

业绩增长加快, 多元化布局提速

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年三季度报, 前三季度实现营收99.9亿元, 同比增长29.4%, 实现归母净利润41.6亿元, 同比增长46.5%, 实现扣非后归母净利润22亿元, 同比增长27.5%。其中Q3单季实现营收36.2亿元, 同比增长36.5%, 实现归母净利润11.2亿元, 同比增长41.2%。业绩表现亮眼。
- **自营、委管业务双轮驱动, 收入、利润快速增长。** 前三季度自营商场实现营收57.7亿元, 同比增长10.9%, 毛利率提升至77.1%(+1.9pp), 门店数量达到75家(净增加4家), 截至Q3末自营还有29家筹备商场, 其中自有22家, 租赁7家, 未来门店扩张空间还较大。委管业务持续推进, 商场数量达到196家, 前三季度净增加11家, 已有365个委管签约项目取得土地使用权证或已获得地块。在新开业商场数量增加、新增委管项目增多、家装和建造施工及设计业务规模扩大、人工及工程材料成本增加的情况下, 毛利率仍维持高位。公司前三季度综合毛利率高达68%(-1.9pp), 主要是毛利率较低的委管业务占比提升所致。公司费用规模化效应显现, 前三季度费用率为32.5%, 同比降低0.6pp, 其中销售、管理、财务费用率分别为11.4%、9.2%、11.8%, 同比变化-0.9pp、-0.6pp、+0.7pp。此外当期应收项增加97%至23.1亿元, 主要因公司新开业委管商场数量增多及新收入准则影响所致, 其中4.02亿为未开始确认收入的项目。经营性现金流逐季改善, Q3经营现金流增速为正, 现金流健康。受益于所得税率显著降低, 净利率同比大幅提升4.9个百分点至41.6%。
- **多元化布局搭建产业链闭环。** 除建立新业务事业群外, 公司积极开拓金融信息服务和“一站式”物流服务, 2018年上半年, 通过上述渠道由金融机构发放的消费贷款金额为7.7亿元, 实现相关佣金营业收入人民币746.8万元, 物流仓储面积超过11万平方米, 服务品牌数目已超418个。同时, 公司积极探索互联网家装和新零售。子公司上海安家获批在上海自贸区开展增值电信业务。截至2018年6月30日, 互联网家装平台已签约高端家装公司74家, 招募入驻平台并参与红星美凯龙线上线下设计类活动的设计师会员24895名, 公司互联网零售平台已累计实现17726家商户签约入驻, 成功助力互联网家装及互联网零售业务发展。
- **盈利预测与投资建议。** 公司作为家居装饰及家具商场运营龙头企业, 委管+自营模式快速成长, 同时发力新零售探索新的成长空间。预计2018-2020年EPS分别为1.46、1.65、1.89元, 对应PE分别为8倍、7倍、6倍, 未来三年归母净利润复合增速为18%。考虑到4季度估值切换行情, 给予其19年8倍PE, 目标价13.2元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 受地产下行家具销售不及预期的风险; 新开门店数不及预期的风险。

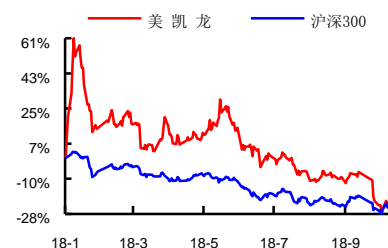
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10959.51	13374.95	15884.27	18367.22
增长率	16.14%	22.04%	18.76%	15.63%
归属母公司净利润(百万元)	4077.90	5172.46	5874.89	6713.29
增长率	20.04%	26.84%	13.58%	14.27%
每股收益EPS(元)	1.15	1.46	1.65	1.89
净资产收益率ROE	9.74%	11.86%	12.32%	12.77%
PE	10	8	7	6
PB	0.89	0.85	0.78	0.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	35.50
流通A股(亿股)	3.15
52周内股价区间(元)	10.49-23.72
总市值(亿元)	392.28
总资产(亿元)	1,080.22
每股净资产(元)	11.63

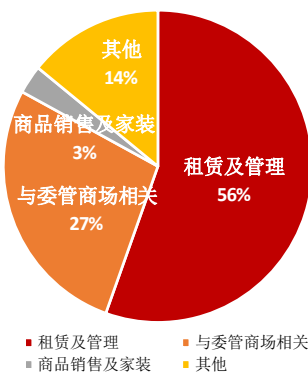
相关研究

1 家居商场运营龙头，自营+委管扩张路径清晰，市场份额遥遥领先

红星美凯龙是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，成立于 2007 年 6 月，于 2000 年在上海开设了首个“红星美凯龙”品牌家居装饰及家具商场，成为国内首批家居装饰及家具商场引领者之一。公司是国内经营面积最大、商场数量最多以及地域覆盖面最广阔的全国性家居商场运营商。截至 2017 年底，公司在国内 29 个省、直辖市、自治区的总经营面积约 1514 万平方米，商场数量达 256 个，其中包含 71 个自营商场和 185 个委管商场，地域覆盖东北、华北、华东、华中、华南、西部共 177 个城市。2017 年零售额占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额高达 13.5%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为 5.3%，当前仍处快速成长期。

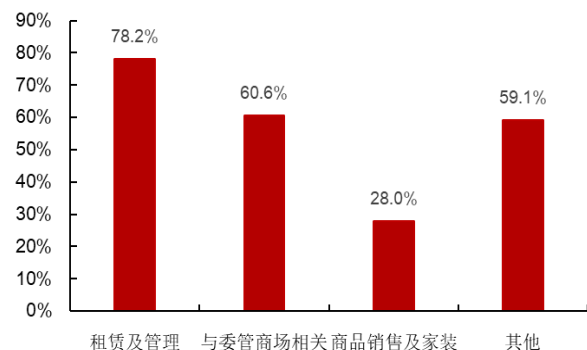
公司主营业务结构：公司同时采用自营与委管两种业务模式，业务可细分为租赁及管理、与委管商场相关、商品销售及家装等。租赁及管理业务贡献最大，在 2018H1 营收中贡献 56% 占比，其次为委管商场相关业务，2018H1 营收占比为 27%。从营收增速来看，商品销售及家装以和其他业务增速强劲，2018H1 增速超过 50%，自营和委管业务随着开店数量增加持续稳定增长。分业务毛利率情况来看，租赁及管理业务毛利率最高，达 78.2%，其次为与委管商场相关业务，毛利率达到 60.6%，随着委管业务占比提升，近年毛利率有所回落。公司的自营及委管业务双轮驱动的混合扩张模式对行业内竞争对手构成了很高的进入壁垒。

图 1：2018H1 按业务分收入结构情况



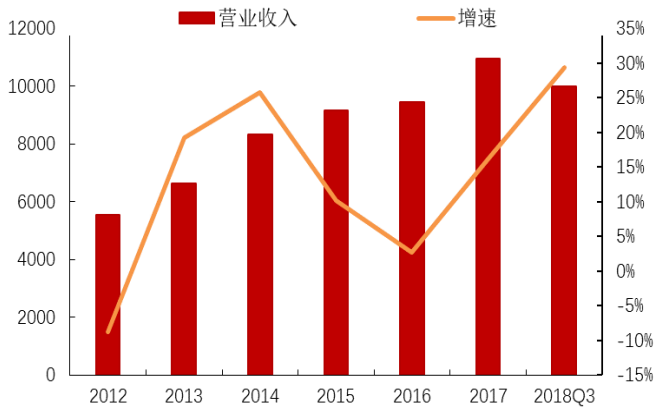
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2018H1 分业务毛利率情况

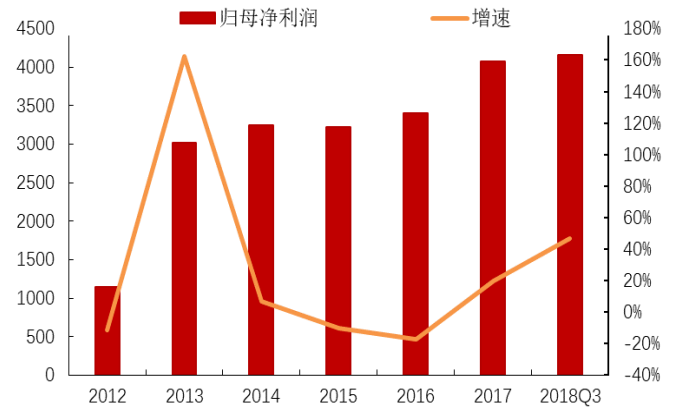


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：公司作为行业龙头，营收规模庞大、盈利能力强。2012-2017 年公司营收复合增速达 10.6%，2017 年营收规模达到 109.6 亿。归母净利润快速增长，2012-2017 年复合增速为 31.9%，2017 年归母净利润达到 40.8 亿。18H1 公司自营商场达到 75 家，委管商场达到 192 家，新增门店贡献委管收入增长是主要动力。委管商场项目储备丰富，帮助公司以轻资产模式快速扩张。同时自营+委管双轮驱动，为未来公司营收的较快增长提供保障，巩固公司在家具连锁商场中的龙头地位。值得注意的是，由于公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，投资性房地产公允价值变动损益对经营业绩影响较大，2015-2017 年公允价值变动净收益分别为 10 亿、17.5 亿、20 亿，若按成本模式计量，则净利润差异较大。

图 3: 公司 2012 年以来营业收入 (百万元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2012 年以来归母净利润 (百万元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 随着委管业务规模扩大, 营收占比逐步提升, 毛利率将继续小幅回落, 预计 2018-2020 年公司毛利率分别为 68.2%、67.1%、66.5%。

假设 2: 终端门店未来三年每年新增门店数可达到 30-50 家, 自营门店租金年涨幅 5%-7%, 平均出租率 97%+。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入成本预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	9178.6	9436.1	10959.5	13374.9	15884.3	18367.2
yoy	10.2%	2.8%	16.1%	22.0%	18.8%	15.6%
营业成本	2241.4	2612.8	3163.2	4257.6	5233.3	6153.5
毛利率	75.6%	72.3%	71.1%	68.2%	67.1%	66.5%
租赁及管理						
收入	5583.0	5975.4	6394.5	7097.9	7807.7	8510.4
yoy	8.4%	7.0%	7.0%	11.0%	10.0%	9.0%
成本	1224.2	1365.2	1460.3	1632.5	1780.2	1931.9
毛利率	78.1%	77.2%	77.2%	77.0%	77.2%	77.3%
与委托经营管理商场相关						
收入	3228.3	2782.0	3628.7	4463.3	5356.0	6320.0
yoy	12.4%	-13.8%	30.4%	23.0%	20.0%	18.0%
成本	823.2	933.5	1310.0	1740.7	2142.4	2528.0
毛利率	74.5%	66.4%	63.9%	61.0%	60.0%	60.0%
商品销售及家装						

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	118.7	208.0	294.3	529.7	794.6	1033.0
yoy	-23.8%	75.2%	41.5%	80.0%	50.0%	30.0%
成本	90.0	134.6	202.4	370.8	540.3	692.1
毛利率	24.2%	35.3%	31.2%	30.0%	32.0%	33.0%
其他业务						
收入	248.6	470.7	642.0	1284.0	1926.0	2503.8
yoy		89.3%	36.4%	100.0%	50.0%	30.0%
成本	104.0	179.5	190.5	513.6	770.4	1001.5
毛利率	58.2%	61.9%	70.3%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：西南证券

公司作为家居装饰及家具商场运营龙头企业，委管+自营模式快速成长，同时发力新零售探索新的成长空间。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.46、1.65、1.89 元，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍、6 倍。未来三年净利润复合增速为 18%，考虑到 4 季度估值切换行情，给予其 19 年 8 倍 PE，目标价 13.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

由于目前上市公司中没有家居商场连锁运营类可比公司，暂不作可比公司比较。

附表：财务预测与估值

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	13374.95	15884.27	18367.22	净利润	4278.01	5469.37	6218.59	7092.95
营业成本	3163.19	4257.63	5233.28	6153.50	折旧与摊销	134.38	74.73	76.88	79.27
营业税金及附加	317.33	453.75	512.56	602.82	财务费用	1131.84	1652.75	1732.34	1770.47
销售费用	1513.83	1604.99	1953.77	2295.90	资产减值损失	283.44	355.56	403.96	347.65
管理费用	1361.79	1337.50	1620.20	1928.56	经营营运资本变动	2769.02	2204.87	2919.23	2597.71
财务费用	1131.84	1652.75	1732.34	1770.47	其他	-2078.33	-3153.57	-3391.44	-3548.07
资产减值损失	283.44	355.56	403.96	347.65	经营活动现金流净额	6518.36	6603.71	7959.57	8339.98
投资收益	633.90	602.20	572.09	543.49	资本支出	-21.54	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	1996.19	2195.81	2415.39	2656.93	其他	-5989.57	7369.01	1314.48	2832.08
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	7329.01	1274.48	2787.08
营业利润	5916.43	6510.79	7415.65	8468.73	短期借款	-200.00	-300.01	0.00	0.00
其他非经营损益	69.60	78.82	76.63	76.99	长期借款	2925.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	5986.04	6589.60	7492.28	8545.72	股权融资	-257.90	-73.92	0.00	0.00
所得税	1708.02	1120.23	1273.69	1452.77	支付股利	-1522.05	-1647.55	-1845.03	-2034.81
净利润	4278.01	5469.37	6218.59	7092.95	其他	2928.45	-12765.79	-1732.34	-1770.47
少数股东损益	200.12	296.91	343.70	379.66	筹资活动现金流净额	3873.64	-14787.27	-3577.37	-3805.28
归属母公司股东净利润	4077.90	5172.46	5874.89	6713.29	现金流量净额	4376.87	-854.55	5656.67	7321.78
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	9772.37	15429.04	22750.82	成长能力				
应收和预付款项	3172.71	3518.28	4355.03	4974.98	销售收入增长率	16.14%	22.04%	18.76%	15.63%
存货	120.29	161.91	199.01	234.01	营业利润增长率	25.80%	10.05%	13.90%	14.20%
其他流动资产	647.58	763.86	835.91	1007.77	净利润增长率	16.46%	27.85%	13.70%	14.06%
长期股权投资	1613.82	1613.82	1613.82	1613.82	EBITDA 增长率	25.83%	14.70%	11.98%	11.85%
投资性房地产	70831.00	66380.00	68053.00	68421.33	获利能力				
固定资产和在建工程	224.96	220.79	215.42	208.84	毛利率	71.14%	68.17%	67.05%	66.50%
无形资产和开发支出	504.63	497.01	488.44	483.68	三费率	36.57%	34.36%	33.41%	32.64%
其他非流动资产	9272.72	9249.79	9226.86	9203.92	净利率	39.03%	40.89%	39.15%	38.62%
资产总计	97014.62	92177.82	100416.52	108899.17	ROE	9.74%	11.86%	12.32%	12.77%
短期借款	300.01	0.00	0.00	0.00	ROA	4.41%	5.93%	6.19%	6.51%
应付和预收款项	5287.30	5493.26	7020.62	8240.18	ROIC	-29.07%	-32.48%	-33.10%	-33.71%
长期借款	11372.66	11372.66	11372.66	11372.66	EBITDA/销售收入	65.54%	61.59%	58.08%	56.18%
其他负债	36122.68	29194.98	31532.75	33737.71	营运能力				
负债合计	53082.65	46060.91	49926.04	53350.55	总资产周转率	0.12	0.14	0.16	0.18
股本	3623.92	3550.00	3550.00	3550.00	固定资产周转率	72.94	85.31	104.50	125.78
资本公积	5362.12	5362.12	5362.12	5362.12	应收账款周转率	11.14	10.72	10.79	10.59
留存收益	29877.77	33402.69	37432.55	42111.03	存货周转率	38.18	30.17	29.00	28.42
归属母公司股东权益	40426.77	42314.80	46344.67	51023.14	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	3802.11	4145.81	4525.47	资本结构				
股东权益合计	43931.97	46116.91	50490.48	55548.62	资产负债率	54.72%	49.97%	49.72%	48.99%
负债和股东权益合计	97014.62	92177.82	100416.52	108899.17	带息债务/总负债	31.21%	35.32%	32.59%	30.49%
					流动比率	0.64	0.91	1.06	1.26
					速动比率	0.64	0.90	1.05	1.25
					股利支付率	37.32%	31.85%	31.41%	30.31%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	7182.65	8238.26	9224.87	10318.46	每股收益	1.15	1.46	1.65	1.89
PE	9.62	7.58	6.68	5.84	每股净资产	12.38	12.99	14.22	15.65
PB	0.89	0.85	0.78	0.71	每股经营现金	1.84	1.86	2.24	2.35
PS	3.58	2.93	2.47	2.14	每股股利	0.43	0.46	0.52	0.57
EV/EBITDA	-23.11	-19.72	-18.77	-17.60					
股息率	3.88%	4.20%	4.70%	5.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn