

美克家居 (600337.SH) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：12.55元

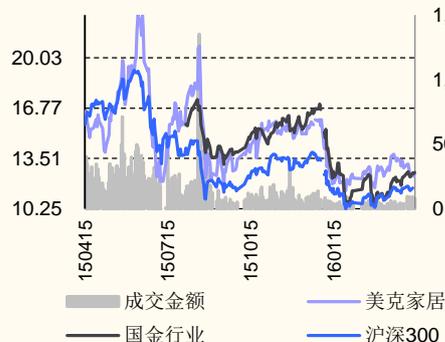
多品牌推进顺畅，回购彰显信心

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)	8,111.52
年内股价最高最低(元)	22.79/11.35
沪深300指数	3230.10
上证指数	3023.65

人民币(元) 成交金额(百万元)



相关报告

1. 《多品牌、大家居，公司走上发展快车道-美克家居2015年半年报...》，2015.8.14

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.36	0.47	0.60	0.75	0.96
每股净资产(元)	4.41	4.73	5.02	5.09	5.56
每股经营性现金流(元)	-0.06	0.00	1.46	0.72	0.91
市盈率(倍)	26	34	22	17	14
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	70	70
净利润增长率(%)	35.79%	28.71%	28.73%	25.69%	26.91%
净资产收益率(%)	8.19%	9.84%	11.92%	14.80%	17.19%
总股本(百万股)	646.81	646.34	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，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28.59亿元、3.72亿元和3.01亿元，同比分别增长5.34%、25.68%和28.71%。实现全面摊薄EPS0.46元/股，基本符合我们的预期。公司2015年分配预案为：以股权登记日总股本为基数，向全体股东派发现金红利共计2亿元（已回购股份注销影响公司总股本）。

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2015年1季度举办部分货品的促销活动，同时A.R.T.的开店数和加盟收入都逆势增长，确保公司在今年开始完全停止亏损的OEM业务的情况下，仍实现收入正增长。公司全年综合毛利率同比大幅提高2.58pct.到61.28%，创下历史最佳，净利率达到创纪录的10.52%。不过，与历史同期相比，期间费用率处于最高水平的46.70%（同比+3.57pct.），主要是因为美克美家新增门店及门店升级带来租赁、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。
- **“多品牌”、“大家居”战略转型已现成效：**2015年，公司完成了涵盖美克美家、A.R.T.、Rehome、YVYV和ZEST在内的品牌矩阵搭建，公司可以针对不同客户群体提供多元化的品牌和差异化的渠道策略。1) “美克美家”品牌对77家门店（占92%）进行全面升级店面、产品和服务，新增15家门店，优化调整6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31家加盟店，分布在20个省47个城市，基本覆盖了一、二线城市，并逐步覆盖发达的三线城市；3) 定位年轻客户的家具品牌YVYV分别在上海、青岛和沈阳开出门店；4) 创意家居用品品牌Rehome分别在北京、青岛和重庆开出门店；4) 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

揭力

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

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。1) 公司与 IBM 和苹果联合开发 Mobile First 合作项目，这是中国第一个生活方式品牌商合作项目。目前该项目已经完成了帮助设计顾问更好服务消费者的具有消费信息收集、分析推荐和产品随性功能 Sales Consult，具有快捷设计和 3D 呈现功能的 Home Visit，以及可实现动态采购供应链管理和定制化推荐的 Dynamic Buy 三款 App。未来公司还可以依托 Mobile First 项目构建开放式大家居平台；2) 公司增资入股小窝金服，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、大比例回购，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（2013 年 5 月，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，已实施）、员工持股计划（2014 年 12 月，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%，已实施）、向控股股东美克集团定增（2015 年 4 月，2,799 万股，占发行后总股本 4.15%，10.72 元/股，已实施），以及回购股份（2016 年 1 月，自有资金 1-至 4 亿元，集中竞价方式，回购价格不超过 12 元/股，预计最大回购股份数量为 3,333 万股，最高约占总股本 5.16%。截至 3 月 31 日，累计已回购股份数量为 578,791 股，成交价为 11.40-12.03 元/股）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。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.60/0.75/0.96 元/股（三年 CAGR27.1%），对应 PE 分为 22/17/14 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,675	2,714	2,859	3,247	3,738	4,320	货币资金	448	197	451	1,261	1,189	1,384
增长率		1.4%	5.3%	13.6%	15.1%	15.6%	应收款项	204	196	168	260	299	345
主营业务成本	-1,273	-1,121	-1,107	-1,300	-1,506	-1,731	存货	1,109	1,442	1,742	1,265	1,465	1,684
%销售收入	47.6%	41.3%	38.7%	40.0%	40.3%	40.1%	其他流动资产	152	261	270	213	246	283
毛利	1,402	1,593	1,752	1,947	2,233	2,589	流动资产	1,913	2,096	2,631	2,998	3,200	3,697
%销售收入	52.4%	58.7%	61.3%	60.0%	59.7%	59.9%	%总资产	50.7%	52.4%	54.6%	61.2%	62.6%	65.7%
营业税金及附加	-23	-22	-28	-32	-36	-42	长期投资	23	23	31	32	31	31
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,336	1,317	1,529	1,551	1,574	1,600
营业费用	-881	-971	-1,021	-1,102	-1,244	-1,408	%总资产	35.4%	33.0%	31.7%	31.7%	30.8%	28.4%
%销售收入	32.9%	35.8%	35.7%	33.9%	33.3%	32.6%	无形资产	433	507	587	313	305	297
管理费用	-241	-275	-286	-318	-348	-382	非流动资产	1,862	1,901	2,189	1,899	1,913	1,930
%销售收入	9.0%	10.1%	10.0%	9.8%	9.3%	8.8%	%总资产	49.3%	47.6%	45.4%	38.8%	37.4%	34.3%
息税前利润 (EBIT)	257	325	417	495	605	757	资产总计	3,775	3,996	4,819	4,897	5,112	5,627
%销售收入	9.6%	12.0%	14.6%	15.3%	16.2%	17.5%	短期借款	150	158	576	358	340	323
财务费用	-32	-21	-40	-17	-8	-6	应付款项	672	677	795	778	896	1,031
%销售收入	1.2%	0.8%	1.4%	0.5%	0.2%	0.1%	其他流动负债	142	111	166	343	417	509
资产减值损失	-17	-7	-3	0	0	0	流动负债	964	945	1,538	1,479	1,652	1,863
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	0	长期贷款	100	200	173	173	173	174
投资收益	10	0	-1	4	4	4	其他长期负债	3	1	54	0	0	0
%税前利润	4.4%	n.a	n.a	0.8%	0.7%	0.5%	负债	1,067	1,146	1,764	1,652	1,825	2,036
营业利润	216	296	372	482	601	755	普通股股东权益	2,708	2,851	3,055	3,245	3,287	3,591
营业利润率	8.1%	10.9%	13.0%	14.9%	16.1%	17.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	10	12	5	12	12	12	负债股东权益合计	3,775	3,996	4,819	4,897	5,112	5,627
税前利润	226	308	377	494	613	767	比率分析						
利润率	8.4%	11.4%	13.2%	15.2%	16.4%	17.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-54	-75	-77	-107	-126	-150	每股指标						
所得税率	23.9%	24.2%	20.3%	21.7%	20.6%	19.6%	每股收益	0.27	0.36	0.47	0.60	0.75	0.96
净利润	172	234	301	387	486	617	每股净资产	4.18	4.41	4.73	5.02	5.09	5.56
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.49	-0.06	0.00	1.46	0.72	0.91
归属于母公司的净利润	172	234	301	387	486	617	每股股利	0.03	0.15	0.15	0.30	0.38	0.49
净利率	6.4%	8.6%	10.5%	11.9%	13.0%	14.3%	回报率						
							净资产收益率	6.35%	8.19%	9.84%	11.92%	14.80%	17.19%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.56%	5.84%	6.24%	7.90%	9.51%	10.97%
							投入资本收益率	6.61%	7.66%	8.73%	10.27%	12.64%	14.90%
							增长率						
净利润	172	234	0	387	486	617	主营业务收入增长率	1.68%	1.44%	5.34%	13.57%	15.13%	15.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	261.61%	26.19%	28.37%	18.87%	22.12%	25.19%
非现金支出	148	150	0	93	95	97	净利润增长率	730.55%	35.79%	28.71%	28.73%	25.69%	26.91%
非经营收益	6	40	0	55	14	13	总资产增长率	0.18%	5.88%	20.59%	1.62%	4.39%	10.08%
营运资金变动	-10	-460	0	407	-133	-142	资产管理能力						
经营活动现金净流	316	-37	0	942	462	585	应收账款周转天数	24	20	16	23	23	23
资本开支	-161	-212	0	168	-96	-102	存货周转天数	320	415	525	355	355	355
投资	0	0	0	-1	0	0	应付账款周转天数	66	66	75	63	63	63
其他	9	1	0	4	4	4	固定资产周转天数	158	157	150	128	108	91
投资活动现金净流	-152	-211	0	171	-92	-98	偿债能力						
股权募资	42	0	0	0	-198	0	净负债/股东权益	-7.38%	5.64%	9.75%	-22.51%	-20.58%	-24.72%
债权募资	-132	108	0	-273	-18	-16	EBIT 利息保障倍数	8.0	15.6	10.3	29.5	74.4	129.7
其他	-59	-110	0	-31	-226	-276	资产负债率	28.26%	28.67%	36.61%	33.73%	35.70%	36.19%
筹资活动现金净流	-148	-2	0	-303	-442	-292							
现金净流量	15	-250	0	810	-72	195							

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
3	2015-08-14	买入	17.97	26.00

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 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