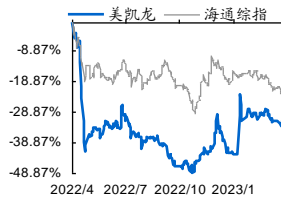


投资评级 优于大市 维持
持续扩张下沉市场，盈利能力有望回升
股票数据

04月03日收盘价(元)	5.59
52周股价波动(元)	4.11-8.35
总股本/流通A股(百万股)	4355/3613
总市值/流通市值(百万元)	24343/24343

相关研究

《22H1扣非净利率同增1.0pct，自营效能持续提升》2022.08.31

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.8	-4.0	18.9
相对涨幅(%)	-3.8	-2.7	13.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翩然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

投资要点:

- 事件:** 公司发布年报, 22年实现营业收入141.4亿元, 同比减少8.9%; 归母净利润7.5亿元, 同减63.4%, 归母净利率5.3%, 同减7.9pct; 扣非归母净利润6.2亿元, 同减62.8%, 扣非归母净利率4.4%, 同减6.3pct。
- 单季度来看, 22Q1-Q4公司分别实现营业收入33.7/35.8/35.3/36.5亿元, 同比变化+1.0%/-13.9%/-8.4%/-12.1%; 归母净利润7.0/3.3/2.9/-5.7亿元, 环比呈下降趋势。
- 宏观经济波动, 业务收入承压。** 由于22年公司在宏观经济波动影响下相关服务进度延缓以及推出免租政策, 营业收入有所减少。分产品具体来看, 主要有以下原因: ①占比最大业务自营及租赁收入受到宏观经济波动影响以及集团推出免租政策影响较大, 收入同比下降2.8%。②项目年度品牌咨询委托管理服务收入较上年同期减少0.57亿元, 主要系2022年受宏观经济波动影响, 对委管商场给予了相应的委管费减免支持。③工程项目商业管理咨询费/商业咨询费及招商佣金/建造施工及设计收入较上年同期分别减少0.19/2.52/2.65亿元, 主要系2022年各部分项目业务数量减少所致。④家装相关服务及商品销售收入减少7.54亿元; 主要系受到宏观经济波动影响家装相关项目数量及工程进度较上年减少所致。
- 降本增效成果显现, 期间费用率有所下降。** 22年综合毛利率为58.4%, 同减3.3pct。期间费用率为37.7%, 同减4.7pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为11.0%/10.0%/0.3%/16.4%, 同比变化-2.3pct/-2.9pct/-0.1pct/+0.6pct。公司严格控制品牌宣传推广等活动, 广告及文宣等销售费用下降; 同时在管理上降本增效, 职工薪酬及福利费、办公及行政费用明显下降。
- 持续拓展下沉市场, 建立覆盖全国的全渠道商业网络。** 截至2022年末, 公司经营94家自营商场与284家委管商场, 平均出租率85.2%/86.7%, 覆盖全国30个省、直辖市、自治区的223个城市。自营商场稳健的出租率及租金收入增长体现了公司作为家居装饰及家具商场领先运营商的专业水平和管理能力, 也为持续吸引潜在优质品牌商户、拓展与巩固委管商场合作方的合作关系起到积极示范作用。委管商场助力公司实现区域补位并以轻资产模式实现下沉市场的快速渗透, 三线及以下城市委管商场经营面积占比约70%。截至2022年末, 公司有19家筹备中的自营商场, 计划建筑面积297万平方米; 在筹备的委管商场中, 有315个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块。未来, 公司将在全国范围内重点加快委管商场的发展步伐。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15513	14138	15012	16086	17229
(+/-)YoY(%)	9.0%	-8.9%	6.2%	7.2%	7.1%
净利润(百万元)	2047	749	2253	2532	2855
(+/-)YoY(%)	18.3%	-63.4%	200.9%	12.4%	12.7%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.17	0.52	0.58	0.66
毛利率(%)	61.7%	58.4%	61.2%	60.9%	60.7%
净资产收益率(%)	3.8%	1.4%	4.0%	4.3%	4.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 23-24 年净利润分别为 22.5/25.3 亿元, 同增 200.9%/12.4%, 当前收盘价对应 PE 分别为 11、10 倍。公司作为家具卖场龙头, 聚焦主业, 核心自营经营指标向好, 给予一定估值溢价。参考可比公司给予 23 年 12~13 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 6.21-6.73 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧, 家装订单增长不及预期, 卖场开拓速度不及预期。

表 1 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
居然之家	000785.SZ	家居卖场实体店经营和连锁	4.6	11.7
富森美	002818.SZ	大型建材家居商业卖场	13.9	10.1
平均			9.2	10.9

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 04 月 03 日收盘价

表 2 美凯龙分业务盈利预测

单位: 亿元	2022	2023E	2024E	2025E
自营商场				
收入	78.7	87.0	91.5	96.9
增长率 (YOY)	-2.8%	10.6%	5.2%	5.9%
委管商场				
收入	23.8	28.5	31.2	33.9
增长率 (YOY)	-27.0%	19.8%	9.5%	8.8%
家装相关服务及商品销售				
收入	6.4	10.0	12.0	13.8
增长率 (YOY)	-54.0%	55.9%	20.0%	15.0%
建造施工及设计				
收入	12.3	12.0	13.5	15.0
增长率 (YOY)	-17.7%	-2.7%	12.5%	11.1%
其他业务				
收入	20.2	12.7	12.7	12.7
增长率 (YOY)	59.4%	-37.2%	0.0%	0.0%
合计				
收入	141.2	150.1	160.9	172.3
增长率 (YOY)	-8.9%	6.2%	7.2%	7.1%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	14138	15012	16086	17229
每股收益	0.17	0.52	0.58	0.66	营业成本	5887	5821	6293	6777
每股净资产	12.30	12.95	13.67	14.46	毛利率%	58.4%	61.2%	60.9%	60.7%
每股经营现金流	0.89	0.92	1.42	1.56	营业税金及附加	414	440	471	505
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
价值评估 (倍)					营业费用	1555	1651	1770	1895
P/E	32.63	10.84	9.65	8.56	营业费用率%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
P/B	0.46	0.43	0.41	0.39	管理费用	1410	1501	1576	1654
P/S	1.73	1.63	1.52	1.42	管理费用率%	10.0%	10.0%	9.8%	9.6%
EV/EBITDA	9.41	8.93	7.56	6.30	EBIT	4679	5339	5712	6129
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2323	2252	2252	2240
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	16.4%	15.0%	14.0%	13.0%
毛利率	58.4%	61.2%	60.9%	60.7%	资产减值损失	-655	-300	-300	-300
净利润率	5.3%	15.0%	15.7%	16.6%	投资收益	47	300	300	300
净资产收益率	1.4%	4.0%	4.3%	4.5%	营业利润	1679	3357	3730	4159
资产回报率	0.6%	1.8%	1.9%	2.1%	营业外收支	-26	-20	-20	-20
投资回报率	2.6%	4.3%	4.4%	4.6%	利润总额	1652	3337	3710	4139
盈利增长 (%)					EBITDA	5644	6243	6877	7554
营业收入增长率	-8.9%	6.2%	7.2%	7.1%	所得税	794	834	927	1035
EBIT 增长率	0.2%	14.1%	7.0%	7.3%	有效所得税率%	48.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-63.4%	200.9%	12.4%	12.7%	少数股东损益	109	250	250	250
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	749	2253	2532	2855
资产负债率	55.5%	53.3%	52.4%	51.4%					
流动比率	0.45	0.49	0.64	0.80	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.34	0.36	0.50	0.66	货币资金	2928	2339	6083	10513
现金比率	0.12	0.10	0.25	0.41	应收账款及应收票据	1980	2056	2204	2360
经营效率指标					存货	303	319	345	371
应收账款周转天数	50.66	50.00	50.00	50.00	其它流动资产	6242	6408	6732	7080
存货周转天数	18.78	20.00	20.00	20.00	流动资产合计	11454	11123	15363	20325
总资产周转率	0.11	0.12	0.12	0.12	长期股权投资	3757	3757	3757	3757
固定资产周转率	5.52	5.54	6.23	7.87	固定资产	2563	2709	2583	2188
					在建工程	89	539	899	1169
					无形资产	95	95	95	95
					非流动资产合计	116657	117453	117887	117963
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	128111	128576	133250	138287
净利润	749	2253	2532	2855	短期借款	1999	0	0	0
少数股东损益	109	250	250	250	应付票据及应付账款	2497	2457	2691	2935
非现金支出	1925	1504	1766	2025	预收账款	874	901	965	1034
非经营收益	2509	903	853	853	其它流动负债	19992	19367	20361	21380
营运资金变动	-1413	-897	796	801	流动负债合计	25362	22724	24016	25349
经营活动现金流	3879	4012	6197	6783	长期借款	21798	21798	21798	21798
资产	-1039	-1510	-1410	-1310	其它长期负债	23956	23956	23956	23956
投资	905	-200	-200	-200	非流动负债合计	45754	45754	45754	45754
其他	822	500	500	500	负债总计	71115	68478	69770	71102
投资活动现金流	688	-1210	-1110	-1010	实收资本	4355	4355	4355	4355
债权募资	-5262	-1999	0	0	归属于母公司所有者权益	53548	56400	59533	62987
股权募资	3	0	0	0	少数股东权益	3448	3698	3948	4198
其他	-2800	-1393	-1343	-1343	负债和所有者权益合计	128111	128576	133250	138287
融资活动现金流	-8059	-3391	-1343	-1343					
现金净流量	-3490	-589	3744	4430					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,麒盛科技,思摩尔国际,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,欧派家居,明月镜片,乖宝宠物,好太太,乐歌股份,雅迪控股,久祺股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。