

公司研究

成立数字科技集团，加码线上线下一体化

——美凯龙（601828.SH，1528.HK）2021年半年报点评

要点

公司 1H2021 营收同比增长 24.54%，归母净利润同比增长 57.26%

8月25日，公司公布2021年半年报：1H2021实现营业收入75.03亿元，同比增长24.54%；实现归母净利润17.32亿元，折合成全面摊薄EPS为0.44元，同比增长57.26%；实现扣非归母净利润9.32亿元，同比增长32.99%。

单季度拆分来看，2Q2021实现营业收入41.61亿元，同比增长19.99%；实现归母净利润10.09亿元，折合成全面摊薄EPS为0.26元，同比增长42.53%；实现扣非归母净利润5.19亿元，同比增长4.71%。

公司 1H2021 综合毛利率下降 3.30 个百分点，期间费用率下降 5.98 个百分点
1H2021 公司综合毛利率为 63.59%，同比下降 3.30 个百分点。季度拆分来看，2Q2021 公司综合毛利率为 64.46%，同比下降 5.31 个百分点。

1H2021 公司期间费用率为 39.41%，同比下降 5.98 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.05%/11.76%/16.25%/0.36%，同比分别变化 +0.57/-0.60/-6.13/+0.18 个百分点。2Q2021 公司期间费用率为 39.02%，同比下降 6.59 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.16%/11.91%/15.61%/0.34%，同比分别变化 -2.08/-0.26/-4.47/+0.22 个百分点。

持续推进委管商场业务发展，成立数字科技集团

报告期内，公司净增 4 家委管商场。截至报告期末，公司经营 276 家委管商场，总经营面积 13,919,918 平方米，平均出租率 91.2%。其中，有 151 家分布在华东、华北区域（不含上海、北京、天津），占委管商场总数量比例达到 54.7%，占委管商场总面积比例达到 57.6%。此外，报告期内公司成立了美凯龙数字科技有限公司，加速线上线下一体化发展，2021 年天猫“618”活动期间，美凯龙全域销售总额 86.3 亿元，消费人数同比增长 31%。

下调盈利预测，维持原有评级

公司扣非后的业绩增速略低于我们预期，鉴于公司处于业务转型期，未来收入和利润仍有一定不确定性，我们下调对公司 2021/2022/2023 年 EPS 的预测 11%/10%/10%至 0.69/0.76/0.84 元。公司持续推进家装家居一体化、线上线下一体化发展战略，有利于巩固公司竞争实力，维持公司 A 股“买入”评级，维持公司 H 股“增持”评级。

风险提示：数字化改造效果不达预期，公允价值变动损益波动大于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,469	14,236	16,527	18,782	20,792
营业收入增长率	15.66%	-13.56%	16.09%	13.64%	10.71%
净利润（百万元）	4,480	1,731	2,706	2,981	3,264
净利润增长率	0.05%	-61.37%	56.37%	10.17%	9.49%
EPS（元）	1.26	0.44	0.69	0.76	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.80%	3.64%	5.38%	5.68%	5.94%
P/E	8	23	15	13	12
P/E（H 股）	3	9	6	5	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-25；汇率：按 1HKD=0.83104CNY 换算；注：如无特殊说明，本文元均指人民币；公司 2019 年股本为 35.50 亿股，2020 年股本变为 39.05 亿股。

A 股：买入（维持）

当前价：10.12 元

H 股：增持（维持）

当前价：4.85 港元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebsecn.com

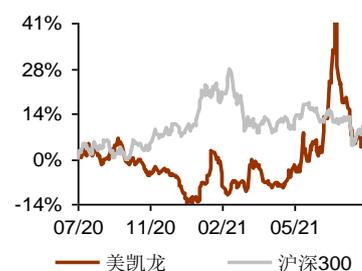
联系人：田然

021-52523799
tianran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	39.05
总市值(亿元):	395.19
一年最低/最高(元):	8.38/14.09
近 3 月换手率:	21.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.98	4.38	-6.39
绝对	-3.53	-3.53	-3.53

资料来源：Wind

相关研报

家居连锁卖场龙头，轻资产化布局零售新业态——美凯龙（601828.SH，1528.HK）投资价值分析报告（2021-07-24）

表 1: 自营商场营业收入与毛利率按经营业态分类

经营业态	营业收入 (元)	同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率比上年同期增减 (个百分点)
自有商场	3,314,604,464.01	29.3%	84.8%	减少 0.1 个百分点
租赁商场	595,709,100.15	30.6%	29.1%	减少 4.8 个百分点
合营联营商场	143,439,337.43	9.2%	49.9%	减少 11.0 个百分点
合计:	4,053,752,901.59	28.7%	75.4%	减少 1.1 个百分点

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 自营商场营业收入与毛利率按地区分类

地区	营业收入 (元)	同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率比上年同期增减 (个百分点)
北京	400,178,883.73	29.8%	75.1%	增加 2.2 个百分点
上海	875,995,256.49	24.4%	89.5%	减少 0.1 个百分点
天津	94,612,873.42	25.9%	70.9%	减少 1.3 个百分点
重庆	275,978,072.44	32.5%	80.6%	增加 1.6 个百分点
东北	376,926,673.43	27.0%	85.2%	增加 1.9 个百分点
华东 (不含上海)	1,042,745,473.65	21.9%	70.5%	减少 3.1 个百分点
华北 (不含北京、天津)	175,810,943.51	37.5%	56.2%	增加 12.8 个百分点
华南	102,233,446.81	33.4%	51.0%	减少 0.2 个百分点
华中	394,335,386.40	60.1%	59.5%	减少 8.8 个百分点
西部 (不含重庆)	314,935,891.71	25.2%	76.6%	减少 0.8 个百分点
合计:	4,053,752,901.59	28.7%	75.4%	减少 1.1 个百分点

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3: 公司 2Q2021 归母净利润同比增长 42.53%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2019	131399.95	11.14	0.34	84768.97	5.83	0.22	46630.98
2Q2019	139154.49	-25.04	0.36	86534.75	6.33	0.22	52619.74
3Q2019	107792.58	-3.90	0.28	59910.81	2.50	0.15	47881.77
4Q2019	69621.14	119.50	0.18	30147.70	-17.82	0.08	39473.45
1Q2020	39310.51	-70.08	0.10	20482.42	-75.84	0.05	18828.09
2Q2020	70821.14	-49.11	0.18	49595.98	-42.69	0.13	21225.17
3Q2020	62876.10	-41.67	0.16	45992.72	-23.23	0.12	16883.38
4Q2020	50.43	-99.93	0.00	161.34	-99.46	0.00	-110.91
1Q2021	72249.82	83.79	0.19	41262.70	101.45	0.11	30987.12
2Q2021	100940.34	42.53	0.26	51931.31	4.71	0.13	49009.02
TTM	236116.68	-17.89	0.60	139348.07	-12.98	0.36	96768.62

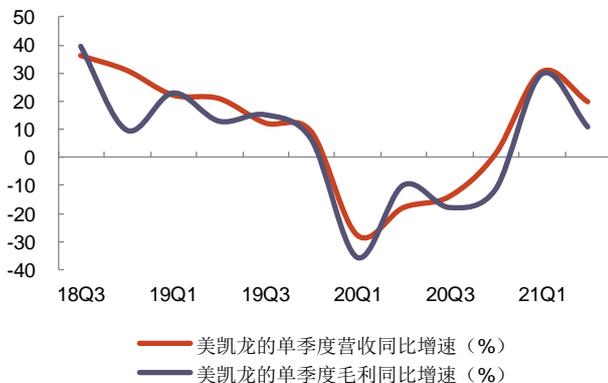
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 4: 公司 2Q2021 净利率较上年同期上升 3.84 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
1Q2019	353496.72	22.37	70.94	0.35	33.81	37.17	-3.76
2Q2019	422214.72	21.15	63.64	-4.64	34.13	32.96	-20.30
3Q2019	406664.22	12.41	67.27	1.63	41.63	26.51	-4.50
4Q2019	464548.11	9.35	60.34	-1.62	43.31	14.99	7.52
1Q2020	255624.27	-27.69	62.99	-7.94	45.11	15.38	-21.79
2Q2020	346819.82	-17.86	69.77	6.12	45.61	20.42	-12.54
3Q2020	350271.05	-13.87	64.08	-3.19	40.71	17.95	-8.56
4Q2020	470930.88	1.37	52.70	-7.64	36.40	0.01	-14.98
1Q2021	334111.46	30.70	62.51	-0.48	39.91	21.62	6.25
2Q2021	416148.19	19.99	64.46	-5.31	39.02	24.26	3.84
TTM	1571461.58	6.64	60.44	-4.50	38.80	15.03	-4.49

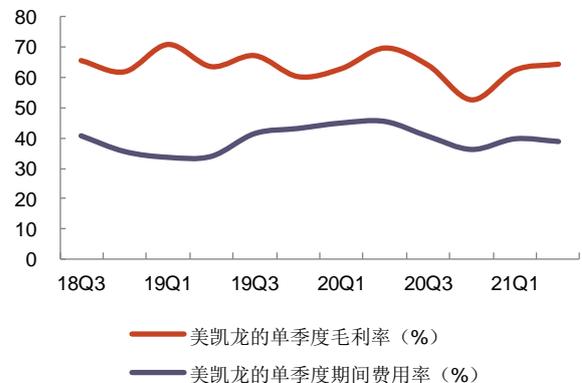
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q3-2021Q2)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q3-2021Q2)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16,469	14,236	16,527	18,782	20,792
营业成本	5,736	5,480	6,622	7,617	8,555
折旧和摊销	108	188	518	659	809
税金及附加	429	377	438	488	541
销售费用	2,291	1,694	1,884	1,953	2,183
管理费用	1,752	1,681	1,835	1,859	2,058
研发费用	38	36	42	43	48
财务费用	2,260	2,464	3,103	3,948	4,294
投资收益	786	222	300	300	300
营业利润	6,197	2,946	3,875	4,242	4,619
利润总额	6,203	2,814	3,875	4,242	4,619
所得税	1,517	750	969	1,060	1,155
净利润	4,686	2,064	2,906	3,181	3,464
少数股东损益	207	333	200	200	200
归属母公司净利润	4,480	1,731	2,706	2,981	3,264
EPS(元)	1.26	0.44	0.69	0.76	0.84

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,094	4,160	4,823	6,300	6,935
净利润	4,480	1,731	2,706	2,981	3,264
折旧摊销	108	188	518	659	809
净营运资金增加	2,029	-1,254	2,385	855	1,179
其他	-2,523	3,495	-787	1,804	1,683
投资活动产生现金流	-4,083	-4,852	-12,461	-12,064	-4,674
净资本支出	-4,309	-2,885	-2,519	-2,050	-1,550
长期投资变化	3,654	3,704	0	0	0
其他资产变化	-3,428	-5,671	-9,942	-10,014	-3,124
融资活动现金流	-850	-182	9,391	6,891	-1,256
股本变化	0	355	0	0	0
债务净变化	5,145	6,286	10,203	9,311	1,823
无息负债变化	2,600	854	521	3,188	2,710
净现金流	-838	-875	1,753	1,127	1,005

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.2%	61.5%	59.9%	59.4%	58.9%
EBITDA 率	40.0%	41.2%	38.5%	40.6%	40.3%
EBIT 率	38.4%	38.5%	35.3%	37.1%	36.4%
税前净利润率	37.7%	19.8%	23.4%	22.6%	22.2%
归母净利润率	27.2%	12.2%	16.4%	15.9%	15.7%
ROA	3.8%	1.6%	2.0%	2.0%	2.1%
ROE (摊薄)	9.8%	3.6%	5.4%	5.7%	5.9%
经营性 ROIC	-54.7%	-42.9%	-98.2%	-127.2%	-133.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	60%	61%	63%	65%	65%
流动比率	0.50	0.48	0.44	0.45	0.56
速动比率	0.49	0.47	0.43	0.44	0.54
归母权益/有息债务	1.28	1.13	0.96	0.85	0.87
有形资产/有息债务	3.36	3.07	2.74	2.57	2.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	122,294	131,548	145,178	160,132	167,334
货币资金	7,229	6,511	8,264	9,391	10,396
交易性金融资产	233	248	240	1,340	2,540
应收帐款	1,806	1,935	1,983	2,254	2,495
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	710	1,525	1,685	1,912	2,115
存货	331	328	397	457	513
其他流动资产	1,678	2,640	2,686	2,731	2,772
流动资产合计	13,954	15,137	15,654	18,543	21,345
其他权益工具	3,999	4,207	4,249	4,291	4,334
长期股权投资	3,654	3,704	3,704	3,704	3,704
固定资产	897	2,738	3,202	3,662	3,964
在建工程	2,329	81	1,373	2,080	2,347
无形资产	449	344	369	393	415
商誉	98	98	98	98	98
其他非流动资产	8,938	9,135	11,426	11,426	11,426
非流动资产合计	108,340	116,411	129,524	141,589	145,989
总负债	73,310	80,450	91,174	103,673	108,206
短期借款	3,388	3,448	16,549	16,293	13,528
应付账款	1,476	2,085	1,457	1,676	1,882
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,159	961	1,157	1,315	1,455
其他流动负债	348	737	783	828	868
流动负债合计	27,768	31,639	35,751	40,996	38,242
长期借款	15,920	22,212	27,212	32,212	37,212
应付债券	6,592	4,433	4,433	4,433	4,433
其他非流动负债	10,406	8,936	11,227	13,481	15,491
非流动负债合计	45,542	48,811	55,423	62,677	69,965
股东权益	48,985	51,098	54,004	56,459	59,128
股本	3,550	3,905	3,905	3,905	3,905
公积金	6,195	5,725	5,725	5,725	5,725
未分配利润	34,487	36,213	38,919	41,174	43,643
归属母公司权益	45,715	47,563	50,269	52,524	54,993
少数股东权益	3,270	3,535	3,735	3,935	4,135

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.91%	11.90%	11.40%	10.40%	10.50%
管理费用率	10.64%	11.81%	11.10%	9.90%	9.90%
财务费用率	13.72%	17.31%	18.78%	21.02%	20.65%
研发费用率	0.23%	0.25%	0.25%	0.23%	0.23%
所得税率	24%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.00	0.19	0.20	0.22
每股经营现金流	1.15	1.07	1.23	1.61	1.78
每股净资产	12.88	12.18	12.87	13.45	14.08
每股销售收入	4.64	3.65	4.23	4.81	5.32

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	23	15	13	12
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	-1.5	-1.4	-1.1	-1.2	-1.3
股息率	2.5%	0.0%	1.8%	2.0%	2.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE