

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美凯龙(601828)

投资评级 增持

上次评级 增持

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

邮箱: liujiaren@cindasc.com

拓品类重运营战略深化，静待经营回暖

2024年04月02日

事件: 公司发布年报, 2023年实现营业收入115.15亿元, 同比-18.55%; 实现归母净利润-22.16亿元, 同比-496.78%, 实现扣非归母净利润-12.28亿元, 同比-306.46%。公司单Q4实现营业收入28.40亿元, 同比-22.3%, 实现归母净利润-16.56亿元, 同比-118.05%, 扣非归母净利润-8.93亿元, 同比-77.01%。

点评:

➤ **行业景气调整、商户支持政策影响公司收入, 多业态融合&家装家居一体化持续推进。**公司2023年实现营业收入115.15亿元, 同比-18.55%; 单Q4实现营业收入28.40亿元, 同比-22.3%。分板块, 2023年自营/租赁商场、委管商场、建造施工及设计、家装相关服务及商品销售分别实现收入67.81亿元、20.31亿元、12.12亿元、3.13亿元, 分别同比-13.8%、-14.3%、-1.7%、-51.2%。其中, 自营/租赁商场、委管商场收入同比下降主要为2023年受总体经济环境波动影响, 商场出租率阶段性下滑, 公司为支持商户持续经营, 稳商留商优惠增加, 同时商场数量亦有所减少。商场数量及出租率, 截止2023年底, 公司经营87家自营商场, 较22年底净减7家; 275家委管商场, 较22年底净减少9家; 通过战略合作经营8家家居商场, 46个特许经营家居建材项目, 共包括488家家居建材店/产业街。出租率方面, 自营商场平均出租率82.8%, 同比-2.4pct; 委管商场平均出租率85.7%, 同比-1pct。多业态融合: 公司持续品类延伸, 拓展多业态融合消费。其中电器全年面积增长4.5万方, 占比达到10.8%, 家装设计面积增长11万方, 占比达到3.3%, 新热销品牌面积占比达到11.1%, A类+进口面积占比稳定在49.6%, 餐饮品类全国商场覆盖率自43%提升至54%, 同时瞄准大汽车生态。家装家居一体化: 2023年3月, 公司发布M+高端设计中心, 未来, 以设计方案为中心, 商场、设计师、经销商、品牌工厂进一步深度捆绑, 提升流量的转化率, 降低获客成本, 构建可持续高质量高端流量生态。

➤ **投资性房地产公允价值损失及资产减值拖累利润, 资本开支下降。**1) 毛利率方面, 公司2023年实现毛利率56.7%, 同比-1.4pct。分产品看, 2023年公司自有/租赁商场、委管商场、建造施工及设计、家装相关服务及商品销售毛利率分别为70.8%、43.8%、-0.6%、-3.3%, 分别同比-2.1pct、+3.3pct、-15.9pct、-27.2pct。2) 期间费用方面, 公司2023年销售、管理、研发、财务费用率分别为12.9%、11.3%、0.2%、22.2%, 同比变化+1.9pct、+1.3pct、-0.2pct、+5.8pct。3) 净利润方面, 公司2023年实现归母净利润-22.16亿元, 同比-496.78%, 实现扣非归母净利润-12.28亿元, 同比-306.46%。2023年公司计提各类资产减值准备19.34亿元, 转回及核销各类资产减值准备人民币1.69亿元, 计提投资性房地产公允价值变动损失8.42亿元。4) 运营方面, 公司2023年实现经营现金流为24亿元, 同比-39.1%, 主要为受总体经济环境波动、商场出租率阶段性下滑、稳商留商优惠增加的影响, 各业务板块经

相关研究

上半年减值影响盈利, 经营静待行业回暖

美凯龙(601828): Q1经营承压静待业绩修复, 股权转让推进

美凯龙(601828): 自营商场全年稳健, 运营效能优化

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

营现金流入减少所致；投资活动现金流 7 亿元，同比+2%，主要为公司控制资本开支；筹资活动现金流-32 亿元，上年为-81 亿元，主要为取得和偿还债务的现金净流出较上年减少所致。

- **盈利预测与评级：**公司作为国内领先的家居装饰及家具商场运营商和泛家居业务平台服务商，品牌势能强劲，龙头地位领先。近年公司依托“拓品类、重运营”战略，打造高端电器、系统门窗等十大品类主题馆，实现家居、家装、高端电器全覆盖，品牌商、设计师资源全链接的“10+1”立体大家居生态。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.82 亿元、4.07 亿元、4.32 亿元，分别同比+117.2%、+6.5%、+6.1%，维持“增持”评级。
- **风险因素：**市场竞争风险、房地产周期波动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	14,138	11,515	11,990	12,669	13,356
增长率 YoY %	-8.9%	-18.6%	4.1%	5.7%	5.4%
归属母公司净利润(百万元)	559	-2,216	382	407	432
增长率 YoY%	-72.7%	-496.8%	117.2%	6.5%	6.1%
毛利率%	58.2%	56.7%	57.1%	57.0%	57.0%
净资产收益率ROE%	1.1%	-4.5%	0.8%	0.8%	0.8%
EPS(摊薄)(元)	0.13	-0.51	0.09	0.09	0.10
市盈率 P/E(倍)	36.56	—	38.62	36.26	34.18
市净率 P/B(倍)	0.39	0.34	0.29	0.29	0.28

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 01 日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,454	10,428	9,315	10,172	10,536		营业收入	14,138	11,515	11,990	12,669	13,356
货币资金	2,928	2,974	2,504	3,166	3,251		营业成本	5,916	4,982	5,146	5,453	5,742
应收票据	18	6	6	7	7		营业税金及附加	414	418	360	393	427
应收账款	1,962	1,203	903	928	1,107		销售费用	1,555	1,483	1,499	1,546	1,656
预付账款	367	291	298	327	345		管理费用	1,410	1,302	1,355	1,444	1,509
存货	303	160	165	269	315		研发费用	46	20	20	25	40
其他	5,875	5,794	5,439	5,475	5,513		财务费用	2,323	2,561	2,440	2,278	2,315
非流动资产	114,638	110,633	109,886	109,468	109,028		减值损失合计	-655	-1,036	-300	-500	-500
长期股权投资	3,757	3,443	3,443	3,443	3,443		投资净收益	47	64	60	63	53
固定资产(合计)	2,703	2,744	2,856	2,842	2,804		其他	-440	-1,643	-265	-389	-479
无形资产	95	98	98	98	98		营业利润	1,425	-1,866	666	704	742
其他	108,084	104,348	103,489	103,085	102,684		营业外收支	-26	-407	-80	-80	-80
资产总计	126,092	121,061	119,201	119,640	119,565		利润总额	1,399	-2,273	586	624	662
流动负债	25,362	28,592	26,917	27,308	27,152		所得税	731	97	146	156	165
短期借款	1,999	4,972	2,472	1,972	972		净利润	668	-2,370	439	468	496
应付票据	44	14	14	15	16		少数股东损益	109	-154	57	61	65
应付账款	2,453	2,055	2,044	2,166	2,281		归属母公司净利润	559	-2,216	382	407	432
其他	20,866	21,551	22,387	23,156	23,884		EBITDA	5,644	3,457	4,610	4,826	5,021
非流动负债	45,249	39,647	38,647	37,647	36,647		EPS(当年)(元)	0.13	-0.51	0.09	0.09	0.10
长期借款	21,798	19,248	18,248	17,248	16,248							
其他	23,451	20,400	20,400	20,400	20,400							
负债合计	70,611	68,239	65,565	64,956	63,800							
少数股东权益	3,448	3,206	3,263	3,324	3,389							
归属母公司股东权益	52,034	49,615	50,373	51,360	52,376							
负债和股东权益	126,092	121,061	119,201	119,640	119,565							
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					单位:百万元	
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		经营活动现金流	3,879	2,364	4,665	4,341	4,158
营业收入	14,138	11,515	11,990	12,669	13,356		净利润	668	-2,370	439	468	496
同比 (%)	-8.9%	-18.6%	4.1%	5.7%	5.4%		折旧摊销	994	818	1,000	1,018	1,039
归属母公司净利润	559	-2,216	382	407	432		财务费用	2,351	2,419	1,789	1,649	1,539
同比 (%)	-72.7%	-496.8%	117.2%	6.5%	6.1%		投资损失	-47	-64	-60	-63	-53
毛利率 (%)	58.2%	56.7%	57.1%	57.0%	57.0%		营运资金变动	-1,413	-1,218	768	236	24
ROE%	1.1%	-4.5%	0.8%	0.8%	0.8%		其它	1,326	2,779	729	1,032	1,112
EPS(摊薄)(元)	0.13	-0.51	0.09	0.09	0.10		投资活动现金流	688	701	79	-609	-619
P/E	36.56	—	38.62	36.26	34.18		资本支出	-1,039	-195	-381	-372	-372
P/B	0.39	0.34	0.29	0.29	0.28		长期投资	905	636	350	-300	-300
EV/EBITDA	9.41	14.99	10.13	9.23	8.45		其他	822	260	110	63	53

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，七年轻工制造行业研究经验，曾任职于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。

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

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、意见及推測仅供参考，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 15% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。