

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

邮箱: liujiaren@cindasc.com

## 相关研究

- 1、《美凯龙 (601828)：租金减免 承担社会责任，控费应对经营压力》
- 2、《美凯龙 (601828)：商场主业 稳增，费用优化释放效能》
- 3、《美凯龙 (601828) 深度报告：运营提质增效，连锁家居龙头再起航》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 自营商场全年稳健，运营效能优化

2023年4月5日

**事件：**公司发布年报，22年实现收入141.38亿元，同比下降8.86%，实现归母净利润7.49亿元，同比下降63.43%，扣非归母净利润6.16亿元，同比下降62.81%；单Q4实现收入36.54亿元，同比下降12.12%，实现归母净利润-5.69亿元，去年同期为-0.18亿元，扣非归母净利润-5.04亿元，同比转亏。公司拟每10股派息0.34元，现金分红1.48亿元，占归母净利润19.77%。

## 点评：

- **龙头份额持续提升，全年营收受租金减免及外部环境影响，自营商场经营稳健。**2022年，根据弗若斯特沙利文的数据，公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业零售额市场份额为19.0%（2021年为17.5%），占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）市场份额为8.4%（2021年为7.4%），在家居装饰及家具零售行业中占有最大的市场份额。公司22年实现收入141.38亿元，同比下降8.86%，单Q4实现收入36.54亿元，同比下降12.12%。公司全年经营受免租政策以及总体经济波动影响。**分业务看，自营商场：**22年公司自营商场实现收入78.68亿元，同比下降2.8%；截止22年底，公司共经营94家自营商场，同比下降1家，平均出租率为85.2%。公司制定同城多店商场定位规划，甄选代表集团商品及消费者分层精准运营战略布局的百MALL商场：32家1号店、9家至尊MALL及59家标杆商场。**委管商场：**22年委管商场实现收入23.76亿元，同比下降27%，根据年报，主要由于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下降所致；截止22年底，公司共经营284家委管商场，同比增长6家，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%，有效助力公司实现区域补位及下沉市场快速渗透。**建造施工及设计：**22年实现收入12.33亿元，同比下降17.7%，根据年报，主要为年度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：**22年实现收入6.41亿元，同比下降54%，根据年报，主要为受到宏观经济波动影响家装相关项目数量及工程进度减少所致。截止22年底，依托美凯龙线下实体网络，家装门店覆盖全国25个省、直辖市、自治区的200余个城市。**新商场筹备方面，**截止22年底，公司有19家筹备中的自营商场（其中自有16家、租赁3家）；筹备的委管商场中，有315个委管签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。
- **费用率、资本结构持续优化，重运营、降杠杆成效显著。**1) **毛利率：**公司22年实现毛利率58.36%，同比-3.3pct。其中自营商场毛利率为73.2%，同比-3.9pct，根据年报，主要与免租政策推行有关。2) **期间费用：**22年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为11.0%、10.0%、0.3%、16.4%，分别同比变化-2.3pct、-2.9pct、-0.1pct、+0.6pct，运营效能提升。3) **净利润：**22年公司实现归母净利润7.49亿元，同比下降63.43%，扣非归母净利润6.16亿元，同比下降62.81%；单Q4实现归母净利润-5.69亿元，去年同期为-0.18亿元，扣非归母净利润-5.04亿元，同比转亏。22年公司信用减值损失3.05亿元，资产减值损

失为 6.55 亿元，根据年报，其中资产减值主要为银泰土地整理相关收益权减值所致。**4) 运营方面：**22 年公司实现经营活动现金流 38.79 亿元，同比下降 27.91%；投资活动现金流 6.88 亿元，同比转正，根据年报，主要为公司有效控制资本开支所致；筹资活动现金流为-80.59 亿元，主要为上年同期公司收到定增款项所致。22 年公司资产负债率为 55.51%，同比-1.93pct，公司继续践行降杠杆，资本结构持续优化。

- **盈利预测与投资评级：**公司作为国内领先的家居装饰及家具商场运营商和泛家居业务平台服务商，持续夯实龙头地位，经营壁垒稳固，商场零售线上线下一体化、家装家居一体化的拓展性业务布局深化。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 20.57 亿元、23.01 亿元、24.53 亿元，分别同比+174.7%、11.9%、6.6%，目前股价对应 23 年 PE 分别为 12x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**疫情风险、房地产周期波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15,513	14,138	16,198	17,474	18,577
增长率 YoY %	9.0%	-8.9%	14.6%	7.9%	6.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,047	749	2,057	2,301	2,453
增长率 YoY%	18.3%	-63.4%	174.7%	11.9%	6.6%
毛利率%	61.7%	58.4%	61.9%	61.5%	60.3%
净资产收益率ROE%	3.8%	1.4%	3.8%	4.1%	4.3%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.17	0.47	0.53	0.56
市盈率 P/E(倍)	18.74	27.28	11.73	10.49	9.84
市净率 P/B(倍)	0.71	0.38	0.44	0.43	0.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 04 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	15,653	11,454	12,647	13,855	16,924	
货币资金	6,904	2,928	3,818	4,734	7,557	
应收票据	87	18	21	23	24	
应收账款	1,958	1,962	2,048	2,225	2,378	
预付账款	305	367	358	390	428	
存货	329	303	318	346	380	
其他	6,071	5,875	6,084	6,137	6,157	
<b>非流动资产</b>	119,535	116,657	117,790	118,602	119,393	
长期股权投资	3,929	3,757	4,457	4,957	5,457	
固定资产	2,655	2,563	2,756	2,787	2,784	
无形资产	125	95	95	95	95	
其他	112,825	110,243	110,482	110,764	111,058	
<b>资产总计</b>	135,188	128,111	130,437	132,458	136,317	
<b>流动负债</b>	32,132	25,362	26,391	26,979	29,321	
短期借款	2,957	1,999	2,216	1,303	1,925	
应付票据	9	44	47	51	56	
应付账款	2,401	2,453	2,453	2,671	2,931	
其他	26,765	20,866	21,676	22,953	24,409	
<b>非流动负债</b>	45,525	45,754	45,554	45,354	45,154	
长期借款	21,606	21,798	21,598	21,398	21,198	
其他	23,918	23,956	23,956	23,956	23,956	
<b>负债合计</b>	77,656	71,115	71,945	72,333	74,475	
少数股东权益	3,549	3,448	3,747	4,083	4,440	
归属母公司	53,982	53,548	54,745	56,042	57,402	
<b>负债和股东权益</b>	135,188	128,111	130,437	132,458	136,317	
<b>重要财务指标</b>	单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	15,513	14,138	16,198	17,474	18,577	
同比 (%)	9.0%	-8.9%	14.6%	7.9%	6.3%	
归属母公司净利润	2,047	749	2,057	2,301	2,453	
同比 (%)	18.3%	-63.4%	174.7%	11.9%	6.6%	
毛利率 (%)	61.7%	58.4%	61.9%	61.5%	60.3%	
ROE%	3.8%	1.4%	3.8%	4.1%	4.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.17	0.47	0.53	0.56	
P/E	18.74	27.28	11.73	10.49	9.84	
P/B	0.71	0.38	0.44	0.43	0.42	
EV/EBITDA	12.83	9.41	8.80	7.84	7.08	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	15,513	14,138	16,198	17,474	18,577	
营业成本	5,946	5,887	6,175	6,724	7,378	
<b>营业税金及附加</b>	444	414	475	512	544	
销售费用	2,064	1,555	1,782	1,887	1,932	
管理费用	2,004	1,410	1,620	1,700	1,696	
研发费用	61	46	53	57	61	
财务费用	2,461	2,323	2,618	2,759	2,914	
减值损失合计	-271	-655	-350	-350	-350	
<b>投资净收益</b>	539	47	81	87	93	
其他	61	-215	-25	-16	-8	
<b>营业利润</b>	2,862	1,679	3,182	3,555	3,787	
营业外收	-60	-26	-40	-40	-40	
<b>利润总额</b>	2,802	1,652	3,142	3,515	3,747	
所得税	613	794	785	879	937	
<b>净利润</b>	2,189	858	2,356	2,636	2,810	
少数股东损益	142	109	300	335	357	
<b>归属母公司净利润</b>	2,047	749	2,057	2,301	2,453	
EBITDA	5,630	5,644	6,363	6,881	7,275	
EPS(当年)(元)	0.47	0.17	0.47	0.53	0.56	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	5,381	3,879	5,169	6,122	6,554	
净利润	2,189	858	2,356	2,636	2,810	
折旧摊销	960	965	269	288	309	
财务费用	2,334	2,351	1,787	1,749	1,725	
投资损失	-539	-47	-81	-87	-93	
营运资金变动	404	-1,413	309	1,008	1,275	
其它	32	1,165	528	528	528	
<b>投资活动现金流</b>	-127	688	-1,300	-991	-985	
资本支出	-2,366	-1,039	-341	-338	-338	
长期投资	2,146	905	-1,100	-800	-800	
其他	93	822	141	147	153	
<b>筹资活动现金流</b>	-5,054	-8,059	-2,979	-4,215	-2,745	
吸收投资	3,756	3	0	0	0	
借款	9,646	9,565	18	-1,113	422	
支付利息或股息	-2,819	-3,140	-2,997	-3,102	-3,167	
<b>现金流净增加额</b>	197	-3,490	890	916	2,823	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张斓夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>

华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。