

十年磨一剑，扬帆正当时

美克家居 (600337)

推荐 首次评级

核心观点:

1. 事件

2014年8月8日,美克家居公布2014年半年报。公司2014年上半年营业收入12.71亿元,同比增长1.48%;毛利率52.08%,同比上升3.84pp;三项费用率42.59%,同比上升1.17pp;归属母公司所有者净利润为0.94亿元,同比增长32.30%。

2. 我们的分析与判断

2.1 聚焦零售与批发,毛利率持续提升

公司主动缩减了出口OEM业务,经营重心聚焦于国内外市场的品牌运作上。由于OEM出口业务毛利率较低,且占用公司核心生产资源,公司业务聚焦有利于持续提升综合毛利率水平。

2.2 激励到位,管理提升保障经营效率

公司2013年重启股权激励,这将有效绑定管理层与公司的利益。此外,公司在零售管理、预算控制、供应链调整及生产制造方面都进行了梳理与优化。一系列措施的效果体现在了公司零售业务及批发业务毛利率提升,且在零售业务增长10%+的情况下销售费用仅增长6.73%。

2.3 A.R.T.国内放开加盟,迈开轻资产快速扩张步伐

公司旗下家居品牌A.K.T.加盟业务全面启动,目前已在大连、厦门、温州开设3家加盟店,2014年计划全国开设21家店面。此外,ZEST & YVVY以及Rehome也将择机进行推广。在自营渠道方式深耕多年后,公司自身的店铺运营能力与客户服务体系日趋成熟,是行业内为数不多的有能力输出成功零售管理经验的品牌商。借助加盟轻资产模式,公司有望将迅速将自身优势转化为利润,揭开快速成长的新篇章。

3. 投资建议

我们预计公司2014年净利润同比增长将接近30%,达到2.20亿,目前市值对应14年市盈率为19.64x。考虑到公司向上拐点已现且针对子品牌开始轻资产扩张,我们看好公司成长前景,首次给予公司“推荐”评级。

4. 风险提示

催化剂:各地限购政策逐步放开,有望刺激成交量,提升市场对家具行业增长预期及行业估值水平;子品牌加盟招商逐步落实。

风险提示:2014年上半年地产成交量低迷对下游家居行业产生滞后影响;2014年5月26日限制性股票激励计划第一期解锁上市。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

花小伟

☎: (8610) 83574523

✉: huaxiaowei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050002

特此鸣谢

陈腾曦 (8621) 2025 2682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2014.08.08

A股收盘价(元)	6.68
A股一年内最高价(元)	10.17
A股一年内最低价(元)	4.70
上证指数	2,187.67
市净率	2.16
总股本(万股)	64,681
实际流通A股(万股)	63,833
限售的流通A股(万股)	847
流通A股市值(亿元)	42.64

一、公司 2014 年中报详情

2014 年 8 月 8 日,美克家居公布 2014 年半年报。公司 2014 年上半年营业收入 12.71 亿元,同比增长 1.48%;毛利率 52.08%,同比上升 3.84pp;三项费用率 42.59%,同比上升 1.17pp;归属母公司所有者净利润为 0.94 亿元,同比增长 32.30%。

按季度分拆,2014Q2 公司营业收入 7.05 亿元,同比增长 3.64%;毛利率 52.70%,同比上升 3.34pp;三项费用率 41.39%,同比上升 0.21pp;归属母公司所有者净利润为 0.64 亿元,同比增长 36.50%。

二、我们的分析与判断

(一) 聚焦零售与批发,毛利率持续提升

公司主动缩减了低附加值、低毛利空间的出口 OEM 业务,将经营管理的重心聚焦于国内外市场的品牌运作上。2014 年上半年,公司家具出口(OEM)、家具零售(国内)、家具批发(国外)收入占比分别为 12.51%、61.80%、24.45%,2013 年相应收入结构为 15.94%、58.66%、23.95%,预计公司将逐步退出 OEM 出口业务。

由于 2014 年上半年零售与批发业务毛利率分别达到 68.01%、31.10%,而 OEM 出口业务毛利率仅为 14.16%,公司业务聚焦有利于持续提升综合毛利率水平。

(二) 激励到位、管理提升保障经营效率

公司 2013 年年中实施了股权激励,行权条件为 13 年净利润不低于 1.5 亿元,14-15 年净利润增速不低于 25%,且 13-15 年净资产收益率分别不低于 5.5%、6.5%、7.5%。股权激励的重启将有效绑定管理层与公司的利益。

此外,公司在零售管理、预算控制、供应链调整及生产制造方面都进行了梳理与优化,采取的措施包括渠道管理扁平化、引入加速零基预算、提升生产及战略采购寻源能力、FA(家具制造自动化)项目的持续推进等等。

以上措施的效果体现在了公司零售业务及批发业务毛利较去年同期分别提升 1.14pp、0.64pp,在零售业务增长 13.61%的情况下,销售费用仅同比增长 6.73%。

(三) A.R.T.国内放开加盟,迈开轻资产快速扩张步伐

2014 年 7 月 18 日公司旗下全新家居品牌 A.K.T.中国旗舰店在上海隆重开幕,同时,该品牌加盟业务全面启动。目前,A.K.T.已在大连、厦门、温州开设 3 家加盟店,2014 年计划全国开始 21 家店面。此外,ZEST & YVVY 以及 Rehome 也将择机进行推广。

在自营渠道方式深耕多年后,公司自身的店铺运营能力与客户服务体系日趋成熟。公司零售业务的毛利率接近 70%,2013 年美克美家单店平均销售额超 2,000 万,平效达 1.3 万。公司是行业内为数不多的有能力输出成功零售管理经验的品牌商。

借助加盟轻资产模式,公司有望将迅速将自身优势转化为利润,揭开快速成长的新篇章。

三、投资建议

我们预计公司 2014 年净利润同比增长将接近 30%,达到 2.20 亿,目前市值对应 14 年市盈率为 19.64x。考虑到公司向上拐点已现且针对子品牌开始轻资产扩张,我们看好公司成长前景,首次给予公司“推荐”评级。

四、催化剂及风险提示

催化剂：各地限购政策逐步放开，有望刺激成交量，提升市场对家具行业增长预期及行业估值水平；子品牌加盟招商逐步落实。

风险提示：2014年上半年地产成交量低迷对下游家居行业产生滞后影响；2014年5月26日限制性股票激励计划第一期解锁上市。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

花小伟，轻工制造行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

马 莉，轻工制造行业首席分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn