

门店势能下沉，智慧零售赋能终端运营

美凯龙 (601828) 2018 年度财报业绩点评

2019 年 04 月 01 日

强烈推荐/首次

美凯龙 财报点评

投资要点:

■ **事件:** 3/28 晚公司发布 2018 年报称, 报告期内公司实现营业收入 142.39 亿元, 同比增长 29.93%; 实现归属上市公司股东的净利润 44.77 亿元, 同比增长 9.80%。报告期末总资产为 1108.60 亿元, 同比增长 14.27%。

■ **新开拓服务业务, 收入增长符合预期。(1) 自营业务:** 成熟商场稳定增长及新开业的贡献下, 2018 年租赁及管理收入为 71.68 亿元 (12.1%yoy), 占比 50.34%。公司的集中式管理和规模效应发挥营销协同, 持续提升营运管理水准, 自有门店经营优势持续扩大。自有商场 53 家, 实现营收 61.3 亿元 (16.3%yoy); 租赁商场 23 家, 营收 10.3 亿元 (-7.8%yoy), 合营联营商场 4 家, 营收 5.42 亿元 (5.7%yoy)。(2) **委管业务:** 委管商场以轻资产模式快速下沉; 服务业务拓展, 向委管商场业主提供商业咨询及招商咨询服务。2018 年委管业务共实现收入 41.77 亿元 (15.1%yoy), 占比 29.33%。(3) **建造施工及设计:** 2018 年公司向商场建筑安装以及装饰施工业务延伸, 报告期内收入 14.8 亿元, 相比同期增加 14.23 亿元。公司收入实现结构型调整, 服务性业务的比重不断提升。

■ **同店增速亮眼, 渠道持续下沉。**报告期末, 公司共经营 80 家自营商场 (净增 6 家, 其中自营 6 家/委管转自营 3 家), 228 家委管商场 (净增 43 家), 筹备商场 30 家 (自营 22 家/租赁 8 家, 净增 8 家), 总经营面积 691.90 万平方米 (净增 121 万平方米)。公司自营商场平均出租率达到了 96.2% (-1.4pct), 委管商场平均出租率 95% (-2.6pct); 公司成熟商场同店增长率达到了 8.1%, 在腾讯 IMP 系统赋能下会员复购率提升 45%; 业绩承压背景下新开店出租率低于整体, 小幅拖累门店增速。地区布局上, 公司通过自营和委管双模式进行全国范围内布局, Q4 集中开设委管商场 32 家, 共覆盖全国 29 个省、199 个城市。大规模铺店下, 报告期末公司零售额占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额达 15.2%

■ **收入结构变化致使毛利水平下降, 经营现金流保持稳健。**公司综合毛利率为 66.2%, 较同期下滑 4.94pct。主因系委管业务向四五线城市下沉, 毛利率下滑 3.5pct 至 60.4%; 低毛利率的建造施工及设计业务 (毛利率 32.7%)、商品销售和家装业务 (毛利率 33.7%) 收入大幅增加, 拖累综合毛利率。报告期内费用率为 33.48% (-3.09pct), 其中销售费用率降低 1.88pct, 管理费用率降低 1.65pct, 整体费用管控合理。经营现金流小幅下滑, 整体表现稳健。2018 年经营活动产生的现金流量净额 58.58 亿元 (-10.27%yoy), 主要是受年末结算日影响。但整体来看, 公司自有商场无需承担租赁成本, 在遭遇整体市场的不利波动时有能力保持较为稳健的经营性现金流及利润水平。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司渠道全国布局, 构成业绩护城河; 存量竞争中公司逆势下沉, 自营+委管双模式扩张加速; 拥抱智慧零售, 终端运营能力不断增强, 租金议价能力不断提升; 大家居发展趋势下, 公司积极进行产业链延伸, 业务持续多元化。我们预计公司 2019-2021 年归属于上市公司净利润分别为 52.51 亿元、59.64 亿元和 62.88 亿元, 增速分别为 16.44%、13.01%和 5.23%, 每股收益分别为 1.48 元、1.68 元和 1.77 元, 对应当前股价的 PE 为 8.84x、7.79x 和 7.38x。首次覆盖, 给与“强烈推荐”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济增速放缓、房地产行业周期性波动

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

魏鹤翀

研究助理

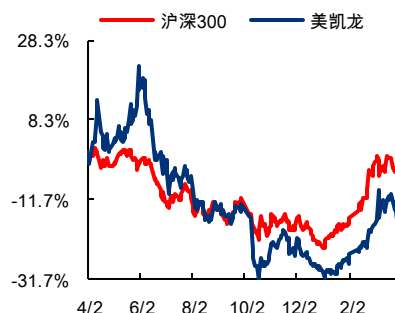
010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.08-15.62
总市值 (亿元)	464.34
流通市值 (亿元)	51.77
总股本/流通 A 股 (万股)	355000/39579
流通 B 股/H 股 (万股)	/67390
52 周日均换手率	2.45

52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,959.5	14,239.7	16,011.7	18,971.5	20,668.7
增长率（%）	16.14%	29.93%	12.44%	18.49%	8.95%
净利润（百万元）	4,077.90	4,477.41	5,251.09	5,964.04	6,288.11
增长率（%）	16.46%	9.99%	16.44%	13.01%	5.23%
净资产收益率（%）	10.09%	10.73%	12.42%	13.46%	13.54%
每股收益(元)	1.13	1.26	1.48	1.68	1.77
PE	11.62	10.37	8.84	7.79	7.38
PB	1.17	1.11	1.10	1.05	1.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	14567	15719	19041	21559	23771	营业收入	10960	14240	16012	18972	20669
货币资金	10627	8528	10696	11338	12439	营业成本	3163	4814	5812	7076	7709
应收账款	1167	1688	1898	2249	2450	营业税金及附加	317	387	436	516	562
其他应收款	1734	1839	2068	2450	2670	营业费用	1514	1700	2072	2265	2365
预付款项	268	319	382	458	540	管理费用	1362	1491	1837	1986	2164
存货	120	251	303	370	403	财务费用	1132	1533	731	1092	1418
其他流动资产	528	1638	2238	3240	3814	资产减值损失	283	0	0	0	0
非流动资产合计	82447	95142	100687	106709	112069	公允价值变动收益	1996	1767	1767	1767	1767
长期股权投资	1614	3026	3026	3026	3026	投资净收益	634	230	230	230	230
固定资产	159	192	0	0	0	营业利润	5916	6131	7121	8033	8447
无形资产	459	461	0	0	0	营业外收入	112	39	39	39	39
其他非流动资产	3961	6183	6183	6183	6183	营业外支出	43	150	150	150	150
资产总计	97015	110861	119727	128267	135840	利润总额	5986	6019	7009	7921	8336
流动负债合计	22717	25314	30328	33539	36984	所得税	1708	1314	1530	1729	1819
短期借款	300	5149	12238	17622	23582	净利润	4278	4705	5479	6192	6516
应付账款	491	970	1155	1407	1532	少数股东损益	200	228	228	228	228
预收款项	3068	1249	-797	-3220	-5861	归属母公司净利润	4078	4477	5251	5964	6288
一年内到期的	9550	3949	3949	3949	3949	EBITDA	7551	8179	8296	9543	10253
非流动负债合计	30366	40251	42091	45165	46928	EPS (元)	1.13	1.26	1.48	1.68	1.77
长期借款	11373	14306	14306	14306	14306	主要财务比率					
应付债券	4896	7156	7156	7156	7156		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	53083	65565	72419	78705	83912	成长能力					
少数股东权益	3505	3582	3810	4038	4266	营业收入增长	16.14%	29.93%	12.44%	18.49%	8.95%
实收资本(或股	3624	3550	3550	3550	3550	营业利润增长	25.80%	3.62%	16.14%	12.81%	5.16%
资本公积	5362	4490	4490	4490	4490	归属于母公司净利	17.28%	13.58%	17.28%	13.58%	5.43%
未分配利润	28255	30629	30283	29889	29474	获利能力					
归属母公司股	40427	41714	42271	44297	46434	毛利率(%)	71.14%	66.20%	63.70%	62.70%	62.70%
负债和所有者	97015	110861	119727	128267	135840	净利率(%)	39.03%	33.04%	34.22%	32.64%	31.53%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	14.45%	4.20%	4.04%	4.39%	4.65%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.09%	10.73%	12.42%	13.46%	13.54%
经营活动现金	6518	5858	1200	1237	2312	偿债能力					
净利润	4278	4705	5479	6192	6516	资产负债率(%)	55%	59%	60%	61%	62%
折旧摊销	0	0	0	0	0	流动比率	0.64	0.62	0.63	0.64	0.64
财务费用	1132	1533	731	1092	1418	速动比率	0.64	0.61	0.62	0.63	0.63
应收账款减少	0	0	-210	-351	-201	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-2046	-2424	-2641	总资产周转率	0.12	0.14	0.14	0.15	0.16
投资活动现金	-6011	-10994	-4655	-4002	-3425	应收账款周转率	11	10	9	9	9
公允价值变动	1996	1767	1767	1767	1767	应付账款周转率	25.96	19.49	15.07	14.81	14.07
长期股权投资	0	0	-6283	-5937	-5445	每股指标(元)					
投资收益	634	230	230	230	230	每股收益(最新摊	1.13	5.00	1.48	1.68	1.77
筹资活动现金	3874	2475	4516	3429	2153	每股净现金流(最	1.21	-0.75	0.30	0.19	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	11.16	11.75	11.91	12.48	13.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	-74	0	0	0	P/E	11.62	10.37	8.84	7.79	7.38
资本公积增加	-258	-872	0	0	0	P/B	1.17	1.11	1.10	1.05	1.00
现金净增加额	4381	-2661	1061	665	1040	EV/EBITDA	8.33	8.37	7.78	8.19	8.09

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。