

收入增长稳健, 费用率提升致业绩承压

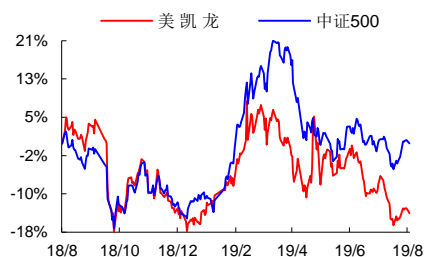
投资要点

- **事件:** 公司发布2019年半年报, 实现总营收77.6亿元, 同比增长21.9%, 其中Q2单季实现营收42.2亿元, 同比增长21.2%。实现归母净利润27.1亿元, 同比下降11%, 主要是受投资性房地产公允价值变动量同比下降1亿元、资产处置收益同比下降近2亿元以及费用率提升的影响。上半年公司实现扣非后归母净利润17.1亿元, 同比增长6.1%。整体业绩表现稳健, 基本符合预期。
- **自营业务: 增速稳定, 毛利率提升。** 公司自营商场上半年实现营收39.5亿元, 同比增长11.8%。期间新开1家自营商场, 另有3家委管转自营, 自营商场总数达到84家, 其中自有物业商场数为53家, 自营经营总面积增加62.3万平达到754.2万平。整体出租率为95%, 仍然保持高位。成熟门店在坪效提升的带动下同比增长6.9%, 经营能力稳定提升。上半年自有商场毛利率同比提升1.6pp至86.3%, 租赁商场毛利率同比提升2pp至45%, 带动整体自营商场毛利率提升1.3pp至79.5%。此外, 公司在手筹备中的自营商场数尚有32家, 未来将继续加密在一二线等核心城市的自营布局。
- **委管业务: 渠道下沉持续推进, 委管业务快速增长。** 公司委管商场上半年净新开3家, 其中新开12家, 关闭6家, 另有3家委管转自营, 总委管商场达到231家, 总经营面积增加40.5万平达到1242.5万平, 门店扩容推动委管业务营收快速增长, 上半年实现营收21.6亿元, 同比增长23.6%, 分项收入看, 由于上半年新签约委管项目数下降, 项目前期冠名咨询费确认收入同比减少14%, 实现收入5.4亿元, 但由于整体委管数量的上升, 年度冠名咨询费用实现收入10.1亿元, 同比增长21.9%, 另外商业咨询及招商佣金为5.5亿元(+284.2%), 工程咨询收入为近6132万元(-57.6%)。委管商场总体出租率同为95%, 也保持高位。委管业务总体毛利率65.5%, 同比提升了4.9pp。此外, 当前公司在手的已签约未开业的委管项目尚有353个, 而在线下城市消费升级的大趋势下, 委管商场仍有较大的拓展空间。
- **低毛利率业务占比提升致总毛利率下滑, 费用投入增加, 现金流好转。** 上半年公司实现毛利率67%, 同比下降2.3pp, 主要原因是委管、以及建筑施工和设计业务占比上升所致, 上述两项业务的毛利率要显著低于自营业务, 属业务多元化发展正常情况。由于运营规模的扩大以及行业整体处于弱周期, 公司费用投入增加, 上半年销售费用率12%(+1.9pp), 管理和研发费用率9.3%(+0.8pp), 财务费用率因公司有息负债的上升, 同比增加了3.5pp至12.7%。叠加投资性房地产公允价值变动量的下降以及资产处置收益的减少, 致使公司上半年整体归母净利率同比下降了13.5pp为36.9%。现金流方面, 上半年公司经营性现金流净额为11.8亿元, 同比小幅回升。
- **与腾讯阿里合作持续推进, 互联网属性持续提升。** 2018年10月公司和腾讯达成战略合作, 力推智慧营销IMP系统, 公司旨在通过其升级为个辐射线上线全域型超级流量场, 截止目前, IMP已在全国200座城市315家商场布局并上线。19年5月阿里全额认购公司控股股东红星控股发行的43.6亿元可交换债券, 并与公司达成战略合作协议, 计划与公司在新零售门店建设、电商平台

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)	10.44-13.9
总市值(亿元)	381.62
总资产(亿元)	1,182.73
每股净资产(元)	12.24

相关研究

1. 美凯龙(601828): 战略合作阿里, 新零售布局更进一步 (2019-05-27)
2. 美凯龙(601828): 业绩总体稳健, 门店稳步扩张 (2019-04-29)
3. 美凯龙(601828): 商场业务稳步扩张, 多元化布局持续推进 (2019-03-30)
4. 美凯龙(601828): 业绩增长加快, 多元化布局提速 (2018-10-31)

搭建、物流仓配和安装服务商体系、消费金融等方面展开全方位合作。截止目前，公司已经上线了天猫“同城站”。随着公司同腾讯以及阿里的合作加深，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，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍和 6 倍，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	8	7	6
PB	0.84	0.80	0.74	0.67

数据来源：Wind, 西南证券

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	146.81	150.35	154.36
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	7899.23	8092.71	7537.72
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	-1260.45	-1510.55	-1527.40	-1630.13
净利润	4705.45	5177.63	5695.28	6267.61	其他	-3100.44	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	5473.10	4145.09	3829.17
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	14000.71	18145.79	21974.97	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%	11.23%	9.59%	9.19%
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	258.86	238.81	217.12	毛利率	66.20%	66.20%	65.42%	64.79%
无形资产和开发支出	477.42	429.10	378.88	331.28	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%	-22.80%	-22.11%	-22.19%
长期借款	14306.36	18106.36	22906.36	27906.36	EBITDA/销售收入	55.10%	54.34%	53.33%	52.39%
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	87.68	109.37	139.31
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	1.02
					速动比率	0.61	0.78	0.86	1.01
					股利支付率	28.15%	30.66%	28.18%	27.33%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	7846.57	8727.90	9564.56	10443.18	每股收益	1.26	1.39	1.53	1.68
PE	8.52	7.75	7.04	6.40	每股净资产	12.76	13.45	14.62	15.93
PB	0.84	0.80	0.74	0.67	每股经营现金	1.65	2.23	2.28	2.12
PS	2.68	2.38	2.13	1.91	每股股利	0.36	0.43	0.43	0.46
EV/EBITDA	-23.97	-22.10	-22.27	-21.94					
股息率	3.30%	3.96%	4.00%	4.27%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@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
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