



门店群与多品牌战略促内销稳健增长

2012年4月12日

推荐/首次

美克股份

财报点评

——美克股份（600337）2011 年报点评

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：孙玉姣

010-6655 4090

邮箱：sunyj@dxzq.net.cn

事件：

公司4月12日公布2011年报，实现营业收入25.60亿元，比2010年增长6.02%，营业利润2.09亿元，同比增长59.58%，实现归属于上市公司股东净利润1.96亿元，比2010年增长114.43%，每股收益0.31元。

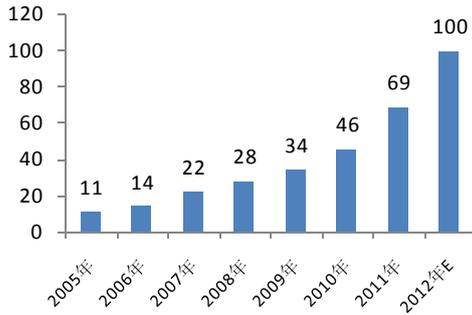
公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	409.07	642.78	592.30	771.03	462.90	718.78	580.59	798.41
增长率（%）	18.48%	28.64%	52.69%	21.11%	13.16%	11.82%	-1.98%	3.55%
毛利率（%）	39.79%	38.31%	39.50%	44.47%	43.28%	41.82%	46.88%	58.10%
期间费用率（%）	35.70%	28.38%	33.52%	39.90%	37.43%	31.27%	38.78%	48.73%
营业利润率（%）	3.70%	9.37%	5.42%	3.06%	5.40%	10.28%	7.68%	8.23%
净利润（百万元）	12.04	45.01	27.00	36.52	25.86	64.90	42.01	63.62
增长率（%）	53.73%	51.09%	190.64%	45.05%	114.87%	44.19%	55.58%	74.21%
每股盈利（季度，元）	0.018	0.060	0.041	0.049	0.041	0.103	0.066	0.101
资产负债率（%）	41.59%	43.23%	44.84%	37.24%	36.98%	35.84%	36.63%	32.79%
净资产收益率（%）	0.78%	2.87%	1.70%	1.57%	1.10%	2.73%	1.74%	2.56%
总资产收益率（%）	0.46%	1.63%	0.94%	0.99%	0.69%	1.75%	1.10%	1.72%

评论：

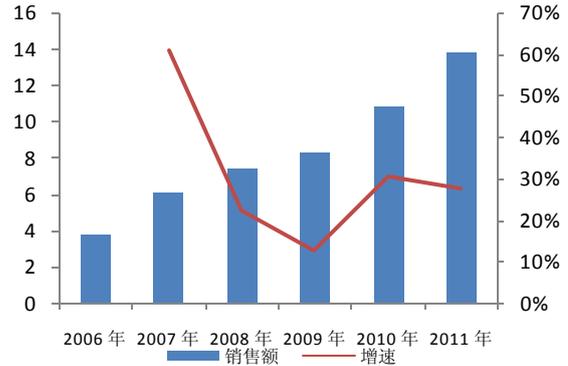
- ▶ 门店群与多品牌战略促使国内实现27.5%的销售增速。2011年，公司实施“门店群”的渠道拓展策略，即以标准店为中心、概念店为辐射，完成全国各大城市网络布局，全年开立石家庄、江阴、无锡、南京、昆明、南宁等24家店面。截止2011年末，公司在全国34个城市共拥有69家美克美家店。同时，内销实施“多品牌、多品类战略”，家具品牌分为自主品牌和代理品牌，自主品牌有美克美家和城市生活，分别定位于高端、大户型和中高端、小户型目标群体；代理品牌有伊森艾伦、Lauren、Caracole等国际高端知名品牌。同时，2011年公司还开始运作A.R.T品牌，并在乌鲁木齐建立了A.R.T加盟测试模型店，A.R.T将作为公司新的渠道品牌独立运作。通过多品牌和多品类的丰富与拓展，公司实现国内销售13.8亿元，单店销售收入突破2000万元。内销收入占比达到54.6%，首次超过外销销售额。

图 1：公司门店数目



资料来源：公司公告、东兴证券

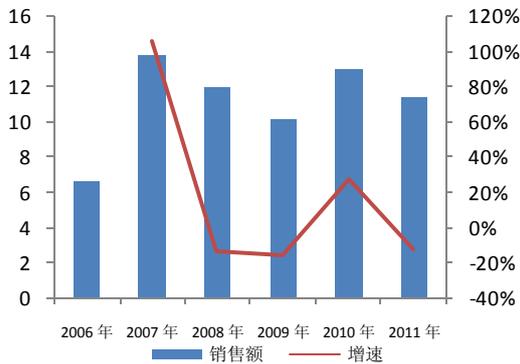
图 2：公司内销收入及增速



资料来源：公司公告

- 外销受美国房地产低迷影响下滑，但毛利率持续回升。公司出口产品大部分销往美国；直接受美国房地产销售的影响。全年实现外销收入11.5亿元，尚未回到金融危机之前水平。但由于公司收购了Schnadig 及 A. R. T之后，改变过去OEM的简单盈利模式，加大了自主品牌的出口比例，盈利水平持续提升。外销毛利率为29%，较上年提高4.4个百分点。

图 3：公司外销收入及增速



资料来源：公司公告

图 4：外销毛利率

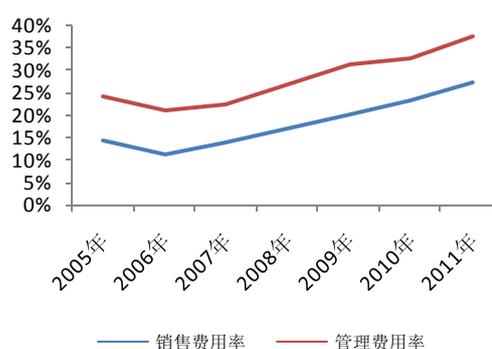


资料来源：公司公告

- 虽然销售费用和管理费用率上升，但由于整体毛利率提升，销售净利率上升到7.67%。由于2011年加大开店力度和营销强度，销售费用率继续上升，达到27.50%，较上年同期提高4.24个百分点；管理费用率为10.34%，较上年同期提高4.24个百分点。期间费用率上升到39.53%。同时，随着公司产品品牌力的持续提升，公司内销毛利率不断提高，2011年为63.7%，加之外销中自主品牌比例的提升促使外销毛利率提高，综合毛利率达到48.3%，较去年提高7.5个百分点。销售净利率上升到7.67%，从而使营业利润增速大幅高于营业收入增速。

图 5: 整体毛利率与销售净利率


资料来源: 公司公告

图 6: 销售费用率与管理费用率


资料来源: 公司公告

业务展望:

公司外销将逐步增大自主品牌的比重, 减少 OEM 比重; 但受美国房地产复苏力度有限的影响, 公司外销出现大幅度反弹的可能性不大, 我们预计未来三年增速在 10% 以内。内销方面, 公司将继续实施“门店群”和“多品牌”战略。一方面大幅加强开店力度, 2012 年计划开设 30-35 门店, 将渠道逐步下沉到二、三线城市, 增加网点密集度。另一方面, 公司将在大力推广 Caracole、A.R.T 等国际高端品牌的同时, 同时将产品线向中低端延伸, 推出加盟家具第二品牌, 并推动直营家具第二品牌, 用于拓宽消费者群体。另外, 公司还进行事件营销, 在央视等全国性媒体投放电视广告, 继续提高品牌知名度。我们认为随着公司品牌建设、渠道下沉与加速拓展门店、延伸多品牌多品类、丰富产品线等措施, 公司产品将不断突破销售瓶颈, 逐步拓宽消费群体和销售区域, 未来 3 年有望继续实现 25% 以上的内销增速。

盈利预测及投资建议:

我们预测 2012 年-2014 年营业收入为 29.8 亿元、35.4 亿元和 41.2 亿元; 同比增长 16.4%; 18.9% 和 16.4%; 归属于上市公司股东的净利润为 2.87 亿元、4.01 亿元和 4.94 亿元。每股收益为 0.45 元、0.63 元和 0.78 元, 对于目前 PE 分别为 18.0 倍、12.8 倍和 10.3 倍。作为家具上市公司中品牌力最强的公司, 将充分受益于国内家具的消费升级趋势, 但是短期内受一、二线限购城市房地产销售低迷的影响。我们首次给予“推荐”的投资评级。

表 1: 盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	2,415.19	2,560.67	2,980.07	3,543.81	4,124.03
(+/-)%	29.19%	6.02%	16.38%	18.92%	16.37%
经营利润 (EBIT) (百万元)	176.77	252.14	351.55	493.59	607.60
(+/-)%	24.27%	42.64%	39.42%	40.40%	23.10%
净利润 (百万元)	91.58	196.38	287.39	400.73	493.57
(+/-)%	102.46%	114.43%	46.34%	39.44%	23.17%
每股净收益 (元)	0.18	0.31	0.45	0.63	0.78

资料来源: 东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。