

美克家居 (600337.SH)

评级: 买入 维持评级

公司点评

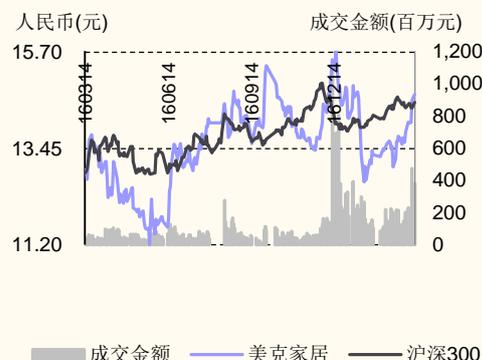
市场价格(人民币): 14.72元

多品牌战略已见成效,“智造”水平持续升级

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 644.96 |
| 总市值(百万元) | 9,493.81 |
| 年内股价最高最低(元) | 15.73/11.20 |
| 沪深300指数 | 3458.10 |
| 上证指数 | 3237.02 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.47 | 0.51 | 0.63 | 0.80 | 1.03 |
| 每股净资产(元) | 4.73 | 4.97 | 5.22 | 5.18 | 5.59 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.43 | 0.91 | 1.13 | 0.61 | 0.77 |
| 市盈率(倍) | 34 | 28 | 23 | 18 | 14 |
| 行业优化市盈率(倍) | N/A | 98 | 98 | 98 | 98 |
| 净利润增长率(%) | 28.71% | 10.04% | 23.22% | 26.46% | 29.13% |
| 净资产收益率(%) | 9.84% | 10.32% | 12.12% | 15.44% | 18.46% |
| 总股本(百万股) | 646.34 | 644.96 | 644.96 | 644.96 | 644.96 |

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

■ 2016年,公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 34.67 亿元、3.92 亿元和 3.31 亿元,同比分别增长 21.26%、5.31%和 10.04%,实现全面摊薄 EPS0.51 元/股,略超我们的预期。经营活动净现金流为 5.88 亿元,高于同期净利润。分季度看,公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 9.16%/21.22%/28.76%/23.84%,归母净利润同比增速分别为 3.05%/2.17%/16.21%/15.32%。公司 2016 年分配预案为每 10 股转增 13 股,同时每 10 股派发现金红利 3 元(含税)。

经营分析

- **业绩持续两位数增长,多品牌战略推动营收高增。**2016年,公司收入实现较高速增长(+21.26%),公司多品牌战略已见成效,另外,公司毛利率小幅降至 57.54%(-3.74pct.),这主要是由于公司近年品牌向下延伸,并且产品不断迭代升级,为了降低部分产品库存压力,加大清仓力度所致。期间费用率降低 2.14pct.。销售费用率与管理费用率均有所降低(1.81pct./0.89pct.),财务费用率上升 0.55pct.,主要系由于公司新增长、短期借款相应增加利息支出及人民币汇率变动导致汇兑损益增加所致。2016年公司归母净利率为 9.54%(-0.97pct.),盈利能力略有下降。
- **持续打造强势多品牌战略,全方位覆盖差异化消费群体。**美克多品牌矩阵主要包括美克美家、A.R.T.、YVY、Zest 及美克美家子品牌 Rehome 等,另外,公司获得美国伊森艾伦品牌特许经营权在国内美克美家渠道独家销售。各品牌有着差异化的价值主张、经营模式,对应着不同收入消费群体。2016年,公司推进各品牌业务升级布局取得显著进展,其中:截至 2016 年底,美克美家共拥有 3 个配送中心,29 个服务中心,82 家全国性门店分布;A.R.T.已在国内 70 个城市开设有 6 家直营店,78 家加盟店;Rehome 新增 6 家店面,截至目前共有 10 家店面;YVY 新增 3 家店面,至 2016 年末共有 5 家店面;另外,公司电商平台业务已完成体系规划,多项平台促销活动也为线下门店实现了有效引流,未来电商业务预计也将成为公司新的第三增长极。
- **携手红星美凯龙,助力 A.R.T.系列快速打开市场。**2016 年 12 月 3 日,公司与红星美凯龙签订战略合作协议,公司旗下品牌 A.R.T.及其新品系列将优先进驻红星美凯龙全国商场内开店及销售,红星美凯龙将利用其行业地位及资

相关报告

- 1.《美克家居 2016 年三季报点评-多品牌战略续深化,制造能力再升...》,2016.10.28
- 2.《美克家居 2016 年半年报点评-品牌与渠道协同并进,增发切入定...》,2016.8.19
- 3.《美克家居 2015 年年报点评-多品牌推进顺畅,回购彰显信心》,2016.4.15

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

源优势为公司提供基于 A.R.T.品牌的专享定制化服务。A.R.T.系列是公司基于多品牌战略规划，于 2014 年引入的高端家居品牌，采取加盟和自营相结合的经营模式。通过此次合作，公司将得到红星所提供的品牌专享的定制化服务，同时利用红星大数据系统为 A.R.T.品牌实现更加精准的营销。红星美凯龙是全国最大的家居商城，此次合作有助于 A.R.T.品牌迅速完成全国一、二线城市布局，同时下沉部分经济发达的三线城市。

- **非公开发行切入定制家居领域，同步提升产能与智能化水平。**2016 年 8 月 13 日，公司公告拟非公开发行募资不超过 16 亿元，用于美克家居天津制造基地升级扩建项目。项目具体包括新建两条板木定制柜类家具生产线，并对两条实木家具生产线进行自动化推广升级改造，同时新建及改造物流库房，实现智能物流。目前，智能工厂运营条件已初步成就，信息系统软硬件总体运行趋于稳定，数据流和数据驱动初见成效，基于 MC（大规模定制）业务模式的标准化产品研发已进入试生产阶段。另外，公司非公开发行项目已获得审核通过，公司也将正式进军定制家居这一家具行业中增长明确的子行业。未来定增项目建成后，公司产品品类覆盖将进一步扩充，同时凭借强大的品牌影响力以及“美粉”粘性，结合公司正实施的 MC+FA 项目充分保证定制产品交付周期，定制家具业务有望快速顺畅推向市场，公司客单价及盈利能力也将全面带动提升。

风险因素

- 互联网对传统家居行业冲击的风险；房地产业宏观调控变动风险；人工成本上涨风险；募集资金投资项目风险。

盈利预测与投资建议

- 公司多品牌、全渠道的无缝消费体验结合“店商+电商+零售服务商”的运营模式保证了公司的长期内生增长动力，非公开发行项目填充了定制家居及实木家具产能，项目建成后有望为公司带来新的业绩持续增长点。我们上调公司 2017-2018 年 EPS 预测至 0.63/0.80 元/股（原为 0.58/0.72 元/股），预测 2019 年 EPS 为 1.03 元/股，三年 CAGR26.25%，对应 PE 分为 23/18/14 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 主营业务收入 | 2,714 | 2,859 | 3,467 | 4,269 | 5,173 | 6,292 | 货币资金 | 197 | 451 | 393 | 970 | 782 | 864 |
| 增长率 | 5.3% | 21.3% | 23.1% | 21.2% | 21.6% | 21.6% | 应收款项 | 196 | 168 | 187 | 312 | 378 | 460 |
| 主营业务成本 | -1,121 | -1,107 | -1,472 | -1,835 | -2,238 | -2,713 | 存货 | 1,442 | 1,742 | 1,657 | 1,986 | 2,423 | 2,937 |
| %销售收入 | 41.3% | 38.7% | 42.5% | 43.0% | 43.3% | 43.1% | 其他流动资产 | 261 | 270 | 525 | 314 | 382 | 463 |
| 毛利 | 1,593 | 1,752 | 1,994 | 2,434 | 2,935 | 3,579 | 流动资产 | 2,096 | 2,631 | 2,762 | 3,582 | 3,965 | 4,724 |
| %销售收入 | 58.7% | 61.3% | 57.5% | 57.0% | 56.7% | 56.9% | %总资产 | 52.4% | 54.6% | 53.7% | 64.8% | 68.2% | 72.8% |
| 营业税金及附加 | -22 | -28 | -39 | -49 | -58 | -70 | 长期投资 | 23 | 31 | 30 | 31 | 30 | 30 |
| %销售收入 | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 固定资产 | 1,317 | 1,529 | 1,561 | 1,502 | 1,439 | 1,376 |
| 营业费用 | -971 | -1,021 | -1,176 | -1,477 | -1,772 | -2,133 | %总资产 | 33.0% | 31.7% | 30.4% | 27.2% | 24.7% | 21.2% |
| %销售收入 | 35.8% | 35.7% | 33.9% | 34.6% | 34.3% | 33.9% | 无形资产 | 507 | 587 | 750 | 411 | 382 | 355 |
| 管理费用 | -275 | -286 | -316 | -388 | -466 | -561 | 非流动资产 | 1,901 | 2,189 | 2,381 | 1,945 | 1,853 | 1,763 |
| %销售收入 | 10.1% | 10.0% | 9.1% | 9.1% | 9.0% | 8.9% | %总资产 | 47.6% | 45.4% | 46.3% | 35.2% | 31.8% | 27.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 325 | 417 | 463 | 520 | 639 | 814 | 资产总计 | 3,996 | 4,819 | 5,143 | 5,528 | 5,818 | 6,487 |
| %销售收入 | 12.0% | 14.6% | 13.4% | 12.2% | 12.4% | 12.9% | 短期借款 | 158 | 576 | 802 | 489 | 464 | 441 |
| 财务费用 | -21 | -40 | -68 | -27 | -20 | -20 | 应付款项 | 677 | 795 | 730 | 1,072 | 1,302 | 1,580 |
| %销售收入 | 0.8% | 1.4% | 2.0% | 0.6% | 0.4% | 0.3% | 其他流动负债 | 111 | 166 | 204 | 455 | 565 | 709 |
| 资产减值损失 | -7 | -3 | -5 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 945 | 1,538 | 1,735 | 2,015 | 2,331 | 2,731 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 200 | 173 | 149 | 149 | 149 | 150 |
| 投资收益 | 0 | -1 | 2 | 3 | 3 | 3 | 其他长期负债 | 1 | 54 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | n.a | n.a | 0.4% | 0.6% | 0.5% | 0.4% | 负债 | 1,146 | 1,764 | 1,938 | 2,164 | 2,480 | 2,880 |
| 营业利润 | 296 | 372 | 392 | 496 | 622 | 797 | 普通股股东权益 | 2,851 | 3,055 | 3,205 | 3,364 | 3,338 | 3,606 |
| 营业利润率 | 10.9% | 13.0% | 11.3% | 11.6% | 12.0% | 12.7% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 12 | 5 | 5 | 9 | 9 | 10 | 负债股东权益合计 | 3,996 | 4,819 | 5,143 | 5,528 | 5,818 | 6,487 |
| 税前利润 | 308 | 377 | 397 | 506 | 632 | 807 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 11.4% | 13.2% | 11.5% | 11.8% | 12.2% | 12.8% | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 所得税 | -75 | -77 | -66 | -98 | -116 | -141 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 24.2% | 20.3% | 16.7% | 19.4% | 18.4% | 17.5% | 每股收益 | 0.36 | 0.47 | 0.51 | 0.63 | 0.80 | 1.03 |
| 净利润 | 234 | 301 | 331 | 408 | 515 | 666 | 每股净资产 | 4.41 | 4.73 | 4.97 | 5.22 | 5.18 | 5.59 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | -0.06 | 0.43 | 0.91 | 1.13 | 0.61 | 0.77 |
| 归属于母公司的净利润 | 234 | 301 | 331 | 408 | 515 | 666 | 每股股利 | 0.15 | 0.15 | 0.31 | 0.38 | 0.48 | 0.62 |
| 净利率 | 8.6% | 10.5% | 9.5% | 9.5% | 10.0% | 10.6% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 8.19% | 9.84% | 10.32% | 12.12% | 15.44% | 18.46% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 5.84% | 6.24% | 6.43% | 7.37% | 8.86% | 10.26% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 7.66% | 8.73% | 9.29% | 10.48% | 13.19% | 16.00% |
| 净利润 | 234 | 301 | 331 | 408 | 515 | 666 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 1.44% | 5.34% | 21.26% | 23.14% | 21.18% | 21.63% |
| 非现金支出 | 150 | 166 | 187 | 150 | 150 | 151 | EBIT 增长率 | 26.19% | 28.37% | 11.24% | 12.23% | 22.84% | 27.39% |
| 非经营收益 | 40 | 41 | 38 | 63 | 22 | 21 | 净利润增长率 | 35.79% | 28.71% | 10.04% | 23.22% | 26.46% | 29.13% |
| 营运资金变动 | -460 | -230 | 31 | 108 | -295 | -343 | 总资产增长率 | 5.88% | 20.59% | 6.71% | 7.49% | 5.24% | 11.50% |
| 经营活动现金净流 | -37 | 277 | 588 | 729 | 392 | 494 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -212 | -321 | -279 | 256 | -48 | -52 | 应收账款周转天数 | 20 | 16 | 12 | 20 | 20 | 20 |
| 投资 | 0 | -10 | -290 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 415 | 525 | 421 | 395 | 395 | 395 |
| 其他 | 1 | 0 | 2 | 3 | 3 | 3 | 应付账款周转天数 | 66 | 75 | 64 | 68 | 68 | 68 |
| 投资活动现金净流 | -211 | -331 | -567 | 258 | -45 | -48 | 固定资产周转天数 | 157 | 150 | 148 | 115 | 91 | 71 |
| 股权募资 | 0 | 0 | -15 | 0 | -234 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 108 | 426 | 196 | -368 | -24 | -22 | 净负债/股东权益 | 5.64% | 9.75% | 17.43% | -9.90% | -5.06% | -7.59% |
| 其他 | -110 | -115 | -261 | -41 | -278 | -341 | EBIT 利息保障倍数 | 15.6 | 10.3 | 6.8 | 19.3 | 32.4 | 40.7 |
| 筹资活动现金净流 | -2 | 311 | -80 | -409 | -536 | -363 | 资产负债率 | 28.67% | 36.61% | 37.69% | 39.15% | 42.62% | 44.40% |
| 现金净流量 | -250 | 257 | -59 | 578 | -189 | 83 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 2.00 | 2.00 | 1.25 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------|
| 1 | 2015-08-14 | 买入 | 17.97 | 26.00 |
| 2 | 2016-04-15 | 买入 | 13.15 | N/A |
| 3 | 2016-08-19 | 买入 | 13.71 | N/A |
| 4 | 2016-10-28 | 买入 | 14.41 | N/A |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD