

美凯龙(601828)/商业贸易
业绩美丽, 龙头凯旋归来
评级: 买入(维持)

市场价格: 15.74

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人: 蒋正山

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

联系人: 徐稚涵

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3939
流通股本(百万股)	315
市价(元)	15.74
市值(百万元)	62000
流通市值(百万元)	4958

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9436.08	10959.51	12765.87	14807.70	17138.42
增长率 yoy%	2.77%	16.14%	16.48%	15.99%	15.74%
净利润	3397.18	4077.90	4497.60	5200.48	6057.52
增长率 yoy%	-17.14%	20.04%	10.29%	15.63%	16.48%
每股收益(元)	0.94	1.04	1.14	1.32	1.54
每股现金流量	1.1	1.65	1.29	1.82	2.17
净资产收益率	9.29%	10.09%	10.45%	11.25%	12.10%
P/E	0.0	15	13	12	10
PEG	-	0.74	1.3	0.74	0.60
P/B	0.0	1.37	1.32	1.23	1.14

备注:

投资要点

- **事件:** 美凯龙发布 2018 年一季报, 2018 年 Q1 公司实现营业收入 28.89 亿元, 同比增长 25.36%; 实现归母净利润 11.82 亿元, 同比增长 30.76%。
- **收入盈利齐升, 业绩远超预期。** 公司 2017 年 Q1 收入增速仅为 5.76%, 归母净利润同比下降 2.04%, 2018 年 Q1 业绩提升显著, 远超市场预期。
- **期间费用下降、规模效应显现。** 2018 年 Q1 公司实现整体毛利率 70.58% (-0.55pct), 净利率 43.77% (-4.97pct), 期间费用率为 29.01%, 同比下降 2.56pct, 其中销售费用率 9.00% (-2.48pct), 管理费用率 9.89% (+0.41pct), 财务费用率为 10.12% (-0.25pct)。受益于公司运营能力提升叠加规模效应显现, 成本费用率下降持续推动盈利能力增强。
- **自营业务增长超预期, 现金流稳定, 确保业绩无虞。** 2018 年 Q1 公司自营商场实现营业收入 17.36 亿元, 同比增长 9.8%, 毛利率 78.7%, 与去年同期持平。截至 2018 年 3 月 31 日, 公司拥有 51 家自营商场, 面积达 455.58 万平方米, 筹备中自营商场达 25 家。家居行业景气度向好令租金成长空间充裕, 成熟自营商场同店租金收入持续增长, 带来稳定现金流。高毛利、高占比(2018 年 Q1 占营业收入约 60%) 和稳增长的自营商场业务形成公司业绩有效保障。
- **委管业务低成本+可复制, 品牌输出形成商业模式闭环。** 2018 年 Q1 公司新增 2 家委管商场(重庆市和福州市)至 186 家, 面积达 946.80 万平方米。委管模式为轻资产运作, 可复制性高且储备项目丰富, 截至 2018 年 3 月 31 日, 公司筹备的委管商场中有 348 个签约项目已取得土地使用权证/地块。美凯龙在三四线城市快速扩张且无需承担大量资本开支, 同时委管模式以品牌输出的方式扩大美凯龙地域覆盖面、提高市场份额, 强化美凯龙品牌力。
- **定位全渠道泛家居业务平台服务商, 打造线上线下一体化互联网家装零售平台。** 美凯龙通过打造互联网家装零售平台, 与家居商场业务形成协同效应, 实现客源及供应链共享, 降低家装和商场的获客成本, 提高了商场的复购率和客单价。2017 年美凯龙互联网家装零售平台超过 2364 家家装公司入驻, 获得 2.95 万户家装预约, 零售平台 GMV 达到 24.41 亿。
- **盈利预测与投资建议:** 预估公司 2018-20 年实现总营收 127.66、148.08、171.38 亿元, 同比增长 16.48%、15.99%、15.74%, 实现归属于母公司净利润 44.98、52.00、60.58 亿元, 同比增长 11.17%、15.75%、16.27%, 对应 EPS 为 1.14、1.32、1.54 元。我们给予 2018 年 20 倍 PE, 对应价格 22.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地产景气程度下滑风险、委管业务储备项目大幅减少风险。

图表 1: 美凯龙三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10959.51	12765.87	14807.70	17138.42	净利润	4278.01	4755.77	5504.72	6400.09
营业成本	3163.19	3799.66	4521.33	5346.36	折旧与摊销	134.38	97.75	110.46	118.43
营业税金及附加	317.33	433.08	477.82	562.49	财务费用	1131.84	1521.84	1630.71	1681.62
销售费用	1513.83	1634.03	1895.39	2142.30	资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	1361.79	1276.59	1480.77	1713.84	经营资本变动	2769.02	989.83	2013.65	2301.39
财务费用	1131.84	1521.84	1630.71	1681.62	其他	-2078.33	-2232.00	-2142.00	-2047.00
资产减值损失	283.44	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6518.36	5092.08	7154.85	8561.53
投资收益	633.90	132.00	142.00	147.00	资本支出	-21.54	-100.00	-65.00	-80.00
公允价值变动损益	1996.19	2100.00	2000.00	1900.00	其他	-5989.57	-3556.17	-4053.24	-4524.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6011.11	-3656.17	-4118.24	-4604.61
营业利润	5916.43	6408.87	7437.53	8692.40	短期借款	-200.00	3199.99	500.00	0.00
其他非经营损益	69.60	67.25	73.25	70.64	长期借款	2925.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	5986.04	6476.11	7510.78	8763.04	股权融资	-257.90	315.00	0.00	0.00
所得税	1708.02	1720.34	2006.06	2362.95	支付股利	-1522.05	-1935.94	-2095.15	-2438.01
净利润	4278.01	4755.77	5504.72	6400.09	其他	2928.45	-2664.88	-1210.71	-1261.62
少数股东损益	200.12	258.17	304.24	342.58	筹资活动现金流净额	3873.64	-1085.83	-2805.86	-3699.63
归属母公司股东净利润	4077.90	4497.60	5200.48	6057.52	现金流量净额	4376.87	350.08	230.75	257.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	10626.92	10977.00	11207.75	11465.04	成长能力				
应收和预付款项	3172.71	3093.75	3747.56	4395.67	销售收入增长率	16.14%	16.48%	15.99%	15.74%
存货	120.29	104.19	132.40	161.03	营业利润增长率	25.80%	8.32%	16.05%	16.87%
其他流动资产	647.58	784.11	905.91	1042.88	净利润增长率	16.46%	11.17%	15.75%	16.27%
长期股权投资	1613.82	1743.82	1883.82	2028.82	EBITDA 增长率	25.83%	11.78%	14.33%	14.31%
投资性房地产	70831.00	75789.17	81094.41	86771.02	获利能力				
固定资产和在建工程	224.96	272.61	272.55	279.51	毛利率	71.14%	70.24%	69.47%	68.80%
无形资产和开发支出	504.63	482.17	459.71	437.25	三费率	36.57%	34.65%	32.40%	30.03%
其他非流动资产	9272.72	9999.79	10726.86	11453.92	净利率	39.03%	37.02%	36.12%	35.51%
资产总计	97014.62	103262.53	110529.41	118244.14	ROE	9.74%	10.45%	11.25%	12.10%
短期借款	300.01	3500.00	4000.00	4000.00	ROA	4.41%	4.61%	4.98%	5.41%
应付和预收款项	5287.30	5388.69	6478.22	7617.12	ROIC	-26.71%	-26.16%	-27.61%	-28.47%
长期借款	11372.66	11372.66	11372.66	11372.66	EBITDA/销售收入	65.54%	62.50%	60.23%	58.22%
其他负债	36122.68	37478.86	39629.25	42080.37	营运能力				
负债合计	53082.65	57758.70	61616.00	65368.65	总资产周转率	0.12	0.13	0.14	0.16
股本	3623.92	3938.92	3938.92	3938.92	固定资产周转率	72.94	59.17	54.32	62.09
资本公积	5362.12	5362.12	5362.12	5362.12	应收账款周转率	11.14	10.54	10.90	10.80
留存收益	29877.77	32439.43	35544.76	39164.26	存货周转率	38.18	33.85	38.22	36.44
归属母公司股东权益	40426.77	41740.46	44845.79	48465.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.18%	—	—	—
少数股东权益	3505.20	3763.37	4067.62	4410.19	资本结构				
股东权益合计	43931.97	45503.84	48913.41	52875.49	资产负债率	54.72%	55.93%	55.75%	55.28%
负债和股东权益合计	97014.62	103262.53	110529.41	118244.14	带息债务/总负债	31.21%	34.23%	32.90%	31.01%
					流动比率	0.64	0.56	0.53	0.51
					速动比率	0.64	0.55	0.52	0.51
					股利支付率	37.32%	43.04%	40.29%	40.25%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	7182.65	8028.45	9178.69	10492.45	每股指标				
PE	14.75	13.37	11.57	9.93	每股收益	1.04	1.14	1.32	1.54
PB	1.37	1.32	1.23	1.14	每股净资产	11.15	11.55	12.42	13.42
PS	5.49	4.71	4.06	3.51	每股经营现金	1.65	1.29	1.82	2.17
EV/EBITDA	-20.98	-19.76	-19.07	-18.40	每股股利	0.39	0.49	0.53	0.62
股息率	2.53%	3.22%	3.48%	4.05%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。