

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美凯龙(601828)

投资评级 增持

上次评级 买入

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): Q1 经营承压

静待业绩修复, 股权转让推进》

2、《美凯龙(601828): 自营商场全

年稳健, 运营效能优化》

3、《美凯龙(601828): 租金减免承

担社会责任, 控费应对经营压力》

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

上半年减值影响盈利, 经营静待行业回暖

2023年09月01日

事件: 美凯龙发布半年报, 2023年上半年实现营业收入56.60亿元, 同比下降18.64%, 实现归母净利润1.51亿元, 同比下降85.30%, 扣非归母净利润0.90亿元, 同比下降90.37%。公司单Q2实现营业收入30.43亿元, 同比下降15.03%, 实现归母净利润482万元, 同比下降98.53%, 扣非归母净利润-1.26亿元, 同比下降127%。

点评:

- **免租及行业波动导致上半年营收承压, 商场出租率健康。** 公司2023年上半年实现营业收入56.60亿元, 同比下降18.64%; 单Q2实现营业收入30.43亿元, 同比下降15.03%。分板块看, 上半年自有/租赁商场、委管商场、建造施工及设计、家装相关服务及商品销售分别实现收入33.77亿元、10.77亿元、5.32亿元、2.21亿元, 分别同比-18.7%、-16.9%、-27.2%、-12.1%。其中, 自营/租赁商场上半年收入同比下降主要为2022年下半年推出免租政策以及总体经济波动影响。商场数量方面, 截止上半年, 公司经营91家自营商场, 较22年底净减少3家; 281家委管商场, 较22年底净减少3家; 通过战略合作经营8家家居商场, 54个特许经营家居建材项目, 共包括465家家居建材店/产业街。出租率方面, 自营商场平均出租率85.7%, 委管商场平均出租率87.7%。此外, 筹备的委管商场中, 有306个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。
- **上半年投资性房地产公允价值及资产减值损失拖累净利润。毛利率方面:** 1) 毛利率方面, 公司上半年实现毛利率59.69%, 同比-2.65pct; 单Q2实现毛利率59.59%, 同比-3.58pct。分产品看, 上半年公司自有/租赁商场、委管商场、建造施工及设计、家装相关服务及商品销售毛利率分别为79.6%、45.8%、16.2%、13.4%, 分别同比-4.1pct、-0.9pct、-1.8pct、-3.0pct。2) 期间费用方面, 公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为10.7%、11.9%、0.2%、22.5%, 同比变化+2.1pct、+3.1pct、-0.2pct、+5.6pct。销售费用率提升主要为广告及宣传费用较上年同期上升; 财务费用提升较大主要为汇兑亏损及利息收入减少。3) 净利润方面, 公司上半年实现归母净利润1.51亿元, 同比下降85.30%, 归母净利率为2.7%, 同比-12.1pct。单Q2归母净利润482万元, 同比下降98.53%, 归母净利率0.2%, 同比-9.0pct。上半年公司投资性房地产公允价值损失1.05亿元, 主要为土地使用权使用年限逐步缩短, 产生了部分的价值贬损; 上半年公司资产减值损失1.27亿元。4) 运营方面, 公司上半年实现经营现金流为21亿元, 同比+3.4%, 主要为购买商品支出等减少; 投资活动现金流7.3亿元, 同比+798%, 主要为本期处置固定资产且资本性开支较上年同期减少; 筹资活动现金流-29亿元, 主要是在资本结构不断优化下, 本期取得和偿还债务的现金净流出较上年同期增加所致。
- **盈利预测:** 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 5.23 亿元、7.66 亿元、8.97 亿元，分别同比 -30.2%、46.5%、17.2%。考虑到上半年消费需求影响营收，及减值损失影响盈利较大，评级调整为“增持”。

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	13,310	14,158	14,789
增长率 YoY %	9.0%	-8.9%	-5.9%	6.4%	4.5%
归属母公司净利润 (百万元)	2,047	749	523	766	897
增长率 YoY%	18.3%	-63.4%	-30.2%	46.5%	17.2%
毛利率%	61.7%	58.4%	60.2%	59.9%	59.5%
净资产收益率ROE%	3.8%	1.4%	1.0%	1.4%	1.6%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.17	0.12	0.18	0.21
市盈率 P/E(倍)	18.74	27.28	39.67	27.07	23.11
市净率 P/B(倍)	0.71	0.38	0.38	0.38	0.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 31 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	10,909	12,846	14,706	
货币资金	6,904	2,928	3,106	4,914	6,725	
应收票据	87	18	17	18	19	
应收账款	1,958	1,962	1,697	1,815	1,902	
预付账款	305	367	307	329	347	
存货	329	303	272	292	308	
其他	6,071	5,875	5,510	5,478	5,404	
非流动资产	119,535	116,657	115,879	115,491	115,082	
长期股权投资	3,929	3,757	3,757	3,757	3,757	
固定资产(合计)	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	109,271	108,852	108,447	
资产总计	135,188	128,111	126,788	128,338	129,788	
流动负债	32,132	25,362	23,646	24,665	25,513	
短期借款	2,957	1,999	1,999	1,999	1,999	
应付票据	9	44	40	43	45	
应付账款	2,401	2,453	2,104	2,253	2,379	
其他	26,765	20,866	19,503	20,371	21,090	
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	69,200	70,019	70,666	
少数股东权益	3,549	3,448	3,526	3,640	3,774	
归属母公司股东权益	53,982	53,548	54,063	54,678	55,348	
负债和股东权益	135,188	128,111	126,788	128,338	129,788	

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	13,310	14,158	14,789	
同比(%)	9.0%	-8.9%	-5.9%	6.4%	4.5%	
归属母公司净利润	2,047	749	523	766	897	
同比	18.3%	-63.4%	-30.2%	46.5%	17.2%	
毛利率(%)	61.7%	58.4%	60.2%	59.9%	59.5%	
ROE%	3.8%	1.4%	1.0%	1.4%	1.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.17	0.12	0.18	0.21	
P/E	18.74	27.28	39.67	27.07	23.11	
P/B	0.71	0.38	0.38	0.38	0.37	
EV/EBITDA	12.83	9.41	9.81	8.81	8.24	

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	13,310	14,158	14,789	
营业成本	5,946	5,887	5,297	5,671	5,988	
营业税金及附加	444	414	399	425	444	
销售费用	2,064	1,555	1,531	1,600	1,686	
管理费用	2,004	1,410	1,597	1,628	1,701	
研发费用	61	46	44	28	30	
财务费用	2,461	2,323	3,059	3,237	3,177	
减值损失合计	-271	-655	-300	-300	-300	
投资净收益	539	47	40	42	44	
其他	61	-215	-282	-78	-75	
营业利润	2,862	1,679	841	1,233	1,435	
营业外收支	-60	-26	-40	-60	-60	
利润总额	2,802	1,652	801	1,173	1,375	
所得税	613	794	200	293	344	
净利润	2,189	858	601	880	1,031	
少数股东损益	142	109	78	114	134	
归属母公司净利润	2,047	749	523	766	897	
EBITDA	5,630	5,644	5,411	5,794	5,950	
EPS(当年)(元)	0.47	0.17	0.12	0.18	0.21	

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	3,302	5,285	5,345	
净利润	2,189	858	601	880	1,031	
折旧摊销	960	965	969	988	1,009	
财务费用	2,334	2,351	2,228	2,210	2,192	
投资损失	-539	-47	-40	-42	-44	
营运资金变动	404	-1,413	-1,144	741	649	
其它	32	1,165	689	509	509	
投资活动现金流	-127	688	-390	-616	-614	
资本支出	-2,366	-1,039	-341	-359	-359	
长期投资	2,146	905	111	-300	-300	
其他	93	822	-160	42	44	
筹资活动现金流	-5,054	-8,059	-2,735	-2,860	-2,919	
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	-2,535	-2,660	-2,719	
现金流净增加额	197	-3,490	177	1,809	1,811	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七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。

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。