



2019年11月18日

筹划首次股权激励彰显发展信心，家居新零售值得期待

美凯龙 (601828)

事件概述：美凯龙11月18日发布筹划股权激励计划的公告，自本公告披露后90个工作日内，公司将披露本次激励计划草案。

分析判断：

▶ **筹划首次股权激励计划，彰显公司发展信心。**公司筹划首次股权激励计划，拟向董事、高管、下属公司管理及核心骨干人员授予不超过3550万股普通A股，授予股数约占公司公告日总股本1%。美凯龙此次筹划股权激励计划有利于激发员工积极性，提振二级市场信心。年内股东及高管通过集中竞价交易方式累计增持约95.3万股，占总股本0.03%，彰显管理层对公司未来发展前景的认可。

▶ **牵手阿里巴巴，打造家居新零售。**今年5月底，公司与阿里签订战略合作协议，阿里通过认购可交换债合计持股达13.7%，双方将在新零售门店、电商平台、物流仓配等方面展开深度合作；据中华橱柜网数据，牵手阿里巴巴后，美凯龙双十一首战实现219.9亿元销售额，同比增长37.4%，其中新零售领域表现出色，新零售门店6城24店总销售额24.9亿元，单店最高达4亿元。流量方面，参团人数98.5万人次，同比增长310%，其中新会员44.9万人，同比增长240%，电商引流效果显著。

▶ **“自营+委管”双轮驱动，深挖渠道价值。**公司“自营+委管”双轮驱动模式，通过自营商场深入一二线城市，委管商场下沉三四线，构筑全国性销售渠道。截止前三季度，公司已有85家自营商场、234家委管商场，此外，公司半年报中披露收购山东银座46.5%股权，实现战略合营，新增12家家居商场，线下门店得到进一步拓展。新零售时代下，看好公司深挖已有渠道价值，赋能线下卖场，实现商业模式升级。

投资建议：我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.39/1.56/1.76元，维持盈利预测和目标价16.40元不变，继续给予“买入”评级。

风险提示：地产销售不及预期；新零售模式拓不顺利。

盈利预测与估值

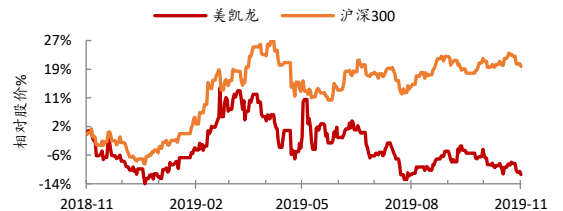
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10959.51	14239.79	16878.60	19241.92	21752.87
YoY (%)	16.14%	29.93%	18.53%	14.00%	13.05%
归母净利润(百万元)	4077.90	4477.41	4921.21	5529.73	6257.29
YoY (%)	20.04%	9.80%	9.91%	12.37%	13.16%
毛利率 (%)	71.14%	66.20%	68.69%	67.03%	65.44%
每股收益(元)	1.15	1.26	1.39	1.56	1.76
ROE	10.09%	10.73%	10.86%	11.14%	11.72%
市盈率	9.28	8.45	7.69	6.84	6.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格： 16.40
最新收盘价： 10.66

股票代码： 601828
52周最高价/最低价： 13.9/10.44
总市值(亿) 376.30
自由流通市值(亿) 41.95
自由流通股数(百万) 395.79



分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080002
联系电话：17701086910

分析师：戚志圣
邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100001
联系电话：13651997419

联系人：聂贻哲
邮箱：nieyz@hx168.com.cn
联系电话：13683294190

相关研究

- 业绩稳健，产业链布局与新零售发力值得期待
2019.10.30
- Call家居板块，推荐“长跑冠军、低估值龙头和精装工程龙头”三条主线
2019.09.05
- 收入端增长强劲，家居新零售布局稳步推进
2019.08.27

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业总收入	14239.79	16878.60	19241.92	21752.87	净利润	4705.45	5193.11	5821.56	6590.75	
YoY (%)	29.93%	18.53%	14.00%	13.05%	折旧和摊销	182.62	92.76	96.33	99.90	
营业成本	4813.70	5284.16	6344.06	7517.16	营运资金变动	-133.34	2720.36	1681.01	3107.87	
营业税金及附加	387.37	489.48	558.02	630.83	经营活动现金流	5857.93	8994.01	8515.46	10622.09	
销售费用	1700.34	2025.43	2309.03	2610.34	资本开支	-3742.06	-37.36	-26.36	-29.02	
管理费用	1490.96	1569.71	1770.26	2023.02	投资	-3562.56	-750.00	-400.00	-500.00	
财务费用	1533.15	1308.22	1154.30	970.83	投资活动现金流	-	-312.36	-36.36	-29.02	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	10994.44	股权募资	3066.83	0.00	-	
投资收益	229.67	275.00	290.00	300.00	债务募资	6693.08	-5148.52	1000.00	2200.00	
营业利润	6130.80	6662.84	7478.53	8468.68	筹资活动现金流	2475.30	-	-	-	
营业外收支	-111.48	-5.00	-15.00	-19.00	15100.46	现金净流量	-2661.21	-6418.81	6567.53	6563.50
利润总额	6019.32	6657.84	7463.53	8449.68						
所得税	1313.87	1464.72	1641.98	1858.93	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E	
净利润	4705.45	5193.11	5821.56	6590.75	成长能力 (%)					
归属于母公司净利润	4477.41	4921.21	5529.73	6257.29	营业收入增长率	29.93%	18.53%	14.00%	13.05%	
YoY (%)	9.80%	9.91%	12.37%	13.16%	净利润增长率	9.80%	9.91%	12.37%	13.16%	
每股收益	1.26	1.39	1.56	1.76	盈利能力 (%)					
					毛利率	66.20%	68.69%	67.03%	65.44%	
					净利润率	33.04%	30.77%	30.25%	30.30%	
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率 ROA	4.04%	4.67%	4.88%	5.17%	
货币资金	8527.61	2108.80	8676.33	15239.83	净资产收益率 ROE	10.73%	10.86%	11.14%	11.72%	
预付款项	319.44	382.88	446.78	534.49	偿债能力 (%)					
存货	251.35	182.13	227.40	266.00	流动比率	0.62	0.41	0.66	0.82	
其他流动资产	6620.19	6753.89	7777.13	8396.60	速动比率	0.60	0.39	0.63	0.80	
流动资产合计	15718.59	9427.69	17127.65	24436.92	现金比率	0.34	0.09	0.33	0.51	
长期股权投资	3026.10	3476.10	3676.10	3876.10	资产负债率	59.14%	53.30%	52.53%	52.19%	
固定资产	192.42	145.86	96.50	44.34	经营效率 (%)					
无形资产	460.83	434.63	407.67	379.92	总资产周转率	0.14	0.16	0.18	0.19	
非流动资产合计	95142.13	95841.73	96176.75	96611.87	每股指标 (元)					
资产合计	110860.72	105269.41	113304.40	121048.79	每股收益	1.26	1.39	1.56	1.76	
短期借款	5148.52	0.00	300.00	0.00	每股净资产	11.75	12.76	13.98	15.04	
应付账款及票据	970.12	769.82	937.14	1105.34	每股经营现金流	1.65	2.53	2.40	2.99	
其他流动负债	19195.17	22243.74	24889.85	28575.30	每股股利	0.27	0.30	0.30	0.30	
流动负债合计	25313.81	23013.56	26127.00	29680.64	估值分析					
长期借款	14306.36	14306.36	14606.36	14706.36	PE	8.45	7.69	6.84	6.05	
其他长期负债	25944.72	18788.33	18788.33	18788.33	PB	0.94	0.84	0.76	0.71	
非流动负债合计	40251.09	33094.69	33394.69	33494.69						
负债合计	65564.89	56108.25	59521.69	63175.33						
股本	3550.00	3550.00	3450.00	3250.00						
少数股东权益	3581.76	3853.66	4145.49	4478.95						
股东权益合计	45295.83	49161.16	53782.72	57873.46						
负债和股东权益合计	110860.72	105269.41	113304.40	121048.79						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

聂贻哲：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，2年从业经验。浙江大学工学硕士，曾就职于民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。