美凯龙（601828.SH）

拟进行首次股权激励，彰显公司信心锁定未来收入增长

事件：2 月 23 日公司发布公告，拟进行 2020 年股票期权激励。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，预留 308.5 万份。本激励计划首次授予的激励对象共计 1023 人，包括任职的核心骨干等。首次授予部分行权价格为 11.02 元/股，授权日起满 12 个月后分两期行权。本次激励计划业绩考核目标为，第一/第二个行权期业绩要求分别为，以 2019 年经审计的合并营业收入为基数，2020/2021 年经审计的合并营业收入（剔除疫情影响）增长率不低于 15%/40%。

首次股权激励彰显公司信心，考核目标锁定收入增长。公司首次进行股权激励，激励覆盖范围广，推进公司上下一致一心，激发员工和公司经营活力，彰显管理层对公司未来发展前景的认可，提振二级市场信心。根据公司行权要求，以 2019 年为基数，2020/2021 年收入增速（剔除疫情影响）15%/40%，为公司业绩增长提供一定保障。

“自营+委管”双轮驱动，盈利能力持续增强。截至 19 年 9 月末，公司自营/委管商场数量分别达 85/234 家，较 18 年末净增 5/6 家。目前公司仍有 32 家筹备中的自营门店（自有 22 家+租赁 10 家），已有 360 个委管签约项目已取得土地使用权证/已获得地块，门店的持续开拓有望推动公司收入稳步增长。19Q1-3 自营/委管商场业务毛利率为 79.8%/68.2%，同比 +2.2/7.6pct，主要由公司委管业务中毛利率较高的咨询类业务增长较快所带动。

美凯龙携手商户共渡疫情，家装新业务助力公司增长。疫情爆发后公司给予部分商户免租的帮助，并号召整个行业“1+1+1”免租行动，即美凯龙/品牌商/商户各自承担一个月租金。考虑到商户资金流动性紧张问题，美凯龙集多家银行及资本为全国经销商提供了“一揽子”金融支持，总计将提供超 40 亿的金融助力，并联手阿里巴巴、蚂蚁金服、网商银行为商家提供全方位的支持。此次公司免租将减少 2020 年收入 5.3~5.9 亿元，影响业绩 3.8~4.3 亿元。公司通过线上线下一体化服务及家装新业务的推出，预计将对冲免租的负面影响。公司已于阿里合作，3 月份美凯龙还将推 1000 场直播，免费开放 2 个月公司的线上设计软件“设计云”+线上营销平台“筋斗云”，积极推动家居行业线上线下一体化。另一方面，公司大力推进“拎包入住”新业务，做到软硬装一体化和强交付能力，将为公司带来新的增长点。

公司为国内龙头家居商场，“自营+委管”业务双轮驱动，向轻资产运营转型，积极推动新零售转型，维持“买入”评级。预计公司 19~21 年实现归母净利润 47.55/51.97/59.33 亿元，同比分别增长 6.2%/9.3%/14.2%，当前股价对应 PE 8.2X/7.5X/6.6X。

风险提示：激励方案未实施的风险、疫情持续蔓延，地产销售不及预期，数字化转型不及预期，宏观经济波动。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,960	14,240	17,102	19,615	22,296
增长率 yoy（%）	16.1	29.9	20.1	14.7	13.7
归母净利润（百万元）	4,078	4,477	4,755	5,197	5,933
增长率 yoy（%）	20.0	9.8	6.2	9.3	14.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.15	1.26	1.34	1.46	1.67
净资产收益率（%）	9.7	10.4	10.1	10.2	10.6
P/E（倍）	9.6	8.7	8.2	7.5	6.6
P/B（倍）	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

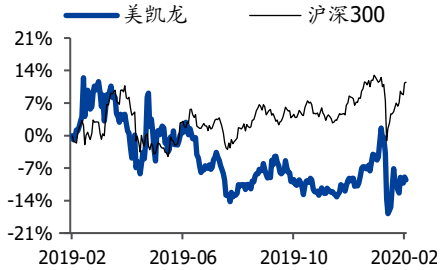
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	商业物业经营
前次评级	买入
最新收盘价	10.99
总市值(百万元)	39,014.50
总股本(百万股)	3,550.00
其中自由流通股(%)	11.15
30 日日均成交量(百万股)	5.89

股价走势



作者

分析师　严大林
执业证书编号：S0680519100001
邮箱：yandalin@gszq.com
研究助理　黄莎
邮箱：huangsha@gszq.com

相关研究

1、《美凯龙（601828.SH）：自营+委管双轮驱动，三季报表现符合预期》2019-10-30
2、《美凯龙（601828.SH）：19H1 家居商场主业增长良好，新零售模式持续推进》2019-08-28
3、《美凯龙（601828.SH）：合作阿里全方位新零售改造，赋能商户增加客流》2019-05-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14567	15719	26076	13670	27572
现金	10627	8528	15101	9423	11836
应收账款	1167	1688	5153	0	8918
其他应收款	1734	0	2627	316	2929
预付账款	268	319	322	443	423
存货	120	251	75	339	133
其他流动资产	651	4932	2798	3149	3333
非流动资产	82447	95142	89358	92147	93311
长期投资	1614	3026	4125	5328	6562
固定投资	159	192	207	201	184
无形资产	488	461	522	497	474
其他非流动资产	80186	91463	84504	86121	86091
资产总计	97015	110861	115434	105817	120882
流动负债	22717	25314	30108	20427	34603
短期借款	300	5149	6000	6000	6000
应付账款	491	970	837	1249	1120
其他流动负债	21926	19195	23272	13178	27483
非流动负债	30366	40251	35983	31683	27390
长期借款	16269	21463	17170	12878	8585
其他非流动负债	14097	18788	18813	18806	18805
负债合计	53083	65565	66092	52111	61993
少数股东权益	3505	3582	3832	4106	4418
股本	3624	3550	3550	3550	3550
资本公积	5362	4490	4490	4490	4490
留存收益	29878	32446	36067	40132	44776
归属母公司股东收益	40427	41714	45510	49601	54471
负债和股东权益	97015	110861	115434	105817	120882

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	6518	5858	4808	2857	9577
净利润	4278	4705	5005	5470	6245
折旧摊销	134	183	194	218	245
财务费用	1132	1533	1804	2090	2364
投资损失	-634	-230	-198	-201	-204
营运资金变动	2794	-154	-303	-2934	2696
其他经营现金流	-1186	-180	-1695	-1786	-1770
投资活动净现金流	-6011	-10994	7600	-1039	555
资本支出	5840	3745	-61	-122	-137
长期投资	-1521	-1595	-1099	-1201	-1234
其他投资现金流	-1691	-8844	6440	-2362	-815
筹资活动净现金流	3874	2475	-5835	-7497	-7719
短期借款	-200	4849	851	0	0
长期借款	-612	5194	-4293	-4293	-4293
普通股增加	0	-74	0	0	0
资本公积增加	-258	-872	0	0	0
其他筹资现金流	4944	-6621	-2393	-3204	-3426
现金净增加额	4377	-2655	6574	-5678	2413

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10960	14240	17102	19615	22296
营业成本	3163	4814	5952	6871	7804
营业税金及附加	317	387	523	572	653
营业费用	1514	1700	2052	2471	2564
管理费用	1362	1491	1710	1992	2253
财务费用	1132	1533	1804	2090	2364
资产减值损失	283	0	320	268	292
公允价值变动收益	1996	1767	1767	1767	1767
投资净收益	634	230	198	201	204
营业利润	5916	6131	6706	7318	8337
营业外收入	112	39	30	30	30
营业外支出	43	150	150	150	150
利润总额	5986	6019	6586	7198	8217
所得税	1708	1314	1581	1727	1972
净利润	4278	4705	5005	5470	6245
少数股东收益	200	228	250	274	312
归属母公司净利润	4078	4477	4755	5197	5933
EBITDA	6120	6202	6779	7415	8462
EPS（元/股）	1.15	1.26	1.34	1.46	1.67

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	16.1	29.9	20.1	14.7	13.7
营业利润（%）	25.8	3.6	9.4	9.1	13.9
归属母公司净利润（%）	20.0	9.8	6.2	9.3	14.2
盈利能力					
毛利率（%）	71.1	66.2	65.2	65.0	65.0
净利率（%）	37.2	31.4	27.8	26.5	26.6
ROE（%）	9.74	10.39	10.14	10.19	10.60
ROIC（%）	6.0	5.9	6.2	6.8	7.7
偿债能力					
资产负债率（%）	54.7	59.1	57.3	49.2	51.3
净负债比率（%）	35.3	48.6	25.1	25.6	12.0
流动比率	0.6	0.6	0.9	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.9	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	11.1	10.0	5.0	8.0	5.0
应付账款周转率	7.5	6.6	6.6	6.6	6.6
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	1.15	1.26	1.34	1.46	1.67
每股经营现金流（最新摊薄）	1.73	1.68	1.35	0.80	2.70
每股净资产（最新摊薄）	11.39	11.75	12.82	13.97	15.34
估值指标（倍）					
P/E	9.6	8.7	8.2	7.5	6.6
P/B	0.97	0.94	0.86	0.79	0.72
EV/EBITDA	10.19	11.6	9.3	8.7	6.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com