

2024年09月04日
美凯龙(601828.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

专业市场经营 III

主业营收呈现相对韧性，业绩受非经影响拖累

事件:美凯龙发布2024年半年报。2024H1公司实现营业收入42.25亿元，同比下降25.35%；归母净利润-12.53亿元，同比转亏1140.34%；扣非后归母净利润-5.85亿元，同比转亏836.22%。其中2024Q2公司实现营业收入21.13亿元，同比下降30.56%；归母净利润-8.82亿元，同比转亏1784.91%；扣非后归母净利润-4.65亿元，同比亏损扩大253.48%。

行业需求承压，H1商场主业仍相对稳健

地产后周期消费缓慢复苏，行业加速出清，市场出租率阶段性下滑。美凯龙作为家具零售行业的龙头，积极践行社会责任，对合格商户减免了部分租金及管理费，从而使收入出现阶段性下滑。截至24H1，公司共经营85家自营商场，267家委管商场，7家战略合作商场，49个特许经营家居建材项目，共包括439家家居建材店/产业街。分业务看，1) 自营业务方面，24H1公司自营及租赁收入为29.03亿元，同比下降14.0%，占营业收入68.7%，变动主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，公司为了支持商户持续经营，稳商留商优惠增加所致。2) 委管业务方面，24H1公司委管业务收入为8.27亿元，同比下降23.2%，主要系委管商场数量减少以及委管项目的进度放缓所致。3) 建造施工方面，24H1公司建造施工及设计收入为1.67亿元，同比减少3.64亿元，变动主要系工程项目数量减少所致。4) 家装业务方面：24H1家装相关服务及商品销售收入0.61亿元，同比减少1.60亿元，变动主要系受到总体经济波动影响家装相关新增项目数量减少、存续项目工程进度放缓以及公司整体战略转向等原因所致。

启动高端电器“新三年”规划，共创高端家装设计新生态

公司以“家”为核心，对高端电器品类的运营进行五重升级。2024年3月，中国高端电器行业生态大会暨红星美凯龙“3+星生态”战略发布会在厦门召开，公司与海尔智家等8大品牌签约，达成“新三年”合作。在首批M+高端家装设计中心落成基础上，公司正式启动第二批84家M+中心的打造，预计2025年实现全国覆盖。同时，公司与汉斯格雅等10家品牌签约合作，共创高端家装设计新生态。公司合力打造的汽车智能生态综合体π空间项目在红星美凯龙成都佳灵商场发布，截至24H1，新能源汽车门店及高端二手车入驻面积新增超6万平方米，特斯拉等多个新能源头部品牌、10余个豪车二手车品牌完成入驻。此外，公司积极响应以旧换新，线上线下多元化营销，聚质优价促消费，为各地消费者带来切实实惠。

投资评级

增持-A
下调评级

12个月目标价

2.75元

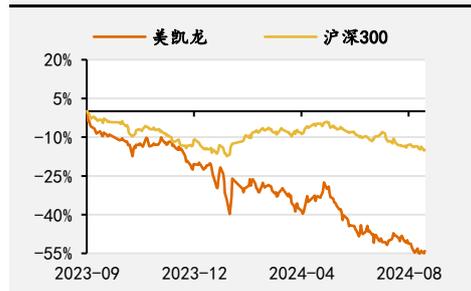
股价(2024-09-03)

2.23元

交易数据

总市值(百万元)	9,711.05
流通市值(百万元)	8,057.99
总股本(百万股)	4,354.73
流通股本(百万股)	3,613.45
12个月价格区间	2.19/4.87元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.6	-17.1	-39.6
绝对收益	-11.9	-25.9	-53.2

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123040055

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

经营短期有所承压，期待建发协同发展	2024-05-06
自营商场稳健发展，费用管控成效显著	2023-04-05
建发股份拟入主美凯龙，卖场龙头有望焕发新机	2023-01-09
租金减免勇担社会责任，期间费用管控成效显著	2022-11-02

毛利率、费用管控整体稳健，受非经拖累净利率短期承压

24H1 公司综合毛利率为 60.67%，同比增长 0.98pct，其中自营商场/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 69.8%/40.5%/10.1%/39.3%，同比分别增长-2.1/-5.3/-6.1/25.9pct。

24Q2 公司综合毛利率为 60.83%，同比增长 1.24pct。

期间费用方面，24H1 期间费用率为 52.67%，同比增长 7.47pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.96%/11.48%/0.17%/30.05%，同比分别增长 0.25/-0.38/0.01/7.59pct。其中 24Q2 期间费用率为 53.67%，同比增长 16.50pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.37%/11.56%/0.17%/29.57%，同比分别增长 0.90/-0.92/0.10/16.42 pct。

24H1 公司净利率为-31.42%，同比下降 33.55pct；24Q2 净利率为-45.91%，同比下降 43.79pct。24H1 公司净利率承压，主要系受非经营性损益影响，公司基于对现有及未来资产审慎预计，信用减值损失和公允价值变动损失分别是 4.6 亿元和 9.19 亿元，其中投资性房地产公允价值损失为 8.33 亿元，主要系公司主动拥抱当今新消费行为模式下的变化，调整战略方向及商场的品类布局，以有利的商业条款吸引设计师、家装公司、新能源汽车等优质品类入驻商场，在招商引资、吸引品牌入驻的初期，暂时性给予了租金及管理费的优惠的商务条款，从而使公司租金收入及管理费收入出现阶段性下滑，24H1 投资性物业估值相应下调逾 8 亿元。

投资建议：公司持续稳步推进“轻资产、重运营、降杠杆”战略，控股股东建发集团业务与公司存在协同，有望重新梳理焕发活力，盈利能力有望逐步修复。我们预计美凯龙 2024-2026 年营业收入为 91.97、93.73、97.50 亿元，同比增长-20.13%、1.92%、4.02%；归母净利润为-4.81、1.25、2.02 亿元，24 年同比增长-78.29%，25、26 年扭亏为盈，对应 PE 为-19.8x、76.6x、47.2x，由于预计 24 年公司亏损，给予 25 年 96.20xPE，目标价 2.75 元，给予增持-A 的投资评级。

风险提示：新零售发展不及预期风险；房地产行业周期波动风险；卖场拓展不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	14,138.3	11,515.0	9,196.6	9,373.0	9,750.0
净利润	558.6	-2,216.4	-481.2	124.5	201.9
每股收益(元)	0.13	-0.51	-0.11	0.03	0.05
每股净资产(元)	11.95	11.39	11.14	11.17	11.21

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	17.4	-4.4	-20.2	78.0	48.1
市净率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

净利润率	4.0%	-19.2%	-5.2%	1.3%	2.1%
净资产收益率	1.1%	-4.5%	-1.0%	0.3%	0.4%
股息收益率	1.5%	2.1%	0.0%	0.1%	0.1%
ROIC	-6.8%	-3.0%	-4.2%	-9.1%	-7.4%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,138.3	11,515.0	9,196.6	9,373.0	9,750.0	成长性					
减:营业成本	5,915.9	4,981.6	3,714.3	3,640.2	3,734.3	营业收入增长率	-8.9%	-18.6%	-20.1%	1.9%	4.0%
营业税费	414.2	417.9	274.1	281.2	291.5	营业利润增长率	-50.2%	-230.9%	73.9%	-178.4%	43.4%
销售费用	1,555.3	1,483.1	1,196.5	1,212.9	1,263.6	净利润增长率	-72.7%	-496.8%	78.3%	-125.9%	62.2%
管理费用	1,410.4	1,301.9	965.6	934.8	1,038.4	EBITDA 增长率	-16.4%	-30.4%	-15.1%	25.5%	-8.1%
研发费用	46.3	19.6	25.1	20.8	24.1	EBIT 增长率	-16.5%	-31.6%	-15.8%	27.1%	-8.0%
财务费用	2,323.3	2,561.0	1,671.9	1,734.0	1,707.1	NOPLAT 增长率	-57.0%	-59.5%	20.2%	79.6%	5.1%
资产减值损失	-654.6	-1,036.1	-690.6	-627.7	-581.9	投资资本增长率	-7.9%	-13.8%	-18.1%	29.2%	-19.0%
加:公允价值变动收益	-343.3	-886.6	-800.0	-200.0	-570.3	净资产增长率	-3.6%	-4.8%	-2.1%	0.2%	0.4%
投资和汇兑收益	46.8	63.9	55.4	59.6	57.5						
营业利润	1,425.1	-1,865.8	-486.1	381.1	546.5	利润率					
加:营业外净收支	-26.4	-407.1	-164.6	-199.4	-257.1	毛利率	58.2%	56.7%	59.6%	61.2%	61.7%
利润总额	1,398.7	-2,273.0	-650.7	181.7	289.4	营业利润率	10.1%	-16.2%	-5.3%	4.1%	5.6%
减:所得税	731.0	97.5	-172.4	47.2	78.1	净利润率	4.0%	-19.2%	-5.2%	1.3%	2.1%
净利润	558.6	-2,216.4	-481.2	124.5	201.9	EBITDA/营业收入	37.8%	32.3%	34.3%	42.2%	37.3%
						EBIT/营业收入	36.5%	30.6%	32.3%	40.2%	35.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	68	85	105	97	88
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资产资本周转天数	-244	-282	-212	-187	-208
货币资金	2,928.5	2,974.1	2,375.3	2,420.8	2,518.2	流动资产周转天数	345	342	378	365	346
交易性金融资产	921.8	570.3	570.3	570.3	-	应收帐款周转天数	73	77	67	74	73
应收帐款	2,894.9	2,057.3	1,350.6	2,492.4	1,442.1	存货周转天数	8	7	7	7	7
应收票据	18.2	6.2	40.2	5.4	33.7	总资产周转天数	3,326	3,863	4,749	4,666	4,439
预付帐款	366.6	291.3	150.3	304.8	163.2	投资资本周转天数	-645	-707	-746	-755	-740
存货	302.9	159.5	222.2	144.7	224.2						
其他流动资产	4,020.7	4,369.2	4,182.7	4,190.9	4,247.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.1%	-4.5%	-1.0%	0.3%	0.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.5%	-2.0%	-0.4%	0.1%	0.2%
长期股权投资	3,757.1	3,442.5	3,442.5	3,442.5	3,442.5	ROIC	-6.8%	-3.0%	-4.2%	-9.1%	-7.4%
投资性房地产	93,234.0	92,463.2	92,163.2	91,913.2	91,663.2	费用率					
固定资产	2,702.9	2,744.0	2,595.9	2,447.7	2,299.6	销售费用率	11.0%	12.9%	13.0%	12.9%	13.0%
在建工程	89.4	16.9	16.9	16.9	16.9	管理费用率	10.0%	11.3%	10.5%	10.0%	10.7%
无形资产	107.3	97.8	58.9	19.9	-	研发费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	14,747.6	11,868.4	14,383.3	13,431.9	13,006.1	财务费用率	16.4%	22.2%	18.2%	18.5%	17.5%
资产总额	126,091.9	121,060.6	121,552.1	121,401.3	119,057.4	四费/营业收入	37.7%	46.6%	42.0%	41.6%	41.4%
短期债务	1,998.6	4,971.8	9,499.9	11,779.9	12,980.3	偿债能力					
应付帐款	11,744.5	10,844.8	3,463.6	9,985.1	5,053.0	资产负债率	56.0%	56.4%	57.4%	57.3%	56.3%
应付票据	44.4	13.6	13.9	20.1	15.2	负债权益比	127.3%	129.2%	135.0%	134.2%	128.7%
其他流动负债	11,574.1	12,761.3	13,259.0	12,487.3	12,839.3	流动比率	0.45	0.36	0.34	0.30	0.28
长期借款	21,798.2	19,247.7	21,002.0	13,136.5	14,410.3	速动比率	0.44	0.36	0.33	0.29	0.27
其他非流动负债	23,450.8	20,399.8	22,589.7	22,146.8	21,712.1	利息保障倍数	2.22	1.38	1.77	2.17	2.03
负债总额	70,610.6	68,239.0	69,828.1	69,555.7	67,010.1	分红指标					
少数股东权益	3,447.8	3,206.4	3,209.1	3,218.9	3,228.1	DPS(元)	0.03	0.05	-	-	-
股本	4,354.7	4,354.7	4,354.7	4,354.7	4,354.7	分红比率	26.5%	-9.0%	0.0%	10.1%	4.7%
留存收益	46,671.1	44,641.3	44,160.1	44,272.0	44,464.4	股息收益率	1.5%	2.1%	0.0%	0.1%	0.1%
股东权益	55,481.3	52,821.7	51,724.0	51,845.6	52,047.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.13	-0.51	-0.11	0.03	0.05
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	11.95	11.39	11.14	11.17	11.21
净利润	857.8	-2,370.4	-481.2	124.5	201.9	PE(X)	17.4	-4.4	-20.2	78.0	48.1
加:折旧和摊销	354.4	329.1	187.1	187.1	168.0	PB(X)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资产减值准备	654.6	1,036.1	-	-	-	P/FCF	-1.6	-3.5	5.9	-9.5	-9.3
公允价值变动损失	118.7	886.6	-800.0	-200.0	-570.3	P/S	0.7	0.8	1.1	1.0	1.0
财务费用	2,351.3	2,419.4	1,671.9	1,734.0	1,707.1	EV/EBITDA	-10.5	-14.5	-17.7	-15.4	-15.7
投资收益	-46.8	-63.9	-55.4	-59.6	-57.5	CAGR(%)	-41.4%	-144.7%	-160.2%	-41.4%	-144.7%
少数股东损益	109.1	-154.1	2.9	10.0	9.4	PEG	-0.4	-	0.1	-1.9	-0.3
营运资金的变动	-129.6	-2,444.9	-6,362.6	5,735.7	-3,978.3	ROIC/WACC	-1.1	-0.5	-0.7	-1.4	-1.2
经营活动产生现金流量	3,879.0	2,363.6	-5,837.3	7,531.5	-2,519.9	REP	-2.1	-5.4	-4.9	-1.9	-2.7
投资活动产生现金流量	687.7	701.4	1,729.8	379.6	1,343.4						
融资活动产生现金流量	-8,059.2	-3,166.0	3,508.8	-7,865.5	1,273.8						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034