证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

美凯龙(601828)

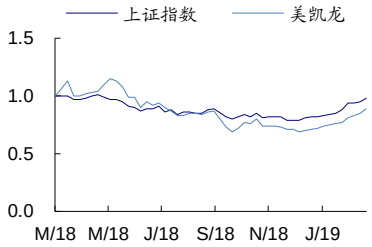
买入

2018 年年报点评

（维持评级）

2019 年 03 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,550/396
总市值/流通(百万元)	47,748/5,323
上证综指/深圳成指	3,0239,609
12 个月最高/最低(元)	19.07/0.00

相关研究报告:
《美凯龙-601828-重大事件快评：居然借壳武汉中商，期待公司估值修复》 ——2019-01-25
《美凯龙-601828-家居商场龙头，平台价值凸显》 ——2018-12-13

证券分析师：王念春
电话： 0755-82130407
E-MAIL： wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027
联系人：刘馨竹
E-MAIL： liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

业绩符合预期，智慧零售深化

● 业绩符合预期，同店增速靓丽

2018 年公司实现营业收入为 142.40 亿元，同比增长 29.93%，收入增速略超预期；归母净利润 44.77 亿元，同比增长 9.80%；扣非后净利润 25.66 亿元，同比增长 11.31%。扣非后净利润略低于预期，主要因期间产生了 2.39 亿元的计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费，剔除这一影响，扣非后净利润符合预期。公司拟每 10 股派发现金股利 2.7 元(含税)。收入超预期主要受益于：1）精细化管理推动可租面积增加（2018 年持续推动面积复测工作，实现 22 家商场可租面积的增加。）；2）展店进展超预期：18Q4 开店进展超预期：自营/委管 Q4 开店分别为 5 家/32 家。2018 年，公司零售额占连锁家居商场市场份额为 15.2%。分业态来看：自营业态：2018 年底共计 80 家自营商场，当年新开 6 家，委管转自营 3 家，共有 30 家筹备中的自营商场。自营商场平均出租率 96.2%，成熟商场同店增速达到 8.1%.委管业态：2018 年底共计 228 家委管商场，当年新开 50 家，委管转自营 3 家，关闭 4 家，共有 361 家已取得土地使用权证/已获得地块。自营商场平均出租率 95.0%，同比小幅下降，主要系 Q4 开店较多，地产周期下行。

● 收入结构变化+开店节奏变化致盈利能力下降

2018 年，公司综合毛利率为 66.20%，同比下降 4.94pct，毛利率下降主要因：1）委管业务毛利率下降:大多数委管商场 Q4 开业，费用相对较高；2）低毛利率的建造施工及设计业务收入大幅增加。期间费用率为 33.48%，同比下降 3.09pct，销售费用率/管理费用率分别-1.87/-1.65pct；财务费用率同比+0.44pct 达到 10.77%，主要有息负债规模上升,人民币对美元贬值导致产生汇兑损失。扣非后净利率 18.01%，同比下降接近 3pct。

● 风险提示

门店扩张不及预期；资产负债率水平较高。

● 展店加速，份额提升，新零售赋能，维持“买入”评级

公司是家居渠道行业绝对龙头，规模优势+品牌优势持加强，市场规模、盈利能力存在持续提升的预期。我们认为公司合理估值区间 13.80-15.73 元。预计 2019/2020/2021 年公司扣非后净利润分别为 32.59/37.91/43.26 亿元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,960	14,240	16,508	18,357	20,308
(+/-%)	16.1%	29.9%	15.9%	11.2%	10.6%
净利润(百万元)	4078	4477	5058.87	5684.53	6212.30
(+/-%)	20.0%	9.8%	13.0%	12.4%	9.3%
摊薄每股收益(元)	1.13	1.26	1.43	1.60	1.75
EBIT Margin	42.0%	41.1%	39.8%	40.5%	40.5%
净资产收益率(ROE)	10.1%	10.7%	11.6%	12.5%	13.0%
市盈率(PE)	12.0	10.7	9.4	8.4	7.7
EV/EBITDA	21.8	19.1	18.2	16.7	15.7
市净率(PB)	1.21	1.14	1.10	1.05	1.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩符合预期，同店增速靓丽

2018 年公司实现营业收入为 142.40 亿元，同比增长 29.93%，收入增速略超预期；归母净利润 44.77 亿元，同比增长 9.80%；扣非后净利润 25.66 亿元，同比增长 11.31%，EPS 为 1.20 元。扣非后净利润略低于预期，主要因期间产生了 2.39 亿元的计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费，剔除这一影响，扣非后净利润符合预期。公司拟每 10 股派发现金股利 2.7 元(含税)。

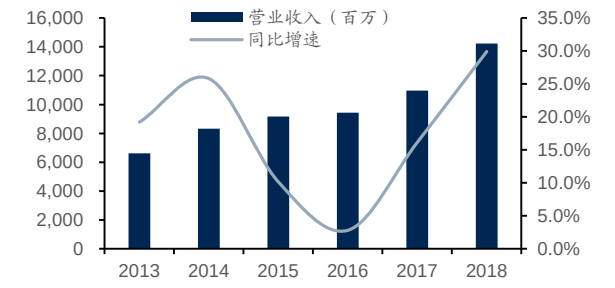
收入超预期主要受益于：1）精细化管理推动可租面积增加（2018 年持续推动面积复测工作，实现 22 家商场可租面积的增加。）；2）展店进展超预期：18Q4 开店进展超预期：自营/委管 Q4 开店分别为 5 家/32 家。

2018 年，公司零售额占连锁家居商场市场份额为 15.2%，占连锁+非连锁渠道的市场份额为 6.0%。分业态来看：

自营业态：2018 年底共计 80 家自营商场，总经营面积 691.90 万平方米，当年新开 6 家，委管转自营 3 家，截止 2018 年末共有 30 家筹备中的自营商场。自营商场平均出租率 96.2%，成熟商场同店增速达到 8.1%，显示出对上游较强的议价能力。

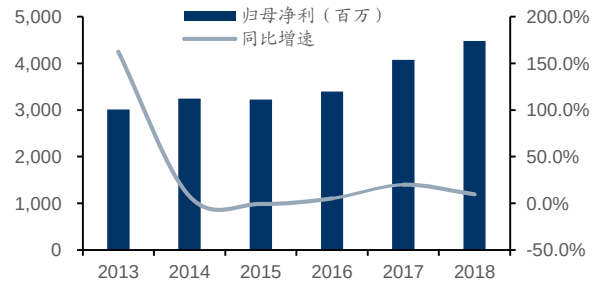
委管业态：2018 年底共计 228 家委管商场，总经营面积 1202.03 万平方米，当年新开 50 家，委管转自营 3 家，关闭 4 家，截止 2018 年末共有 361 家已取得土地使用权证/已获得地块。自营商场平均出租率 95.0%，同比小幅下降，主要系 Q4 开店较多，叠加地产周期下行。

图 1：公司历年营业收入及增速（百万元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年净利润及增速（百万元、%）

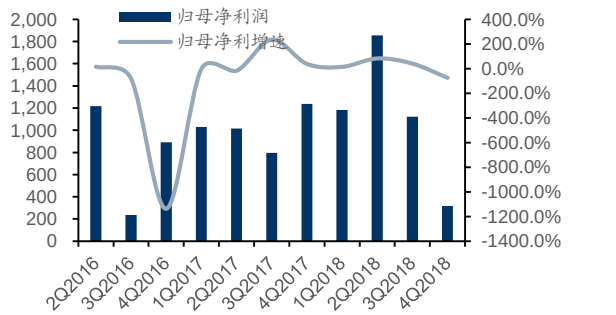


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度收入及收入增速（百万元，%）

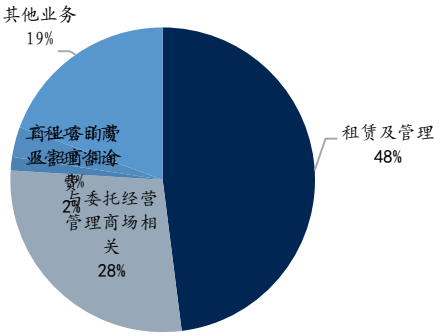
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度归母净利润及净利增速（百万元，%）



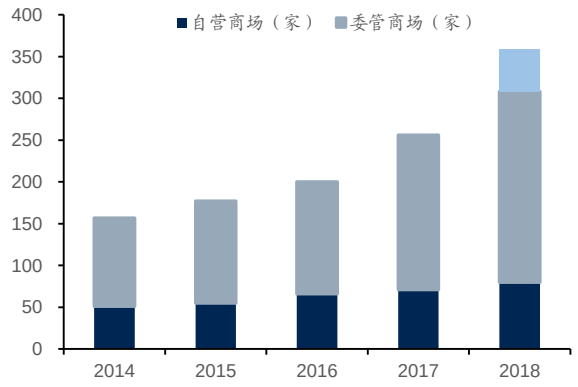
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：2018 年公司业务营业收入构成（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司历年门店数（个）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：2018 年公司分业态业态绩效状况（%，元）

业态	营业收入增长幅度	2018 平均实际单位面积经营收入	2017 平均实际单位面积经营收入
自有	16.30%	111.94	112.53
租赁	-7.80%	76.55	85.17
联营合营	5.70%	135.99	135.81

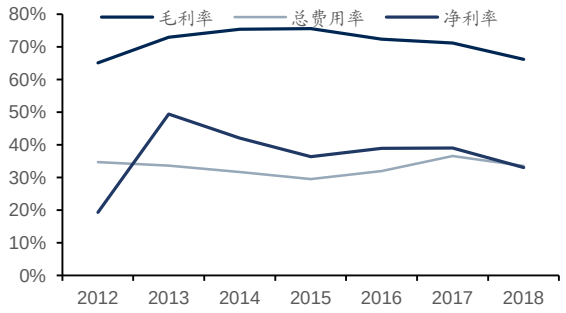
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

收入结构变化+开店节奏变化致盈利能力下降

2018 年，公司综合毛利率为 66.20%，同比下降 4.94pct，毛利率下降主要因：1）委管业务毛利率下降：人工成本上升导致毛利率有所下降，且大多数委管商场 Q4 开业，费用相对较高；2）低毛利率的建造施工及设计业务收入大幅增加。租赁及管理业务毛利率（自营门店）则小幅提升 0.44pct 至 77.60%。

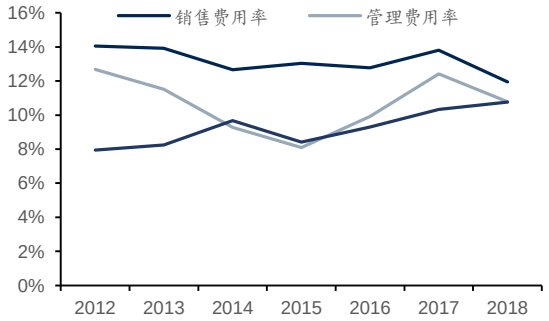
期间费用率为 33.48%，同比下降 3.09pct，销售费用率/管理费用率分别-1.87/-1.65pct；财务费用率同比+0.44pct 达到 10.77%，主要有息负债规模上升,相应利息支出增加,同时人民币对美元贬值导致产生汇兑损失。公司净利率下降 33.04%，扣非后净利率 18.01%，同比下降接近 3pct。

图 7：公司历年的毛利率、费用率和净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司历年销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

智慧零售深化，服务增强用户粘性

公司多元化、体验化业态持续深化：公司在全国 33 个商场建立了“家装设计体验中心”，为消费者提供设计咨询服务，增强了消费者粘性。同时，我们已在 84 个位于一、二线城市的商场设立了家居生活体验馆，提升客户进入商场的消费频次。2018 年，软装装饰、家装设计和餐饮等新业态的经营面积同比增长 25.1%。

服务方面，公司在品牌调整升级、增设休息区、开展全员导购等方面取得显著成效。同时，我们联合 5,000 多个品牌商户在全国商场开展免费保养、有偿维修的家居维保服务，为消费者提供家居维护上门服务，通过对质量、价格、送货、服务、顾客喜爱度、履约行为等六个维度对商家进行评价。

智慧零售建设方面，截止 2018 年底，IMP 全球家居智慧营销平台已上线 106 个项目，实现了会员营销的消费全周期、个性化、精细化运营。提升会员营销转化率 27%、提升会员复购 45%。互联网新零售平台已累计实现 14,630 家商户签约入驻，实现 38 座城市 81 家线下红星美凯龙商场与线上平台的商品及服务对接。2018 年，通过线上平台优惠券实现的线下门店销售 26.9 万单，成交金额达 81.6 亿元

展店加速，份额提升，新零售赋能，维持“买入”评级

公司是家居家装渠道行业绝对龙头，规模优势+品牌优势持加强，市场规模、盈利能力存在持续提升的预期。此外，行业渠道商对上下游的议价能力极强，我们认为市场对公司的品牌价值存在低估。我们认为公司合理估值区间 13.80-15.73 元。预计 2019/2020/2021 年公司扣非后净利润分别为 32.59/37.91/43.26 亿元，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS 2017	EPS 2018E	EPS 2019E	PE 2017	PE 2018E	PE 2019E	PB 2017
601933	永辉超市	买入	8.30	0.19	0.17	0.28	43.68	48.82	29.64	4.97
002867	周大生	买入	31.40	1.22	1.64	2.12	25.74	19.15	14.81	4.14
603708	家家悦	买入	23.55	0.66	0.86	1.00	35.68	27.38	23.55	3.92
601828	美凯龙	买入	13.45	1.15	1.26	1.43	11.70	10.67	9.41	1.21
002024	苏宁易购	买入	12.19	0.45	1.44	1.85	26.94	8.47	6.59	1.43

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2020E
现金及现金等价物	8528	9610	8160	8323
应收款项	3527	3980	4325	4674
存货净额	251	279	304	337
其他流动资产	2861	1651	1836	2031
流动资产合计	**15719**	**16126**	**15292**	**16098**
固定资产	277	867	1720	1818
无形资产及其他	461	442	424	406
投资性房地产	12845	12845	12845	12845
长期股权投资	3026	3426	3776	4126
资产总计	**110861**	**117718**	**123377**	**130169**
短期借款及交易性金融负债	9097	7886	9545	14224
应付款项	970	1148	1287	1426
其他流动负债	15247	18776	19545	20435
流动负债合计	**25314**	**27810**	**30378**	**36085**
长期借款及应付债券	21463	23963	24963	23763
其他长期负债	18788	20788	22288	22288
长期负债合计	**40251**	**44751**	**47251**	**46051**
负债合计	**65565**	**72561**	**77629**	**82136**
少数股东权益	3582	3672	3774	3885
股东权益	41714	43485	45474	47649
负债和股东权益总计	**110861**	**119718**	**126877**	**133669**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2020E
每股收益	1.26	1.43	1.60	1.75
每股红利	0.83	0.93	1.04	1.14
每股净资产	11.75	12.25	12.81	13.42
ROIC	-77%	-54%	-44%	-47%
ROE	11%	12%	13%	13%
毛利率	66%	66%	67%	67%
EBIT Margin	41%	40%	40%	40%
EBITDA Margin	42%	40%	41%	41%
收入增长	30%	16%	11%	11%
净利润增长率	10%	13%	12%	9%
资产负债率	62%	64%	64%	64%
息率	6.2%	6.9%	7.7%	8.5%
P/E	10.7	9.4	8.4	7.7
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	19.1	18.2	16.7	15.7

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2020E
营业收入	**14240**	**16508**	**18357**	**20308**
营业成本	4814	5569	6058	6707
营业税金及附加	387	462	514	569
销售费用	1700	2179	2423	2681
管理费用	1491	1735	1928	2131
财务费用	1533	1465	1587	1656
投资收益	230	230	230	230
资产减值及公允价值变动	1767	1600	1693	1687
其他收入	(180)	0	0	0
营业利润	6131	6928	7771	8482
营业外净收支	(111)	(111)	(111)	(111)
利润总额	**6019**	**6817**	**7660**	**8371**
所得税费用	1314	1500	1685	1842
少数股东损益	228	258	290	317
归属于母公司净利润	**4477**	**5059**	**5685**	**6212**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2020E
净利润	**4477**	**5059**	**5685**	**6212**
资产减值准备	(36)	(13)	(14)	(16)
折旧摊销	89	63	65	66
公允价值变动损失	(1767)	(1600)	(1693)	(1687)
财务费用	1533	1465	1587	1656
营运资本变动	495	4425	338	437
其它	1775	1749	1880	1948
经营活动现金流	**5033**	**9684**	**6260**	**6960**
资本开支	(70)	(4500)	(4500)	(4000)
其它投资现金流	(431)	(55)	(61)	(67)
投资活动现金流	**(14437)**	**(4955)**	**(4911)**	**(4417)**
权益性融资	3067	0	0	0
负债净变化	2934	1500	1000	(1000)
支付股利、利息	(2956)	(3288)	(3695)	(4038)
其它融资现金流	5944	(1211)	1659	4679
融资活动现金流	**7305**	**(3646)**	**(2800)**	**(2380)**
现金净变动	**(2099)**	**1083**	**(1450)**	**163**
货币资金的期初余额	10627	8528	9610	8160
货币资金的期末余额	8528	9610	8160	8323
企业自由现金流	5085	5107	1702	2916
权益自由现金流	12664	4253	3123	5302

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032