

2023年04月05日  
美凯龙(601828.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

专业市场经营 III

## 自营商场稳健发展， 费用管控成效显著

■ **事件**：美凯龙发布 2022 年报。2022 年公司实现营业收入 141.38 亿元，同比下降 8.86%；归母净利润 7.49 亿元，同比下降 63.43%；扣非后归母净利润 6.16 亿元，同比下降 62.81%。其中 2022Q4 当季公司实现营业收入 36.54 亿元，同比下降 12.12%；归母净利润 -5.69 亿元，同比下降 3152.19%；扣非后归母净利润 -5.04 亿元，同比下降 291.47%。

### ■ 自营商场经营具备韧性，委管商场加速下沉布局

2022 年公司持续践行“轻资产、重运营”的发展策略，通过拓展委管商场和特许经营商场数量，稳步提升市场占有率，并控制公司自建商场的资本投入。截至 2022 年末，公司共经营 94 家自营商场，284 家委管商场，8 家战略合作商场，57 个特许经营家居建材项目，共包括 476 家家居建材店/产业街。分业态看，1) 自营业务方面，2022 年公司租赁及相关收入为 78.68 亿元，同比下降 2.8%，自营商场平均出租率达 85.2%，其中一、二线城市自营商场经营面积占比超 80%。2) 委管业务方面，2022 年公司委管业务收入为 23.76 亿元，同比下降 27.0%，主要系项目前期品牌咨询委托管理、工程项目商业管理咨询费与商业咨询费及招商佣金项目收入降低所致。22 年公司共新开 12 家委管商场，平均出租率为 86.7%，委管商场的逐步拓展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。截至 2022 年末，公司筹备的委管商场中，有 315 个签约项目已取得土地使用权证/已获得地块，储备项目充足。

2022 年公司制定同城多店商场定位规划，甄选代表集团商品及消费者分层精准运营战略布局的百 MALL 商场：32 家 1 号店、9 家至尊 MALL 及 59 家标杆商场。同时，公司持续贯彻“拓品类、重运营”战略，优化品牌结构，2022 年公司将主力品类持续延伸至十大品类，加速主题馆打造，积极引入智能电器、餐饮等中高频品类，打造多业态融合消费，以期快速抢占中高端市场的消费者心智。

### ■ 23Q1 家装消费客流回暖，315 大促业绩靓丽

23 年开年以来，家装市场消费复苏势头显著，315 及五一大促有望支撑卖场龙头 Q2 业绩持续兑现。根据国家统计局数据，全国规模以上建材家居卖场 2 月销售额达 1130.27 亿元，环比上涨 44.18%，同比上涨 34.54%。据红星美凯龙全国统计数据显示，“315FUN 肆嗨购节”期间，客流同比增长 15.8%，消费人数同比增长 23%，客总价同比增长 6%，销售金额同比去年实现稳中有涨。芝华仕、九牧、美的、方太等品牌均实现同比双位数乃至翻倍增长。同时，红星美凯龙在 3 月 22 日就启动“一年一度 51 狂享购”，成为最早启动五一大促的一年，并

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	5.85 元
股价 (2023-04-04)	5.54 元

总市值(百万元)	24,125.22
流通市值(百万元)	20,018.50
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	4.17/8.3 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.0	11.2	-27.9
绝对收益	-5.6	16.6	-31.9

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

### 相关报告

建发股份拟入主美凯龙，卖	2023-01-09
场龙头有望焕发新机	
租金减免勇担社会责任，期	2022-11-02
间费用管控成效显著	

计划落地橱柜品类节和卫浴品类节，推动下一个热销周期的加速到来。

### ■ 22 年盈利能力有所承压，降本增效有序推进

2022 年公司综合毛利率为 58.36%，同比-3.31pct，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 73.23%/40.65%/15.34%/23.89%，同比-3.87 /-11.71 /-11.98 /3.34 pct。22Q4 公司综合毛利率为 53.15%，同比-4.63pct。

期间费用方面，2022 年期间费用率为 37.74%，同比-4.73pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.00%/9.98%/16.43%/0.33%，同比分别-2.30/-2.94/+0.57/-0.06pct。其中 22Q4 期间费用率为 41.39%，同比-5.14pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.07%/11.89%/0.33%/15.10%，同比分别-2.58/-3.74/-0.12/1.30 pct。综合影响下，22 年公司销售净利率为 6.07%，同比-8.04pct。

■ **投资建议：**公司持续稳步推进“轻资产、重运营、降杠杆”战略，盈利能力有望逐步修复。我们预计美凯龙 2023-2025 年营业收入为 156.21、167.95、180.23 亿元，同比增长 10.49%、7.51%、7.31%；归母净利润为 19.82、22.75、25.47 亿元，同比增长 164.66%、14.82%、11.93%，对应 PE 为 12.2x、10.6x、9.5x，维持买入-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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	15,512.8	14,138.3	15,621.0	16,794.8	18,022.7
净利润	2,047.4	748.7	1,981.5	2,275.2	2,546.6
每股收益(元)	0.47	0.17	0.46	0.52	0.58
每股净资产(元)	12.40	12.30	12.49	12.96	13.51

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.8	32.2	12.2	10.6	9.5
市净率(倍)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
净利润率	13.2%	5.3%	12.7%	13.5%	14.1%
净资产收益率	3.8%	1.4%	3.6%	4.0%	4.3%
股息收益率	1.8%	0.0%	0.6%	0.9%	0.6%
ROIC	-17.8%	-7.9%	-15.3%	-16.6%	-18.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15,512.8	14,138.3	15,621.0	16,794.8	18,022.7	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	5,946.5	5,887.1	6,041.8	6,461.9	6,896.8	营业收入增长率	9.0%	-8.9%	10.5%	7.5%	7.3%
营业税费	444.2	414.2	465.5	455.1	512.7	营业利润增长率	-2.8%	-41.4%	65.2%	20.4%	13.2%
销售费用	2,063.5	1,555.3	1,954.2	2,087.6	2,335.7	净利润增长率	18.3%	-63.4%	164.7%	14.8%	11.9%
管理费用	2,004.1	1,410.4	1,640.2	1,679.5	1,919.4	EBITDA 增长率	2.8%	-12.4%	20.5%	1.7%	2.9%
研发费用	60.7	46.3	64.0	61.9	70.2	EBIT 增长率	2.6%	-12.4%	21.2%	1.8%	2.9%
财务费用	2,461.0	2,323.3	2,421.3	2,435.3	2,523.2	NOPLAT 增长率	4.8%	-50.0%	83.7%	11.9%	7.7%
资产减值损失	-270.5	-654.6	-680.6	-447.7	-281.9	投资资本增长率	13.0%	-5.4%	3.4%	-4.1%	17.9%
加: 公允价值变动收益	371.7	-118.7	126.5	3.9	65.2	净资产增长率	12.6%	-0.9%	1.5%	3.8%	4.3%
投资和汇兑收益	539.1	46.8	292.9	169.9	231.4						
<b>营业利润</b>	2,862.3	1,678.6	2,772.8	3,339.6	3,779.3	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-60.4	-26.4	-72.9	-53.2	-50.8	毛利率	61.7%	58.4%	61.3%	61.5%	61.7%
<b>利润总额</b>	2,802.0	1,652.2	2,699.9	3,286.4	3,728.5	营业利润率	18.5%	11.9%	17.8%	19.9%	21.0%
减: 所得税	613.0	794.4	715.5	854.5	1,006.7	净利润率	13.2%	5.3%	12.7%	13.5%	14.1%
<b>净利润</b>	2,047.4	748.7	1,981.5	2,275.2	2,546.6	EBITDA/营业收入	41.1%	39.5%	43.1%	40.8%	39.1%
						EBIT/营业收入	39.8%	38.2%	42.0%	39.7%	38.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	63	66	57	50	44
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-209	-244	-218	-191	-209
货币资金	6,903.7	2,928.5	1,249.7	1,343.6	1,441.8	流动资产周转天数	357	345	248	230	219
交易性金融资产	1,018.7	921.8	1,048.3	1,052.2	1,117.4	应收账款周转天数	72	73	67	74	71
应收账款	2,851.6	2,894.9	2,893.6	3,992.3	3,138.7	存货周转天数	8	8	7	7	7
应收票据	86.6	18.2	49.4	47.6	57.7	总资产周转天数	3,095	3,352	2,950	2,751	2,557
预付账款	305.0	366.6	351.7	456.0	366.9	投资资本周转天数	-577	-653	-584	-541	-538
存货	329.1	302.9	318.1	372.6	356.2						
其他流动资产	4,158.2	4,020.7	4,173.7	4,117.5	4,104.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.8%	1.4%	3.6%	4.0%	4.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	0.7%	1.6%	1.9%	2.1%
长期股权投资	3,929.1	3,757.1	3,757.1	3,757.1	3,757.1	ROIC	-17.8%	-7.9%	-15.3%	-16.6%	-18.6%
投资性房地产	95,575.0	95,709.0	95,709.0	95,709.0	95,709.0	<b>费用率</b>					
固定资产	2,655.0	2,562.7	2,416.5	2,270.2	2,124.0	销售费用率	13.3%	11.0%	12.5%	12.4%	13.0%
在建工程	88.9	89.4	89.4	89.4	89.4	管理费用率	12.9%	10.0%	10.5%	10.0%	10.7%
无形资产	137.4	107.3	72.1	36.8	1.6	研发费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	17,149.2	14,431.6	15,791.8	15,504.5	14,969.4	财务费用率	15.9%	16.4%	15.5%	14.5%	14.0%
<b>资产总额</b>	135,187.5	128,110.7	127,920.4	128,748.9	127,233.2	四费/营业收入	42.5%	37.7%	38.9%	37.3%	38.0%
短期债务	2,957.1	1,998.6	1,744.1	5,719.2	8,780.0	<b>偿债能力</b>					
应付账款	12,171.6	11,744.5	11,529.9	12,343.2	14,345.6	资产负债率	57.4%	55.5%	54.8%	53.4%	50.8%
应付票据	9.0	44.4	10.7	19.7	20.0	负债权益比	135.0%	124.8%	121.2%	114.4%	103.2%
其他流动负债	16,993.9	11,574.1	15,742.8	14,139.0	14,876.4	流动比率	0.49	0.45	0.35	0.35	0.28
长期借款	21,606.3	21,798.2	16,237.3	12,249.3	2,250.6	速动比率	0.48	0.44	0.34	0.34	0.27
其他非流动负债	23,918.5	23,955.5	24,824.3	24,232.8	24,337.5	利息保障倍数	2.51	2.33	2.71	2.74	2.72
<b>负债总额</b>	77,656.3	71,115.3	70,089.0	68,703.3	64,610.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	3,549.4	3,447.8	3,450.5	3,604.6	3,775.9	DPS(元)	0.10	-	0.03	0.05	0.03
股本	4,354.7	4,354.7	4,354.7	4,354.7	4,354.7	分红比率	21.3%	0.0%	7.1%	9.5%	5.5%
留存收益	47,749.3	48,185.2	50,026.2	52,086.3	54,492.4	股息收益率	1.8%	0.0%	0.6%	0.9%	0.6%
<b>股东权益</b>	57,531.2	56,995.4	57,831.4	60,045.6	62,623.1						

## 现金流量表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,189.0	857.8	1,981.5	2,275.2	2,546.6	EPS(元)	0.47	0.17	0.46	0.52	0.58
加: 折旧和摊销	385.5	354.4	181.5	181.5	181.5	BVPS(元)	12.40	12.30	12.49	12.96	13.51
资产减值准备	270.5	654.6	-	-	-	PE(X)	11.8	32.2	12.2	10.6	9.5
公允价值变动损失	-371.7	118.7	126.5	3.9	65.2	PB(X)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
财务费用	2,334.3	2,351.3	2,421.3	2,435.3	2,523.2	P/FCF	-200.0	-4.7	28.3	-185.8	-65.6
投资收益	-539.1	-46.8	-292.9	-169.9	-231.4	P/S	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
少数股东损益	141.6	109.1	2.9	156.7	175.2	EV/EBITDA	-6.6	-10.4	-8.3	-8.3	-9.1
营运资金的变动	307.7	691.1	-679.7	-964.1	4,770.2	CAGR(%)	3.6%	46.9%	-1.3%	3.6%	46.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	5,380.7	3,879.0	3,741.0	3,918.6	10,030.5	PEG	3.3	0.7	-9.3	3.0	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-126.8	687.7	141.2	163.3	66.5	ROIC/WACC	-2.8	-1.3	-2.4	-2.6	-3.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-5,053.6	-8,059.2	-5,560.9	-3,988.0	-9,998.7	REP	-0.6	-1.9	-0.9	-0.9	-0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 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 ■■■

安信证券股份有限公司（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**

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信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。

安信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。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

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