

## 品牌零售强劲增长，FA+MC 落地在即

### 核心观点：

- **公司披露三季报：**（1）公司前三季度实现营业收入 19.5 亿元，同比增长 4.02%，营业净利润 2.52 亿元，同比增长 42.7%，归母净利润 2.0 亿，同比增长 35.5%，净利率 10%，同比提升 2.4pct；（2）15 年 Q3 营业收入 7.4 亿元，同比增长 8.9%，营业利润 9728 万元，同比增长 48.6%，归母净利润 7451 万元，同比增长 34.9%；（3）公司未对 2015 全年净利润进行预测
- **品牌零售强劲，多品牌战略持续推进：**三季度实现 9% 增长，考虑公司 2014 年 8 月份才彻底取消 OEM 业务（2014 年收入占比 7.1%），快速增长说明内销零售业务推进顺利，美国房地产出口复苏也带动批发家具产品出口有所回暖。公司目前正转型成为内销为主的高档品牌家具企业，2015H1 零售业务收入 9.48 亿元，同比增长 20.7%，自 2012 年以来持续提升，2015H1 美克美家品牌门店达到 79 家，其中 17 家老店升级，新开 5 家门店，覆盖了 23 个省份的 46 个城市，ART 门店达到 34 家，其中上半年新开 12 家门店，共计 9200 平方米。预计美克美家全年门店 80-85 家，ART 全年 70-80 家，多品牌战略持续推进。
- **业务结构改善产品盈利能力提升，多品牌扩张初期期间费用加大：**公司前三季度毛利率 59.9%，同比提升 7.9pct，主要原因是公司退出低毛利率 OEM 业务导致业务结构有所改善，销售费用率 35.3%，比去年同期提升 2.7pct，其中工资及附加占收入比重 13.18%，同比提升 2pct，资产使用费占收入比重 8.4%，同比提升 1.4pct，财务费用率 1.37%，由于各项借款增加同比提升 0.67pct。公司上半年营业利润率 12.4%，同比上升 3.4pct，盈利能力提升明显。
- **多品牌发力造成现金流周转较大压力，FA+MC 或改变市场预期：**ART、Rehome 等多品牌发力意味着门店快速增长和工厂配套备货迅速增加，备货短期无法短期通过现有非成熟门店快速销售体现为营业成本，因此体现为存货占据现金，公司存货周转天数从 2012 年的 288 天开始上升，2015 年前三季度存货周转天数为 503 天，环比有所降低但同比仍多出 154 天，2015H1 库存商品 13.44 亿元（2014H1，10.9 亿）。公司净经营性现金流为 1.69 亿元，但剔除其他与经营活动有关的现金流为 6.18 亿元（根据 2015H1 附注，该部分为控股股东美克投资集团流动资金周转金增加）后为负值，但从历年观察四季度股东会从四季度销售回款中抽回该笔周转资金，全年该临时周转资金对现金流影响不大，经营性现金流入流出预计维持弱平衡；公司上半年投资性现金流-2.4 亿元，较去年同期降低约 0.9 亿元，新增零售店面装修、集成供应链整合工程及工厂 FA 自动化项目投入等在建工程是主要原因；预计未来随着加盟店收入占比提升，公司国家级智能试点项目（FA+MC）2015 年年底上线投产，预计可能对公司资金回笼效率、产能释放、品质控制、成本压缩有大幅改善。

## 美克家居（600337.SZ）

**推荐** 维持评级

### 分析师

马莉

(8610) 6656 8489

mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

赵中平

(86755) 82837691

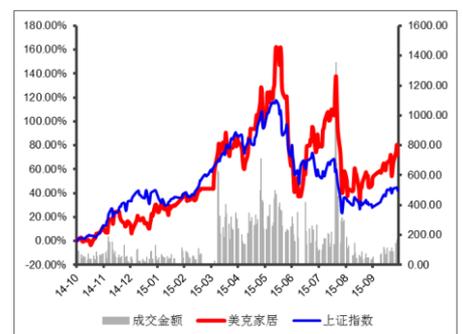
zhaozhongping@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2015.10.29

A 股收盘价	15.05
A 股一年内最高价(元)	24.15
A 股一年内最低价(元)	5.32
上证指数	3375
市净率	3.38
总股本(亿股)	6.46
实际流通 A 股(亿股)	6.42
限售 A 股(亿股)	0.04
流通 A 股市值(亿元)	96.7

### 板块价格走势



- **美克美家品牌沉淀具备长久生命力，经济正常下终端零售增速 20% 值得期待：**我们看好美克美家品牌积淀形成的长久生命力，这种品牌积淀的背后是多层次的，包括设计研发、生产加工、终端零售、以及贯穿于其中体现出的品牌内涵和精髓。结合“美克美家”历史经营情况，以及价格带拉宽（推出价格带更高的黑标产品、价格带更低的面向普通大众的产品）、家居转型下多品类的增加（窗帘、床垫等，目前家装饰品占 10%，期望未来可以提高到 20%，美国是 40%）等带来的客单价提升，考虑到目前 80 家左右的渠道数量，在经济正常情况下，“美克美家”实现终端 20% 左右的复合零售增速是值得期待的。
- **转型打造管理与品牌优势，中高端品牌内销持续推进：**公司三阶段发展培育深厚的制造、管理、品牌优势，2000-2008 年外销为主铸就一流生产能力，2009-2013 年大力转型规范内部流程奠定管理优势，收购美国品牌打造设计门槛，建立多层次产品销售战略，2014 年起加速推进中高端品牌内销发展，2014 年 5 月 A.R.T 首家加盟店开店，店面数稳健增长，单店收入预计仍处上升期，美克美家直营店数量稳步增长，首家 YvvY 与 Rehome 门店依次落地。
- **提升后端生产制造能力，布局家居生活与家居金融：**公司下气力提升生产制造能力，在 2012 年斥资约 3.5 亿元开展 FA（自动化生产）+MC（大规模定制项目），该项目被工信部认定为“家居用品制造智能车间试点示范”项目，公司是唯一获此殊荣的家具企业，项目落地后对生产端改善可期；公司布局泛家居产业链，通过参股小窝金融对接装修客户与装修贷的风险错配需求；通过与 IBM 及苹果公司联合开发旨在提升零售店体验的 MobileFirst 合作项目涉足家居生活，打造更为立体时尚的门店体验。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司收入同比弹性在 2016 年开始显现，ART 开店速度与单店迈向成熟运营的收入同比增速可能超预期 2015-2016 年营业收入为 28.4 亿元、33.2 亿元，高毛利零售业务快速增长，产品结构改善推动盈利向好，结合公司历史正常年份 Q4 利润占全年利润 30-40%，预计归属于母公司净利润为 3.0、3.7 亿元，对应 EPS 为 0.46、0.57 元，同比增长 28.5%、23.7%，当前 97 亿市值对应 32 倍市盈率，维持**推荐评级**。
- **风险提示：**经济低迷导致中高端消费不及预期

**表 1：主要财务指标预测：**

财务摘要	2013	2014	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2675	2713	2842	3316
收入同比增长率%	1.7%	1.4%	4.7%	16.7%
净利润（百万元）	172	233.6	300	371
净利润同比增长率%	730.5%	35.8%	28.5%	23.7%
ROE%	6.4%	8.2%	10.4%	13.5%
市盈率	70.4	49.9	38.7	31.3
EPS（元）	0.27	0.36	0.46	0.57

资料来源：wind、公司公告、中国银河证券研究所

表 1: 美克家居单季度财务报表拆分

报告参数	2014/3/31	2014/6/30	2014/9/30	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>一般企业-利润表(单季度)</b>							
一、营业总收入	566.02	705.08	679.82	762.84	634.20	654.54	740.66
营业收入	566.02	705.08	679.82	762.84	634.20	654.54	740.66
同比	-1.1%	3.6%	3.9%	-0.7%	12.0%	-7.2%	8.9%
二、营业总成本	528.26	628.91	615.79	644.12	589.91	544.05	643.38
营业成本	275.60	333.53	325.49	186.28	266.78	245.21	302.47
毛利率	51.3%	52.7%	52.1%	75.6%	57.9%	62.5%	59.2%
营业税金及附加	3.05	2.75	6.94	9.13	2.09	14.68	7.36
/总收入	0.5%	0.4%	1.0%	1.2%	0.3%	2.2%	1.0%
销售费用	189.60	226.52	220.34	334.71	246.36	218.65	251.68
/总收入	33.5%	32.1%	32.4%	43.9%	38.8%	33.4%	34.0%
同比	8.3%	5.4%	2.1%	21.8%	29.9%	-3.5%	14.2%
管理费用	56.14	62.36	59.67	97.13	63.35	60.07	69.17
/总收入	9.9%	8.8%	8.8%	12.7%	10.0%	9.2%	9.3%
同比	2.9%	11.4%	1.2%	35.1%	12.8%	-3.7%	15.9%
销售费用+管理费用	43.4%	41.0%	41.2%	56.6%	48.8%	42.6%	43.3%
财务费用	3.81	2.98	6.86	7.12	11.44	3.93	12.40
财务费用率	0.7%	0.4%	1.0%	0.9%	1.8%	0.6%	1.7%
资产减值损失	0.06	0.78	-3.51	9.74	-0.10	1.51	0.29
三、其他经营收益							
投资净收益	0.49	-0.12	0.23	-1.08	0.01	0.00	0.00
其中: 对联营企业和合营	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	34.37	76.81	65.46	119.58	44.30	110.50	97.28
营业利润率	6.1%	10.9%	9.6%	15.7%	7.0%	16.9%	13.1%
同比	23.8%	41.8%	15.3%	54.0%	28.9%	43.8%	48.6%
加: 营业外收入	0.39	4.20	0.96	8.47	5.02	0.98	1.23
减: 营业外支出	0.29	0.26	0.92	0.49	1.04	0.56	0.63
其中: 非流动资产处置净	0.15	0.10	0.18	0.15	0.10	0.24	0.23
五、利润总额	34.48	80.75	65.50	127.56	48.27	110.92	97.87
减: 所得税	5.10	16.38	10.25	42.99	6.69	23.98	23.36
所得税率	14.80%	20.28%	15.65%	33.70%	13.86%	21.62%	23.87%
六、净利润	29.37	64.37	55.25	84.57	41.58	86.93	74.51
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净	29.37	64.37	55.25	84.57	41.58	86.93	74.51
同比	23.9%	36.5%	11.4%	64.0%	41.6%	35.0%	34.9%
净利润率	5.2%	9.1%	8.1%	11.1%	6.6%	13.3%	10.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

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。

**马莉，轻工制造行业证券分析师。**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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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

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](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612

深广地区：詹璐 0755-83453719

海外机构：李笑裕 010-83571359

北京地区：王婷 010-66568908

海外机构：刘思瑶 010-83571359

[hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

[zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

[lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

[wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

[liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)