

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美凯龙(601828)

投资评级

上次评级

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

邮箱: luanyang@cindasc.com

相关研究

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

21 年自营商场表现亮眼, 重运营成效渐显(更新版)

2022 年 03 月 30 日

事件:公司公告年报, 2021 年实现营业收入 155.13 亿元, 同比增长 8.97%, 归母净利润 20.47 亿元, 同比增长 18.31%, 扣非净利同比增长 42.62%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)。

点评:

- **龙头地位夯实, 21 年自营商场快速增长, 出租率全面提升。**分行业来看, 2021 年公司家居商业服务业/建造施工及设计服务业/家装相关服务及商品销售业营业收入分别同比变动+10.6%/-10.2%/+14%。其中, 自营、委管收入分别同比变动+21%、-9%, 自营、委管商场出租率分别提升+2pct、+0.7pct。1) **卖场业务:** 2021 年, 公司占中国连锁家居装饰及家具商场行业的零售市场份额 17.5%, 占家居装饰及家具商场行业(包括连锁及非连锁)市场份额 7.4%, 稳居行业第一。截至年底, 公司经营了 95 家自营商场(新开 3 家), 278 家委管商场(新开 20 家), 10 家战略合作商场, 69 个特许经营家居建材项目, 共包括 485 家家居建材店/产业街。渠道拓展的同时, 公司加快店态升级, 打造百 MALL 商场: 32 家 1 号店、9 家至尊 MALL 及 59 家标杆商场, 完成逾三百个主题馆的打造, 实现商场整体消费者人数、订单数及成交额保持两位数增长, 21 年成熟自营商场同店增长率达 16.8%。2) **拓展性业务:** 聚焦新零售, 天猫同城店为消费者打造家居同城商品“线上展示引流、线下体验消费”的一体化闭环, 同时公司注重打造全域营销平台, 全方位引流。家装业务深耕, 持续加大新一代家装平台系统项目的建设, 家装门店累计开设 253 家, 明确差异化业务定位, 分品牌分层运营。
- **毛利稳定、减值影响利润, 降杠杆持续推进。**21 年公司综合毛利率同比略升 0.16pct 至 61.67%, 主要因业务结构变化带动。费用方面, 21 年销售、管理、研发和财务费用率分别变动+1.4pct、+1.11pct、+0.14pct、-1.4pct, 其中销售费用的提升主要系公司从疫情中恢复常态化促销活动所致, 管理费用主要系公司在 21 年恢复 20 年缩减的办公行政费开支所致。新增计提信用减值损失导致 Q4 单季归母利润亏损 1750 万元、扣非利润为 1.89 亿元。21 年公司资产负债率 57.4%, 同比降 3.7pct, 计息负债同比下降 63 亿元至 391 亿元。21 年公司存货周转天数同比减少 1.75 天至 19.9 天, 净营业周期为-70.73 天。21 年经营活动产生的现金流量净额同比增长 29.35%。
- **盈利预测:** 作为国内家居连锁第一品牌, 公司强大的渠道和招商能力优势显著且难以复制。近年来持续深化“轻资产, 重运营, 降杠杆”, 通过轻资产模式继续在下沉市场进行网络扩张, 夯实行业龙头地位, 同时加快发展扩展性业务。预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 23.85 亿元、28.51 亿元、33.56 亿元, 同比分别增长 16.5%、19.6%、17.7%, 目前(2022/3/30)股价对应 2022 年 PE 为 15x。
- **风险因素:** 疫情大范围爆发风险, 房地产市场波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	14,236	15,513	17,674	19,441	21,145
增长率 YoY %	-13.6%	9.0%	13.9%	10.0%	8.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,731	2,047	2,385	2,851	3,356
增长率 YoY%	-61.4%	18.3%	16.5%	19.6%	17.7%
毛利率%	61.5%	61.7%	61.3%	60.9%	60.3%
净资产收益率ROE%	3.6%	3.8%	4.2%	4.8%	5.4%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.51	0.55	0.65	0.77
市盈率 P/E(倍)	19.30	17.27	14.92	12.48	10.60
市净率 P/B(倍)	0.70	0.71	0.63	0.61	0.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为2022年03月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,137	15,653	20,777	22,499	27,246
货币资金	6,511	6,904	11,124	11,929	15,771
应收票据	0	87	99	108	118
应收账款	1,935	1,958	2,030	2,253	2,468
预付账款	324	305	351	389	431
存货	328	329	378	420	465
其他	6,039	6,071	6,794	7,399	7,992
非流动资产	116,411	119,535	121,653	122,838	123,465
长期股权投资	3,704	3,929	3,929	3,929	3,929
固定资产(合计)	2,738	2,655	4,980	6,183	6,815
无形资产	344	125	75	75	75
其他	109,626	112,825	112,669	112,651	112,645
资产总计	131,548	135,188	142,430	145,337	150,710
流动负债	31,639	32,132	34,892	37,009	39,253
短期借款	3,448	2,957	3,457	3,457	3,457
应付票据		9	10	11	13
应付账款	2,085	2,401	2,623	2,912	3,223
其他	26,105	26,765	28,801	30,629	32,561
非流动负债	48,811	45,525	47,625	45,625	45,525
长期借款	22,212	21,606	21,606	21,606	21,606
其他	26,599	23,918	26,018	24,018	23,918
负债合计	80,450	77,656	82,517	82,634	84,778
少数股东权益	3,535	3,549	3,714	3,912	4,144
归属母公司股东	47,563	53,982	56,199	58,791	61,789
负债和股东权益	131,548	135,188	142,430	145,337	150,710

重要财务指标	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,236	15,513	17,674	19,441	21,145
同比 (%)	-13.6%	9.0%	13.9%	10.0%	8.8%
归属母公司净利	1,731	2,047	2,385	2,851	3,356
同比 (%)	-61.4%	18.3%	16.5%	19.6%	17.7%
毛利率 (%)	61.5%	61.7%	61.3%	60.9%	60.3%
ROE%	3.6%	3.8%	4.2%	4.8%	5.4%
EPS (摊薄)(元)	0.44	0.51	0.55	0.65	0.77
P/E	19.30	17.27	14.92	12.48	10.60
P/B	0.70	0.71	0.63	0.61	0.58
EV/EBITDA	12.31	12.13	11.45	10.18	8.86

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,236	15,513	17,674	19,441	21,145
营业成本	5,480	5,946	6,839	7,592	8,402
营业税金及附加	377	444	506	557	605
销售费用	1,694	2,064	2,351	2,528	2,686
管理费用	1,681	2,004	2,283	2,512	2,732
研发费用	36	61	69	194	211
财务费用	2,464	2,461	2,531	2,380	2,193
减值损失合计	-333	-271	-300	-300	-300
投资净收益	222	539	353	389	423
其他	553	61	195	215	234
营业利润	2,946	2,862	3,344	3,982	4,672
营业外收支	-132	-60	-80	-80	-80
利润总额	2,814	2,802	3,264	3,902	4,592
所得税	750	613	714	854	1,005
净利润	2,064	2,189	2,550	3,048	3,588
少数股东损益	333	142	165	197	232
归属母公司净利润	1,731	2,047	2,385	2,851	3,356
EBITDA	5,907	5,954	5,919	6,384	6,892
EPS (当年)(元)	0.44	0.51	0.55	0.65	0.77

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,160	5,381	6,159	6,516	7,145
净利润	2,064	2,189	2,550	3,048	3,588
折旧摊销	939	960	294	325	383
财务费用	2,366	2,334	1,848	1,869	1,795
投资损失	-222	-539	-353	-389	-423
营运资金变动	-904	404	1,457	1,300	1,440
其它	-83	32	365	363	361
投资活动现金	-4,852	-127	-2,223	-1,284	-749
资本支出	-2,885	-2,366	-2,477	-1,573	-1,071
长期投资	-759	2,146	-300	-300	-300
其他	-1,208	93	553	589	623
筹资活动现金	-182	-5,054	285	-4,428	-2,553
吸收投资	20	3,756	0	0	0
借款	18,607	9,646	500	0	0
支付利息或股	-3,790	-2,819	-2,315	-2,428	-2,453
现金流净增加额	-875	197	4,221	804	3,843

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职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。

罗岸阳，硕士，任职于信达证券，研究方向为家电，曾就职于天风证券、国金证券。本科毕业于浙江大学应用电子系，曾在TP-LINK硬件研发部门工作过一年，负责SMB交换机硬件及底层代码设计。硕士毕业于法国北方高等商学院金融专业，2014年7月在家电行业实习，后工作至今，对于家电板块较为了解。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

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都不曾与，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。