

美克家居 (600337)

证券研究报告

2021年04月09日

员工持股计划绑定利益，彰显业绩高增长信心！

事件：公司发布《2021年员工持股计划(草案)》等相关文件。

实施员工持股计划以绑定利益，助力公司健康可持续发展

本期员工持股计划筹集资金总额不超过 3.115 亿元，认购价格为 4.45 元/股，股份总数不超过 7000 万股，占公司当前股本总额 1,628,327,220 股的 4.30%，所涉标的股票来源为公司于 2019 年 8 月实施的股份回购。公司实施本次计划的目的在于充分调动公司核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起，建立和完善利益共享机制，促进公司健康可持续发展。

核心骨干为参与者，解锁条件为对 21 与 22 年的归母净利润考核

本员工持股计划的参与对象不超过 78 人，其中董事(不含独立董事)、高管 5 人(包括总经理)，中层及其他核心骨干员工合计 73 人。本期员工持股计划的锁定期为 12 个月，存续期为 36 个月。解锁条件为对公司层面的业绩考核，根据公司业绩完成情况核算公司层面解锁比例，分为对归母净利润的触发值和目标值，2021 年分别为 5 和 5.5 亿元，2022 年分别为 6 和 6.6 亿元。

开店提速+数字化营销打通线上线下，为业绩高增长奠定基础

公司于 2020 年启动转型，现已发生显著变化。**营收端：线下：**2021 年，公司家居零售业务将通过加速开店打开增长空间，其中直营业务将以“类直营”的形式开店，通过轻资产运营方式迅速完成大量门店扩张；加盟业务通过调整开店策略、引入竞争机制，实现门店快速裂变以提升业绩贡献；批发业务受益海外疫情带动家具需求增长，业绩持续向好；**线上：**公司通过自有品牌、淘宝天猫、京东、微信小程序等渠道加速推进线下转线上策略，并通过明星&网红大 IP 带货+直播常态化打开年轻消费群体广阔市场；**成本端：**美克集团于 2020 年 10 月与南康市政府达成深度合作，南康是全国最大的实木家具制造基地，有千亿实木家具产业集群可配套公司产能，规模效应有望为公司带来进一步地降本增效。

投资建议：我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 45.02/ 60.32/ 72.79 亿元，净利润 3.01/ 5.09/ 6.52 亿元，对应 EPS 0.18/0.31/0.40 元/股。我们看好美克家居作为全球高端家具零售赛道中的稀缺标的，同时作为国内实木家具制造的龙头企业，维持“买入”评级。

风险提示：员工持股计划能否获得公司股东大会批准，存在不确定性/疫情/地缘政治风险/公司存货余额较大风险/新项目进展不达预期

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,261.02 | 5,587.98 | 4,501.67 | 6,031.66 | 7,278.68 |
| 增长率(%) | 25.88 | 6.21 | (19.44) | 33.99 | 20.67 |
| EBITDA(百万元) | 796.79 | 916.26 | 430.76 | 849.51 | 1,040.88 |
| 净利润(百万元) | 451.21 | 463.64 | 300.54 | 508.69 | 651.55 |
| 增长率(%) | 23.50 | 2.76 | (35.18) | 69.26 | 28.08 |
| EPS(元/股) | 0.28 | 0.28 | 0.18 | 0.31 | 0.40 |
| 市盈率(P/E) | 18.51 | 18.02 | 27.79 | 16.42 | 12.82 |
| 市净率(P/B) | 1.74 | 1.81 | 1.56 | 1.45 | 1.32 |
| 市销率(P/S) | 1.59 | 1.49 | 1.86 | 1.38 | 1.15 |
| EV/EBITDA | 8.79 | 8.72 | 16.13 | 10.20 | 6.56 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家用轻工 |
| 6 个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格 | 5.13 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 1,628.33 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,628.33 |
| A 股总市值(百万元) | 8,353.32 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,353.32 |
| 每股净资产(元) | 2.38 |
| 资产负债率(%) | 43.68 |
| 一年内最高/最低(元) | 6.37/3.92 |

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《美克家居-首次覆盖报告:国内高端家具零售龙头，2021 年步入快速发展期!》2021-02-17
- 2 《美克家居-首次覆盖报告:品牌、渠道优势显著，打造平台构建家居生态链》2019-07-23

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 货币资金 | 2,057.81 | 1,027.18 | 2,385.73 | 1,323.44 | 3,472.44 |
| 应收票据及应收账款 | 339.64 | 270.42 | 217.26 | 435.70 | 348.78 |
| 预付账款 | 344.20 | 319.33 | 206.13 | 561.82 | 409.07 |
| 存货 | 2,299.10 | 2,090.24 | 1,357.20 | 3,666.07 | 2,670.96 |
| 其他 | 518.81 | 547.09 | 220.17 | 267.81 | 105.60 |
| 流动资产合计 | 5,559.57 | 4,254.27 | 4,386.48 | 6,254.84 | 7,006.85 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 135.50 | 135.50 | 135.50 | 135.50 |
| 固定资产 | 1,441.77 | 1,910.03 | 2,024.81 | 2,085.40 | 2,100.49 |
| 在建工程 | 449.91 | 431.75 | 295.05 | 225.03 | 165.02 |
| 无形资产 | 665.61 | 605.75 | 562.53 | 519.32 | 476.10 |
| 其他 | 645.68 | 774.65 | 652.22 | 563.23 | 474.77 |
| 非流动资产合计 | 3,202.97 | 3,857.68 | 3,670.11 | 3,528.47 | 3,351.88 |
| 资产总计 | 8,762.54 | 8,111.94 | 8,056.59 | 9,783.32 | 10,358.73 |
| 短期借款 | 1,343.88 | 751.88 | 917.00 | 1,100.00 | 1,200.00 |
| 应付票据及应付账款 | 769.00 | 704.02 | 239.72 | 1,247.09 | 680.58 |
| 其他 | 881.23 | 1,187.80 | 1,061.97 | 1,112.71 | 1,457.84 |
| 流动负债合计 | 2,994.11 | 2,643.70 | 2,218.68 | 3,459.80 | 3,338.42 |
| 长期借款 | 831.54 | 772.23 | 400.00 | 500.00 | 600.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 116.07 | 58.76 | 54.00 | 56.38 | 55.19 |
| 非流动负债合计 | 947.61 | 830.98 | 454.00 | 556.38 | 655.19 |
| 负债合计 | 3,941.72 | 3,474.68 | 2,672.68 | 4,016.18 | 3,993.61 |
| 少数股东权益 | 19.13 | 16.02 | 16.02 | 16.02 | 16.02 |
| 股本 | 1,775.05 | 1,770.91 | 1,628.33 | 1,628.33 | 1,628.33 |
| 资本公积 | 1,270.37 | 1,263.73 | 1,263.73 | 1,263.73 | 1,263.73 |
| 留存收益 | 3,313.77 | 3,439.02 | 3,739.56 | 4,122.79 | 4,720.77 |
| 其他 | (1,557.50) | (1,852.42) | (1,263.73) | (1,263.73) | (1,263.73) |
| 股东权益合计 | 4,820.82 | 4,637.26 | 5,383.91 | 5,767.14 | 6,365.12 |
| 负债和股东权益总计 | 8,762.54 | 8,111.94 | 8,056.59 | 9,783.32 | 10,358.73 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 净利润 | 445.32 | 457.70 | 300.54 | 508.69 | 651.55 |
| 折旧摊销 | 210.81 | 228.36 | 125.14 | 132.64 | 138.14 |
| 财务费用 | 73.38 | 123.81 | 99.15 | 101.42 | 117.31 |
| 投资损失 | (18.60) | (30.22) | (20.27) | (23.03) | (24.51) |
| 营运资金变动 | (847.85) | 164.07 | 860.34 | (2,062.42) | 1,237.57 |
| 其它 | 12.38 | (338.58) | (159.43) | (186.27) | 0.00 |
| 经营活动现金流 | (124.56) | 605.14 | 1,205.48 | (1,528.97) | 2,120.07 |
| 资本支出 | 496.74 | 728.04 | 64.76 | 77.62 | 51.19 |
| 长期投资 | 0.00 | 135.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,132.20) | (1,350.24) | 214.37 | 237.94 | (76.68) |
| 投资活动现金流 | (635.46) | (486.70) | 279.13 | 315.56 | (25.49) |
| 债权融资 | 2,617.19 | 2,212.68 | 1,739.68 | 2,117.67 | 2,342.98 |
| 股权融资 | (471.60) | (462.23) | 346.95 | (101.42) | (117.31) |
| 其他 | (1,112.73) | (3,008.80) | (2,212.68) | (1,865.14) | (2,171.24) |
| 筹资活动现金流 | 1,032.86 | (1,258.35) | (126.05) | 151.11 | 54.42 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 272.84 | (1,139.91) | 1,358.56 | (1,062.29) | 2,148.99 |

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 5,261.02 | 5,587.98 | 4,501.67 | 6,031.66 | 7,278.68 |
| 营业成本 | 2,516.92 | 2,649.03 | 2,133.03 | 3,141.42 | 3,929.25 |
| 营业税金及附加 | 59.70 | 64.09 | 49.52 | 66.35 | 80.07 |
| 营业费用 | 1,575.78 | 1,667.87 | 1,323.49 | 1,658.71 | 2,062.29 |
| 管理费用 | 475.29 | 473.66 | 288.11 | 512.69 | 625.97 |
| 研发费用 | 69.44 | 97.50 | 22.51 | 114.60 | 116.46 |
| 财务费用 | 85.36 | 149.90 | 99.15 | 101.42 | 117.31 |
| 资产减值损失 | 5.35 | (8.51) | (6.50) | (7.00) | (10.00) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (159.43) | (186.27) | 0.00 |
| 投资净收益 | 18.60 | 30.22 | 20.27 | 23.03 | 24.51 |
| 其他 | (82.11) | (85.41) | 525.07 | (8.74) | (452.60) |
| 营业利润 | 536.70 | 549.62 | 206.46 | 615.45 | 785.42 |
| 营业外收入 | 7.99 | 19.14 | 168.00 | 12.61 | 16.56 |
| 营业外支出 | 5.73 | 7.15 | 7.50 | 7.33 | 7.41 |
| 利润总额 | 538.96 | 561.61 | 366.96 | 620.74 | 794.57 |
| 所得税 | 93.64 | 103.91 | 66.42 | 112.04 | 143.02 |
| 净利润 | 445.32 | 457.70 | 300.54 | 508.69 | 651.55 |
| 少数股东损益 | (5.89) | (5.95) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 451.21 | 463.64 | 300.54 | 508.69 | 651.55 |
| 每股收益(元) | 0.28 | 0.28 | 0.18 | 0.31 | 0.40 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 25.88% | 6.21% | -19.44% | 33.99% | 20.67% |
| 营业利润 | 20.35% | 2.41% | -62.44% | 198.09% | 27.62% |
| 归属于母公司净利润 | 23.50% | 2.76% | -35.18% | 69.26% | 28.08% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 52.16% | 52.59% | 52.62% | 47.92% | 46.02% |
| 净利率 | 8.58% | 8.30% | 6.68% | 8.43% | 8.95% |
| ROE | 9.40% | 10.03% | 5.60% | 8.85% | 10.26% |
| ROIC | 14.56% | 11.88% | 5.25% | 14.82% | 12.21% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 44.98% | 42.83% | 33.17% | 41.05% | 38.55% |
| 净负债率 | 11.60% | 25.56% | -12.00% | 13.77% | -17.74% |
| 流动比率 | 1.86 | 1.61 | 1.98 | 1.81 | 2.10 |
| 速动比率 | 1.09 | 0.82 | 1.37 | 0.75 | 1.30 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 18.65 | 18.32 | 18.46 | 18.47 | 18.56 |
| 存货周转率 | 2.74 | 2.55 | 2.61 | 2.40 | 2.30 |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.66 | 0.56 | 0.68 | 0.72 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.28 | 0.28 | 0.18 | 0.31 | 0.40 |
| 每股经营现金流 | -0.08 | 0.37 | 0.74 | -0.94 | 1.30 |
| 每股净资产 | 2.95 | 2.84 | 3.30 | 3.53 | 3.90 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 18.51 | 18.02 | 27.79 | 16.42 | 12.82 |
| 市净率 | 1.74 | 1.81 | 1.56 | 1.45 | 1.32 |
| EV/EBITDA | 8.79 | 8.72 | 16.13 | 10.20 | 6.56 |
| EV/EBIT | 10.84 | 10.35 | 22.74 | 12.09 | 7.56 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |