

业绩总体稳健, 门店稳步扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年一季报, 实现总营收35.3亿元, 同比增长22.4%, 实现归母净利润13.1亿元, 同比增长11.1%, 实现扣非后归母净利润8.5亿元, 同比增长5.8%, 业绩表现符合预期。
- **毛利率稳定, 费比上升致盈利能力承压。** 公司一季度实现毛利率70.9%, 同比提升0.3pp, 稳中有升, 主要由高毛利率自有商场业务的占比提升拉动。费用方面, 销售费用同比增长43.3%, 销售费率10.5%, 同比上升了1.5pp, 主要因为公司在品牌宣传和新开业门店推广上支出的广告费用及宣传费用上升较多; 管理和研发费率合计为10.5%, 同比上升0.6pp; 财务费率12.8%, 同比上升2.7pp, 主要系18年实施近40亿元H股回购导致公司整体债务上升较多。一季度公司投资性房地产公允价值变动录得约4.2亿元, 同比下降近8000万元, 实现归母净利率为63.2%, 同比下降约3.6pp, 盈利能力短期承压。
- **现金流好转, 债务体量或能得到控制。** 公司一季度经营性现金流净流入1.2亿元, 18年同期净流出约1.1亿元; 现金流净额为-7.7亿元, 18年同期为10.2亿元, 剔除18年一季度公司在A股上市募集31.5亿元的影响, 公司整体现金流状况呈好转趋势。公司资产负债率为59.5%, 同比上升4.7pp, 但当前时点看, 一是公司19年暂无非常规性资金支出计划, 二是从一季报看, 公司一年内到期的非流动负债为43.3亿元, 相对17/18年显著下降; 三是公司购买物业的速度或将战略性放缓; 因此, 公司需新借债务规模或将得到控制, 整体资产负债率亦或得到控制。
- **门店扩张继续推进, 同店状况持续提升。** 一季度, 公司净新开1家自营商场, 净新开2家委管商场, 总的自营商场数为81家, 总委管商场数为230家, 总运营商场数达到311家, 此外公司还有24家特许经营店。目前公司在手的筹备中的自营商场尚有33家, 其中自有23家, 租赁10家, 计划建筑总面积为418万平; 在手的已获土地证未开业的委管商场尚有357家, 公司总体在手筹备商场充足, 未来几年的增长有保障。公司自营商场一季度实现收入约20.6亿元, 同比增长10.1%, 剔除18年新开门店的影响, 我们估测公司一季度自营商场的同店增速约在6%左右, 同店经营效率持续提升。
- **互联网思维浸透企业, 新动力助力未来发展。** 2018年10月公司和腾讯达成战略合作, 力推IMP系统, 在合作后的双十一促销中, 公司全国商场共实现销售160亿元, 同比大幅增加550%, 总订单数超过41万, 客单价达到3.9万元, 实现爆发式增长, 随着公司同腾讯的合作加深, 流量提升将进一步带动公司同店销售的提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为1.39元、1.53元、1.68元, 未来三年归母净利润保持10%左右的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 家居装饰及家具需求下降, 行业竞争加剧; 房地产公允价值或将大幅下降; 新开门店数或不及预期以及自营及委管模式盈利能力或下降。

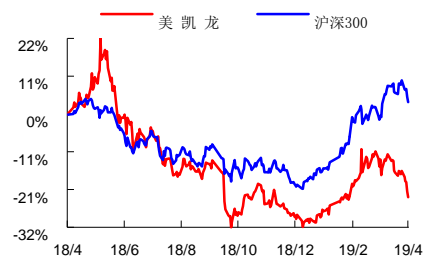
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14239.79	16063.06	17933.63	19934.18
增长率	29.93%	12.80%	11.65%	11.16%
归属母公司净利润(百万元)	4477.41	4926.71	5419.28	5963.87
增长率	9.80%	10.03%	10.00%	10.05%
每股收益EPS(元)	1.26	1.39	1.53	1.68
净资产收益率ROE	10.39%	10.85%	10.97%	11.09%
PE	9	9	8	7
PB	1.00	0.95	0.88	0.80

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)	3.96
52周内股价区间(元)	10.49-19.14
总市值(亿元)	418.90
总资产(亿元)	1,151.62
每股净资产(元)	12.22

相关研究

1. 美凯龙(601828): 商场业务稳步扩张, 多元化布局持续推进 (2019-03-30)
2. 美凯龙(601828): 业绩增长加快, 多元化布局提速 (2018-10-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14239.79	16063.06	17933.63	19934.18	净利润	4705.45	5177.63	5695.28	6267.61
营业成本	4813.70	5430.07	6201.66	7017.86	折旧与摊销	182.62	111.81	115.35	119.36
营业税金及附加	387.37	446.35	494.83	551.33	财务费用	1533.15	1686.62	1829.23	1993.42
销售费用	1700.34	1847.25	2008.57	2192.76	资产减值损失	0.00	250.00	250.00	250.00
管理费用	1490.96	1606.31	1793.36	1993.42	经营营运资本变动	359.41	2986.16	2646.85	1482.33
财务费用	1533.15	1686.62	1829.23	1993.42	其他	-922.70	-2348.00	-2479.00	-2610.00
资产减值损失	0.00	250.00	250.00	250.00	经营活动现金流净额	5857.93	7864.23	8057.71	7502.72
投资收益	229.67	298.00	329.00	360.00	资本支出	-78.15	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	1767.01	1800.00	1900.00	2000.00	其他	-10916.29	-864.05	-5991.00	-4200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10994.44	-904.05	-6031.00	-4245.00
营业利润	6130.80	6894.47	7584.98	8295.40	短期借款	4848.51	-5148.52	0.00	0.00
其他非经营损益	-111.48	-51.12	-71.24	-64.53	长期借款	2933.70	3800.00	4800.00	5000.00
利润总额	6019.32	6843.35	7513.74	8230.87	股权融资	-946.01	0.00	0.00	0.00
所得税	1313.87	1665.71	1818.46	1963.26	支付股利	0.00	-1510.55	-1527.40	-1630.13
净利润	4705.45	5177.63	5695.28	6267.61	其他	-4360.89	1336.98	-1189.23	-2833.42
少数股东损益	228.04	250.92	276.01	303.74	筹资活动现金流净额	2475.30	-1522.08	2083.37	536.45
归属母公司股东净利润	4477.41	4926.71	5419.28	5963.87	现金流量净额	-2654.81	5438.10	4110.09	3794.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8527.61	13965.70	18075.79	21869.96	成长能力				
应收和预付款项	3846.53	4482.43	4951.28	5541.79	销售收入增长率	29.93%	12.80%	11.65%	11.16%
存货	251.35	283.54	323.83	366.44	营业利润增长率	3.62%	12.46%	10.02%	9.37%
其他流动资产	3093.11	1601.34	2090.68	2113.93	净利润增长率	9.99%	10.03%	10.00%	10.05%
长期股权投资	3026.10	5226.10	5956.10	6716.10	EBITDA 增长率	9.24%	10.79%	9.62%	9.22%
投资性房地产	78533.00	78610.00	85100.00	89900.00	获利能力				
固定资产和在建工程	277.28	280.72	282.53	282.69	毛利率	66.20%	66.20%	65.42%	64.79%
无形资产和开发支出	477.42	442.24	405.17	370.71	三费率	33.18%	32.00%	31.40%	31.00%
其他非流动资产	12828.32	13788.24	14748.17	15708.10	净利率	33.04%	32.23%	31.76%	31.44%
资产总计	110860.72	118680.33	131933.54	142869.73	ROE	10.39%	10.85%	10.97%	11.09%
短期借款	5148.52	0.00	0.00	0.00	ROA	4.24%	4.36%	4.32%	4.39%
应付和预收款项	3740.80	4575.92	5067.82	5670.28	ROIC	-24.89%	-22.81%	-22.15%	-22.24%
长期借款	14306.36	18106.36	22906.36	27906.36	EBITDA/销售收入	55.10%	54.12%	53.14%	52.21%
其他负债	42369.21	48262.91	52056.34	52752.58	营运能力				
负债合计	65564.89	70945.19	80030.52	86329.22	总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.15
股本	3550.00	3550.00	3550.00	3550.00	固定资产周转率	81.07	82.74	91.15	100.81
资本公积	4490.02	4490.02	4490.02	4490.02	应收账款周转率	9.97	9.11	9.16	9.11
留存收益	32446.26	35862.43	39754.31	44088.06	存货周转率	25.90	20.30	20.42	20.33
归属母公司股东权益	41714.06	43902.45	47794.33	52128.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.81%	—	—	—
少数股东权益	3581.76	3832.68	4108.69	4412.43	资本结构				
股东权益合计	45295.83	47735.14	51903.02	56540.51	资产负债率	59.14%	59.78%	60.66%	60.43%
负债和股东权益合计	110860.72	118680.33	131933.54	142869.73	带息债务/总负债	40.59%	35.61%	37.56%	40.62%
					流动比率	0.62	0.79	0.87	1.01
					速动比率	0.61	0.77	0.86	1.00
					股利支付率	21.41%	30.66%	28.18%	27.33%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.39	1.53	1.68
					每股净资产	11.75	12.37	13.46	14.68
					每股经营现金	1.65	2.22	2.27	2.11
					每股股利	0.27	0.43	0.43	0.46
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	7846.57	8727.90	9564.56	10443.18					
PE	9.36	8.50	7.73	7.02					
PB	1.00	0.95	0.88	0.80					
PS	2.94	2.61	2.34	2.10					
EV/EBITDA	-23.49	-21.67	-21.88	-21.58					
股息率	3.01%	3.61%	3.65%	3.89%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn