

轻工制造

2017年03月14日

美克家居 (600337)

——2016 年年报点评：产品品类延伸+产品价格带拓宽，收入逐季提升；有效清理库存，现金流大幅改善

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **2016 年业绩符合我们预期，收入和净利润逐季改善。**2016 年实现收入 34.67 亿元，同比增长 21.3%，(归属于上市公司股东的)净利润为 3.31 亿元，同比增长 10.0%，合 EPS 0.51 元，符合我们年报前瞻中的预期(0.52 元, yoy 11%)；其中 16Q4 实现收入 10.27 亿元，同比增长 23.8%，(归属于上市公司股东的)净利润为 1.13 亿元，同比增长 15.3%。**公司注重现金流优化管理，清理偏老式家具库存得力，存货下降致 2016 年经营活动产生的现金流量净额为达 5.88 亿元，同比大幅增长 112.1%。**2016 年度利润分配方案：**拟每 10 股派发 3 元(含税)，转增 13 股。**
- **优化产品结构、拓宽产品价格带，深入挖掘管理红利，接单转化率提升，销售收入逐季创新高。**1) 门店升级+营销活动发力，客户带单及接单转化率提升，公司收入增长明显。2016 年公司注重门店及品牌升级，升级后的门店集家居零售、家居体验、科技家居等服务于一身，充分诠释公司对“工匠精神”及对完美的追求，门店及品牌的升级直接拉动进店客流转化率，同时配合老顾客转介绍、楼盘营销以及设计师以及设计公司推荐等重要引流新渠道，公司订单提升明显。2016 年全年公司零售业务收入同比增速达到 27.3%。**截至 2016 年底，公司自营门店已突破 100 家至 103 家，其中美克美家 82 家，ART 6 家，Rehome 及 YVVY 分别在重点城市的地标级购物中心新开 6 家和 3 家，达 10 家及 5 家门店；2017 年，美克美家计划新增 18 家门店至 100 家，升级 3 家，ART 计划增加 6 家自营店、25 家加盟店，Rehome 及 YVVY 分别计划新增 12 家及 4 家门店。**2) **产品价格带延伸+软装搭配，有效推升客单价，提供生活方式解决方案。**近年来公司产品系列不断向横向(多元化)及纵向(开发更高端及更低端产品拓宽价格带)发展。**横向：**配套产品(包括床垫、窗帘、灯饰、布艺、软装等)占比持续提升。2016 年窗帘的销售已实现了 30% 以上的同比增长，有望成为下一个快速增长点；同时公司近期拟通过定增新推出定制柜体类产品，进一步满足客户空间利用需求。**纵向：**为满足更多客户群体的要求，公司不断向顶部和底部延伸价格带，在设计出能满足中低价位客户群体需求的入门级产品的同时，也在高端黑标产品线上推陈出新，巩固高端客户市场地位。**随着未来公司产品价格带的进一步拓宽，以及产品品类的增加，公司客单价提升空间仍较为广阔。**3) **ART 加盟业务快速增长成业绩增长另一动力源。**公司明确 ART“纯正美式生活方式”的品牌定位，并积极开展主题营销活动，推出设计尺寸、风格、价位符合市场需求的新品，秋季上新的市场反馈强烈，对销售提升明显。同时 ART 加快空白城市布局节奏，在完善一二线城市布局的基础上，将渠道下沉至经济发达的三线城市。截至 2016 年底，ART 门店已增加至 84 家(自营店及加盟店分别为 6 家及 78 家)，覆盖全国 70 个城市。加盟业务全年实现 1.65 亿收入，同比增长 31.5%。ART 与红星美凯龙签订战略合作框架协议，将依托红星美凯龙的迅速布局，推动 ART 快速发展，进一步扩大品牌影响力。4) **线上销售渠道发力。**2016 年公司致力于线上渠道开拓，线上交易额 8207 万元，同比增长 500.19%，营业收入 5212 万元，同比增长 945.12%，增幅明显。
- **国内零售业务占比进一步提升；期间费用降低，毛利率受累于清仓力度加大有所下滑。**随着公司通过多品牌战略的持续推进及产品价格带的拓宽不断深耕国内零售市场，2016 年国内零售业务占比达到 81.1%，较上年同期增长 3.9 个百分点，但由于公司处于产品大量更新迭代期，为降低偏老式家具库存，清仓力度加大拖累国内零售业务毛利率同比下滑 6 个百分点，公司 2016 年综合毛利率下滑 3.7 个百分点至 57.5%，但为未来的健康发展打下良好基础。在费用率方面，2016 年销售费用率及管理费用率分别较 2015 年下降 1.8 个、0.9 个百分点，费用控制效果显著。

市场数据：2017年03月13日

收盘价(元)	14.72
一年内最高/最低(元)	16.21/11.19
市净率	3.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9494
上证指数/深证成指	3237.02 / 10559.88

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	4.97
资产负债率%	37.69
总股本/流通A股(百万)	645/645
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《美克家居(600337)2016年三季报点评：Q3 收入利润持续向上改善；积极提升供应链效率，释放利润增长空间》2016/10/28

《美克家居(600337)2016年中报点评：订单趋势向好，二季度收入增速提升，长期看好产品价位带拓宽+客单价提升》2016/08/19

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

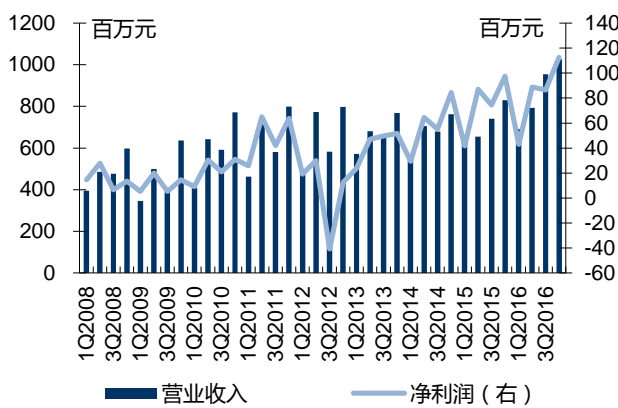
财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,859	3,467	3,961	4,649	5,588
同比增长率(%)	5.34	21.26	14.26	17.37	20.20
净利润(百万元)	301	331	454	546	682
同比增长率(%)	28.71	10.04	37.24	20.26	24.91
每股收益(元/股)	0.47	0.51	0.70	0.85	1.06
毛利率(%)	61.3	57.5	60.4	60.8	61.3
ROE(%)	9.8	10.3	13.8	14.4	15.5
市盈率	32	29	21	17	14

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

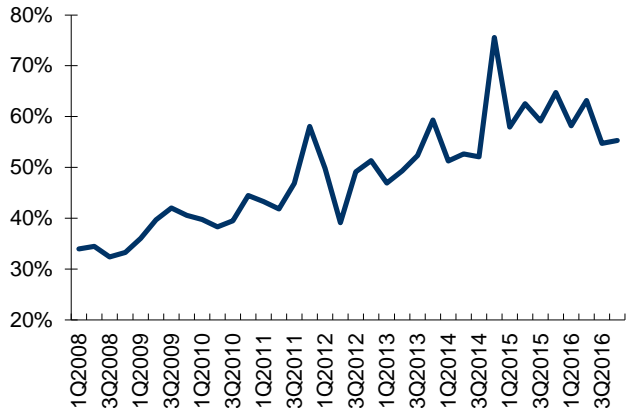
- **供应链改善，有望释放更大利润空间。**公司针对多品牌战略启动供应链优化项目，通过差异化管理以成本最优的方式来服务不同特征的需求，提升多品牌战略下的供应链竞争优势，2016年零售全品类需求平均预测准确率提升20%，后备库存周转天数提升30%，配送周期缩短到9天，订单平均交付周期缩短13%，供应链绩效得到明显的提升和改善。公司积极推动供应链改革，向全渠道零售转型，未来将改进措施紧密衔接前端需求与后端供应，从而发挥端到端价值链的最大价值。**供应链管理已初显成效，2016年存货较2015年下降8000余万元，经营性现金流亦得到大幅提升。**
- **拟参与九州证券增资扩股计划，有助于公司拓展金融投资业务，优化产业布局；近期地产销售预期回暖，后地产家居市场有望受益，维持买入。**公司公告拟出资3亿元参与九州证券增资扩股计划，认购价3.60元/股，占比0.712%，此次对外投资有助于公司拓展金融投资业务，优化产业布局，扩大投资收益来源。近年来公司逐步完成产业结构转型—低毛利OEM业务转向高毛利国内零售业务后，盈利能力不断攀升。公司持续推行线上线下无缝零售+智能制造（MC+FA）项目，积极提升供应链效率，释放利润空间。近期地产销售预期回暖，后地产家居市场估值提振受益。基于收入稳定增长，和供应链的持续改善空间，我们维持公司17-18年0.70和0.85元的EPS，目前股价（14.72元）对应PE分别为21和17倍，维持买入。

图 1：2016 年收入同比增长 21.3%，净利润同比增长 10.0%



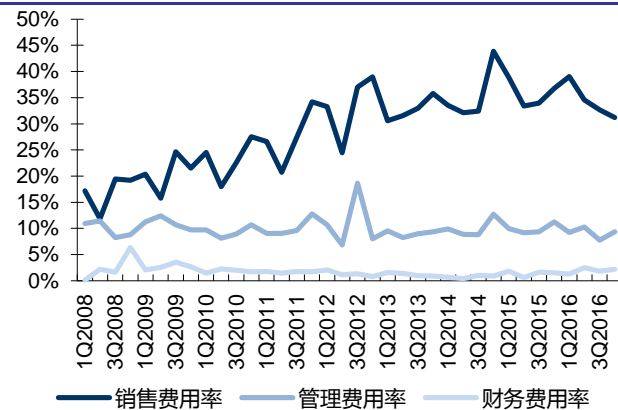
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司毛利率受清仓力度拖累，有所下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：16Q4 费用率同比下降明显



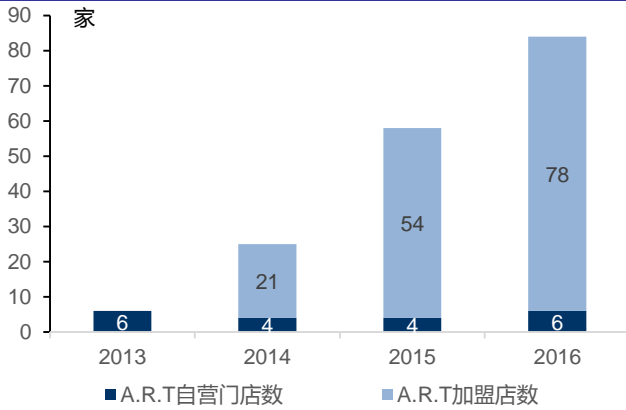
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司开店步伐稳健



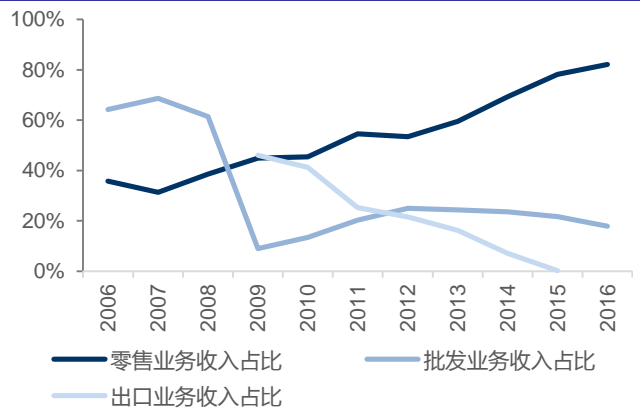
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5: A.R.T 加盟店扩张迅速



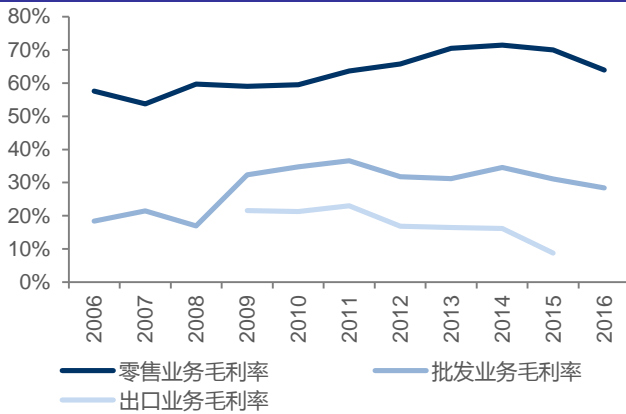
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 6: 公司零售业务占比稳步攀升



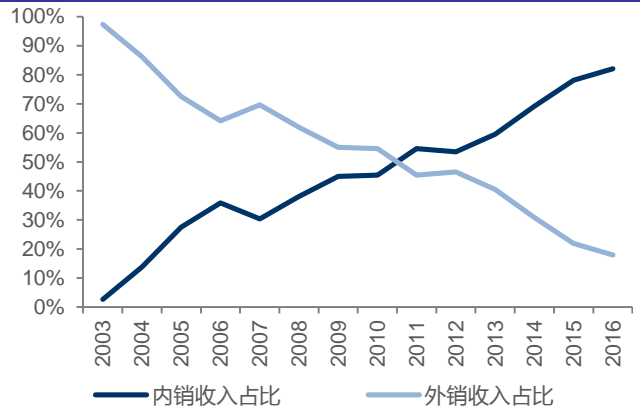
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 2016 毛利率有所下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 8: 公司内销收入占比大幅提升



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,714	2,859	3,467	3,961	4,649	5,588
二、营业总成本	2,417	2,486	3,076	3,412	3,995	4,764
其中：营业成本	1,121	1,107	1,472	1,569	1,823	2,163
营业税金及附加	22	28	39	51	60	73
销售费用	971	1,021	1,176	1,351	1,599	1,922
管理费用	275	286	316	368	437	525
财务费用	21	40	68	70	73	79
资产减值损失	7	3	5	2	2	3
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	2	1	1	2
三、营业利润	296	372	392	550	655	826
加：营业外收入	14	11	9	11	12	10
减：营业外支出	2	6	4	5	5	5
四、利润总额	308	377	397	556	662	831
减：所得税	75	77	66	102	116	148
五、净利润	234	301	331	454	546	682
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	234	301	331	454	546	682
六、全面摊薄每股收益	0.36	0.47	0.51	0.70	0.85	1.06
发行后总股本（百万）	645	645	645	645	645	645

资料来源：申万宏源研究

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，资格证书编号为：ZX0065。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 索取有关披露资料或登录 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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.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，可以向我们的销售员索取。

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。