

轻资产模式持续发力，Q1 营收修复利润同比改善显著

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:	11.35/8.38
目标价格:		总市值(亿)	353.79
最新收盘价:	9.06	自由流通市值(亿)	286.63
		自由流通股数(百万)	3,163.71

事件概述

美凯龙发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营收 33.41 亿元，同比增长 30.70%；实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 83.79%；实现扣非净利润 4.13 亿元，同比增长 101.45%。

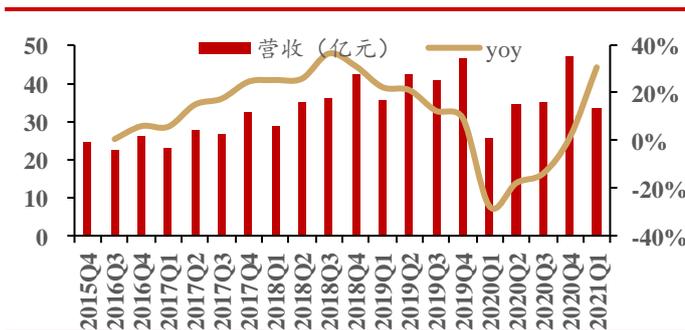
分析判断:

► 收入端：疫情改善营收修复

公司 2021 年 Q1 录得营收 33.41 亿元，同比增长 30.70%，主要系疫情改善，公司营收恢复所致。报告期内，公司无净增加及新开自营商场或委管商场，位于广东深圳的 1 家委管商场转为自营；位于浙江舟山的 1 家委管商场关闭。截至 2021 年 3 月 31 日，公司经营了 93 家自营商场，271 家委管商场，通过战略合作经营 12 家家居商场，以特许经营方式授权开业 66 家特许经营家居建材项目，共包括 476 家家居建材店/产业街。截至报告期末，公司有 24 家筹备中的自营商场（其中自有 19 家、租赁 5 家），计划建筑面积约 355 万平方米；筹备的委管商场中，有 344 个委管签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。

分业务看，于报告期内公司已开业自营商场录得营收 19.51 亿元，同比增长 31.7%。其中自有商场/租赁商场/合营联营商场分别录得营收 15.92/2.92/0.67 亿元，同比提升 34.8%/ 30.8% /-12.8%。分地区看，华中地区/重庆地区自营商场营业收入提升显著，分别同比提升 64.1%/ 46.2%。

图 1 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

► 利润端：Q1 利润同比改善显著，财务管控能力突出

2021 年 Q1 公司毛利率为 62.51%，同比下滑 0.48pct。公司毛利率的下滑主要系上年同期受疫情影响响成本较低所致。分业务看，于报告期内公司已开业自营商场实现毛利率 74.3%，同比增加 0.8pct。其中自有商场/租赁商场/合营联营商场分别录得毛利率-12.8%/ 30.5%/ 49.4%，同比提升 0.5/-0.5/-3.0pct。分地区看，东北地区自营商场的毛利率显著提升 11.5pct 至 84.8%，为第二高毛利率地区。

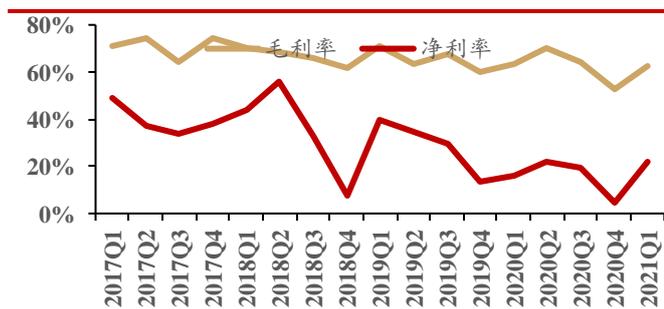
2021 年 Q1 公司实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 83.79%；实现扣非净利润 4.13 亿元，同比增长

101.45%。2021年Q1公司净利率为21.68%，同比提升6.01pct。费用方面，Q1单季度公司期间费用率同比减少5.20pct至39.91%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比提升4.17/-1.05/0.12/-8.45pct至10.90%/11.57%/0.38%/17.06%。公司销售费用率的提升主要系受疫情恢复影响，品牌宣传推广等活动支出增加所致；管理费用率的下降主要系管理效率提升所致；研发费用率的提升主要系研发投入增加所致；财务费用率的下降主要系利息费用相关费用下降的同时利息收入提升所致。

► 65亿信用债如约偿还，公司获长期信用AAA评级

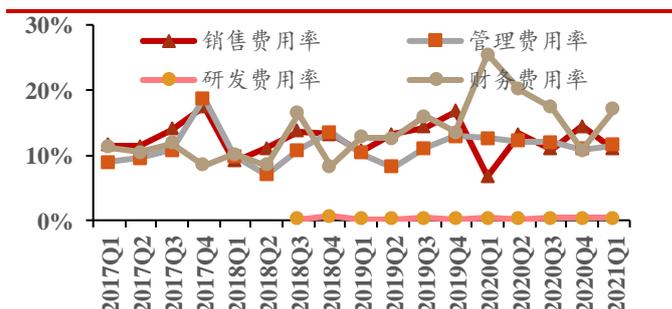
在2021年Q1民企偿债能力承压背景之下，2021年红星美凯龙到期的信用债共计5笔，达65亿元，其中三只到期债共计32亿元均已如约兑付。公司已将剩余两只计33亿的信用债的本息兑付资金已足额分别划付至上交所、中证登的监管账户并完成扣款，截至目前，年内无有待兑付的到期债。新增发行方面，公司于3月5日宣布成功完成人民币30亿元的“21红星01”公司债。红星美凯龙分别获联合资信评估股份有限公司、大公国际资信评估有限公司的AAA主体长期信用评级，评级展望均维持“稳定”。

图3 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

投资建议

公司不断丰富渠道结构，从多维度进行流量捕获，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。我们维持公司的盈利预测，2021-2023年收入分别为171.35/197.47/227亿元。2021-2023年归母净利润分别为37.7/46.0/54.8亿元，对应EPS分别为0.97/1.18/1.4元。公司新零售变革未来可期，继续给予“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。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,469	14,236	17,135	19,747	22,700
YoY (%)	15.7%	-13.6%	20.4%	15.2%	15.0%
归母净利润(百万元)	4,480	1,731	3,769	4,601	5,478
YoY (%)	0.1%	-61.4%	117.8%	22.1%	19.1%
毛利率 (%)	65.2%	61.5%	64.6%	63.9%	62.3%
每股收益 (元)	1.15	0.44	0.97	1.18	1.40
ROE	9.8%	3.6%	7.5%	8.6%	9.6%
市盈率	7.90	20.44	9.39	7.69	6.46

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

联系电话：

联系人：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	14,236	17,135	19,747	22,700	净利润	2,064	4,204	5,187	6,211
YoY (%)	-13.6%	20.4%	15.2%	15.0%	折旧和摊销	939	895	845	810
营业成本	5,480	6,064	7,138	8,567	营运资金变动	-904	-8,419	9	628
营业税金及附加	377	461	527	605	经营活动现金流	4,160	-2,042	7,202	8,708
销售费用	1,694	2,056	2,271	2,383	资本开支	-2,885	82	626	539
管理费用	1,681	1,885	1,876	2,043	投资	-759	-550	-300	-300
财务费用	2,464	1,476	1,554	1,484	投资活动现金流	-4,852	-15	846	797
资产减值损失	-333	0	0	0	股权募资	20	0	0	0
投资收益	222	452	520	558	债务募资	18,607	0	300	100
营业利润	2,946	5,774	7,069	8,375	筹资活动现金流	-182	-2,674	-2,681	-3,091
营业外收支	-132	-160	-105	-30	现金净流量	-875	-4,731	5,367	6,414
利润总额	2,814	5,614	6,964	8,345	主要财务指标				
所得税	750	1,410	1,777	2,134	成长能力 (%)				
净利润	2,064	4,204	5,187	6,211	营业收入增长率	-13.6%	20.4%	15.2%	15.0%
归属于母公司净利润	1,731	3,769	4,601	5,478	净利润增长率	-61.4%	117.8%	22.1%	19.1%
YoY (%)	-61.4%	117.8%	22.1%	19.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.44	0.97	1.18	1.40	毛利率	61.5%	64.6%	63.9%	62.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	14.5%	24.5%	26.3%	27.4%
货币资金	6,511	1,780	7,147	13,561	总资产收益率 ROA	1.3%	3.0%	3.5%	4.0%
预付款项	324	359	422	507	净资产收益率 ROE	3.6%	7.5%	8.6%	9.6%
存货	328	359	424	508	偿债能力 (%)				
其他流动资产	7,974	7,977	9,154	9,914	流动比率	0.48	0.45	0.70	0.94
流动资产合计	15,137	10,474	17,148	24,490	速动比率	0.41	0.37	0.61	0.84
长期股权投资	3,704	4,154	4,354	4,554	现金比率	0.21	0.08	0.29	0.52
固定资产	2,738	2,343	1,998	1,688	资产负债率	61.2%	57.1%	56.0%	54.6%
无形资产	344	364	384	404	经营效率 (%)				
非流动资产合计	116,411	115,827	114,556	113,481	总资产周转率	0.11	0.14	0.15	0.16
资产合计	131,548	126,302	131,704	137,971	每股指标 (元)				
短期借款	3,448	3,448	3,448	3,448	每股收益	0.44	0.97	1.18	1.40
应付账款及票据	2,085	2,059	2,521	2,987	每股净资产	12.18	12.86	13.68	14.68
其他流动负债	26,105	17,781	18,634	19,724	每股经营现金流	1.07	-0.52	1.84	2.23
流动负债合计	31,639	23,288	24,603	26,159	每股股利	0.00	0.28	0.36	0.41
长期借款	22,212	22,212	22,512	22,612	估值分析				
其他长期负债	26,599	26,599	26,599	26,599	PE	20.44	9.39	7.69	6.46
非流动负债合计	48,811	48,811	49,111	49,211	PB	0.70	0.70	0.66	0.62
负债合计	80,450	72,100	73,714	75,370					
股本	3,905	3,905	3,905	3,905					
少数股东权益	3,535	3,970	4,556	5,289					
股东权益合计	51,098	54,202	57,989	62,600					
负债和股东权益合计	131,548	126,302	131,704	137,971					

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，8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，5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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士

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。