

美克家居 (600337.SH) 室内家具行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

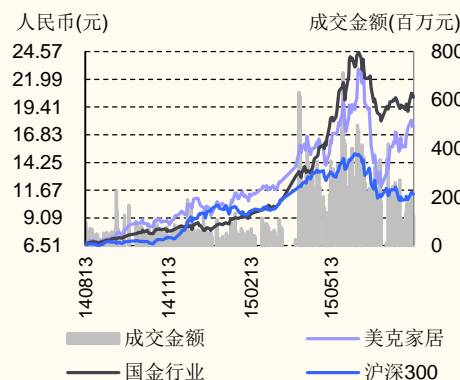
市场价格 (人民币): 17.97 元

目标价格 (人民币): 26.00 元

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)	642.40
总市值(百万元)	11,614.67
年内股价最高最低(元)	22.95/6.64
沪深 300 指数	4075.46
上证指数	3954.56



相关报告

- 《基本面持续向好,业绩略超预期-美克家居业绩点评》, 2015.1.19
- 《新品牌,新模式,大空间-美克家居公司研究》, 2014.12.8

揭力

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

多品牌、大家居,公司走上发展快车道

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.50	0.67	0.88
每股净资产(元)	4.18	4.41	4.66	5.05	5.51
每股经营性现金流(元)	0.49	-0.06	1.65	0.72	0.90
市盈率(倍)	23	26	34	25	19
行业优化市盈率(倍)	34	41	102	102	102
净利润增长率(%)	730.55%	35.79%	37.12%	35.37%	31.77%
净资产收益率(%)	6.35%	8.19%	10.61%	13.26%	16.02%
总股本(百万股)	647.28	646.81	646.34	646.34	646.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015 年上半年, 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利润 12.89 亿元、1.55 亿元和 1.29 亿元, 同比分别增长 1.39%、39.23% 和 37.09%。实现全面摊薄 EPS0.20 元/股, 略高于市场预期。分季度看, 公司 Q1/Q2 归母净利润同比增速分别为 41.56%/35.05%。

经营分析

- 业绩成长趋势向好, 净利仍有提高空间:** 为配合美克美家 25 周年庆, 公司在第一季度举办了部分货品的促销活动 (Q1/Q2 营收同比增速分别为 12.05%/-7.17%), 同时 A.R.T. 的开店和加盟收入都超预期增长, 确保公司在今年开始完全停止亏损的 OEM 业务的情况下, 仍实行上半年收入正增长。公司上半年综合毛利率同比大幅提高 9.84pct. 到 62.54%, 创下历史单季次佳, 净利率达到创纪录的 13.28%。不过, 与历史同期相比, 期间费用率处于最高水平的 43.18% (同比+1.79pct.), 主要是因为美克美家新增门店带来租赁、折旧及人工增加所致。未来, 随着公司管理改革的深入、新开门店销售步入正轨以及智能制造 (MC+FA) 项目建成后提高工厂自动化水平, 降低人工、提升效率和品质控制, 期间费用率有望恢复至正常水平, 从而促使净利率水平进一步提高。
- 全面推进“多品牌”、“大家居”战略转型:** 1) 美克美家品牌全面升级店面、产品和服务, 新增 5 家门店, 构建无缝零售, 客流、下单客户数和客单价同步提升; 新推出 8 个套系的迭代升级产品、黑标产品以及大量装饰品和家居用品, 优化品类结构; 2) A.R.T. 品牌 3 个套系产品和改进单品上市, 提高性价比, 完善产品线; 门店数在去年末加盟店 21 家、自营店 4 家的基础上新开 13 家加盟店; 3) 定位年轻客户的家具品牌 YVYV 和创意家居用品品牌 Rehome 都已开出 2 家店面进行测试运营; 纯互联网产品 Zest 完成市场反馈测试, 正在产品风格完善定型中。
- 发力电子商务, 完善消费体验, 优化精准营销和渠道管理:** 公司从 2013 年开始实施电商 OBO 项目, 利用大数据、布局移动端入口等, 整合实体店、网络和移动端, 从顾客吸引、接触选择、方案支付、收货安装、产品表现和售后传播等方面完善客户的无缝购物体验。上半年, 公司宣布将与 IBM 和苹果联合开发 MobileFirst 合作项目, 这是中国第一个生活方式品牌商合作项目。公司还对增资入股小窝金服, 利用双方在传统行业、互联网领域、金

融领域以及房产开发商等方面的资源优势，共同打造“互联网+”战略，打通房地产开发商、装修公司、装修设计师、装修项目经理、物业和家装互联网平台等产业链资源。

- **多种股权激励工具、定增控股股东，保障公司长期成长：**公司近年实施了多个资本市场动作，包括限制性股票（1,500 万股，占 2.37%，激励对象包括董事（不含独董）、高管以及核心技术/业务人员，2013 年 5 月）、员工持股计划（持有人包括董、监、高 4 人及员工 479 人，杠杆 2 倍，已购买 2,384 万股，占 3.69%，2014 年 12 月）以及向控股股东美克集团定增（2,799 万股，占发行后总股本 4.15%，10.72 元/股，2015 年 4 月），使得控股股东、董、监、高以及员工的利益与公司的长远发展高度一致，有助于调动各方积极性，保障公司业绩的稳健增长。
- **风险因素：**房地产景气下滑导致家居需求疲软；新品牌推广不力；电子商务项目落实低于预期。

盈利预测与投资建议

- 作为资本市场老牌家具公司，公司近几年陆续走出了管理改善、品牌升级、多品牌开放加盟、开拓大家居市场以及积极探索互联网电商渠道等求新求变的战略转型，打造“美克·美家”本土高端家具第一品牌的愿景值得期待。13 年限制性股票、14 年员工持股计划以及 15 年向控股股东定增彰显对公司长期发展的坚定信心。我们上调公司 2015-2017 年 EPS 预测至 0.50/0.67/0.8 元（三年 CAGR34.7%，原为 0.47/0.61/0.77），对应 PE 分为 34/25/19 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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	2,631	2,675	2,714	2,593	2,996	3,516	货币资金	430	448	197	1,345	1,595	1,877
增长率		1.7%	1.4%	-4.4%	15.5%	17.3%	应收款项	241	204	196	278	322	377
主营业务成本	-1,395	-1,273	-1,121	-1,021	-1,184	-1,391	存货	1,123	1,109	1,442	798	925	1,087
% 销售收入	53.0%	47.6%	41.3%	39.4%	39.5%	39.6%	其他流动资产	139	152	261	134	155	182
毛利	1,236	1,402	1,593	1,573	1,813	2,125	流动资产	1,933	1,913	2,096	2,555	2,997	3,524
% 销售收入	47.0%	52.4%	58.7%	60.6%	60.5%	60.4%	% 总资产	51.3%	50.7%	52.4%	60.9%	65.2%	69.3%
营业税金及附加	-14	-23	-22	-21	-24	-28	长期投资	24	23	23	24	23	23
% 销售收入	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,316	1,336	1,317	1,291	1,265	1,238
营业费用	-875	-881	-971	-882	-968	-1,079	% 总资产	34.9%	35.4%	33.0%	30.8%	27.5%	24.4%
% 销售收入	33.2%	32.9%	35.8%	34.0%	32.3%	30.7%	无形资产	438	433	507	320	308	297
管理费用	-276	-241	-275	-258	-277	-302	非流动资产	1,834	1,862	1,901	1,637	1,597	1,559
% 销售收入	10.5%	9.0%	10.1%	9.9%	9.2%	8.6%	% 总资产	48.7%	49.3%	47.6%	39.1%	34.8%	30.7%
息税前利润 (EBIT)	71	257	325	412	544	716	资产总计	3,768	3,775	3,996	4,193	4,595	5,083
% 销售收入	2.7%	9.6%	12.0%	15.9%	18.2%	20.4%	短期借款	386	150	158	150	142	135
财务费用	-33	-32	-21	-7	7	13	应付款项	754	672	677	570	657	768
% 销售收入	1.3%	1.2%	0.8%	0.3%	-0.2%	-0.4%	其他流动负债	113	142	111	255	326	412
资产减值损失	-10	-17	-7	0	0	0	流动负债	1,253	964	945	976	1,125	1,316
公允价值变动收益	3	-2	0	0	0	0	长期贷款	0	100	200	200	200	201
投资收益	5	10	0	4	4	4	其他长期负债	4	3	1	0	0	0
% 税前利润	10.4%	4.4%	n.a	1.0%	0.7%	0.6%	负债	1,258	1,067	1,146	1,176	1,325	1,517
营业利润	36	216	296	409	556	734	普通股股东权益	2,510	2,708	2,851	3,017	3,269	3,566
营业利润率	1.3%	8.1%	10.9%	15.8%	18.5%	20.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	15	10	12	12	12	13	负债股东权益合计	3,768	3,775	3,996	4,193	4,595	5,083
税前利润	50	226	308	421	568	746	比率分析						
利润率	1.9%	8.4%	11.4%	16.2%	19.0%	21.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-30	-54	-75	-101	-135	-175	每股指标						
所得税率	58.8%	23.9%	24.2%	23.9%	23.7%	23.4%	每股收益	0.03	0.27	0.36	0.50	0.67	0.88
净利润	21	172	234	320	434	571	每股净资产	3.97	4.18	4.41	4.66	5.05	5.51
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.32	0.49	-0.06	1.65	0.72	0.90
归属于母公司的净利润	21	172	234	320	434	571	每股股利	0.03	0.15	0.15	0.24	0.32	0.42
净利率	0.8%	6.4%	8.6%	12.3%	14.5%	16.2%	回报率						
							净资产收益率	0.83%	6.35%	8.19%	10.61%	13.26%	16.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.55%	4.56%	5.84%	7.64%	9.44%	11.24%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	1.01%	6.61%	7.66%	9.31%	11.50%	14.05%
净利润	21	172	234	320	434	571	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	2.75%	1.68%	1.44%	-4.43%	15.54%	17.34%
非现金支出	136	148	150	116	118	120	EBIT增长率	-71.91%	261.61%	26.19%	26.98%	32.04%	31.62%
非经营收益	4	6	40	58	5	4	净利润增长率	-89.45%	730.55%	35.79%	37.12%	35.37%	31.77%
营运资金变动	45	-10	-460	574	-89	-113	总资产增长率	2.09%	0.18%	5.88%	4.91%	9.59%	10.63%
经营活动现金净流	205	316	-37	1,067	467	583	资产管理能力						
资本开支	-146	-161	-212	107	-66	-70	应收账款周转天数	26	24	20	33	33	33
投资	-2	0	0	-1	0	0	存货周转天数	266	320	415	285	285	285
其他	2	9	1	4	4	4	应付账款周转天数	57	66	66	62	62	62
投资活动现金净流	-146	-152	-211	111	-61	-66	固定资产周转天数	160	158	157	157	130	105
股权募资	0	42	0	0	27	0	偿债能力						
债权募资	-182	-132	108	-9	-7	-6	净负债/股东权益	-1.86%	-7.38%	5.64%	-32.97%	-38.32%	-43.21%
其他	-58	-59	-110	-22	-175	-229	EBIT利息保障倍数	2.1	8.0	15.6	55.4	-73.9	-54.1
筹资活动现金净流	-241	-148	-2	-30	-156	-235	资产负债率	33.38%	28.26%	28.67%	28.04%	28.84%	29.85%
现金净流量	-181	15	-250	1,148	251	282							

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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。

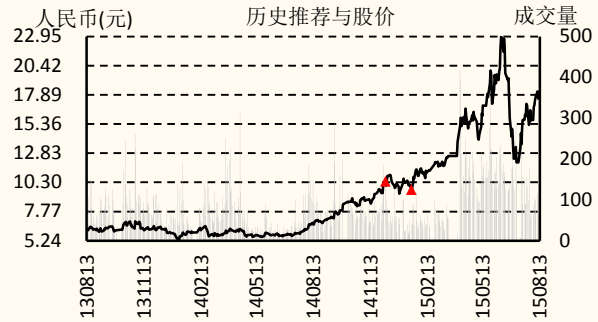
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-08	买入	10.27	15.00~15.00
2	2015-01-19	买入	10.10	N/A

来源：国金证券研究所



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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

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