

## 商业贸易

2020年02月24日

## 美凯龙 (601828)

——推出股票期权激励计划，进一步打造长效激励机制

报告原因：有信息公布需要点评

增持（维持）

投资要点：

市场数据：2020年02月21日

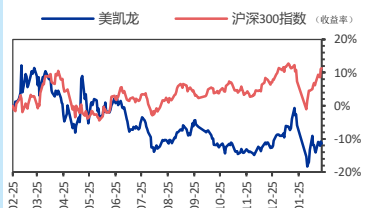
收盘价(元)	10.99
一年内最高/最低(元)	14.4/9.85
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4350
上证指数/深证成指	3039.67/11629.70

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	12.55
资产负债率%	60.67
总股本/流通A股(百万)	3550/396
流通B股/H股(百万)	-/674

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《美凯龙(601828)点评：2019年三季度点评：自营卖场稳健增长，新零售转型持续推进》2019/11/01

《美凯龙(601828)点评：2019年中报点评：家居卖场业务收入稳定增长，广告费用增加利润承压》2019/08/27

## 证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

## 研究支持

柴程森 A0230118070016  
chaics@swsresearch.com

## 联系人

丁智艳  
(8621)23297818×7580  
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司公告 2020 年股票期权激励计划草案。**为进一步完善治理结构，建立、健全公司长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心骨干员工的积极性和创造性，公司推出股票期权激励计划，激励对象共计 1023 人，占总员工的 4%。激励计划拟授予激励对象的股票期权 3085 万份，占总股本的 0.87%，其中首次授予 2776.5 万份，占本次授予股票期权总量的 90%。激励计划首次授予股票期权的行权价格为每股 11.02 元，**行权条件**为以 2019 年收入为基数，2020 年(剔除疫情影响)、2021 收入分别增长 15%、40%；预计 2020-2022 年股票期权摊销成本分别为 1499.63 万元、1395.81 万元、323.00 万元。
- **牵手阿里巴巴，公司新零售转型持续推进。**公司引入阿里巴巴作为战略投资者，与国内两大互联网巨头强强联合，在家居领域开启新零售的全新时代，重构家居零售行业的商业模式。**强强联合，传统家居卖场借力互联网对冲客流分散压力，提升运营效率。**1) **新零售驱动传统卖场模式升级，对冲其他渠道对客流的分散压力。**随着家居行业竞争的日益激烈，在家居品牌店、独立店、商超店、设计师门店以及整装渠道的竞争，传统卖场运营模式的优势受到挑战。传统卖场与阿里巴巴等互联网巨头合作，主动拥抱“新零售”时代，通过抓住互联网产业链的大数据和资源优势，最大限度地改造门店，提升零售渠道的竞争力，使传统零售业快速适应个性化、体验式消费，开启新零售+互联网时代的新引擎。2) **新零售转型有望进一步提升公司卖场运营效率。**传统家居卖场仅作为家居产业链中的渠道方，未来公司可通过前端互联网流量对接，面向消费者的大数据分析，营销将更为精准，后端物流配送及供应链管理协同，提升整体运营效率。
- **前期已推出两轮员工持股计划推出绑定员工利益，提升商场管理积极性。**公司前期推出两期员工持股计划，两批分别覆盖不超过 1500、2000 人，面向群体包括公司高管、公司及其下属公司管理及核心骨干人员（主要针对中层管理人员）。员工持股计划有助于调动各级管理人员积极性，提升单个商场管理效率。两轮员工持股计划，实现股东、管理层、员工利益一致性。
- **行业龙头，先发优势构建突出品牌优势；持续创新为家具品牌提供全方位引流，提升服务附加值，维持增持。**公司以自营模式巩固一二线城市，锁定优质地段，占有先入者优势；以委管模式拓展三四线城市，以轻资产模式快速扩张。自营+委管双轮驱动，巩固市占率第一地位。我们维持 2019-2021 年归母净利润的盈利预测 47.6 亿元、52.2 亿元和 57.2 亿元，归母净利对应 PE 为 8/7/7 倍，维持增持评级。

## 财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	14,240	11,824	16,877	19,710	23,377
同比增长率(%)	29.9	18.3	18.5	16.8	18.6
归母净利润(百万元)	4,477	3,783	4,757	5,216	5,724
同比增长率(%)	9.8	-9.1	6.2	9.6	9.7
每股收益(元/股)	1.26	1.07	1.34	1.47	1.61
毛利率(%)	66.2	67.1	63.9	62.6	61.5
ROE(%)	10.7	8.5	10.8	11.1	11.4
市盈率	9		8	7	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,960	14,240	16,877	19,710	23,377
其中: 营业收入	10,960	14,240	16,877	19,710	23,377
减: 营业成本	3,163	4,814	6,096	7,369	9,003
减: 税金及附加	317	387	433	552	655
主营业务利润	7,479	9,039	10,348	11,789	13,719
减: 销售费用	1,514	1,700	2,177	2,524	2,951
减: 管理费用	1,362	1,491	1,823	2,070	2,455
减: 研发费用	0	43	68	39	47
减: 财务费用	1,132	1,533	1,717	1,866	2,183
经营性利润	3,472	4,271	4,563	5,290	6,083
减: 资产减值损失	283	0	0	0	0
减: 信用减值损失	0	247	0	0	0
加: 投资收益及其他	634	230	230	230	230
营业利润	5,916	6,131	6,404	7,030	7,724
加: 营业外净收入	70	-111	20	20	20
利润总额	5,986	6,019	6,424	7,050	7,744
减: 所得税	1,708	1,314	1,425	1,569	1,728
净利润	4,278	4,705	4,999	5,482	6,015
少数股东损益	200	228	242	266	292
归属于母公司所有者的净利润	4,078	4,477	4,757	5,216	5,724
全面摊薄总股本	3,624	3,550	3,550	3,550	3,550
每股收益 (元)	1.13	1.20	1.34	1.47	1.61

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。