

相关研究

- 1、《美凯龙(601828)深度报告:运营提质增效,连锁家居龙头再起航》

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

商场主业稳增, 费用优化释放效能

2022年08月31日

事件: 公司发布中报, 1H22 实现收入 69.57 亿元, 同比下降 7.3%, 实现归母净利润 10.25 亿元, 同比下降 32.1%, 扣非归母净利润 9.37 亿元, 同比下降 6.9%; 公司单 Q2 实现收入 35.82 亿元, 同比下降 13.9%, 实现归母净利润 3.27 亿元, 同比下降 58.4%, 扣非归母净利润 4.61 亿元, 同比下降 22.3%。

点评:

- **自有商场稳健增长, 核心主业保持较强韧性。**公司 1H22 实现收入 69.57 亿元, 同比下降 7.3%, 单 Q2 实现收入 35.82 亿元, 同比下降 13.9%; 上半年收入下降主要由于疫情环境下相关服务进度延缓, 而公司商场经营主业逆势实现稳健增长。**分业务看, 1) 自营及租赁商场:** 1H22 实现收入 41.53 亿元, 同比增长 6.0%, 主要由于公司 2021 年新开商场贡献收入增量; 截止 1H22 公司共运营自营商场 94 家, 环比 2021 年底净减少 1 家, 平均出租率 92.1%。**2) 委管商场:** 上半年实现收入 12.96 亿元, 同比下降 22.7%, 主要由于上半年工程项目咨询及商业咨询结转收入项目数量减少, 其中项目年度品牌咨询委托管理服务实现收入 11.25 亿元, 同比增长 5.9%; 截止 1H22 公司共运营 280 家委管商场, 环比 2021 年底净增加 2 家, 平均出租率为 91.4%。**3) 建造施工及设计服务业:** 上半年实现收入 7.3 亿元, 同比下降 4.3%, 主要系受到上半年疫情影响工程项目数量较上年同期减少及进度放缓所致。**4) 家装相关服务及商品销售:** 上半年实现收入 2.5 亿元, 同比下降 56.3%, 降幅较大主要受到上半年疫情影响家装相关项目数量及工程进度较上年同期减少所致。
- **“重运营+降杠杆”持续落地, 驱动核心业务盈利提升。****1) 毛利率:** 1H22 公司实现毛利率 62.3%, 同比-1.3pct; 单 Q2 实现毛利率 63.17%, 同比-1.3pct; 其中自营及租赁商场、委托经营管理商场、建造施工及设计、家装相关及商品销售业务 1H22 毛利率分别为 76.5%、46.7%、18%、16.4%, 分别同比变化+0.5pct、-11.1pct、-18.9pct、+1.4pct。**2) 期间费用:** 1H22 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.6%、8.8%、0.4%、16.9%, 分别同比变化-2.4pct、-3.0pct、+0.0pct、+0.6pct, 其中销售费用率下降主要为公司严控品宣推广等支出所致, 管理费用率下降主要为公司人工和办公行政费开支减少。**3) 净利润:** 1H22 公司实现归母净利润 10.25 亿元, 同比下降 32.1%, 扣非归母净利润 9.37 亿元, 同比下降 6.9%, 扣非净利率为 13.5%, 同比+0.06pct; 单 Q2 实现归母净利润 3.27 亿元, 同比下降 58.4%, 扣非归母净利润 4.61 亿元, 同比下降 22.3%; 非经常损益主要为处置非流动资产取得收益及投资性房地产公允价值变动损益, 1H22 公司投资性房地产公允价值变动收益为 9564 万元, 去年同期为 2.13 亿元。**4) 运营方面:** 1H22 公司实现经营活动现金流 20 亿元, 同比持平, 公司在疫情扰动环境下仍取得稳健经营现金流; 实现投资活动现金流 0.82 亿元, 主要为公司资本开支减少; 筹资活动现金流为-25.87 亿元, 主要为在资本结构不断优化下, 本期偿还债务的现金流出较上年同期减少所致。**5) 负债率方面:** 公司上半年

净资产负债率为 54.4%，环比 21 年底-2.3pct，经营杠杆持续优化。

- **盈利预测：**公司持续夯实龙头地位，经营壁垒稳固不可复制；同时，随着公司同城零售线上线下一体化、家装家居一体化的拓展性业务布局深化，未来发展值得期待。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 21.61 亿元、25.14 亿元、28.09 亿元，分别同比增长 5.6%、16.3%、11.7%，目前股价对应 22 年 PE 为 10X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**疫情风险、房地产周期波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	14,236	15,513	15,855	17,546	19,087
增长率 YoY %	-13.6%	9.0%	2.2%	10.7%	8.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,731	2,047	2,161	2,514	2,809
增长率 YoY%	-61.4%	18.3%	5.6%	16.3%	11.7%
毛利率%	61.5%	61.7%	62.1%	61.3%	60.4%
净资产收益率ROE%	3.6%	3.8%	3.9%	4.3%	4.6%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.47	0.50	0.58	0.65
市盈率 P/E(倍)	19.16	18.74	10.42	8.95	8.01
市净率 P/B(倍)	0.70	0.71	0.40	0.39	0.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 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	16,976	17,922	19,603
货币资金	6,511	6,904	8,366	8,718	9,853
应收票据	0	87	88	98	106
应收账款	1,935	1,958	1,801	2,014	2,209
预付账款	324	305	308	349	388
存货	328	329	333	376	418
其他	6,039	6,071	6,079	6,367	6,629
非流动资产	116,411	119,535	120,669	121,483	122,275
长期股权投资	3,704	3,929	4,629	5,129	5,629
固定资产	2,738	2,655	2,849	2,881	2,879
无形资产	344	125	125	125	125
其他	109,626	112,825	113,066	113,347	113,641
资产总计	131,548	135,188	137,645	139,404	141,878
流动负债	31,639	32,132	32,302	33,566	36,287
短期借款	3,448	2,957	3,175	2,262	2,884
应付票据	0	9	9	10	11
应付账款	2,085	2,401	2,306	2,606	2,898
其他	26,105	26,765	26,812	28,688	30,494
非流动负债	48,811	45,525	45,625	43,625	40,625
长期借款	22,212	21,606	19,606	18,606	16,606
其他	26,599	23,918	26,018	25,018	24,018
负债合计	80,450	77,656	77,927	77,191	76,912
少数股东权益	3,535	3,549	3,699	3,873	4,067
归属母公司	47,563	53,982	56,019	58,341	60,899
负债和股东权益	131,548	135,188	137,645	139,404	141,878

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	15,855	17,546	19,087
同比 (%)	-13.6%	9.0%	2.2%	10.7%	8.8%
归属母公司净利润	1,731	2,047	2,161	2,514	2,809
同比 (%)	-61.4%	18.3%	5.6%	16.3%	11.7%
毛利率 (%)	61.5%	61.7%	62.1%	61.3%	60.4%
ROE%	3.6%	3.8%	3.9%	4.3%	4.6%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.47	0.50	0.58	0.65
P/E	19.16	18.74	10.42	8.95	8.01
P/B	0.70	0.71	0.40	0.39	0.37
EV/EBITDA	12.19	12.83	9.06	7.88	6.91

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	15,855	17,546	19,087
营业成本	5,480	5,946	6,012	6,794	7,555
营业税金及附加	377	444	464	514	559
销售费用	1,694	2,064	1,744	1,930	1,985
管理费用	1,681	2,004	1,744	1,930	2,214
研发费用	36	61	62	69	75
财务费用	2,464	2,461	2,551	2,635	2,644
减值损失合计	-333	-271	-300	-300	-300
投资净收益	222	539	63	140	153
其他	553	61	-23	-13	-4
营业利润	2,946	2,862	3,018	3,501	3,904
营业外收支	-132	-60	-60	-60	-60
利润总额	2,814	2,802	2,958	3,441	3,844
所得税	750	613	647	753	841
净利润	2,064	2,189	2,311	2,688	3,003
少数股东损益	333	142	149	174	194
归属母公司净利润	1,731	2,047	2,161	2,514	2,809
EBITDA	5,965	5,630	6,097	6,595	7,007
EPS(当年)(元)	0.44	0.47	0.50	0.58	0.65

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	4,604	6,372	6,481
净利润	2,064	2,189	2,311	2,688	3,003
折旧摊销	939	960	268	287	308
财务费用	2,366	2,334	1,768	1,677	1,492
投资损失	-222	-539	-63	-140	-153
营运资金变动	-904	404	-157	1,383	1,352
其它	-83	32	478	478	478
投资活动现金流	-4,852	-127	-1,267	-938	-925
资本支出	-2,885	-2,366	-361	-358	-358
长期投资	-759	2,146	-1,050	-800	-800
其他	-1,208	93	143	220	233
筹资活动现金流	-182	-5,054	-1,874	-5,083	-4,421
吸收投资	20	3,756	0	0	0
借款	18,607	9,646	-1,782	-1,913	-1,378
支付利息或股息	-3,790	-2,819	-2,192	-2,170	-2,043
现金流净增加额	-875	197	1,463	352	1,135

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。

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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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不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。