元/股，23-25 年 PE 分别为 13.71/11.21/9.63X。维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 地产销售不及预期。
- 2) 新零售模式拓展不顺利。
- 3) 建发股份入股和阿里巴巴转股事件尚未成功实施，仍具有不确定风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,513	14,138	15,351	16,582	17,587
YoY (%)	9.0%	-8.9%	8.6%	8.0%	6.1%
归母净利润(百万元)	2,047	749	1,782	2,179	2,537
YoY (%)	18.3%	-63.4%	138.0%	22.3%	16.5%
毛利率 (%)	61.7%	58.4%	62.3%	62.4%	62.3%
每股收益 (元)	0.47	0.17	0.41	0.50	0.58
ROE	3.8%	1.4%	3.3%	3.9%	4.5%
市盈率	11.93	32.63	13.71	11.21	9.63

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

分析师：戚志圣

邮箱：xulf@hx168.com.cn

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,138	15,351	16,582	17,587	净利润	858	1,966	2,403	2,799
YoY (%)	-8.9%	8.6%	8.0%	6.1%	折旧和摊销	965	938	887	852
营业成本	5,887	5,784	6,229	6,636	营运资金变动	-1,413	-557	250	685
营业税金及附加	414	439	478	507	经营活动现金流	3,879	4,858	5,902	6,483
销售费用	1,555	2,103	2,258	2,392	资本开支	-1,039	-649	-676	-684
管理费用	1,410	2,011	2,152	2,281	投资	905	-560	-312	-315
财务费用	2,323	2,053	1,988	1,750	投资活动现金流	688	-1,038	-843	-860
研发费用	46	61	68	72	股权募资	3	0	0	0
资产减值损失	-655	-500	-350	-340	债务募资	9,565	0	300	100
投资收益	47	61	75	79	筹资活动现金流	-8,059	-3,175	-3,115	-3,291
营业利润	1,679	2,735	3,315	3,851	现金净流量	-3,490	645	1,943	2,332
营业外收支	-26	-150	-155	-170					
利润总额	1,652	2,585	3,160	3,681	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	794	619	757	881	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	858	1,966	2,403	2,799	营业收入增长率	-8.9%	8.6%	8.0%	6.1%
归属于母公司净利润	749	1,782	2,179	2,537	净利润增长率	-63.4%	138.0%	22.3%	16.5%
YoY (%)	-63.4%	138.0%	22.3%	16.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.17	0.41	0.50	0.58	毛利率	58.4%	62.3%	62.4%	62.3%
					净利率	6.1%	12.8%	14.5%	15.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	0.6%	1.4%	1.7%	1.9%
货币资金	2,928	3,574	5,517	7,849	净资产收益率 ROE	1.4%	3.3%	3.9%	4.5%
预付款项	367	339	373	394	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	303	305	326	348	流动比率	0.45	0.49	0.57	0.64
其他流动资产	7,856	8,276	8,996	9,226	速动比率	<b>0.35</b>	<b>0.39</b>	<b>0.47</b>	<b>0.54</b>
流动资产合计	11,454	12,494	15,211	17,817	现金比率	0.12	0.14	0.21	0.28
长期股权投资	3,757	4,207	4,407	4,607	资产负债率	55.5%	55.1%	55.1%	54.9%
固定资产	2,563	2,169	1,825	1,515	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	95	72	50	28	总资产周转率	0.11	0.12	0.13	0.13
非流动资产合计	116,657	116,811	116,760	116,738	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	128,111	129,305	131,971	134,555	每股收益	0.17	0.41	0.50	0.58
短期借款	1,999	1,999	1,999	1,999	每股净资产	12.30	12.51	12.73	12.98
应付账款及票据	2,497	2,395	2,588	2,754	每股经营现金流	0.89	1.12	1.36	1.49
其他流动负债	20,866	21,046	22,035	23,013	每股股利	0.00	0.25	0.32	0.37
流动负债合计	25,362	25,439	26,621	27,765	<b>估值分析</b>				
长期借款	21,798	21,798	22,098	22,198	PE	32.63	13.71	11.21	9.63
其他长期负债	23,956	23,956	23,956	23,956	PB	0.38	0.45	0.44	0.43
非流动负债合计	45,754	45,754	46,054	46,154					
负债合计	71,115	71,193	72,675	73,919					
股本	4,355	4,355	4,355	4,355					
少数股东权益	3,448	3,632	3,856	4,118					
股东权益合计	56,995	58,112	59,296	60,636					
负债和股东权益合计	128,111	129,305	131,971	134,555					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。