

## 美克家居 (600337.SH)

# 发布股权激励预案，深度绑定核心管理团队

买入 (首次)

2017年5月25日

### 事项:

公司于5月24日晚发布限制性股权激励草案。

### 投资要点:

- **激励举措落地，深度绑定核心团队利益。**此次股权激励计划拟向激励对象授予限制性股票数量共计1550万股，约占公司股本总额的1.04%，授予价格为2.61元/股。计划授予对象共计22人，主要覆盖公司核心管理团队，具体包括高管（副总经理2人、董秘1人、财务总监1人，授予比例合计29.67%）、中层管理人员和核心技术人员（共计18人，授予比例合计70.33%）。公司此次股权激励绑定核心团队，有利于提升企业内部活力，提升公司管理和经营的效率。
- **解锁目标彰显公司未来发展信心。**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40%、30%、30%。具体给予的解锁条件为在16年收入的基础上，17/18/19年的收入增长不低于22%、59%、106%；在16年净利润的基础上，17/18/19年的净利润增长不低于16%、40%、75%。综合来看，公司给予的解锁目标中3年的收入复合增速达到27.24%，净利润复合增速达到20.5%，且增长预期呈现一定加速趋势，表明了公司对未来发展的信心。
- **多品牌、多产品策略推动用户基数增长。**公司采用多品牌策略拓宽用户覆盖范围，目前已经有美克美家（高端）、A.R.T（中高端）、Rehome（美克美家子品牌，以配饰为主）、YVVY四个品牌，并将于今年下半年上线电商品牌Zest。2016年，公司A.R.T的收入增速30%+，现有电商业务增长较快（天猫专供），高于公司综合收入的增长。此外，公司通过拓展产品品类有效带动客单价的上升，其中窗帘、床品等新增品类的收入增速达到70%以上。公司未来计划依靠客户数量、客单价的双轮驱动，逐步实现100亿的销售规模。
- **渠道继续加密成熟城市。**公司开店节奏加快：A.R.T在2016年已有87家，2017年计划新开25家加盟、4家直营；美克美家2016年有82家门店，2017年计划新开18家。目前公司的店面在东部和南部的布局比较成熟，但在西部和中部地区还有很多空白市场，且北上广深等成熟地区的店面数量不够，因此公司将在布局空白市场的同时加密成熟城市。
- **盈利预测。**我们预计公司2017-2019年营收为43.07亿/55.56亿/72.85亿，增速分别为24.24%/29.01%/31.11%；归母净利润为3.84亿/4.69亿/5.84亿元，增速分别为16.03%/22.2%/24.42%，EPS为0.24/0.29/0.36元，对应PE分别为19、16、13倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业发展不及预期；地产宏观政策收紧。

证券分析师 马莉

执业资格证书号码: S0600517050002  
(8610) 66573632  
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业资格证书号码: S0600517050001  
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

(8610) 66573632  
shfk@dwzq.com.cn

### 市场数据

收盘价(元)	4.96
一年最低价/最高价	4.63/6.89
市净率(倍)	2.44
流通A股市值(亿元)	73.58

### 基础数据

每股净资产(元)	2.03
资产负债率(%)	41.43
总股本(亿股)	14.83
流通A股(亿股)	14.83

### 相关研究

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
<b>流动资产</b>	2,761.50	3,906.00	3,525.16	3,611.59	<b>营业收入</b>	3,466.51	4,306.86	5,556.32	7,284.69
现金	392.51	1,511.35	1,202.68	908.52	营业成本	1,472.02	1,815.42	2,339.17	3,069.79
应收款项	129.15	239.04	201.65	357.88	营业税金及附加	39.45	42.02	57.36	76.39
存货	1,656.96	1,623.82	1,607.58	1,591.50	销售费用	1,175.82	1,501.42	1,916.62	2,533.35
其他	582.88	531.80	513.25	753.70	管理费用	315.78	478.29	656.05	871.06
<b>非流动资产</b>	2,381.22	3,177.49	3,945.51	4,681.04	财务费用	68.30	1.69	18.17	30.05
长期股权投资	8.42	8.42	8.42	8.42	投资净收益	1.66	0.22	0.45	0.78
固定资产	1,405.38	1,696.97	2,269.29	2,808.56	其他	1.44	5.69	4.96	5.16
无形资产	443.60	486.19	529.68	594.20	<b>营业利润</b>	392.04	462.12	563.54	698.12
其他	523.82	985.91	1,138.12	1,269.86	营业外净收支	4.92	7.56	6.01	6.29
<b>资产总计</b>	5,142.72	7,083.49	7,470.66	8,292.63	<b>利润总额</b>	396.96	469.68	569.56	704.41
<b>流动负债</b>	1,735.40	1,887.91	2,089.07	2,671.35	所得税费用	66.16	85.85	100.50	120.81
短期借款	514.43	349.52	413.44	425.80	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	378.40	462.70	682.87	796.67	<b>归母公司净利润</b>	330.80	383.83	469.06	583.60
预收账款	306.99	669.22	512.77	974.86	EBIT	502.89	511.73	644.48	810.49
其他	535.58	406.47	480.00	474.02	EBITDA	608.42	660.41	829.26	1,029.55
<b>非流动负债</b>	202.78	227.86	219.17	216.60					
长期借款	148.64	173.85	165.13	162.54					
其他	54.14	54.01	54.04	54.06					
<b>负债总计</b>	1,938.18	2,115.77	2,308.24	2,887.95					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归母股东权益	3,204.54	4,967.72	5,162.43	5,404.68					
<b>负债和股东权益总计</b>	5,142.72	7,083.49	7,470.66	8,292.63					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
经营活动现金流	587.67	1034.27	927.52	1140.19	每股收益(元)	0.51	0.24	0.29	0.36
投资活动现金流	(566.55)	(1386.69)	(1704.31)	(1726.01)	每股净资产(元)	4.97	3.08	3.20	3.35
筹资活动现金流	(63.54)	1471.25	468.12	291.66	发行在外股份(百万股)	644.96	1615.20	1615.20	1615.20
现金净增加额	(58.97)	1118.83	(308.67)	(294.16)	ROIC(%)	10.84%	7.62%	9.25%	11.20%
折旧与摊销	105.53	148.68	184.78	219.06	ROE(%)	10.57%	9.39%	9.26%	11.05%
资本开支	279.51	1387.78	1705.51	1727.76	毛利率(%)	57.54%	57.85%	57.90%	57.86%
营运资本变动	31.17	417.26	154.99	183.77	EBIT Margin(%)	14.51%	11.88%	11.60%	11.13%
企业自由现金流	835.29	2371.92	2576.05	2802.09	销售净利率(%)	9.54%	8.91%	8.44%	8.01%
					资产负债率(%)	37.69%	29.87%	30.90%	34.83%
					收入增长率(%)	21.26%	24.24%	29.01%	31.11%
					净利润增长率(%)	10.04%	16.03%	22.20%	24.42%
					P/E	22.24	19.17	15.69	12.61
					P/B	2.30	1.48	1.43	1.36
					EV/EBITDA	12.09	11.14	8.87	7.15

注: 2017 年定向增发摊薄 EPS

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>

