

美克家居 (600337.SH) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

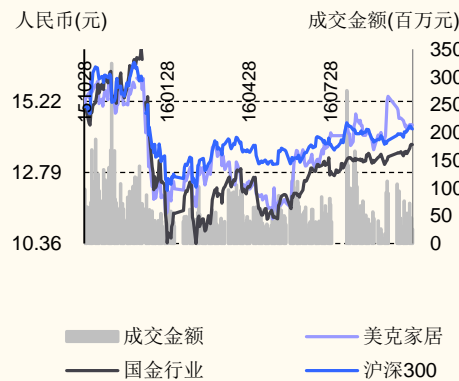
市场价格(人民币): 14.41元

多品牌战略续深化, 制造能力再升级

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)	644.96
总市值(百万元)	9,293.88
年内股价最高最低(元)	16.13/11.20
沪深 300 指数	3345.70
上证指数	3112.35



相关报告

1. 《美克家居 2016 年半年报点评-品牌与渠道协同并进, 增发切入定...》, 2016.8.19
2. 《美克家居 2015 年年报点评-多品牌推进顺畅, 回购彰显信心》, 2016.4.15

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

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	0.48	0.58	0.72
每股净资产(元)	4.41	4.73	4.96	4.95	5.30
每股经营性现金流(元)	-0.06	0.00	1.35	0.55	0.67
市盈率(倍)	26	34	30	25	20
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	70	70
净利润增长率(%)	35.79%	28.71%	4.00%	20.82%	23.30%
净资产收益率(%)	8.19%	9.84%	9.74%	11.82%	13.59%
总股本(百万股)	646.81	646.34	646.34	646.34	646.34

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

■ 2016 年前三季度, 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 24.39 亿元、2.77 亿元和 2.18 亿元, 同比分别增长 20.20%、9.93%和 7.50%。实现全面摊薄 EPS0.34 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为 1.76 亿元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 9.16%/21.22%/28.76%, 归母净利润同比增速分别为 3.05%/2.17%/16.21%。

经营分析

- **受益地产后周期, 营收保持中速增长, 利润率略有下滑。**前三季度, 公司收入继续保持高速增长(+20.20%), 毛利率小幅降至 58.47% (-1.40pct.)。期间费用率下降 0.21pct.。其中, 销售费用率与管理费用率均有所下降(0.25pct./0.49pct.), 而财务费用率增加 0.52pct., 主要系公司新增银行贷款导致相应利息支出增加, 以及汇率变动对汇兑损益的影响所致。此外, 公司上半年公司归母净利润率 8.95% (-1.06pct.), 公司盈利能力有所下滑。
- **持续推进多品牌战略, 全方位覆盖差异化消费群体。**公司多品牌主要包括美克美家、A.R.T.、YVY、Zest 及美克美家子品牌 Rehome 等, 各品牌有着差异化的价值主张、经营模式, 对应着不同收入消费群体。今年, 公司积极推进各品牌业务升级布局, 其中: 美克美家按照全面升级后的标准进行门店布局, 今年新增 4 家店面, 目前共有店面 82 家; A.R.T.已在国内 58 个城市开设有 5 家直营店, 64 家加盟店; Rehome 新增 4 家店面, 截至目前共有 7 家店面; YVY 新增 1 家店面, 截至目前共有 4 家店面; Zest 是基于互联网技术、设计制造能力及 VR 效果呈现等, 为消费者提供个性化、专属的线上家居体验服务, 公司正在积极推进互联网定制品牌 Zest 的品牌建设。公司多品牌战略将通过直营、加盟及线上等多种方式覆盖国内主要城市和地区, 以“店商+电商+零售服务商”的运营模式巩固并不断拓展市场份额。
- **MC+FA(智能制造)正处试产阶段, 年末有望转固运营。**公司早在 2012 年启动了智能制造(MC+FA)项目, 率先开启家具智造 4.0 新时代。2015 年该项目被工信部认定为“家居用品制造智能车间试点示范”项目。项目充分借鉴“德国工业 4.0”思维, 建成后将取代大量人工作业, 并实现工厂自动化, 不仅大幅度降低人工成本、提升毛利率水平, 还可在满足消费者个性需求的同时增强品质管控, 从而提高公司综合竞争能力和盈利能力。公司 FA

项目目前在试产阶段，预计年末完成基本联调联试并全部转固。项目正式运营后，公司制造能力将显著增强，不仅毛利率及盈利水平大幅提升，未来 FA 工厂还可进一步释放公司现有产能，并助力公司定制家具业务快速拓展，为公司多品牌发展战略打下稳固基础。

- **非公开发行切入定制家居领域，同步提升产能与智能化水平。**8月13日，公司公告拟非公开发行募资不超过16亿元，用于美克家居天津制造基地升级扩建项目。项目具体包括新建两条板木定制柜类家具生产线，并对两条实木家具生产线进行自动化推广升级改造，同时新建及改造物流库房，实现智能物流。9月20日，公司已收到证监会《中国证监会行政许可申请受理通知书》，定增项目稳步推进。未来，公司将正式进军定制家居这一家具行业中增长明确的子行业。项目建成后，公司产品品类覆盖将进一步扩充，同时凭借强大的品牌影响力以及“美粉”粘性，结合公司正实施的 MC+FA 项目充分保证定制产品交付周期，定制家具业务有望快速顺畅推向市场，公司客单价及盈利能力也将全面带动提升。

风险因素

- 互联网对传统家居行业冲击的风险；房地产业宏观调控变动风险；人工成本上涨风险；募集资金投资项目风险。

盈利预测与投资建议

- 公司多品牌、全渠道的无缝消费体验结合“店商+电商+零售服务商”的运营模式保证了公司的长期内生增长动力，非公开发行项目填充了定制家居及实木家具产能，项目建成后有望为公司带来新的业绩持续增长点。我们维持公司 2016-2018 年 EPS 预测至 0.48/0.58/0.72 元/股（三年 CAGR15.7%），对应 PE 分为 30/25/20 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	1,191	1,050	1,152
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	2,928	3,061	3,465
%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%	60.7%	61.5%	64.2%
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	-1,183	-1,349	-1,543	%总资产	35.4%	33.0%	31.7%	32.1%	31.7%	29.7%
%销售收入	32.9%	35.8%	35.7%	36.4%	36.1%	35.7%	无形资产	433	507	587	313	305	297
管理费用	-241	-275	-286	-331	-377	-432	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%	10.2%	10.1%	10.0%	%总资产	49.3%	47.6%	45.4%	39.3%	38.5%	35.8%
息税前利润 (EBIT)	257	325	417	401	470	573	资产总计	3,775	3,996	4,819	4,828	4,973	5,395
%销售收入	9.6%	12.0%	14.6%	12.4%	12.6%	13.3%	短期借款	150	158	576	358	340	323
财务费用	-32	-21	-40	-18	-10	-10	应付款项	672	677	795	783	903	1,040
%销售收入	1.2%	0.8%	1.4%	0.5%	0.3%	0.2%	其他流动负债	142	111	166	306	361	432
资产减值损失	-17	-7	-3	0	0	0	流动负债	964	945	1,538	1,446	1,604	1,795
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	1.0%	0.9%	0.7%	负债	1,067	1,146	1,764	1,619	1,777	1,968
营业利润	216	296	372	388	464	567	普通股股东权益	2,708	2,851	3,055	3,209	3,197	3,426
营业利润率	8.1%	10.9%	13.0%	11.9%	12.4%	13.1%	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	4,828	4,973	5,395
税前利润	226	308	377	399	476	579	比率分析						
利润率	8.4%	11.4%	13.2%	12.3%	12.7%	13.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-54	-75	-77	-87	-98	-113	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	0.48	0.58	0.72
净利润	172	234	301	313	378	466	每股净资产	4.18	4.41	4.73	4.96	4.95	5.30
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	1.35	0.55	0.67
归属于母公司的净利润	172	234	301	313	378	466	每股股利	0.03	0.15	0.15	0.25	0.30	0.37
净利率	6.4%	8.6%	10.5%	9.6%	10.1%	10.8%	回报率						
							净资产收益率	6.35%	8.19%	9.84%	9.74%	11.82%	13.59%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.56%	5.84%	6.24%	6.48%	7.60%	8.63%
							投入资本收益率	6.61%	7.66%	8.73%	8.40%	10.06%	11.74%
							增长率						
净利润	172	234	0	313	378	466	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%	-3.74%	17.21%	21.80%
非现金支出	148	150	0	93	95	97	净利润增长率	730.55%	35.79%	28.71%	4.00%	20.82%	23.30%
非经营收益	6	40	0	55	14	13	总资产增长率	0.18%	5.88%	20.59%	0.17%	3.02%	8.47%
营运资金变动	-10	-460	0	411	-131	-139	资产管理能力						
经营活动现金净流	316	-37	0	872	356	436	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%	-20.60%	-16.82%	-19.12%
债权募资	-132	108	0	-273	-18	-16	EBIT 利息保障倍数	8.0	15.6	10.3	22.9	45.8	59.4
其他	-59	-110	0	-31	-189	-221	资产负债率	28.26%	28.67%	36.61%	33.53%	35.72%	36.49%
筹资活动现金净流	-148	-2	0	-303	-404	-237							
现金净流量	15	-250	0	740	-141	101							

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
4	2016-04-15	买入	13.15	N/A
5	2016-08-19	买入	13.71	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 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