

轻资产重运营，数字化改革卓有成效

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现营收 155.1 亿元(+9%); 实现归母净利润 20.5 亿元(+18.3%); 实现扣非归母净利润 16.6 亿元(+42.6%)。其中, 2021 年 Q4 公司实现营业收入 41.6 亿元(-11.7%); 实现归母净利润-1750 万元, 扣非归母净利润 1.9 亿元, 公司 2021 年全年营收及经营业绩实现稳健增长。
- 盈利能力持续提升, 费用管控有待加强。** 2021 年公司整体毛利率为 61.7% (+0.2pp), 主要系集团积极进行品类调整, 租赁商场收入大幅提升。其中, 2021 年公司自营商场毛利率为 77.1% (+0.5pp), 委管商场毛利率为 52.4% (-7.4pp), 建造施工及设计毛利率为 27.3% (-5.4pp), 家装服务及商品销售毛利率为 20.5% (-1.4pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费用率为 42.5% (+1.2pp)。其中, 公司销售费用率为 13.3% (+1.4pp), 管理费用率为 12.9% (+1.1pp), 研发费用率为 0.4% (+0.1pp), 财务费用率为 15.9% (-1.5pp), 公司有息负债同比下降 13.9% 至 391 亿元, 公司资产负债率下降 3.7ppts 至 57.4%, 公司“降杠杆”策略卓有成效, 资产结构得以优化。综合来看, 公司净利率为 13.2%, 同比增长 1pp, 扣非净利率为 10.7% (+2.5pp)。
- 调整优化经营策略, 以轻资产模式实现渠道下沉。** 分产品来看, 2021 年公司自营/租赁商场实现营收 80.9 亿元, 同比增长 21.1%, 营收占比为 52.2%, 自营、委管商场出租率分别提升+2pp、+0.7pp。委管商场实现营收 32.6 亿元, 同比下降 9.1%, 主要系工程项目咨询及商业咨询项目数量减少所致。建造施工及设计营收为 15 亿元, 同比下降 10.2%, 主要由于工程项目核算特殊, 需按完工进度确认收入, 故 2021 年部分收入结转计入 2022 年; 家装服务及商品销售营收为 14 亿元, 同比增长 14%, 主要系公司家装项目增加且工程进度加快。截至 21 年底公司筹备的委管商场中有 327 个签约项目已取得土地使用权/获得地块, 三线及以下城市筹备中的委管商场数量占比超 70%, 公司未来将以轻资产运营模式快速下沉。
- 深度开展新零售业务, 数字化改革初见成效。** 2021 年, 公司拥有 95 家自营商场, 278 家委管商场, 10 家战略合作商场和 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, 商场总经营面积达 2230.4 万平方米。依托强大的店铺优势, 公司积极开展家装业务, 持续推进新零售模式, 成效已初步显现。2021 年公司零售额在我国家居装饰及家具零售行业中排名第一, 占比高达 17.5%, 处于行业领先地位。此外, 公司持续推动数字平台升级, 打造个性化整装定制品牌。在巩固现有业务的基础上, 公司不断探索更多新零售渠道, 借助大店优势发展连锁经营, 以加强系统营销获客能力, 实现全域获客, 全域营销。未来, 公司将继续推进数字化改革, 通过精准消费定位触达客户群体, 以实现产品结构优化以及效率提升的目的。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.59 元、0.7 元和 0.82 元, 对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍。公司作为线下家居卖场龙头, 流量变现能力强, 多业务形态成型, 在“轻资产重运营”模式下经营效率有望持续改善。给予公司 22 年 18 倍估值, 对应目标价 10.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 受地产影响家居消费不及预期的风险; 拓店不及预期的风险; 新零售转型不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15512.79	17693.55	19903.47	21901.73
增长率	8.97%	14.06%	12.49%	10.04%
归属母公司净利润(百万元)	2047.40	2547.61	3050.78	3588.03
增长率	18.31%	24.43%	19.75%	17.61%
每股收益EPS(元)	0.47	0.59	0.70	0.82
净资产收益率 ROE	3.80%	4.78%	5.46%	6.08%
PE	17	14	12	10
PB	0.65	0.65	0.62	0.58

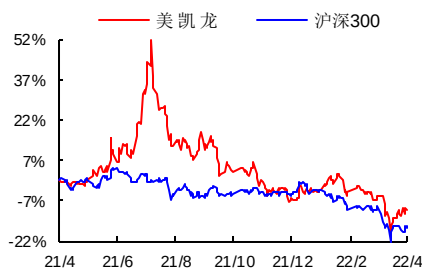
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

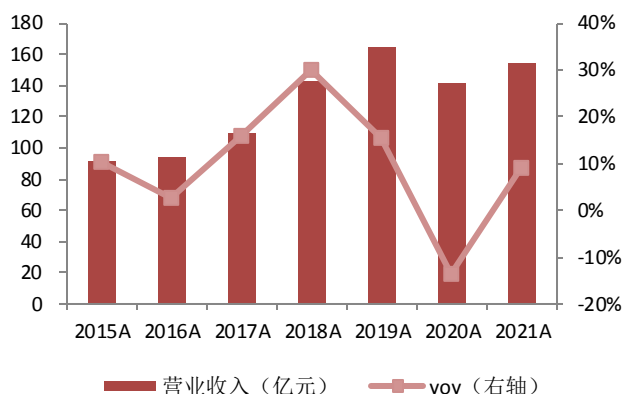
总股本(亿股)	43.55
流通 A 股(亿股)	31.64
52 周内股价区间(元)	7.33-13.8
总市值(亿元)	354.48
总资产(亿元)	1,351.88
每股净资产(元)	12.40

相关研究

1 家居卖场龙头，向着轻资产运营转型

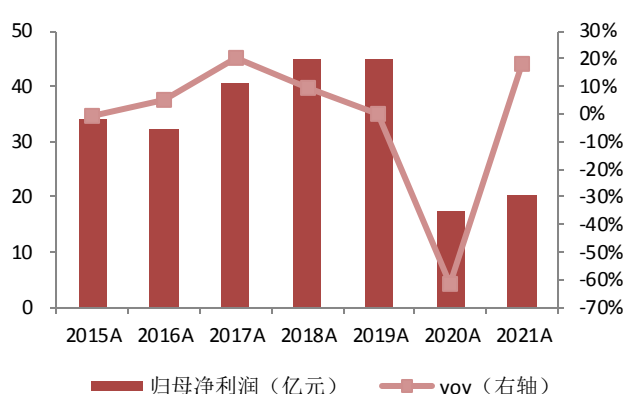
公司营收稳健增长，净利润随公司运营转型调整。收入端来看，2015-2021 年公司营业收入从 91.8 亿元增长到 2021 年的 155.1 亿元，年均复合增长率达到 9.1%。2021 年营收较上年同期增长 9%，增速在疫情反复下稳步回升。公司归母净利润从 2015-2021 年复合年均增速为 -8%，主要是受疫情影响刚性支出较大所致。2021 年较上年同期增长 18.3% 达到 20.5 亿元，我们判断随着疫情逐步消退，公司盈利能力将持续恢复。

图 1：2015-2021 年公司营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

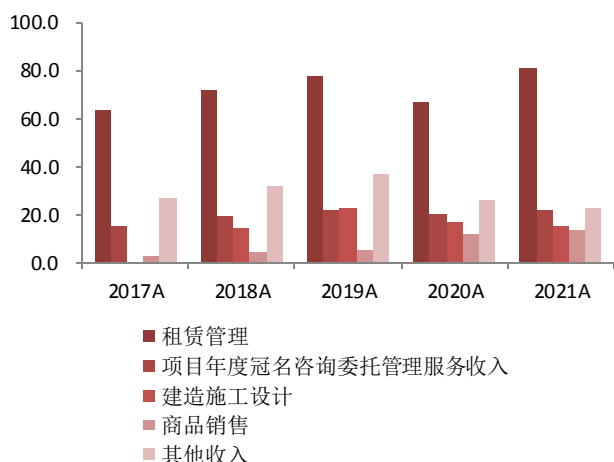
图 2：2015-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

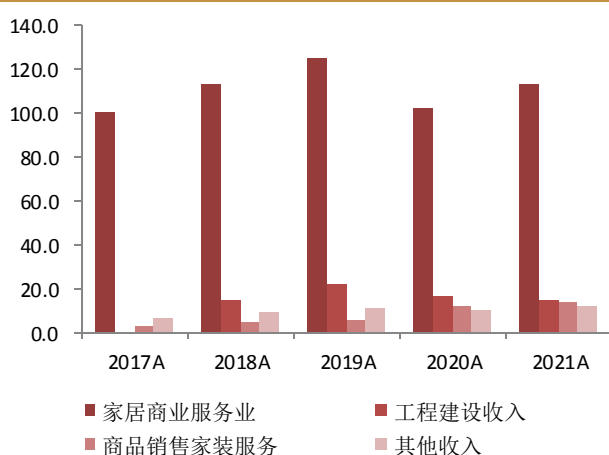
自营商场贡献大部分收入，委管模式助力渠道下沉。美凯龙的主营业务是家居商场经营管理。分产品来看，公司的主要收入来源于自营及租赁收入，公司自营及租赁/委管商场/家装业务/建造施工及设计分别贡献营收 81/32.6/14/15 亿元，分别同比 +21.1%/-9.1%/+14%/-10.2%，自营及租赁收入占比达到 52.2%，占比提升 5.3pp。截至 2021 年末，公司拥有 95 家自营商场，278 家委管商场，通过战略合作经营 10 家家居商场，69 个特许经营家居建材项目，包括 485 家家居建材店/产业街，商场总经营面积达 2230.4 万平方米。公司筹备的委管商场中有 327 个签约项目已取得土地使用权/获得地块，三线及以下城市筹备中的委管商场数量占比超 70%，公司未来将以轻资产运营模式快速下沉。

图 3：2017-2021 年公司主要产品（项目）收入（亿元）



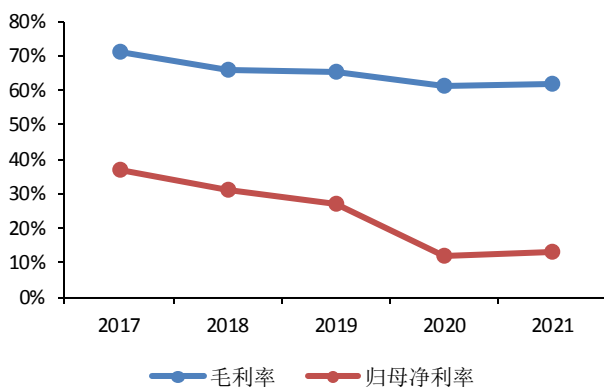
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：2017-2021 年公司不同行业销售收入（亿元）

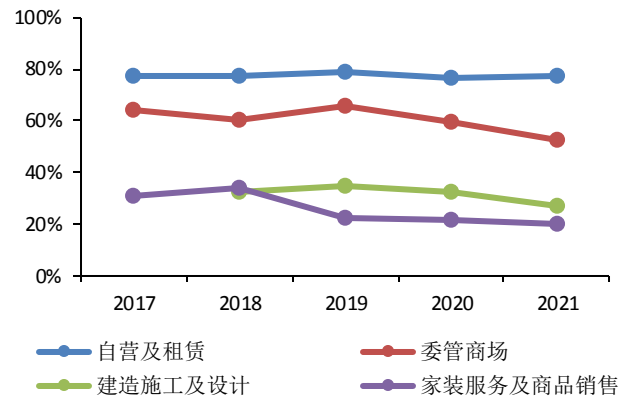


来源：公司年报，西南证券整理

毛利率趋于稳定，盈利能力逐步回升。2017-2021 由于高毛利率的自营及租赁业务占比回落，公司整体毛利率小幅下行，21 年稳定至 61.7%。其中 21 年自营及租赁/委管商场/建造施工及设计/家装服务及商品销售毛利率分别为 77.1%/52.4%/27.3%/20.5%。自 2017 年以来，公司采取轻资产经营战略，在自营商场取得稳健收入情况下，以委管商场业务模式在全国三线及其他城市迅速展开扩张，并逐渐形成规模效应。现阶段，公司新开及已开业商场经营情况稳定，自营及租赁商场毛利率持续提升。2020 年受疫情影响，工程项目咨询及商业咨询项目数量减少，导致委管商场毛利率下滑，预计疫情好转有望回升。此外，考虑到工程项目核算特殊，需根据投入法按完工进度确认收入，由于各年度工程项目进度有所不同，导致建造施工及设计毛利率有所波动；家装服务及商品销售毛利率趋于稳定。

图 5：2017-2021 年公司毛利率及归母净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

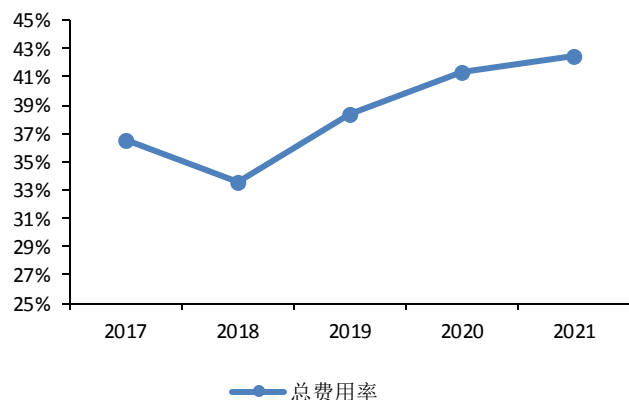
图 6：2017-2021 年公司主要产品毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

费用率整体上行，轻资产运营后费用率有望持续回落。从费用端来看，2017-2021 年公司费用率呈上行态势，提升 6 个百分点至 42.5%。其中财务费用率是费用增长的主要来源：财务费用率从 17 年的 10.3% 提升至 21 年的 15.9%，但值得注意的是 21 年相比 20 年 17.3% 的财务费用率已有所下行，表明公司轻资产降杠杆的目标已经开始逐步兑现。21 年公司有息负债同比降 13.9% 至 391 亿元，公司资产负债率下降 3.7pcpts 至 57.4%，资产结构得以优化。未来公司还将继续坚持轻资产运营模式逐步降低财务杠杆，进一步释放盈利弹性。

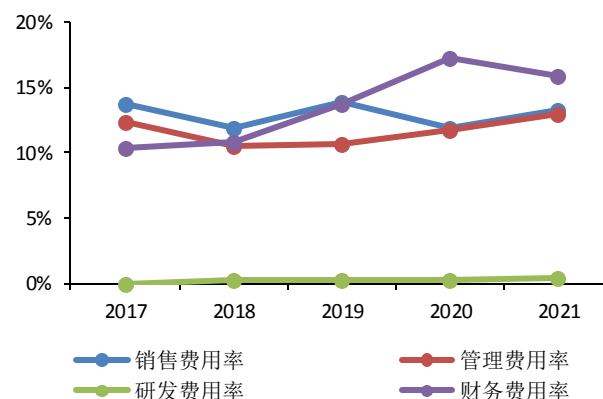
公司的净利率变化受毛利率和费用率综合影响较大，叠加疫情期间费用刚性的影响，净利率从 17 年的 37.2% 回落至 21 年的 13.2%，21 年相比于 20 年的净利率水平提升 1 个百分点，表明净利率有望逐步进入上行通道。随着未来疫情得到有效控制，居民家居装饰消费水平不断提升，叠加财务费用率的逐步下行，净利率有望稳步回升。

图 7：2017-2021 年公司总费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司各项费用率



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司筹备商场逐步开业，预计 22、23 年公司自营商场/委管商场新增数量分别为 3/25 家、2/20 家。

假设 2：在公司数字化改革提升运营效率的推动下，公司的整体毛利率有望稳步上行，预计 22-24 年公司毛利率分别为 61.5%、62.1%和 62.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入与成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	15512.8	17,693.6	19,903.5	21,901.7
yoy	9.0%	14.1%	12.5%	10.0%
营业成本	5946.5	6,807.7	7,540.0	8,219.6
毛利率	61.7%	61.5%	62.1%	62.5%
自营及租赁				
收入	8094.8	9551.9	11080.2	12409.8
yoy	21.1%	18%	16%	12%
成本	1853.3	2,196.9	2537.4	2854.3
毛利率	77.1%	77.0%	77.1%	77.0%
委管商场				
收入	3256.2	3419.1	3624.2	3877.9
yoy	-9.1%	5%	6%	7%
成本	1551.3	1,709.5	1812.1	1938.9
毛利率	52.4%	50.0%	50.0%	50.0%
建造施工及设计				

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	1498.6	1723.4	1895.7	2028.4
yoy	-10.2%	15%	10%	7%
成本	1089.1	1240.8	1346.0	1419.9
毛利率	27.3%	28.0%	29.0%	30.0%
家装服务及商品销售				
收入	1395.6	1604.9	1797.5	1959.2
yoy	14.0%	15%	12%	9%
成本	1108.8	1283.9	1438.0	1567.4
毛利率	20.5%	20%	20%	20%
其他				
收入	1,267.6	1394.3	1505.9	1626.3
yoy	17.2%	10%	8%	8%
成本	344.0	376.5	406.6	439.1
毛利率	72.9%	73%	73%	73%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的居然之家、富森美作为可比公司，考虑到公司作为家居卖场绝对龙头，多业务形态成型，在“轻资产重运营”模式下经营效率有望持续改善，盈利能力有大幅回升空间。参考 20-24 年公司净利润复合增速 21%，给予公司 22 年 18 倍估值，目标价 10.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
000785.SZ	居然之家	4.52	0.43	0.49	10.4	9.2
002818.SZ	富森美	11.88	1.36	1.48	9	8
平均值					10	9

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15512.79	17693.55	19903.47	21901.73	净利润	2189.00	2784.27	3352.98	3955.93
营业成本	5946.48	6807.68	7540.00	8219.62	折旧与摊销	385.47	231.66	233.46	234.54
营业税金及附加	444.21	486.51	551.56	151.12	财务费用	2461.03	2444.89	2569.03	2412.98
销售费用	2063.51	2600.95	2925.81	3350.96	资产减值损失	-270.52	-100.00	-150.00	0.00
管理费用	2004.07	2494.79	2826.29	3241.46	经营营运资本变动	1670.32	267.39	1264.91	1006.70
财务费用	2461.03	2444.89	2569.03	2412.98	其他	-1054.63	-652.53	-638.92	-693.46
资产减值损失	-270.52	-100.00	-150.00	0.00	经营活动现金流净额	5380.67	4975.69	6631.46	6916.69
投资收益	539.06	340.00	390.00	290.00	资本支出	62.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	371.72	412.53	398.92	403.46	其他	-189.59	392.67	288.92	688.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-126.81	392.67	288.92	688.46
营业利润	2862.34	3711.25	4429.70	5219.05	短期借款	-491.28	8267.79	-4472.67	-5359.29
其他非经营损益	-60.36	-73.16	-78.69	-73.79	长期借款	-606.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	2801.98	3638.09	4351.02	5145.25	股权融资	3682.11	0.00	0.00	0.00
所得税	612.98	853.82	998.04	1189.33	支付股利	0.00	-209.88	-215.71	-233.40
净利润	2189.00	2784.27	3352.98	3955.93	其他	-7638.34	-15021.92	-1569.03	-1412.98
少数股东损益	141.60	236.66	302.20	367.90	筹资活动现金流净额	-5053.63	-6964.01	-6257.41	-7005.67
归属母公司股东净利润	2047.40	2547.61	3050.78	3588.03	现金流量净额	196.92	-1595.65	662.98	599.48
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6903.72	5308.07	5971.04	6570.52	成长能力				
应收和预付款项	3243.23	3954.00	4377.16	4829.31	销售收入增长率	8.97%	14.06%	12.49%	10.04%
存货	329.09	387.11	424.92	464.61	营业利润增长率	-2.84%	29.66%	19.36%	17.82%
其他流动资产	5176.85	3656.33	3985.77	4283.65	净利润增长率	6.05%	27.19%	20.43%	17.98%
长期股权投资	3929.09	3929.09	3929.09	3929.09	EBITDA 增长率	-1.29%	11.89%	13.22%	8.77%
投资性房地产	95575.00	95575.00	95575.00	95575.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2743.91	2574.64	2403.56	2231.40	毛利率	61.67%	61.52%	62.12%	62.47%
无形资产和开发支出	235.03	223.13	211.24	199.35	三费率	42.09%	42.62%	41.81%	41.12%
其他非流动资产	17051.62	17501.13	17950.64	17905.15	净利率	14.11%	15.74%	16.85%	18.06%
资产总计	135187.54	133108.49	134828.42	135988.08	ROE	3.80%	4.78%	5.46%	6.08%
短期借款	2957.09	11224.88	6752.21	1392.92	ROA	1.62%	2.09%	2.49%	2.91%
应付和预收款项	5540.60	5692.63	6517.52	7172.04	ROIC	-17.53%	-18.45%	-20.11%	-20.58%
长期借款	21606.32	21606.32	21606.32	21606.32	EBITDA/销售收入	36.80%	36.10%	36.34%	35.92%
其他负债	47552.32	36356.80	38587.24	40729.14	营运能力				
负债合计	77656.32	74880.62	73463.28	70900.42	总资产周转率	0.12	0.13	0.15	0.16
股本	4354.73	4354.73	4354.73	4354.73	固定资产周转率	5.75	6.84	8.14	9.56
资本公积	6880.50	6880.50	6880.50	6880.50	应收账款周转率	7.97	8.43	8.31	8.21
留存收益	40868.84	43206.56	46041.64	49396.26	存货周转率	18.09	19.01	18.57	18.48
归属母公司股东权益	53981.80	54441.79	57276.86	60631.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.64%	—	—	—
少数股东权益	3549.42	3786.08	4088.28	4456.18	资本结构				
股东权益合计	57531.22	58227.87	61365.14	65087.67	资产负债率	57.44%	56.26%	54.49%	52.14%
负债和股东权益合计	135187.54	133108.49	134828.42	135988.08	带息债务/总负债	32.32%	44.56%	39.33%	33.19%
					流动比率	0.49	0.47	0.57	0.72
					速动比率	0.48	0.46	0.55	0.70
					股利支付率	0.00%	8.24%	7.07%	6.51%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	5708.83	6387.80	7232.20	7866.57	每股收益	0.47	0.59	0.70	0.82
PE	17.25	13.86	11.58	9.84	每股净资产	12.40	12.50	13.15	13.92
PB	0.65	0.65	0.62	0.58	每股经营现金	1.24	1.14	1.52	1.59
PS	2.28	2.00	1.77	1.61	每股股利	0.00	0.05	0.05	0.05
EV/EBITDA	-41.88	-37.79	-34.16	-32.16					
股息率	0.00%	0.59%	0.61%	0.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn