

## 美凯龙(601828)/商业贸易

## 受疫情及免租活动影响，短期业绩承压

**评级：增持（维持）**

市场价格：9.32

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

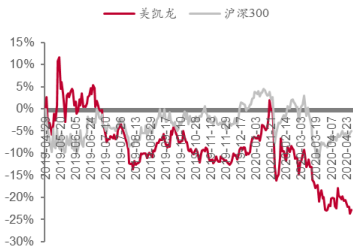
Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3550
流通股本(百万股)	396
市价(元)	9.32
市值(百万元)	33,086
流通市值(百万元)	3,691

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14239.79	16469.24	18167.22	21508.17	23947.19
增长率 yoy%	29.93%	15.66%	10.31%	18.39%	11.34%
净利润	4477.41	4479.68	4752.11	5525.02	6123.87
增长率 yoy%	9.80%	0.05%	6.08%	16.26%	10.84%
每股收益(元)	1.26	1.26	1.34	1.56	1.73
每股现金流量	1.65	1.15	1.75	2.14	2.31
净资产收益率	10.39%	9.57%	9.28%	9.74%	9.74%
P/E	10	7	7	6	5
PEG	1	145.7	1.1	0.4	0.5
P/B	1	0.68	0.62	0.56	0.5

备注：

**投资要点**

- 事件：美凯龙发布 2020 年一季度报告：**公司 2020Q1 实现营收 25.56 亿元，同比下降 27.69%；归母净利润 3.93 亿元，同比下降 70.08%；非经常性损益 1.88 亿元，其中投资性房地产公允价值变动收益 1.89 亿元，同比下降 46.46%，主要系本期投资性物业公允价值评估增值减缓所致；扣非后净利润亏损 2.05 亿元，同比下降 75.84%；经营活动产生的现金流量净额-10.6 亿，同比下降 101.07%，主要系本期受疫情影响减免及延期收取商场商户租金管理费所致。
- 费用支出偏刚性，财务费用增加削弱盈利能力。**2020Q1 公司整体毛利率 62.99% (-7.94pct.)，净利率 15.68% (-23.74pct.)，销售费用率 6.73% (-3.81pct.)，管理费用率(加回研发费用) 12.87% (+2.41pct.)，财务费用率 2.51% (+12.7pct.)。销售费用同比下降 54%，主要系本期严格控制品牌宣传推广等活动支出导致广告费用及宣传费用下降所致；财务费用同比增加 44%，主要系有息负债规模上升，利息支出增加所致。2020Q1 预收款项为 6.27 亿元，同比下降 45.93%，主要系本期末部分商场处于续签期，且与商户的租赁协议尚未续签完成所致。
- 自营商场：疫情背景下开展免租活动支持商户，短期营收下滑。**1) 帮助商户平稳经营，2020 年公司开展免租活动，对 82 家自营商场中符合条件的相关商户，免除其 2020 年度任意一个月的租金及管理费，该项活动预计影响 2020 年营业收入 5.3-5.9 亿元。2) 2020 年一季度，公司自营商场收入 14.8 亿元 (-27.9%)，毛利率 73.5% (-4.8pct.)，主要系受疫情影响，公司开展免租活动、租金收入下滑所致。截止一季度末，公司经营自营商场 87 家(无新增)。其中，1) 自有商场营收 11.8 亿元 (-27.4%)，毛利率 82.9% (-2.6pct.) 2) 租赁商场营收 2.23 亿元 (-23.3%)，毛利率 31% (-12pct.)；3) 合营联营商场营收 0.77 亿元 (-43.5%)，毛利率 52.4% (-15.4pct.)。
- 委管业务：开业节奏推迟，一季度出现净关店。**截止一季度末，公司经营 249 家委管商场(-1 家)，通过战略合作经营 12 家家居商场，特许经营家居建材店/产业街(不参与后续经营管理)开业 46 家。一季度为传统家居淡季，受疫情影响，委管项目合作方开业节奏推迟，全年看，伴随家居零售市场逐步恢复，委管项目有望继续推进。
- 顺应流量变化发展新零售，线上线下齐头并进。**公司 2020 年股权激励计划拟向 1023 名核心骨干授予 3085 万份股票期权，行权价 11.02 元，考核目标为以 2019 年为基数，2020 年(剔除疫情影响)-2021 年收入增速不低于 15%/40%，此举有利于深化利益绑定，激发公司经营潜力。**携手阿里发展新零售，线上线下齐头并进。**2019 年，获得阿里战投的美凯龙与阿里深度合作，在新零售、物流仓储等业务上打通线上线下关节要害，形成设计-配送-装修的链条式服务，巩固竞争力。
- 投资建议：**在全渠道泛家居业务平台服务商定位下，伴随委管项目渠道下沉和业务多元化，公司业绩有望持续稳健增长。我们预估公司 2020-2022 年实现营收 182、215、239 亿元，同比增长 10.31%、18.39%、11.34%，实现归母净利润 47.5、55.3、61.2 亿元，同比增长 6.08%、16.26%、10.84%，对应 E PS 为 1.34、1.56、1.73 元，维持“增持”评级。
- 风险提示：**地产景气程度下滑风险、疫情影响超预期风险、委管项目拓展不及预期风险。

图表 1: 美凯龙三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16469.24	18167.22	21508.17	23947.19	净利润	4686.24	4981.20	5790.00	6416.18
营业成本	5735.61	6518.40	7882.74	8858.07	折旧与摊销	259.91	299.28	436.46	444.44
营业税金及附加	429.04	480.25	565.82	631.00	财务费用	2260.08	2000.20	2044.25	2051.02
销售费用	2290.93	2419.87	2856.28	3187.37	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1751.87	1958.43	2325.03	2557.56	经营营运资本变动	-1027.40	740.05	1137.82	1093.00
财务费用	2260.08	2000.20	2044.25	2051.02	其他	-2084.85	-1809.05	-1804.06	-1814.06
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	4093.98	6211.67	7604.47	8190.57
投资收益	786.44	132.00	142.00	147.00	资本支出	-3102.35	-100.00	-65.00	-80.00
公允价值变动损益	1632.07	1677.05	1662.06	1667.06	其他	-980.42	-478.88	-5085.94	-5080.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-4082.77	-578.88	-5150.94	-5160.94
<b>营业利润</b>	6197.15	6599.12	7638.10	8476.23	短期借款	-1760.62	-1387.89	0.00	-1200.00
其他非经营损益	5.92	-22.60	-27.90	-20.50	长期借款	1613.26	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	6203.08	6576.52	7610.19	8455.73	股权融资	-250.04	0.00	0.00	0.00
所得税	1516.84	1595.33	1820.20	2039.56	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	4686.24	4981.20	5790.00	6416.18	其他	-452.28	-1538.07	-744.25	-451.02
少数股东损益	206.56	229.08	264.98	292.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	-849.68	-2925.96	-744.25	-1651.02
归属母公司股东净利润	4479.68	4752.11	5525.02	6123.87	<b>现金流量净额</b>	-838.39	2706.83	1709.28	1378.61
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7229.24	9936.07	11645.35	13023.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2793.68	4084.39	4622.21	5058.40	销售收入增长率	15.66%	10.31%	18.39%	11.34%
存货	330.98	342.84	427.53	480.71	营业利润增长率	1.08%	6.49%	15.74%	10.97%
其他流动资产	3600.55	2124.50	2558.12	2770.73	净利润增长率	-0.41%	6.29%	16.24%	10.81%
长期股权投资	3654.28	3784.28	3924.28	4069.28	EBITDA 增长率	11.09%	2.08%	13.71%	8.43%
投资性房地产	85107.00	87000.00	93000.00	99000.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3226.72	3094.39	2789.87	2492.38	毛利率	65.17%	64.12%	63.35%	63.01%
无形资产和开发支出	581.10	563.13	545.16	527.19	三费率	38.27%	35.11%	33.59%	32.55%
其他非流动资产	15770.87	16471.89	17172.91	17873.93	净利率	28.45%	27.42%	26.92%	26.79%
<b>资产总计</b>	122294.42	127401.49	136685.44	145296.60	ROE	9.57%	9.28%	9.74%	9.74%
短期借款	3387.89	2000.00	2000.00	800.00	ROA	3.83%	3.91%	4.24%	4.42%
应付和预收款项	4205.19	4963.33	5773.80	6487.27	ROIC	-24.09%	-23.73%	-24.85%	-24.66%
长期借款	15919.63	15919.63	15919.63	15919.63	EBITDA/销售收入	52.93%	48.98%	47.05%	45.82%
其他负债	49796.86	50835.62	53519.10	56200.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	73309.57	73718.57	77212.53	79407.50	总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.17
股本	3550.00	3550.00	3550.00	3550.00	固定资产周转率	30.22	9.10	7.31	9.07
资本公积	4239.98	4239.98	4239.98	4239.98	应收账款周转率	9.43	9.46	9.66	9.40
留存收益	36441.53	41193.65	46718.67	52842.54	存货周转率	19.70	19.35	20.46	19.51
归属母公司股东权益	45714.64	50183.63	55708.65	61832.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.01%	—	—	—
少数股东权益	3270.21	3499.29	3764.27	4056.58	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	48984.85	53682.92	59472.92	65889.09	资产负债率	59.95%	57.86%	56.49%	54.65%
负债和股东权益合计	122294.42	127401.49	136685.44	145296.60	带息债务/总负债	35.33%	33.25%	31.75%	29.36%
					流动比率	0.50	0.61	0.66	0.71
					速动比率	0.49	0.59	0.64	0.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	8717.15	8898.60	10118.81	10971.69	<b>每股指标</b>				
PE	7.39	6.96	5.99	5.40	每股收益	1.26	1.34	1.56	1.73
PB	0.68	0.62	0.56	0.50	每股净资产	13.80	15.12	16.75	18.56
PS	2.01	1.82	1.54	1.38	每股经营现金	1.15	1.75	2.14	2.31
EV/EBITDA	-24.01	-24.73	-23.77	-23.87	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。