

2021年03月31日

美凯龙 (601828.SH)

疫情后时代静待反弹，家装业务实现高增

■公司发布 2020 年年度报告：2020 年公司实现营业收入 142.36 亿元，YoY-13.56%，归母净利润 17.31 亿元，YoY-61.37%，扣非后归母净利润 11.62 亿元，YoY-55.53%。单四季度，公司实现营业收入 47.09 亿元，YoY+1.37%，归母净利润 50.43 万元，YoY-99.93%，扣非后归母净利润 161.34 亿元，YoY-99.46%。扣除投资性房地产公允价值变动影响后全年归母净利润 12.34 亿元，YoY-55.15%，Q4 归母净利润-1.34 亿元（去年同期为-2328 万元）。业绩表现略低于市场预期。

■自营卖场单位租金下滑：公司自营业务全年实现收入 66.82 亿元，YoY-14.32%；Q4 实现收入 16.81 亿元，YoY+9.20%，主要受益于卖场数量增多及出租率回升。截至 2020 年末公司共经营 92 家自营商场（较 2020Q3 净新增 3 家），出租率回升至 92.1%（截至 Q3 末为 91.5%）。新建卖场较为下沉，单位租金有所下滑，扣除 2020M1 租金免除影响后，截至 Q1-4 末，出租面积单平收入分别为 107、91、87、82 元/平方米/月。随着家具零售景气度的回升以及公司出租率的回暖，租金有望加速回弹。

■委管卖场新建门店放缓：公司委管业务全年实现收入 35.80 亿元，YoY-23.85%；下半年收入 17.51 亿元，YoY-31.05%。截至 2020 年末公司共经营 273 家委管商场（较 2020Q3 净新增 18 家）。2020 年公司新建委管卖场 28 家，同比减少 7 家，导致项目前期品牌咨询委托管理服务收入等一次性收入大幅缩减，2020 年相关收入仅为 7.88 亿元，YoY-68.62%，2020H2 收入仅为 3.48 亿元，YoY-82.30%。长期看，截至 2020 年末公司筹备的委管商场中，有 348 个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块，为后续发展提供储备。

■家装业务收入下半年实现高增：家装业务收入 2020H1 同比下滑，随着家具零售需求的恢复，2020H2 实现收入 10.42 亿元，YoY+186.96%。根据官网公众号，2020 年家装合同额超 45 亿元，充足的在手订单为 2021 年收入进一步增长奠定基础。

■投资建议：家具零售业的逐步复苏，公司把握家居产品零售端流量入口，发力家装业务寻找新增长点。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.98/1.09/1.20 元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：地产景气度下滑，家装市场竞争加剧

| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 16,469.2 | 14,236.5 | 16,371.9 | 19,071.7 | 22,010.0 |
| 净利润 | 4,479.7 | 1,730.6 | 3,817.4 | 4,251.0 | 4,673.0 |
| 每股收益(元) | 1.15 | 0.44 | 0.98 | 1.09 | 1.20 |
| 每股净资产(元) | 11.71 | 12.18 | 12.72 | 13.81 | 14.88 |

| 盈利和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 市盈率(倍) | 8.0 | 20.6 | 9.4 | 8.4 | 7.6 |
| 市净率(倍) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 净利润率 | 27.2% | 12.2% | 23.3% | 22.3% | 21.2% |
| 净资产收益率 | 9.8% | 3.6% | 7.7% | 7.9% | 8.0% |
| 股息收益率 | 2.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.3% |
| ROIC | -26.0% | -16.4% | -23.4% | 2211.7% | -254.0% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

连锁

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-03-30) 9.15 元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 35,730.75 |
| 流通市值(百万元) | 28,947.99 |
| 总股本(百万股) | 3,905.00 |
| 流通股本(百万股) | 3,163.71 |
| 12个月价格区间 | 8.44/11.23 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 3.96 | 5.91 | -19.3 |
| 绝对收益 | 2.46 | 7.14 | 6.53 |

雷慧华

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

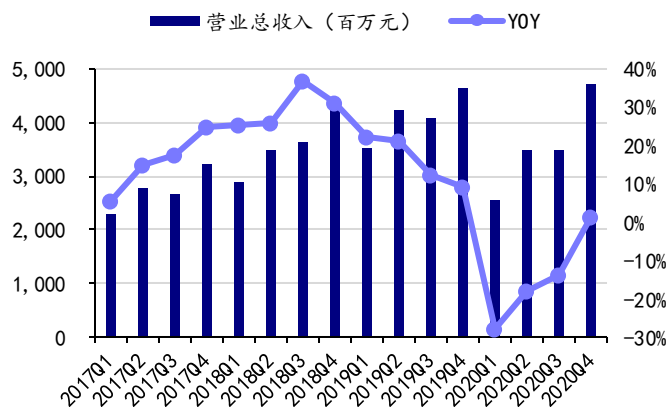
张立聪

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

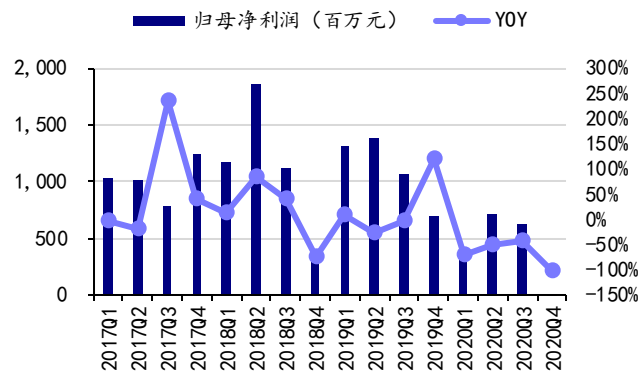
- 美凯龙：渠道快速下沉单店走弱，出租率逐步回升/雷慧华 2021-01-31
- 美凯龙：业绩逐季改善/雷慧华 2020-11-03
- 美凯龙：家具建材卖场龙头，多业态多渠道“百花齐放”/雷慧华 2020-04-22

图 1：美凯龙营业收入



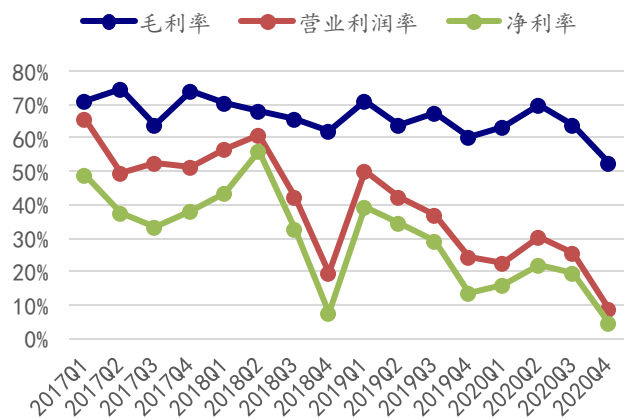
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：美凯龙归母净利润



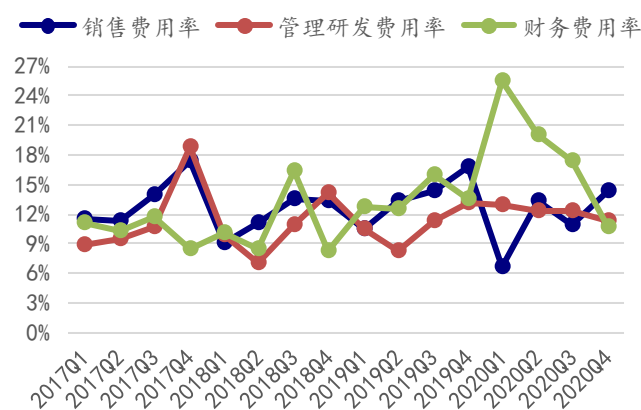
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：美凯龙利润率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：美凯龙费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 16,469.2 | 14,236.5 | 16,371.9 | 19,071.7 | 22,010.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 5,735.6 | 5,480.2 | 5,730.2 | 6,865.8 | 7,923.6 | 营业收入增长率 | 15.7% | -13.6% | 15.0% | 16.5% | 15.4% |
| 营业税费 | 429.0 | 377.4 | 491.2 | 572.2 | 660.3 | 营业利润增长率 | 1.1% | -52.5% | 80.9% | 11.4% | 9.9% |
| 销售费用 | 2,290.9 | 1,693.8 | 1,637.2 | 2,288.6 | 2,751.2 | 净利润增长率 | 0.1% | -61.4% | 120.6% | 11.4% | 9.9% |
| 管理费用 | 1,751.9 | 1,680.9 | 1,719.1 | 2,231.4 | 2,531.1 | EBITDA 增长率 | 10.8% | -29.0% | 18.6% | 20.3% | 11.6% |
| 财务费用 | 2,260.1 | 2,464.4 | 1,964.6 | 2,860.8 | 3,301.5 | EBIT 增长率 | 10.7% | -30.3% | 20.5% | 20.6% | 11.7% |
| 资产减值损失 | - | -333.2 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | 6.6% | -37.9% | 37.9% | 20.6% | 11.7% |
| 加:公允价值变动收益 | 1,632.1 | 494.1 | 400.0 | 1,632.1 | 1,632.1 | 投资资本增长率 | -1.5% | -3.6% | -101.3% | -1072.6 | -22.7% |
| 投资和汇兑收益 | 786.4 | 222.0 | 100.0 | 50.0 | 50.0 | 净资产增长率 | 8.1% | 4.3% | 4.5% | 8.3% | 7.7% |
| 营业利润 | 6,197.2 | 2,946.1 | 5,329.7 | 5,935.1 | 6,524.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 5.9 | -131.9 | - | - | - | 毛利率 | 65.2% | 61.5% | 65.0% | 64.0% | 64.0% |
| 利润总额 | 6,203.1 | 2,814.1 | 5,329.7 | 5,935.1 | 6,524.3 | 营业利润率 | 37.6% | 20.7% | 32.6% | 31.1% | 29.6% |
| 减:所得税 | 1,516.8 | 750.1 | 1,332.4 | 1,483.8 | 1,631.1 | 净利润率 | 27.2% | 12.2% | 23.3% | 22.3% | 21.2% |
| 净利润 | 4,479.7 | 1,730.6 | 3,817.4 | 4,251.0 | 4,673.0 | EBITDA/营业收入 | 53.4% | 43.8% | 45.2% | 46.7% | 45.2% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 52.7% | 42.5% | 44.6% | 46.1% | 44.6% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 固定资产周转天数 | 12 | 46 | 60 | 50 | 42 |
| 货币资金 | 7,229.2 | 6,511.1 | 1,964.6 | 1,907.2 | 1,760.8 | 流动营业资本周转天数 | -199 | -212 | -161 | -152 | -150 |
| 交易性金融资产 | 233.4 | 247.6 | 660.0 | 660.0 | 522.5 | 流动资产周转天数 | 324 | 368 | 238 | 146 | 133 |
| 应收账款 | 2,453.0 | 3,383.8 | 2,073.5 | 4,283.8 | 3,052.9 | 应收帐款周转天数 | 65 | 74 | 60 | 60 | 60 |
| 应收票据 | - | - | 4.5 | 0.7 | 5.4 | 存货周转天数 | 6 | 8 | 5 | 5 | 5 |
| 预付帐款 | 340.7 | 323.6 | 376.7 | 424.3 | 456.1 | 总资产周转天数 | 2,548 | 3,209 | 2,624 | 2,043 | 1,772 |
| 存货 | 331.0 | 328.3 | 149.2 | 422.9 | 237.4 | 投资资本周转天数 | -533 | -601 | -253 | -25 | -42 |
| 其他流动资产 | 3,367.2 | 4,342.3 | 1,301.1 | 1,290.8 | 1,187.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 9.8% | 3.6% | 7.7% | 7.9% | 8.0% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 3.8% | 1.6% | 3.7% | 4.1% | 4.6% |
| 长期股权投资 | 3,654.3 | 3,703.9 | 3,703.9 | 3,703.9 | 3,703.9 | ROIC | -26.0% | -16.4% | -23.4% | 2211.7% | -254.0% |
| 投资性房地产 | 85,107.0 | 93,150.0 | 93,150.0 | 93,150.0 | 93,150.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 897.5 | 2,738.0 | 2,687.4 | 2,628.3 | 2,563.1 | 销售费用率 | 13.9% | 11.9% | 10.0% | 12.0% | 12.5% |
| 在建工程 | 2,329.2 | 80.6 | 56.4 | 39.5 | 27.7 | 管理费用率 | 10.6% | 11.8% | 10.5% | 11.7% | 11.5% |
| 无形资产 | 483.5 | 374.6 | 338.7 | 302.8 | 267.0 | 财务费用率 | 13.7% | 17.3% | 12.0% | 15.0% | 15.0% |
| 其他非流动资产 | 15,868.5 | 16,364.0 | 683.9 | 532.9 | 433.7 | 三费/营业收入 | 38.3% | 41.0% | 32.5% | 38.7% | 39.0% |
| 资产总额 | 122,294.4 | 131,547.9 | 107,150.0 | 109,347.1 | 107,367.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 3,387.9 | 3,448.4 | 8,838.8 | 10,528.1 | 14,509.4 | 资产负债率 | 59.9% | 61.2% | 50.2% | 47.1% | 42.0% |
| 应付帐款 | 9,228.3 | 11,061.6 | 7,895.9 | 13,273.8 | 10,937.2 | 负债权益比 | 149.7% | 157.4% | 100.8% | 89.1% | 72.5% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 0.50 | 0.48 | 0.24 | 0.25 | 0.19 |
| 其他流动负债 | 15,151.7 | 17,128.8 | 10,685.1 | 12,424.3 | 12,648.4 | 速动比率 | 0.49 | 0.47 | 0.23 | 0.24 | 0.18 |
| 长期借款 | 15,919.6 | 22,212.4 | 20,208.0 | 9,510.3 | 1,529.2 | 利息保障倍数 | 3.84 | 2.46 | 3.71 | 3.07 | 2.98 |
| 其他非流动负债 | 29,622.0 | 26,598.8 | 6,147.7 | 5,784.9 | 5,491.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 73,309.6 | 80,450.1 | 53,775.5 | 51,521.3 | 45,115.7 | DPS(元) | 0.23 | - | - | - | 0.12 |
| 少数股东权益 | 3,270.2 | 3,534.6 | 3,714.5 | 3,914.8 | 4,135.0 | 分红比率 | 20.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 10.0% |
| 股本 | 3,550.0 | 3,905.0 | 3,905.0 | 3,905.0 | 3,905.0 | 股息收益率 | 2.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.3% |
| 留存收益 | 40,681.5 | 41,937.6 | 45,755.0 | 50,006.0 | 54,211.7 | | | | | | |
| 股东权益 | 48,984.9 | 51,097.8 | 53,374.5 | 57,825.8 | 62,251.7 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | EPS(元) | 1.15 | 0.44 | 0.98 | 1.09 | 1.20 |
| 净利润 | 4,686.2 | 2,064.1 | 3,817.4 | 4,251.0 | 4,673.0 | BVPS(元) | 11.71 | 12.18 | 12.72 | 13.81 | 14.88 |
| 加:折旧和摊销 | 259.9 | 373.0 | 110.6 | 112.0 | 112.9 | PE(X) | 8.0 | 20.6 | 9.4 | 8.4 | 7.6 |
| 资产减值准备 | 297.9 | 459.5 | - | - | - | PB(X) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| 公允价值变动损失 | -1,632.1 | -494.1 | 400.0 | 1,632.1 | 1,632.1 | P/FCF | 3.9 | 5.0 | -2.0 | -91.8 | -187.9 |
| 财务费用 | 2,147.3 | 2,365.7 | 1,964.6 | 2,860.8 | 3,301.5 | P/S | 2.2 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.6 |
| 投资损失 | -786.4 | -222.0 | -100.0 | -50.0 | -50.0 | EV/EBITDA | -3.4 | -6.0 | -1.8 | -2.4 | -2.5 |
| 少数股东损益 | 206.6 | 333.5 | 179.9 | 200.3 | 220.2 | CAGR(%) | -1.7% | 33.3% | -5.3% | -1.7% | 33.3% |
| 营运资金的变动 | -1,972.2 | -3,460.3 | -8,077.9 | 3,235.5 | -664.7 | PEG | -4.7 | 0.6 | -1.8 | -4.9 | 0.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 4,094.0 | 4,159.7 | -1,705.4 | 12,241.6 | 9,225.0 | ROIC/WACC | -4.3 | -2.7 | -3.9 | 366.3 | -42.1 |
| 投资活动产生现金流量 | -4,082.8 | -4,851.8 | -836.6 | -1,601.4 | -1,390.3 | REP | -0.3 | -0.6 | 11.8 | 0.0 | -0.3 |
| 融资活动产生现金流量 | -849.7 | -181.9 | -2,004.4 | -10,697.7 | -7,981.1 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

雷慧华、张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-----|--------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳 | 上海区域销售负责人 | 18930060852 | panyan@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 上海区域销售总监 | 13391113930 | houhx@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 上海区域销售总监 | 13901836709 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 上海区域高级销售副总监 | 13917882257 | lidong1@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监 | 13916816630 | liugy@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 上海区域销售经理 | 13162829753 | sumeng@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 上海区域销售经理 | 15801869965 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 上海区域销售经理 | 13817674050 | chenyy6@essence.com.cn |
| | 徐逸岑 | 上海区域销售经理 | 18019221980 | xuyc@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 张莹 | 北京区域销售负责人 | 13901255777 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 张杨 | 北京区域销售副总监 | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 北京区域销售副总监 | 13811978042 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监 | 18511841987 | liuwx1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 北京区域销售经理 | 13581778515 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 游倬源 | 北京区域销售经理 | 010-83321501 | youzy1@essence.com.cn |
| | 侯宇彤 | 北京区域销售经理 | 18210869281 | houyt1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人 | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监 | 18926033448 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 深圳基金组销售经理 | 13540211209 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 深圳基金组销售经理 | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理 | 13699750501 | huangqq@essence.com.cn |
| | 喻聪 | 深圳基金组销售经理 | 18503038620 | yucong@essence.com.cn |
| | 马田田 | 深圳基金组销售经理 | 18318054097 | matt@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034