

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&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)：自营商场全年稳健，运营效能优化》
- 2、《美凯龙 (601828)：租金减免承担社会责任，控费应对经营压力》
- 3、《美凯龙 (601828)：商场主业稳增，费用优化释放效能》

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

Q1 经营承压静待业绩修复，股权转让推进

2023年5月4日

事件: 公司发布一季报, 23年 Q1 实现收入 26.17 亿元, 同比下降 22.47%, 实现归母净利润 1.46 亿元, 同比下降 79.10%, 扣非归母净利润 2.16 亿元, 同比下降 54.50%。

点评:

- **Q1 营收同比下降，有望逐季改善。** 公司 23 年 Q1 实现收入 26.17 亿元, 同比下降 22.47%, 其中自有商场 Q1 实现收入 13.62 亿元, 同比下降 2.8%。租赁商场实现收入 2.13 亿元, 同比下降 30.4%。合营联营商场实现收入 0.66 亿元, 同比下降 12.9%。商场数量方面, 截止 23 年 Q1, 公司经营 91 家自营商场, 环比 22 年底净减少 3 家; 285 家委管商场, 环比 22 年底净新增 1 家; 通过战略合作经营 8 家家居商场, 此外, 公司以特许经营方式授权 55 家特许经营家居建材项目, 共包括 472 家家居建材店/产业街。新商场储备方面, 截止 23 年 Q1, 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 309 个委管签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。
- **盈利暂时承压，股权转让如期推进。** 毛利率方面: 公司 23 年 Q1 实现毛利率 59.81%, 同比-1.7pct。其中自有商场毛利率为 80.9%, 同比-3.8pct; 租赁商场毛利率为 21.2%, 同比-10.2pct; 合营联营商场毛利率为 48.6%, 同比-3.8pct。期间费用方面: 23 年 Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.8%、11.2%、0.2%、20.1%, 分别同比变化 +1.6pct、+0.7pct、-0.2pct、+3.2pct。净利润方面: 23 年 Q1 公司实现归母净利润 1.46 亿元, 同比下降 79.10%, 扣非归母净利润 2.16 亿元, 同比下降 54.50%。现金流方面: 23 年 Q1 公司实现经营活动现金流 10.76 亿元, 同比下降 14.59%; 投资活动现金流 2.33 亿元, 同比下降 43%; 筹资活动现金流为-15.01 亿元, 同比增长 22%。**股权转让进展方面,** 4 月 27 日公司发布股权转让补充协议, 红星美凯龙控股已同意转让, 厦门建发及联发集团已同意收购合计 13.04 亿股份, 其中建发股份受让 10.43 亿股, 占总股本 23.95%, 联发集团受让 2.61 亿股, 占总股份 6%。
- **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 16.22 亿元、17.92 亿元、20.05 亿元, 分别同比+116.7%、10.4%、11.9%, 目前股价对应 23 年 PE 为 14x, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 市场竞争风险、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	15,546	16,993	18,354
增长率 YoY %	9.0%	-8.9%	10.0%	9.3%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	2,047	749	1,622	1,792	2,005
增长率 YoY%	18.3%	-63.4%	116.7%	10.4%	11.9%
毛利率%	61.7%	58.4%	61.1%	60.9%	59.6%
净资产收益率ROE%	3.8%	1.4%	3.0%	3.2%	3.5%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.17	0.37	0.41	0.46
市盈率 P/E(倍)	18.74	27.28	13.96	12.64	11.29
市净率 P/B(倍)	0.71	0.38	0.41	0.41	0.40

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	15,653	11,454	12,551	15,068	18,182	
货币资金	6,904	2,928	4,057	6,269	9,048	
应收票据	87	18	20	22	24	
应收账款	1,958	1,962	1,858	2,008	2,187	
预付账款	305	367	351	385	430	
存货	329	303	311	342	381	
其他	6,071	5,875	5,954	6,042	6,112	
非流动资产	119,535	116,657	117,036	117,348	117,639	
长期股权投资	3,929	3,757	3,757	3,757	3,757	
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	110,428	110,709	111,003	
资产总计	135,188	128,111	129,587	132,416	135,821	
流动负债	32,132	25,362	25,777	27,401	29,431	
短期借款	2,957	1,999	1,999	1,999	1,999	
应付票据	9	44	46	50	56	
应付账款	2,401	2,453	2,403	2,638	2,943	
其他	26,765	20,866	21,329	22,714	24,433	
非流动负债	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	
负债合计	77,656	71,115	71,331	72,755	74,585	
少数股东权益	3,549	3,448	3,690	3,958	4,258	
归属母公司	53,982	53,548	54,566	55,704	56,979	
负债和股东权益	135,188	128,111	129,587	132,416	135,821	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	15,513	14,138	15,546	16,993	18,354	
同比 (%)	9.0%	-8.9%	10.0%	9.3%	8.0%	
归属母公司净利润	2,047	749	1,622	1,792	2,005	
同比 (%)	18.3%	-63.4%	116.7%	10.4%	11.9%	
毛利率 (%)	61.7%	58.4%	61.1%	60.9%	59.6%	
ROE%	3.8%	1.4%	3.0%	3.2%	3.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.17	0.37	0.41	0.46	
P/E	18.74	27.28	13.96	12.64	11.29	
P/B	0.71	0.38	0.41	0.41	0.40	
EV/EBITDA	12.83	9.41	9.20	8.05	7.21	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	15,513	14,138	15,546	16,993	18,354	
营业成本	5,946	5,887	6,050	6,641	7,408	
营业税金及附加	444	414	455	498	538	
销售费用	2,064	1,555	1,788	1,954	2,074	
管理费用	2,004	1,410	1,601	1,716	1,835	
研发费用	61	46	51	56	60	
财务费用	2,461	2,323	2,611	2,770	2,704	
减值损失合计	-271	-655	-350	-400	-450	
投资净收益	539	47	47	51	55	
其他	61	-215	-161	-203	-206	
营业利润	2,862	1,679	2,526	2,806	3,133	
营业外收支	-60	-26	-40	-60	-60	
利润总额	2,802	1,652	2,486	2,746	3,073	
所得税	613	794	622	686	768	
净利润	2,189	858	1,865	2,059	2,305	
少数股东损益	142	109	242	268	300	
归属母公司净利润	2,047	749	1,622	1,792	2,005	
EBITDA	5,630	5,644	5,870	6,416	6,748	
EPS(当年)(元)	0.47	0.17	0.37	0.41	0.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	5,381	3,879	4,641	5,779	6,453	
净利润	2,189	858	1,865	2,059	2,305	
折旧摊销	960	965	269	288	309	
财务费用	2,334	2,351	1,779	1,765	1,751	
投资损失	-539	-47	-47	-51	-55	
营运资金变动	404	-1,413	146	969	1,335	
其它	32	1,165	628	748	808	
投资活动现金流	-127	688	-580	-547	-543	
资本支出	-2,366	-1,039	-341	-358	-358	
长期投资	2,146	905	-345	-300	-300	
其他	93	822	107	111	115	
筹资活动现金流	-5,054	-8,059	-2,933	-3,019	-3,131	
吸收投资	3,756	3	0	0	0	
借款	9,646	9,565	-200	-200	-200	
支付利息或股息	-2,819	-3,140	-2,734	-2,819	-2,931	
现金流净增加额	197	-3,490	1,128	2,213	2,779	

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	ji ali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
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	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
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	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。