

疫情免租摊销导致业绩短期承压

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:	6.59/4.11
目标价格:		总市值(亿)	226.45
最新收盘价:	5.2	自由流通市值(亿)	187.90
		自由流通股数(百万)	3,613.45

事件概述

公司发布2023年一季报，2023年Q1公司实现营收26.17亿元，同比下滑了22.47%；归母净利润1.46亿元，同比下滑了79.1%；扣非后归母净利润为2.16亿元，同比下滑了54.5%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为10.76亿元，比去年同期下降了14.59%。

分析判断:

▸ 租赁商场收入下滑较大

报告期内，公司已开业自营商场于报告期内取得营业收入16.41亿元，同比下滑了24.4%。其中自有商场实现营收13.62亿元，同比下滑了23.8%；租赁商场实现营收2.13亿元，同比下滑30.4%；合营联营商场实现营收0.66亿元，同比下滑12.9%。2022年，公司受宏观经济波动影响较大，商场出租率有一定的下降。虽然目前经济已经逐步恢复，但我们认为公司商场出租率的恢复不是一蹴而就，未来随着出租率的修复，公司营收将逐步改善。

▸ 利润率环比提升

盈利能力方面，公司归母净利润的下滑主要系疫情免租在收益期内摊销及相关服务进度延缓所致。2023年Q1公司的毛利率同比下滑了1.65pct至59.81%，环比则提升了6.66%。净利率同比下滑了11.67pct至7.08%，环比则提升了19.83%。费用方面，2023年Q1公司的费用率为41.31%，同比提升了5.28pct。其中销售费用率为9.83%，同比提升了1.59pct。管理费用率为11.16%，同比提升了0.68pct。财务费用率为20.13%，同比提升了3.22pct，主要是由于营收下滑所致。研发费用率同比下滑了0.21pct至0.19%。

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。我们维持公司2023-2025年的盈利预测，营收分别为153.51/165.82/175.87亿元，EPS分别为0.41/0.50/0.58元。对应4月29日的收盘价5.20元/股，23-25年PE分别为12.71/10.39/8.92X。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	11.06	30.25	12.71	10.39	8.92

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

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	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	1,652	2,585	3,160	3,681	成长能力 (%)				
所得税	794	619	757	881	营业收入增长率	-8.9%	8.6%	8.0%	6.1%
净利润	858	1,966	2,403	2,799	净利润增长率	-63.4%	138.0%	22.3%	16.5%
归属于母公司净利润	749	1,782	2,179	2,537	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-63.4%	138.0%	22.3%	16.5%	毛利率	58.4%	62.3%	62.4%	62.3%
每股收益	0.17	0.41	0.50	0.58	净利率	6.1%	12.8%	14.5%	15.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	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	偿债能力 (%)				
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	0.35	0.39	0.47	0.54
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
长期借款	21,798	21,798	22,098	22,198	PE	30.25	12.71	10.39	8.92
其他长期负债	23,956	23,956	23,956	23,956	PB	0.38	0.42	0.41	0.40
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。