

发布股权激励预案，绑定核心利益，提振市场信心

增持（首次）

2017年5月18日
 证券分析师 丁文韬
 S0600515050001
 (010) 66573632
 mal@dwzq.com.cn

研究助理 马莉
 mal@dwzq.com.cn

研究助理 汤军
 tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可
 shifk@dwzq.com.cn

事项:

公司于5月16日晚发布限制性股权激励草案。

投资要点:

- **覆盖范围全面，绑定核心利益。** 此次股权激励计划拟向激励对象授予限制性股票数量 239 万股，约占公司股本总额的 2.21%，授予价格为 67.19 元/股。计划授予对象共计 149 人，全面覆盖公司高管（包括副总经理 5 人、董秘 1 人、财务总监 1 人，授予比例合计 27.41%）、中层管理人员和核心技术人员（共计 142 人，授予比例合计 72.59%）。公司上市不久即发布股权激励方案，且人员覆盖十分全面，有利于绑定公司上下核心利益，彰显公司未来发展的信心。
- **有超预期完成业绩目标的可能性。** 根据解锁条件来看，本次股权激励三次解锁期分别为 17/18/19 年，解锁比例为 30%、30%、40%。具体给予的解锁条件为在 16 年净利润的基础上，17 年净利润增长不低于 30%，18 年不低于 60%，19 年不低于 90%，三年复合业绩增速约为 24%。我们认为，公司作为全屋定制的唯一标的，充分受益于行业渗透率的快速提升，依赖于新居网导流下渠道的优化升级，公司有超额完成业绩目标的可能性。
- **全屋定制先行，市场唯一标的。** 公司目前是市场上唯一一家定制橱柜、定制衣柜及配套家具同时起步的家具企业，也是将所有定制类产品放在同一门店统一设计、销售的公司。我们认为，这主要是由于公司前身为软件公司，自有信息化系统和供应链管理相对较为完善所致。目前公司定制产品结构中以系统柜为主，辅以衣柜和橱柜，生产柔性化程度较高。
- **新居网导流能力较强，渠道优化升级。** 公司依托于新居网较强的 O2O 导流能力，在人流较大的购物中心建立门店并实现了快速发展。过去公司直营和加盟模式并重：截至 2016 年 12 月，公司共拥有直营店 76 家、加盟店 1081 家，直营和加盟收入占比各半。目前公司直营店布局已经基本到位，2017 年起将加大对加盟渠道的拓展，直营店的开设将趋于谨慎。在新开店规划上，公司计划每年净开店 200-300 家，同时将现有门店进行优化调整。
- **盈利预测。** 我们预计公司 2017-2019 年营收为 56.76 亿/76.10 亿/101.89 亿，增速分别为 40.98%/34.07%/33.89%；归母净利润为 3.40 亿/4.49 亿/5.81 亿元，增速分别为 33.25%/31.95%/29.3%，EPS 为 3.15/4.16/5.38 元，对应 PE 分别为 39、30、23 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 行业发展不及预期；地产宏观政策收紧。

市场数据

收盘价（元）	131
一年最低价/最高价	119/201
市净率（倍）	6.5
流通 A 股市值（亿元）	35.46

基础数据

每股净资产（元）	20.06
资产负债率（%）	35.23
总股本（亿股）	1.08
流通 A 股（亿股）	0.27

相关研究

- 1、《家具系列报告之一：定制家居是最好的细分行业》
- 2、《家居系列报告之二：强者恒强，优选兼具高效生产及精细管理的定制家具龙头》

表 1: 财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,215.81	2,159.76	2,793.46	3,632.16	营业收入	4,026.00	5,676.00	7,609.81	10,188.73
现金	848.02	1,747.18	2,157.66	2,863.06	营业成本	2,166.40	3,070.57	4,123.61	5,542.72
应收款项	2.50	13.26	7.88	20.43	营业税金及附加	43.31	59.60	79.90	106.98
存货	296.77	300.28	501.53	576.22	销售费用	1,124.43	1,614.25	2,164.23	2,897.67
其他	68.52	99.04	126.39	172.45	管理费用	371.84	505.73	678.03	907.82
非流动资产	934.15	1,734.70	2,079.55	2,427.36	财务费用	2.95	4.16	5.58	7.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.51	2.50	2.50	2.50
固定资产	728.35	887.01	1,045.44	1,203.68	其他	0.00	(2.05)	(2.12)	(0.07)
无形资产	79.80	550.00	550.00	550.00	营业利润	314.56	421.23	558.07	723.63
其他	126.00	297.69	484.11	673.67	营业外净收支	6.95	7.04	7.04	7.04
资产总计	2,149.97	3,894.46	4,873.01	6,059.52	利润总额	321.51	428.27	565.11	730.67
流动负债	1,315.29	1,505.80	2,078.11	2,726.72	所得税费用	66.00	87.80	115.85	149.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	383.31	469.63	675.82	863.83	归母公司净利润	255.51	340.47	449.27	580.89
预收账款	769.51	807.16	1,095.29	1,451.89	EBIT	363.33	485.44	643.94	840.51
其他	162.47	229.01	307.00	411.01	EBITDA	408.43	560.55	719.27	916.03
非流动负债	0.34	0.48	0.64	0.86					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	0.34	0.48	0.64	0.86					
负债总计	1,315.62	1,506.27	2,078.75	2,727.58					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归母股东权益	834.34	2,388.19	2,794.25	3,331.94					
负债和股东权益总计	2,149.97	3,894.46	4,873.01	6,059.52					
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	717.87	652.72	966.46	1303.24	每股收益(元)	3.15	3.15	4.16	5.38
投资活动现金流	(339.69)	(316.96)	(455.14)	(593.32)	每股净资产(元)	10.30	22.11	25.87	30.85
筹资活动现金流	(32.00)	(43.20)	(43.20)	(43.20)	发行在外股份(百万股)	81.00	108.00	108.00	108.00
现金净增加额	346.17	899.16	410.49	705.40	ROIC(%)	34.61%	16.16%	18.32%	20.05%
折旧与摊销	45.10	75.11	75.34	75.51	ROE(%)	35.36%	21.13%	17.34%	18.96%
资本开支	351.55	348.85	505.85	662.85	毛利率(%)	46.19%	45.90%	45.81%	45.60%
营运资本变动	362.36	159.12	343.88	528.07	EBIT Margin(%)	9.02%	8.55%	8.46%	8.25%
企业自由现金流	1047.75	969.00	1437.00	1934.64	销售净利率(%)	6.35%	6.00%	5.90%	5.70%
					资产负债率(%)	61.19%	38.68%	42.66%	45.01%
					收入增长率(%)	30.39%	40.98%	34.07%	33.89%
					净利润增长率(%)	83.12%	33.25%	31.95%	29.30%
					P/E	52.11	39.11	29.64	22.92
					P/B	15.96	5.58	4.77	4.00
					EV/EBITDA	32.60	23.75	18.51	14.54

数据来源: 万得资讯、公司公告、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>