

美凯龙 (601828) 2019年三季度报点评

业绩稳健增长，毛利率单季回升，新零售布局持续推进

事项:

- 公司于2019年10月29日发布2019年三季度报。2019Q1-Q3实现营业收入118.24亿元，同比增长18.34%；实现归母净利润37.83亿元，同比下降9.06%；实现扣非后归母净利润23.12亿元，同比增长5.13%。2019Q3实现营业收入40.67亿元，同比增长12.41%；实现归母净利润10.78亿元，同比下降3.9%；实现扣非后归母净利润5.99亿元，同比增长2.5%。

评论:

- 自营委管主营态势稳健，战略部署线上线下一体化。**在主营业务上，公司自营商场经营面积760万平米，增加85家，80%自营商场深耕一二线城市，目前储备32家，建筑面积四百万平米左右；委管商场新增234家，经营面积1252万平米，超过70%在三线及以下城市，目前储备698个项目；公司新增特许经营加盟模式下的新一佳，增加31家，自开展业务以来，带来强劲收入增长和现金流。战略方面，引进阿里两名董事，调动阿里内部资源，三季度核心打造双十一，上海、南京两城并行，打造天猫旗舰店2.0，相关搜索、关联导购成合作新起点。新战略部署有望让四季度成为发力点。
- 毛利率逐渐回升，业务扩张致费用增长。**2019Q1-Q3净利率水平34.26%，同比下降9.69pct；2019Q3净利率29.26%，同比下降3.3pct，环比下降5.51pct。2019Q1-Q3毛利率水平67.07%，同比下降0.92pct；2019Q3毛利率67.27%，同比提升1.63pct，环比增长3.63pct。2019Q3期间费用率41.35%，同比提升0.61pct，环比提升7.42pct；销售费用率14.34%，同比提升0.76pct，环比提升1.09pct，主要系随着公司业务规模扩张，开业商场数量增多，广告投放及宣传力度加大，导致广告费用和促销费用增加；管理费用率11.02%，同比提升0.24pct，环比提升2.93pct；财务费用率15.99%，同比下降0.39pct，环比提升3.39pct，主要系自2018年下半年开始公司新增融资致使有息负债规模上升，以及市场借款利率上升所致。长期来看，随着公司经营效率不断提升，公司业绩表现有望持续向好。
- 行业承压致流量下行，四季度有望战略引流。**目前随房地产市场下行，一二线受新房驱动力制约，三线及以下承压。报告期内，公司收购了山东银座家居有限公司46.5%股权，与山东省商业集团有限公司并列成为山东银座家居有限公司第一大股东。截至2019年9月30日，山东银座家居有限公司及其下属控股子公司在中国境内合计运营12处家居商场。公司有望四季度发力，与阿里战略合作，采用RMP技术手段，实现互联网引流措施，共建线上线下一体的新方向。我们维持预计公司2019-2021年归母净利润6.00、7.36、8.87亿元，对应当前市值PE分别为7.1、6.5、6.0倍。考虑到公司较强的市场开拓能力，给予公司2019年11倍PE，维持17元/股目标价，维持“强推”评级。
- 风险提示：**家居卖场行业格局发生重大变化，渠道扩张不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,240	16,581	19,135	21,900
同比增速(%)	29.9%	16.4%	15.4%	14.4%
归母净利润(百万)	4,725	5,473	6,002	6,426
同比增速(%)	9.8%	22.2%	9.7%	7.1%
每股盈利(元)	1.26	1.54	1.69	1.81
市盈率(倍)	9	7	6	6
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月31日收盘价

强推 (维持)

目标价：17元

当前价：10.62元

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

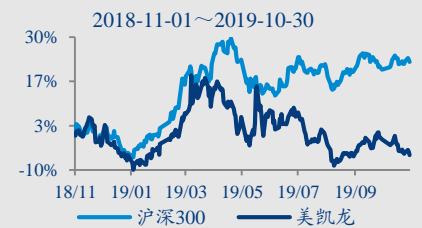
电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	355,000
已上市流通股(万股)	106,968
总市值(亿元)	383.4
流通市值(亿元)	42.75
资产负债率(%)	60.7
每股净资产(元)	12.6
12个月内最高/最低价	14.09/10.11

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《美凯龙 (601828) 2018 年报点评：龙头地位稳固，多元化与智慧零售转型持续》

2019-04-04

《美凯龙 (601828) 2019 年一季报点评：业绩符合预期，自营商场营收稳定增长》

2019-04-28

《美凯龙 (601828) 2019 年中报点评：自营委管业务稳健增长，新兴业务布局影响盈利水平》

2019-08-27

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,528	18,780	31,004	43,496
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,688	1,958	2,259	2,586
预付账款	319	386	458	537
存货	251	304	361	423
其他流动资产	4,933	5,804	6,769	7,803
流动资产合计	15,719	27,232	40,851	54,845
其他长期投资	80,328	80,623	80,945	81,294
长期股权投资	3,026	3,026	3,026	3,026
固定资产	192	466	658	793
在建工程	85	135	185	235
无形资产	461	415	373	336
其他非流动资产	11,050	7,342	7,279	7,227
非流动资产合计	95,142	92,007	92,466	92,911
资产合计	110,861	119,239	133,317	147,756
短期借款	5,149	9,997	14,846	19,694
应付票据	0	0	0	0
应付账款	970	1,172	1,392	1,631
预收款项	1,249	1,454	1,678	1,921
其他应付款	8,480	8,480	8,480	8,480
一年内到期的非流动负债	3,949	3,949	3,949	3,949
其他流动负债	5,517	3,512	3,996	4,570
流动负债合计	25,314	28,564	34,341	40,245
长期借款	#####	#####	#####	#####
应付债券	7,156.00	7,156.00	7,156.00	7,156.00
其他非流动负债	18,789	17,403	17,403	17,403
非流动负债合计	40,251	41,799	44,733	47,666
负债合计	65,565	70,363	79,074	87,911
归属母公司所有者权益	41,714	45,001	50,045	55,303
少数股东权益	3,582	3,875	4,198	4,542
所有者权益合计	45,296	48,876	54,243	59,845
负债和股东权益	110,861	119,239	133,317	147,756

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6,420	4,553	5,432	6,188
现金收益	6,669	6,974	7,913	8,710
存货影响	-131	-52	-57	-62
经营性应收影响	-569	-336	-374	-405
经营性应付影响	-199	407	444	481
其他影响	650	-2,439	-2,494	-2,537
投资活动现金流	-10,994	-390	-390	-390
资本支出	-237	-462	-449	-438
股权投资	75	0	0	0
其他长期资产变化	-10,832	72	59	48
融资活动现金流	2,475	6,089	7,182	6,694
借款增加	4,441	7,782	7,782	7,782
股利及利息支付	-2,956	-2,074	-1,231	-1,318
股东融资	3,067	3,067	3,067	3,067
其他影响	-2,077	-2,686	-2,436	-2,837

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,240	16,581	19,135	21,900
营业成本	4,814	5,814	6,907	8,092
税金及附加	387	481	526	602
销售费用	1,700	2,006	2,193	2,510
管理费用	1,491	1,907	2,105	2,409
财务费用	1,533	1,022	1,340	1,649
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	1,767	1,767	1,767	1,767
投资收益	230	230	230	230
其他收益	111	111	111	111
营业利润	6,378	7,408	8,113	8,679
营业外收入	39	39	39	39
营业外支出	150	150	150	150
利润总额	6,267	7,297	8,002	8,568
所得税	1,314	1,530	1,678	1,797
净利润	4,953	5,767	6,324	6,771
少数股东损益	228	294	322	345
归属母公司净利润	4,725	5,473	6,002	6,426
NOPLAT	6,165	6,575	7,384	8,075
EPS(摊薄) (元)	1.26	1.54	1.69	1.81

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	29.9%	16.4%	15.4%	14.4%
EBIT 增长率	9.6%	6.6%	12.3%	9.4%
归母净利润增长率	9.8%	22.2%	9.7%	7.1%
获利能力				
毛利率	66.2%	64.9%	63.9%	63.1%
净利率	34.8%	34.8%	33.1%	30.9%
ROE	10.4%	11.2%	11.1%	10.7%
ROIC	61.7%	35.6%	25.9%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	59.1%	59.0%	59.3%	59.5%
债务权益比	108.9%	114.1%	117.1%	119.2%
流动比率	62.1%	95.3%	119.0%	136.3%
速动比率	61.1%	94.3%	117.9%	135.2%
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收帐款周转天数	36	40	40	40
应付帐款周转天数	55	66	67	67
存货周转天数	14	17	17	17
每股指标(元)				
每股收益	1.26	1.54	1.69	1.81
每股经营现金流	1.81	1.28	1.53	1.74
每股净资产	11.75	12.68	14.10	15.58
估值比率				
P/E	9	7	6	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	18	17	15	14

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500