

23Q1 业绩承压，静待复苏

华泰研究

2023年5月01日 | 中国内地/中国香港

季报点评

零售

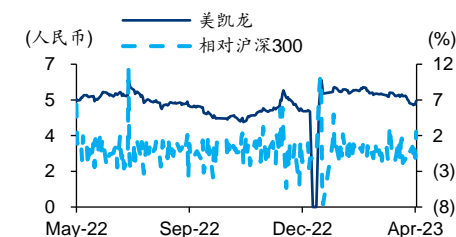
	1528 HK	601828 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 3.82	人民币: 6.08

研究员	林寰宇
SAC No. S0570518110001	linhuanayu@htsc.com
SFC No. BQO796	+(86) 755 8249 2388
研究员	张诗宇
SAC No. S0570522080001	zhangshiyu@htsc.com
SFC No. BSF308	+(86) 755 2399 3346

基本数据

(港币/人民币)	1528 HK	601828 CH
目标价	3.82	6.08
收盘价 (截至4月28日)	3.53	5.20
市值(百万)	15,372	22,645
6个月平均日均成交额(百万)	17.49	143.63
52周价格范围	1.96-4.68	4.17-6.24
BVPS	12.50	12.34

股价走势图



资料来源: Wind

静待需求复苏，盈利能力修复，维持“买入”评级

公司4月28日发布23年一季度报。23Q1实现营收26.2亿元，同比-22.5%；实现归母净利润/扣非归母净利润1.5/2.2亿元，同比-79.1%/-54.5%。净利下滑的主要系服务进度延缓和疫情免租摊销所致。考虑到家居消费恢复的节奏和程度仍具不确定性，我们调整了公司23-25年盈利预测，我们预计公司23-25年归母净利润14.0、16.0、18.7亿元（前值25.1、27.8、33.3亿元）。参考A股可比公司23年Wind一致预期均值12xPE，考虑到公司龙头地位稳固，市占率有望进一步提升，且建发入股之后或在家居业务方面与公司产生协同效应，给予公司A股23年19xPE，目标价6.08元。考虑到AH同时上市以来H/A价格平均为55%，给予公司H股45%折价，对应2023年10.5xPE，目标价3.82港元（港币兑人民币汇率取0.88），维持买入评级。

自营卖场收入下滑，委管卖场储备充足

23Q1，公司自营商场新开0家、关闭2家；委管商场新开2家、关闭2家，由自营转为委管1家。公司自营卖场收入为16.4亿元，同比-24.4%，其中，自有/租赁/合营联营商场收入分别为13.6/2.1/0.7亿元，同比-23.8%/-30.4%/-12.9%。截至23Q1，公司经营自营商场91家、委管商场285家、战略合作经营8家、特许经营项目55个、家居建材店472家，另外筹备中的自营商场19家、筹备中的委管商场有309家已取得土地使用权/已获得地块。

营收下降致盈利能力承压

23Q1公司营收同比-22.5%，主要系22Q1基数较高、23Q1服务进度延缓所致。营收下降导致毛利率、费用率相关指标承压。毛利率为59.8%，同比-1.7pct，主要系自营商场毛利下降4.2pct所致。公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为9.8%/11.2%/20.1%，同比+1.6pct/+0.7pct/+3.2pct。

建发股份或成为控股股东，有望产生协同效应

4月28日公司公告股份转让进展。若股份转让顺利实施，公司实控人将变为厦门市国资委，控股股东将从红星控股转变为建发股份，建发股份及其一致行动人持股比例将从0%提升至29.95%，红星控股持股比例从52.9%下降至22.9%。我们认为以地产开发业务为主业的建发股份顺利入股之后，有望赋能家居业务发展，与公司产生协同效应。展望23年，公司将继续推动一体两翼战略，践行降本增效，盈利能力有望逐步修复。

风险提示：房地产调控趋严、开店速度不及预期。

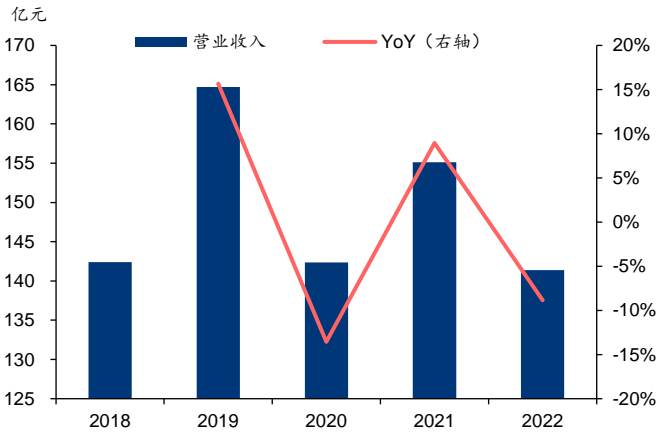
经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	15,513	14,138	15,001	15,916	16,787
+/-%	8.97	(8.86)	6.10	6.10	5.47
归属母公司净利润(人民币百万)	2,047	748.70	1,402	1,602	1,869
+/-%	18.31	(63.43)	87.22	14.26	16.67
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.47	0.17	0.32	0.37	0.43
ROE(%)	3.80	1.51	2.66	3.01	3.35
PE(倍)	11.06	30.25	16.16	14.14	12.12
PB(倍)	0.42	0.42	0.41	0.40	0.39
EV EBITDA(倍)	8.93	11.11	10.55	9.31	8.38

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

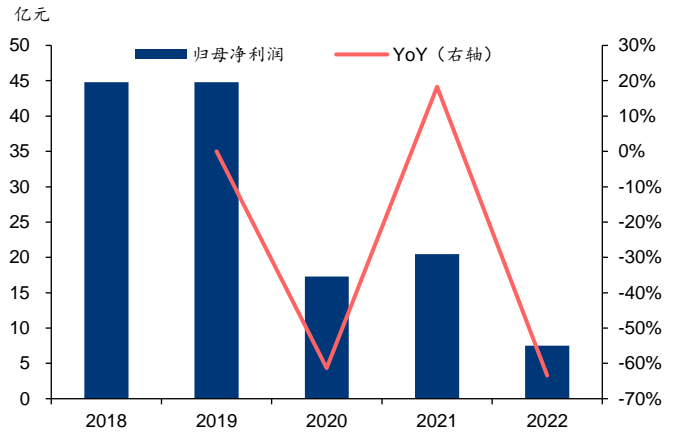
重点财务数据

图表1: 公司营业收入 (分年度)



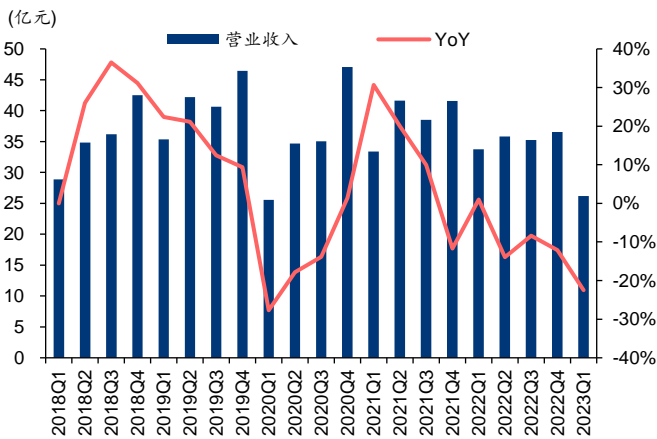
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 公司净利润 (分年度)



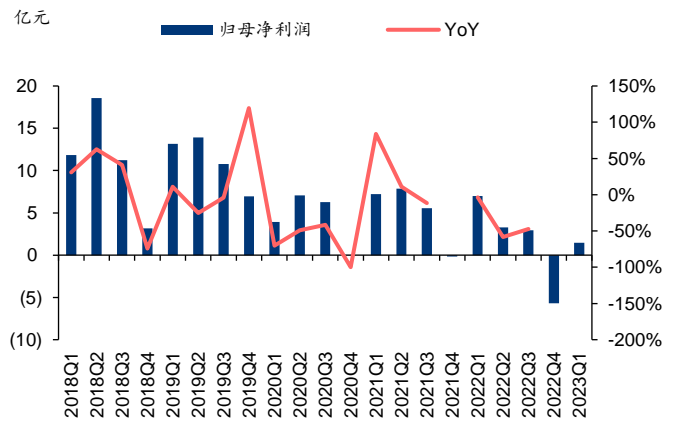
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 公司营业收入 (分季度)



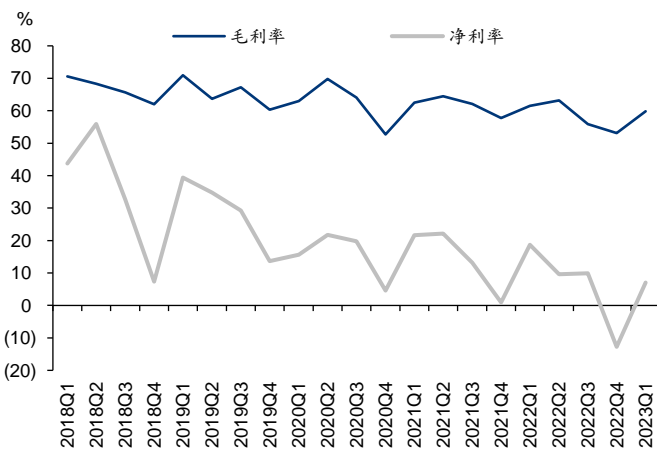
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表4: 公司净利润 (分季度)



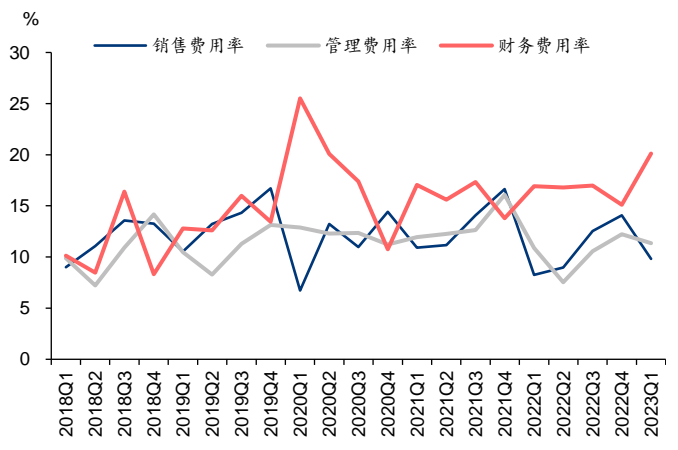
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 公司毛利率和净利率 (分季度)



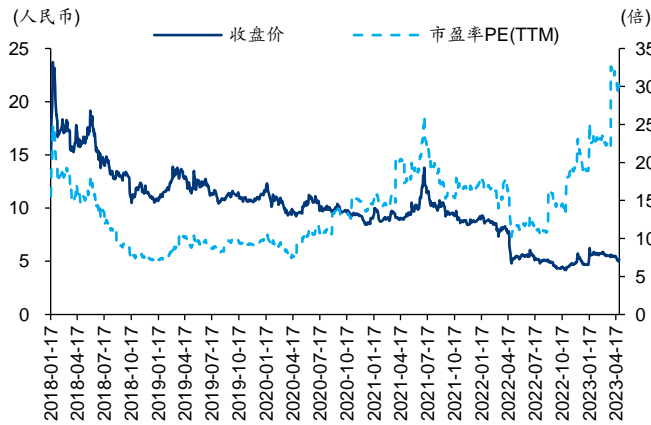
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 公司期间费用率 (分季度)



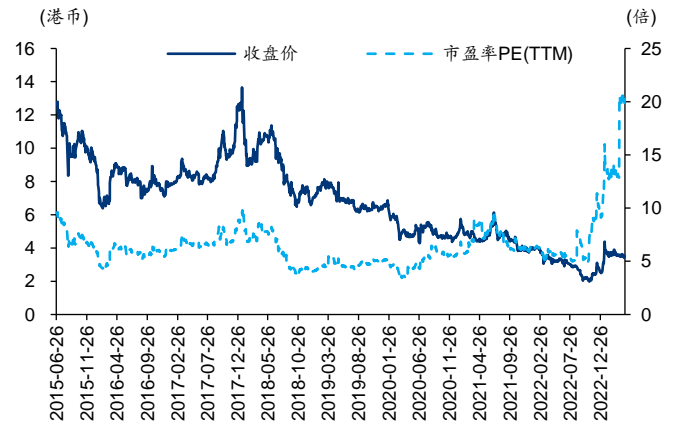
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: A股上市以来股价及PE (TTM)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 港股上市以来股价及PE (TTM)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 主要盈利预测调整

	调整后			调整前			调整逻辑
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
收入	15000.7	15916.1	16787.2	15223.7	16574.8	17995.6	23Q1 收入同比-22.5%, 收入恢复节奏延缓, 因此下调收入预测
毛利率	59.9%	60.9%	61.9%	61.8%	62.7%	63.5%	23Q1 毛利率同比下降1.7pct, 毛利率恢复节奏延缓, 因此下调预测
资产减值损失占比	450.02	477.48	503.62	152.24	165.75	179.96	23Q1 资产减值损失 592 万元, 22Q1 资产减值损失为-100 万, 22 年全年资产减值损失为 6.5 亿元 (占营收比例为 4.6%)。考虑到 23Q1 资产减值损失高于 22Q1, 但 23 年经营环境或优于 22 年, 因此上调资产减值损失比例至 3%。预计 24-25 年维持 3%。
资产减值损失比例	3%	3%	3%	1%	1%	1%	
公允价值变动损益	-150	-100	-100	126.5	3.89	65.2	23Q1 公允价值变动导致亏损 4616 万元, 考虑到 23-25 年公司投资性房地产公允价值变动仍存在较大不确定性, 下调公允价值变动损益至负值。
归母净利润	1401.69	1601.54	1868.55	2508.97	2780.58	3332.09	以上调整后的综合影响
归母净利润增速	87.20%	14.30%	16.70%	235.10%	10.80%	19.80%	

资料来源: 华泰研究预测

可比公司估值

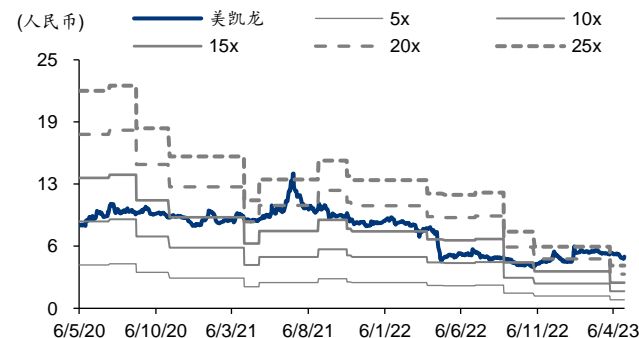
图表10: A股可比公司 Wind 一致预期

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E
002572 CH	索菲亚	18.9	172.6	13.0	11.0	9.5
002818 CH	富森美	14.2	105.9	11.4	10.3	9.4
603008 CH	喜临门	25.4	98.4	13.1	10.6	8.9
000785 CH	居然之家	4.2	272.3	11.5	10.0	8.9
平均				12.3	10.5	9.2

注: 数据截至 2023 年 4 月 28 日

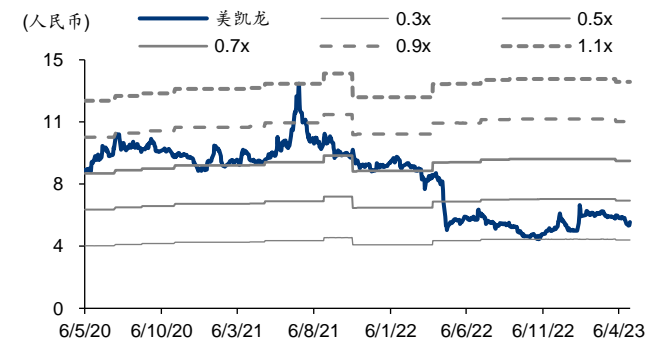
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 美凯龙 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 美凯龙 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,653	11,454	12,138	12,789	13,135
现金	6,904	2,928	3,000	3,183	3,357
应收账款	1,958	1,962	2,050	2,100	2,150
其他应收账款	935.67	991.63	883.46	1,106	1,132
预付账款	305.04	366.59	346.01	410.07	387.39
存货	329.09	302.87	364.82	346.13	384.79
其他流动资产	5,222	4,902	5,494	5,643	5,723
非流动资产	119,535	116,657	116,782	118,092	118,271
长期投资	3,929	3,757	3,907	4,036	4,160
固定投资	2,655	2,563	2,703	2,784	2,858
无形资产	125.19	94.76	84.41	70.83	54.73
其他非流动资产	112,825	110,243	110,087	111,201	111,199
资产总计	135,188	128,111	128,920	130,881	131,407
流动负债	32,132	25,362	28,442	33,306	35,510
短期借款	2,957	1,999	7,399	11,382	13,147
应付账款	2,401	2,453	2,502	2,627	2,646
其他流动负债	26,774	20,910	18,542	19,297	19,718
非流动负债	45,525	45,754	42,074	37,511	33,936
长期借款	21,606	21,798	17,763	13,378	9,714
其他非流动负债	23,918	23,956	24,311	24,133	24,222
负债合计	77,656	71,115	70,516	70,817	69,446
少数股东权益	3,549	3,448	3,602	3,807	4,017
股本	4,355	4,355	4,355	4,355	4,355
资本公积	6,880	6,882	6,882	6,882	6,882
留存公积	40,869	41,304	42,549	43,993	45,656
归属母公司股东权益	53,982	53,548	54,801	56,257	57,943
负债和股东权益	135,188	128,111	128,920	130,881	131,407

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	5,381	3,879	4,584	6,057	6,023
净利润	2,189	857.81	1,556	1,806	2,079
折旧摊销	960.42	964.72	1,130	1,315	1,306
财务费用	2,461	2,323	2,453	2,536	2,568
投资损失	(539.06)	(46.83)	(100.36)	(78.52)	(74.41)
营运资金变动	404.41	(1,413)	(286.31)	717.95	404.85
其他经营现金	(95.14)	1,193	(168.04)	(238.83)	(261.03)
投资活动现金	(126.81)	687.70	(1,287)	(2,626)	(1,486)
资本支出	(2,388)	(1,049)	(117.92)	(584.56)	(316.12)
长期投资	927.18	900.07	(150.36)	(128.52)	(124.41)
其他投资现金	1,334	837.04	(1,018)	(1,912)	(1,046)
筹资活动现金	(5,054)	(8,059)	(7,824)	(7,447)	(6,251)
短期借款	(491.28)	(958.50)	5,400	3,983	1,765
长期借款	(606.11)	191.87	(4,035)	(4,386)	(3,664)
普通股增加	449.73	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,232	1.10	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,638)	(7,294)	(9,189)	(7,044)	(4,353)
现金净增加额	196.92	(3,490)	(4,526)	(4,015)	(1,715)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,513	14,138	15,001	15,916	16,787
营业成本	5,946	5,887	6,009	6,221	6,396
营业税金及附加	444.21	414.22	439.49	466.31	491.83
营业费用	2,064	1,555	1,635	1,719	1,796
管理费用	2,004	1,410	1,500	1,576	1,645
财务费用	2,461	2,323	2,453	2,536	2,568
资产减值损失	(270.52)	(654.61)	(450.02)	(477.48)	(503.62)
公允价值变动收益	371.72	(118.72)	(150.00)	(100.00)	(100.00)
投资净收益	539.06	46.83	100.36	78.52	74.41
营业利润	2,862	1,679	2,285	2,713	3,154
营业外收入	43.46	43.93	47.85	48.30	45.89
营业外支出	103.82	70.34	101.04	116.26	97.87
利润总额	2,802	1,652	2,232	2,645	3,102
所得税	612.98	794.41	675.50	838.96	1,023
净利润	2,189	857.81	1,556	1,806	2,079
少数股东损益	141.60	109.10	154.67	204.45	210.19
归属母公司净利润	2,047	748.70	1,402	1,602	1,869
EBITDA	6,230	4,890	5,065	5,700	6,137
EPS (人民币, 基本)	0.51	0.17	0.32	0.37	0.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	8.97	(8.86)	6.10	6.10	5.47
营业利润	(2.84)	(41.35)	36.13	18.72	16.26
归属母公司净利润	18.31	(63.43)	87.22	14.26	16.67
获利能力 (%)					
毛利率	61.67	58.36	59.94	60.91	61.90
净利率	14.11	6.07	10.38	11.35	12.38
ROE	3.80	1.51	2.66	3.01	3.35
ROIC	(26.33)	(12.19)	(16.58)	(18.89)	(20.06)
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.44	55.51	54.70	54.11	52.85
净负债比率 (%)	62.43	60.74	57.55	54.97	50.28
流动比率	0.49	0.45	0.43	0.38	0.37
速动比率	0.39	0.34	0.31	0.28	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.11	0.12	0.12	0.13
应收账款周转率	7.97	7.21	7.48	7.67	7.90
应付账款周转率	2.65	2.43	2.43	2.43	2.43
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.17	0.32	0.37	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.89	1.05	1.39	1.38
每股净资产(最新摊薄)	12.40	12.30	12.58	12.92	13.31
估值比率					
PE (倍)	11.06	30.25	16.16	14.14	12.12
PB (倍)	0.42	0.42	0.41	0.40	0.39
EV EBITDA (倍)	8.93	11.11	10.55	9.31	8.38

免责声明

分析师声明

本人, 林寰宇、张诗宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、张诗宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司