

美凯龙 (601828)

证券研究报告
2024年04月07日

23年业绩承压，期待建发协同效应显现

公司发布 2023 年年报

23Q4 公司收入 28.40 亿元,同减 22.3%;归母净利-16.56 亿元,同减 118.1%;扣非归母-8.93 亿元,同减 77.0%。

23 年全年收入 115.15 亿元,同减 18.6%;归母净利-22.16 亿元,同减 496.8%;扣非归母-12.28 亿元,同减 306.5%。

23 年经济环境波动,商场出租率阶段性下滑,公司为了支持商户持续经营,增加稳商留商优惠,收入及利润下降。

卖场主业阶段性调整,盈利能力下滑

23 年公司自营及租赁营收 67.81 亿元,同减 13.8%,毛利率 70.80%,同比-2.1pct;委管商场营收 20.31 亿元,同减 14.5%,毛利率 43.80%,同比+3.1pct;建造施工及设计营收 12.12 亿元,同减-1.7%;家装相关服务及商品销售营收 3.13 亿元,同减-51.2%。

公司 23 年毛利率 56.74%,同减 1.42pct;归母净利率-19.2%,同减 23.15pct,公司为应对行业压力进一步管控运营成本,盈利能力承压。

夯实市场领导地位,重视新零售赋能

公司成熟覆盖全国全渠道商业网络,构建高质量高端流量生态。截至 23 年底,公司经营自营/委管/战略合作商场 87/275/8 家,特许经营家居建材项目 46 个,共包括 448 家家居建材店/产业街;总经营面积 0.22 亿平方米,自营/委管商场平均出租率 82.8%/85.7%。公司深度打造十大主题馆,电器/家装设计面积增长 4.5/11 万方,占比 10.8%/3.3%,新热销品牌/A 类+进口面积占比 11.1%/49.6%,并发布 M+ 高端设计中心,构建品牌商、设计师资源全链接的“10+1”立体大家居生态。同时推进线上线下一体化,运营全渠道流量,数字化升级核心商场 295 家。

展望 2024 年:1) 坚持“轻资产,重运营”转型,进一步夯实市场领导地位。通过提升运营效率、优化布局网络、深耕主题馆运营与数字化营销,升级消费者口碑并提高商户粘性;

2) 深度开拓家装赛道,建立消费者心智。加强全品类运营和供应链整合,向平台化转型,强化“选装修买家居都在红星美凯龙”的品牌形象;

3) 推进发展新零售,赋能商场经营。加强商场数字化运营,拓展线上新零售渠道,支持品牌商和经销商线上能力提升,并通过线上线下融合策略,利用数字化工具精准引流和提高转化率。

股东结构优化,业务协同迎来发展新契机

2023 年 6 月公司引入新股东建发股份、联发集团,股东结构优化促进经营效率提升。公司与建发股份在供应链、地产业务等方面均具有较强的协同性,双方的相互赋能、互相成就正在逐步落地,公司正迎来新的发展契机。

调整盈利预测,维持“买入”评级

公司主营业务阶段性调整,新股东有望带来新发展契机。考虑到公司 23 年业绩及当前经营环境,下调 24-25 年盈利预测,伴随大股东业务协同效应显现及公司家装渠道开拓,后续盈利预计逐步好转,我们预计公司 24-26 年归母净利分别为 0.01/2.10/4.07 亿元(24-25 年前值分别为 12.7/14.9 亿元),25-26 年对应 PE 分别为 70/36X。

风险提示: 宏观经济和行业波动的风险,拓展性业务开拓的风险,线下客流量恢复不及预期风险等。

投资评级

行业	商贸零售/一般零售
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,613.45
流通 A 股股本(百万股)	3,613.45
A 股总市值(百万元)	12,249.59
流通 A 股市值(百万元)	12,249.59
每股净资产(元)	11.39
资产负债率(%)	56.37
一年内最高/最低(元)	5.61/2.78

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 《美凯龙-年报点评报告:全力打造全渠道泛家居业务平台服务商》 2023-04-02
- 《美凯龙-年报点评报告:21 年扣非归母净利 yoy+42.6%,重运营+稳增长+杠杆持续稳健扩张》 2022-04-03
- 《美凯龙-首次覆盖报告:轻资产降杠杆重运营,全渠道泛家居平台服务商腾飞在即》 2021-06-16

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,138.32	11,514.98	11,657.77	11,981.85	12,391.63
增长率(%)	(8.86)	(18.55)	1.24	2.78	3.42
EBITDA(百万元)	5,637.95	3,733.99	4,334.37	4,347.33	4,739.35
归属母公司净利润(百万元)	748.70	(2,216.36)	1.02	209.93	406.66
增长率(%)	(63.43)	(396.03)	100.05	20,452.29	93.71
EPS(元/股)	0.44	0.51	0.00	0.05	0.09
市盈率(P/E)	7.70	6.65	14,452.44	70.32	36.30
市净率(P/B)	0.28	0.30	0.29	0.29	0.29
市销率(P/S)	1.04	1.28	1.27	1.23	1.19
EV/EBITDA	(10.30)	(14.38)	(12.25)	(12.13)	(10.61)

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,928.47	2,974.05	3,010.93	3,094.64	3,200.47
应收票据及应收账款	1,980.42	1,209.50	1,510.65	1,484.81	1,613.09
预付账款	366.59	291.33	276.13	343.70	285.29
存货	302.87	159.51	407.94	211.89	417.11
其他	4,056.78	4,406.76	6,200.09	5,522.03	5,754.39
流动资产合计	9,635.12	9,041.15	11,405.73	10,657.06	11,270.36
长期股权投资	3,757.06	3,442.50	3,096.50	2,718.50	2,328.50
固定资产	2,562.71	2,743.97	2,589.63	2,435.29	2,280.95
在建工程	89.43	16.89	16.89	16.89	16.89
无形资产	107.29	97.83	58.86	19.89	0.00
其他	110,140.59	104,331.56	103,411.22	102,637.13	102,003.82
非流动资产合计	116,657.08	110,632.75	109,173.10	107,827.70	106,630.16
资产总计	128,110.67	121,060.64	120,578.83	118,484.76	117,900.52
短期借款	1,998.59	4,971.83	7,550.75	10,919.63	13,098.07
应付票据及应付账款	2,496.99	2,068.48	2,231.94	2,173.72	2,070.42
其他	19,026.08	20,413.38	22,219.92	21,565.42	21,369.78
流动负债合计	23,521.66	27,453.69	32,002.62	34,658.77	36,538.27
长期借款	21,798.18	19,247.66	18,219.43	14,441.98	13,103.71
应付债券	1,723.40	1,758.51	1,338.18	1,606.70	1,567.80
其他	22,232.14	18,641.26	15,647.00	14,437.00	12,958.00
非流动负债合计	45,753.72	39,647.43	35,204.61	30,485.67	27,629.50
负债合计	71,115.31	68,238.97	67,207.23	65,144.44	64,167.78
少数股东权益	3,447.75	3,206.37	3,206.42	3,216.68	3,239.66
股本	4,354.73	4,354.73	4,354.73	4,354.73	4,354.73
资本公积	6,881.60	7,255.30	7,255.30	7,255.30	7,255.30
留存收益	41,303.55	37,385.99	37,386.90	37,581.86	37,976.63
其他	1,007.72	619.27	1,168.24	931.74	906.42
股东权益合计	56,995.36	52,821.67	53,371.60	53,340.32	53,732.74
负债和股东权益总计	128,110.67	121,060.64	120,578.83	118,484.76	117,900.52

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	857.81	(2,370.44)	1.02	209.93	406.66
折旧摊销	354.40	329.07	193.31	193.31	174.22
财务费用	2,351.31	2,419.35	2,779.13	2,554.47	2,631.52
投资损失	(46.83)	(63.92)	(55.37)	(59.65)	(57.51)
营运资金变动	906.51	(2,987.24)	(2,194.55)	629.40	(1,949.96)
其它	(544.19)	5,036.81	(281.27)	(141.95)	(14.33)
经营活动现金流	3,879.00	2,363.64	442.27	3,385.52	1,190.59
资本支出	1,043.63	3,565.67	2,994.26	1,210.00	1,479.00
长期投资	(172.03)	(314.56)	(346.00)	(378.00)	(390.00)
其他	(183.91)	(2,549.75)	(2,025.43)	(356.35)	(835.49)
投资活动现金流	687.70	701.36	622.83	475.65	253.51
债权融资	(6,811.44)	245.47	(1,577.08)	(3,525.20)	(1,300.37)
股权融资	(1,016.94)	(215.02)	548.86	(252.26)	(37.90)
其他	(230.87)	(3,196.41)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(8,059.25)	(3,165.96)	(1,028.22)	(3,777.46)	(1,338.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,492.55)	(100.95)	36.88	83.70	105.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,138.32	11,514.98	11,657.77	11,981.85	12,391.63
营业成本	5,887.05	4,981.65	4,837.97	5,116.25	5,092.96
营业税金及附加	414.22	417.86	343.90	354.66	358.12
销售费用	1,555.30	1,483.14	1,317.33	1,365.93	1,400.25
管理费用	1,410.39	1,301.88	1,224.07	1,270.08	1,325.90
研发费用	46.33	19.63	17.49	27.56	24.78
财务费用	2,323.33	2,560.96	2,779.13	2,554.47	2,631.52
资产/信用减值损失	(960.03)	(1,876.66)	(744.00)	(611.00)	(568.00)
公允价值变动收益	(118.72)	(886.63)	(281.32)	(153.00)	(38.00)
投资净收益	46.83	63.92	55.37	59.65	57.51
其他	1,855.00	5,315.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,678.63	(1,865.83)	167.93	588.55	1,009.60
营业外收入	43.93	34.52	39.23	36.88	38.05
营业外支出	70.34	441.66	205.27	239.09	295.34
利润总额	1,652.21	(2,272.96)	1.89	386.33	752.31
所得税	794.41	97.48	0.81	165.35	321.99
净利润	857.81	(2,370.44)	1.08	220.98	430.32
少数股东损益	109.10	(154.08)	0.05	11.05	23.67
归属于母公司净利润	748.70	(2,216.36)	1.02	209.93	406.66
每股收益(元)	0.44	0.51	0.00	0.05	0.09

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-8.86%	-18.55%	1.24%	2.78%	3.42%
营业利润	-41.35%	-211.15%	-109.00%	250.47%	71.54%
归属于母公司净利润	-63.43%	-396.03%	100.05%	20452.29%	93.71%
获利能力					
毛利率	58.36%	56.74%	58.50%	57.30%	58.90%
净利率	5.30%	-19.25%	0.01%	1.75%	3.28%
ROE	1.40%	-4.47%	0.00%	0.42%	0.81%
ROIC	-7.88%	-2.91%	-8.02%	-10.17%	-12.00%
偿债能力					
资产负债率	55.51%	56.37%	55.74%	54.98%	54.43%
净负债率	51.55%	60.85%	62.40%	60.46%	62.30%
流动比率	0.45	0.36	0.36	0.31	0.31
速动比率	0.44	0.36	0.34	0.30	0.30
营运能力					
应收账款周转率	7.03	7.22	8.57	8.00	8.00
存货周转率	44.74	49.81	41.09	38.66	39.40
总资产周转率	0.11	0.09	0.10	0.10	0.10
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.51	0.00	0.05	0.09
每股经营现金流	0.89	0.54	0.10	0.78	0.27
每股净资产	12.30	11.39	11.52	11.51	11.59
估值比率					
市盈率	7.70	6.65	14,452.44	70.32	36.30
市净率	0.28	0.30	0.29	0.29	0.29
EV/EBITDA	-10.30	-14.38	-12.25	-12.13	-10.61
EV/EBIT	-10.65	-15.16	-12.82	-12.69	-11.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com