

短期市场低迷不改公司中长期良性发展态势

2012年6月4日

推荐/维持

美克股份

调研快报

——美克股份（600337）调研快报

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:

我近日调研了美克股份, 与公司进行了深入交流。

评论:

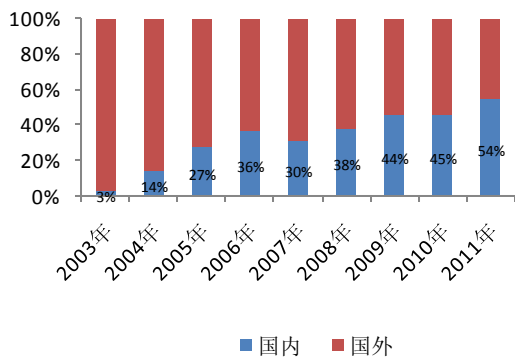
1、公司为外销转内销的成功典范

公司自2002年起启动内销规划, 经历10年发展, 2011年内销收入已经达到13.8亿元, 2005年以来复合增长率达到35%, 内销比重达到54.5%。产品定位高端, 消费目标群为城市经济实力雄厚的中产阶级。采取产销一体化的模式, 在一、二线城市开立自营门店“美克美家”, 截止到2011年底共有69家店铺。在中国品牌研究院公布的2011年中国最有价值品牌500强上榜名单中, 美克美家位居第241位, 排名较2010年上升了127位, 美克美家已经成为中国最有价值品牌之一。公司同时为国际品牌“伊森艾伦”的中国区独家代理商。

外销2011年底比重为46%, 80%产品出口美国。之前主要以OEM为主, 2010年和2011年分别收购美国品牌Schnadig和A.R.T之后, 自主品牌占比逐年提高, 2011年达到40%以上。

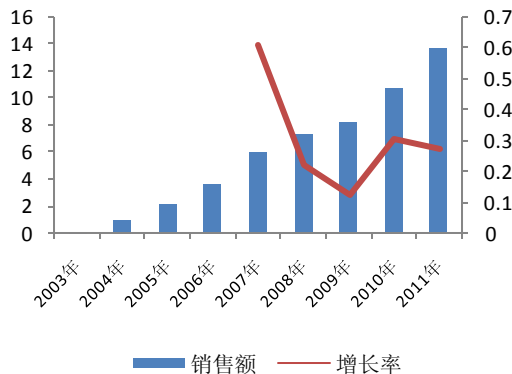
生产基地在新疆及天津, 新疆有一个工厂, 天津有8个工厂, 其中, 天津生产能力占比在90%左右。公司所用主要原材料从东南亚、俄国等地区进口。

图 1: 公司内外销比重



资料来源: 公司公告

图 2: 公司内销额及增长率 (亿元)



资料来源: 公司公告

2、“多品牌战略”打造中高端产品系列

公司最早发展自有品牌为“美克美家”，同时作为伊森艾伦的中国独家代理商，公司将两个品牌在“美克美家”连锁店销售。伊森艾伦产品分为进口和国产两部分，国产部分为公司代工。两者定位均为高端，美克美家自主品牌价格较伊森艾伦略低一些。

美克美家与伊森艾伦为目前最成熟的品牌，两者均发展了多个不同风格系列产品。共有三大类产品：经典、休闲、现代系列。经典又分为英式、美式、意大利、法国等传统系列产品。休闲展现欧式海岸、美国乡村等风格。现代的风格为简约、时尚。20多个系列产品设计的艺术灵感溯源深厚、特点突出、风格各异。伊森艾伦的设计水平全球领先，美克在自身雄厚设计水平的基础上，又吸收伊森艾伦领先的设计理念精华，独立发展了自身独特的设计风格。

公司2009年收购Schnadig之后，将其旗下特色品牌Caracole引入中国，并入美克美家连锁店经营。2011年底，已经完成全国41家店铺的布局。Caracole产品定位于时尚、现代、不拘一格的年轻中产阶级，可以经典家具相搭配，起到画龙点睛、提亮整体风格的作用，产品上市以来发展势头良好。

另外，完善产品系列，将产品线适当下移，以吸引更多消费群，公司2012年规划推出针对中高端市场的两大渠道加盟品牌，其中之一为2011年底收购的美国品牌A.R.T。加盟测试正在进行中，一旦启动，我们预计其对整体收入的贡献将快速提升。

除家具产品外，公司近年来推出“馨尚家”家饰店，入驻美克美家店铺，2011年已经发展到64家店面。产品为国际特色家饰，配套其家具产品。

表 1：公司品牌系列

分类	品牌名称	经营模式	定位及目标消费群
产品品牌	美克美家	在“美克美家”连锁店自营	高端、成熟成功的中产阶级
	Caracole 荟旋	在“美克美家”连锁店自营	时尚、现代、不拘一格的成功人士
代理品牌	伊森艾伦	在“美克美家”连锁店代理	国际知名品牌，高端
家居品牌	馨尚家	在“美克美家”连锁店自营	家居配饰
渠道品牌	A.R.T	尝试加盟模式	美式中端
	名称待定	尝试加盟、第二品牌	中端，针对年轻消费者

资料来源：公司公告，东兴证券

表 2: 公司各品牌的产品系列

	经典	休闲	现代
美克美家	圣卡罗、新维多利亚、维也纳、新传统、罗马假日、佛罗伦萨	阳光地中海、棕榈海岸、鸢尾乡旅	时尚变奏、城市主张、名士公馆
伊森艾伦	托斯卡纳、汤豪斯、英国经典、英伦曼舞、美国经典、玫瑰	探戈、乡居岁月	地平线、摩登魅力

资料来源：公司网站、东兴证券

3、“门店群战略”全国布局加速 尝试加盟商方式推进渠道下沉

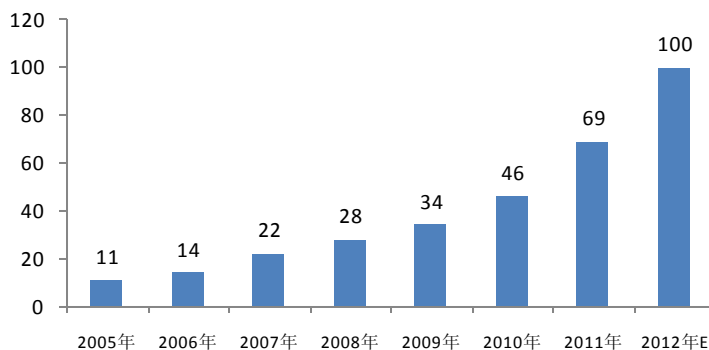
公司推行“门店群战略”。之前按照以标准点为中心，概念店为辐射的店铺拓展策略，进行渠道布局。

2012年公司细分了店铺功能，将全国旗舰店、城市核心店、城市标准店、地区标准店、城市卫星店及独立店、商圈店、家居卖场独立店等类型进行细分，针对性的采取销售策略和业绩考核方法，以期达到最大化的门店群叠加效应。

公司2011年底已经有69家店面。今年将不会由于暂时的市场低迷放缓开店步伐，年内计划开立30-35家店铺。未来三年还将维持目前开店速度。在一线城市和二线消费能力较高的城市进行网点加密，同时拓展一般二线城市、三线城市市场，全国布局加速。

门店群战略有利于进一步巩固原有强势市场的渠道优势和品牌优势，又有利于渠道下沉。公司采取的全直营方式虽然前期开拓费用大，但既有利于公司品牌宣传与提升，又有利于公司市场基础的积累。

另外，公司将启动加盟模式，主要做两个中端系列产品。加盟模式的引入，将充分借助现有的品牌力优势，加快公司扩张步伐。

图 3: 公司门店数目


资料来源：公司公告、东兴证券

4、营销理念国内领先 助力高端品牌形象

公司广告和宣传，一直在引领消费潮流。2003年，提出“发现经典 感悟生活”，将家具的概念延伸生活，家具消费理念延伸至生活态度。2007年，推广“是经典，也是生活”全新理念，宣传“家是人们度过一生的地方，每个人对家都有梦想！”的家具哲学，认为家具承载着人们对家的梦想和生活哲学。2012年，美克10周年，推出“美克美家、启发生活灵感”的媒体广告，“一个书柜 可以是一趟旅程；一张餐桌 可以是一种探索；一个衣柜 可以是一串回忆；一张床 可以是一个秘密；一张沙发 可以是沉默 是激情 或是逃离；我们知道 有关生活的梦想 你总有一种自己的想象；美克美家 启发生活灵感”；并同时宣传新品，“剪辑经典与时尚 导演自己的生活”，引领消费者根据自身喜好选择时尚新品来搭配经典家具。

公司的营销方式，恰如其分的描述了其产品的独特性、设计灵感的巧妙性；将具体家具同人们的生活方式、梦想联系起来，上升到全新的精神宣传层次。其广告宣传已经成为国内广告的经典案例，有力诠释了高端产品形象。

图 4：2012 年新品上市宣传图片



资料来源：公司网站

图 5：公司经典 LOGO 宣传图片

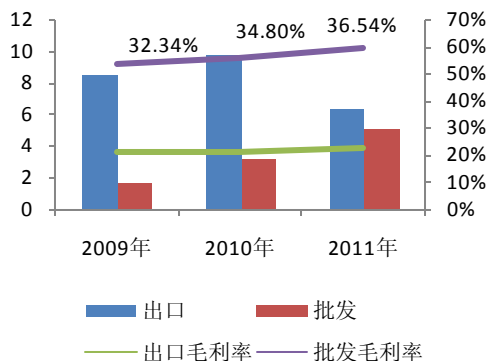


资料来源：公司网站

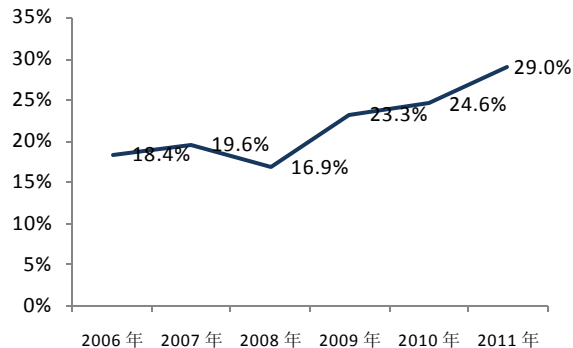
5、外销调结构保证盈利

公司外销80%出口美国,2009年之前主要以OEM代工为主。2009年和2011年收购Schnadig和A.R.T之后,发展势头迅猛,公司代工比例下降。按照公司“出口家具”和“批发家具”的统计口径,前者为OEM直接出口,后者为通过Schnadig和A.R.T批发出口;批发占整个外销的比例已经上升到44.5%。批发出口的盈利水平高于代工,两者毛利率分别为36.5%和23%。因此,随着批发占比提高,外销毛利率从2008年的17%提升到2011年的29%。

公司下一步将继续发挥Schnadig和A.R.T在美国本土的品牌优势,扩大两者的渠道和销售,进一步提升外销的盈利能力。

图 6：出口与批发家具的销售额（左轴）与毛利率


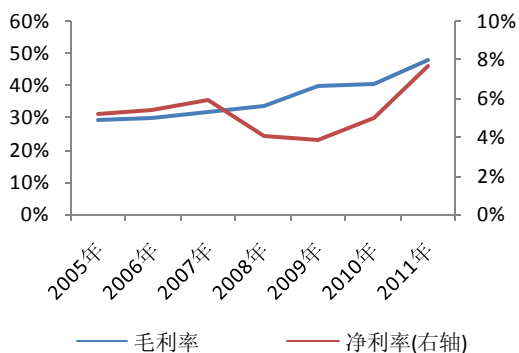
资料来源：公司公告

图 7：公司出口毛利率


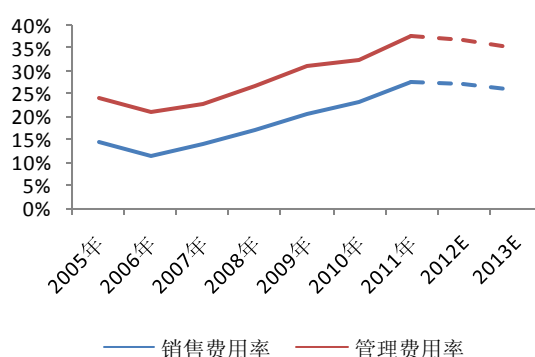
资料来源：公司公告

6、品牌力形成，规模经济拐点将至

公司经过10年的努力，强势品牌影响力已经形成，在中国本土家具品牌的良好形象根深蒂固，未来的品牌宣传费用率将下降。同时，公司大部分租赁店铺的租金合同为长期合同，租金已经锁定；而随着公司成熟门店占比扩大，盈利门店增多，销售费用率将逐步下滑。从产业链角度，公司“从源头到尽头”的模式将锁定全产业链价值，盈利能力将得到更大发挥。我们预计三年内销售费用率将下滑至25%左右；毛利率将能维持在目前较高水平，内生增长拐点将要到来。

图 8：公司毛利率与净利率


资料来源：公司公告

图 9：公司销售费用率与管理费用率


资料来源：公司公告，东兴证券

盈利预测及投资评级

我们预测2012-2014年公司营业收入为29.8亿元、35.4亿元和41.2亿元；归属于母公司股东的净利润分别为2.87亿元、4.00亿和4.93亿元，EPS分别为0.45元、0.63元和0.78元。对应目前估值分别为16.40倍、11.71倍和9.50倍。

家具行业2012年、2013年平均估值为17.56倍和13.96倍，公司估值略低于行业平均。我们认为虽然目前出口形势仍存在一定不确定性，国内房地产低迷将影响部分家具消费，但是公司外销调结构，内销加大渠道拓展力度，外延与内生性增长共存，规模经济拐点将至，良性发展态势已经形成。维持“推荐”的投资评级。

表 3：家具类公司估值比较

代码	简称	每股收益（元）		市盈率 PE	
		12E	13E	11E	12E
600978.SH	宜华木业	0.26	0.33	21.55	16.88
002489.SZ	浙江永强	0.62	0.77	19.35	15.65
600337.SH	美克股份	0.45	0.63	16.40	11.71
002572.SZ	索菲亚	0.88	1.17	22.90	17.26
000910.SZ	大亚科技	0.00	0.00	0.00	0.00
601996.SH	丰林集团	0.22	0.24	25.37	23.78
002631.SZ	德尔家居	0.84	1.17	17.34	12.46
行业平均（整体法）				17.56	13.96

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,560.67	2,980.07	16.38%	3,543.81	18.92%	4,124.03	16.37%
营业成本	1,323.71	1,536.88	16.10%	1,816.34	18.18%	2,130.38	17.29%
营业费用	704.31	804.62	14.24%	921.39	14.51%	1,031.01	11.90%
管理费用	264.88	292.05	10.26%	318.94	9.21%	362.91	13.79%
财务费用	43.00	36.30	-15.58%	45.62	25.66%	53.68	17.67%
投资收益	6.20	8.00	29.05%	10.00	25.00%	12.00	20.00%
营业利润	209.14	315.24	50.73%	447.97	42.10%	553.92	23.65%
利润总额	225.69	332.24	47.21%	465.97	40.25%	573.92	23.17%
所得税	29.30	44.85	53.08%	65.24	45.44%	80.35	23.17%
净利润	196.39	287.39	46.34%	400.73	39.44%	493.57	23.17%
归属母公司所有者的净利润	196.38	287.39	46.34%	400.73	39.44%	493.57	23.17%
NOPLAT	219.41	304.09	38.59%	424.48	39.59%	522.54	23.10%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	610.99	447.01	-26.84%	531.57	18.92%	618.60	16.37%
交易性金融资产	0.97	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	183.25	163.29	-10.89%	194.18	18.92%	225.97	16.37%
预付款项	158.17	159.71	0.97%	161.53	1.14%	163.66	1.32%
存货	906.61	1,052.66	16.11%	1,094.78	4.00%	1,167.33	6.63%
流动资产合计	1,899.70	1,868.87	-1.62%	2,037.01	9.00%	2,239.51	9.94%
非流动资产	1,791.02	1,904.45	6.33%	1,966.27	3.25%	1,957.72	-0.43%
资产总计	3,690.72	3,773.32	2.24%	4,003.28	6.09%	4,197.23	4.84%
短期借款	204.91	203.91	-0.49%	202.91	-0.49%	201.91	-0.49%
应付帐款	180.94	189.48	4.72%	223.93	18.18%	262.65	17.29%
预收款项	206.29	206.29	0.00%	206.29	0.00%	206.29	0.00%
流动负债合计	975.92	884.95	-9.32%	947.54	7.07%	1,016.77	7.31%
非流动负债	234.27	333.62	42.41%	433.62	29.97%	533.62	23.06%
少数股东权益	2.31	2.31	0.00%	2.31	0.00%	2.31	0.00%
母公司股东权益	2,478.23	2,697.53	8.85%	2,978.04	10.40%	3,323.54	11.60%
净营运资本	923.79	983.93	6.51%	1,089.46	10.73%	1,222.74	12.23%
投入资本 IC	2,372.49	2,787.18	17.48%	3,082.13	10.58%	3,439.60	11.60%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	196.39	287.39	46.34%	400.73	39.44%	493.57	23.17%
折旧摊销	97.00	0.00	N/A	179.30	N/A	204.11	13.84%
净营运资金增加	(376.72)	60.14	N/A	105.54	75.48%	133.28	26.29%
经营活动产生现金流	399.96	429.48	7.38%	595.68	38.70%	694.12	16.53%
投资活动产生现金流	(500.52)	(316.59)	N/A	(240.00)	N/A	(188.00)	N/A

融资活动产生现金流	(305.32)	(99.54)	N/A	(66.84)	N/A	(102.75)	N/A
现金净增(减)	(405.87)	13.35	N/A	288.84	2064.19%	403.37	39.65%

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。

东兴证券