

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 美克家居 (600337.SH)



上次评级: 增持, 2017.1.20

**郭荆璞** 行业分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

**李丹** 研究助理

联系电话: +86 10 83326735

邮箱: lidan@cindasc.com

**周贤珺** 研究助理

联系电话: +86 10 83326737

邮箱: zhouxianpei@cindasc.com

#### 相关研究

《轻奢家居零售品牌, 高端人群的美家梦》17.1

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 供应链效率提升, 去库存持续推进

2017年03月15日

**事件:** 近日, 美克家居发布 16 年年报, 2016 年公司实现营业收入 34.67 亿元, 同比增加 21.26%; 实现归属母公司股东净利润 3.31 亿元, 同比增加 10.04%。基本每股收益 0.51 元, 符合我们的预期。2016 年度公司利润分配方案: 拟每 10 股派发现金红利 3 元 (含税), 同时每 10 股转增 13 股。

#### 点评:

- **优化供应链, 缩短交货周期。** 2016 年, 公司借助外部专业机构启动了供应链优化项目。公司设计了针对多品牌的差异化供应链战略, 引入了供应商的能力评价, 同时进行了订单管理的改善。通过项目的实施, 2016 年零售全品类需求平均预测准确率提升了 20%, 后备库存周转天数提升了 30%, 配送周期下降到了 9 天, 订单平均交付周期下降了 13%, 供应链绩效得到了明显的提升和改善。供应链的完善将直接支撑交货周期和服务品质, 让更多的书面订单转化成完结收入。
- **加大清仓力度, 现金流大幅提升。** 近两年产品迭代升级形成的停产产品增加, 为了降低这部分产品所形成的库存压力, 公司加大了清仓力度, 现金流大幅提升。2016 年公司经营现金净流量 5.9 亿元, 同比增长 112%。但由于清仓促销活动增多, 2016 年公司毛利率同比减少 3.92 个百分点, 为 57.56%。随着去库存的持续推进, 库存结构不断优化, 有利于控制仓储与物流成本, 提升供应链效率, 将对公司中长期的盈利能力起到支撑作用。
- **多品牌打开多个增长极, 实现业绩显著提升。** 公司多品牌战略实施顺利, 通过差异化的品牌定位, 覆盖不同收入结构的消费群体, 同时, 通过直营、加盟、线上等多种方式覆盖国内主要城市和地区。2016 年公司主力品牌美克美家重点关注营销管理工作, 通过客单价管理、整单销售管理、以及老客户唤醒计划等内部管理措施, 拉动销售业绩不断提升。A.R.T. 作为公司新的利润增长点, 积极扩大门店规模, 同时开展多次主题营销活动, 16 年秋季推出的适合中小户型的新品市场反馈强烈, 对销售提升明显。Yvvy 和 Rehome 步入发展阶段, Zest 上线可期, 公司长期业绩高增长值得期待。

	美克美家	A.R.T.	Rehome	YVYV	Zest
2016 门店数	82	6 家直营店, 78 家加盟店	10	5	线上互联网品牌
2017 计划门店数	100	12 家直营店, 103 家加盟店	22	9	

资料来源: 公司 2016 年报

- **消费体验升级, 客流量和好评量双升。** 除了产品本身的优异品质和供应链优化带来的便利, 公司着手服务, 对消费体验进行了多维度的升级。1) 近年来, 美克不断对门店进行改造升级, 升级后的门店集家居零售、家居体验、科技家居等服

务于一体，彰显美克美家对于品味生活的完美诠释，带给消费者全面的体验升级。2) 美克利用公司与苹果及 IBM 合作开发的 iMarkor 数字化工具以及酷家乐 3D 设计软件，强化公司整体软装设计服务的专业水平，同时加强了终端服务水平提升，2016 年顾客电话抽访满意度为 98%。3) 公司线上平台店作为营销主阵地、市场的风向标，打通线上线下消费场景，为消费者提供全渠道、跨场景、全终端、全链路无缝消费体验，2016 年平台店整体服务评分 (DSR) 达到 4.9 分 (满分 5 分)，远高于行业平均水平。通过平台最新营销工具的使用，线上平台粉丝从 2016 年初的 7.1 万人增长到 12 月底的 29.6 万人，同比增长了 316%。

- **拟投资九州证券，拓展金融投资。**公司拟出资 3 亿元参与九州证券增资扩股计划，认购价格为 3.60 元/股，占增资扩股后总股本的 0.712%。公司参与九州证券增资扩股计划，有助于公司拓展金融投资业务，有利于扩大投资收益来源。在 IPO 加速审批、新一轮券商上市潮的大背景下，九州证券有望登陆资本市场，为美克带来可观的投资收益。
- **盈利预测及评级：**公司多品牌战略稳步实施，消费体验升级提高了消费者对公司品牌的认知度和好感度，供应链持续优化将进一步缩短供货周期，公司业绩有望取得长足的发展。暂不考虑尚未实行的非公开增发项目和对九州证券的增资扩股，我们预计公司 17-19 年摊薄每股收益分别为 0.64 元、0.79 元、1.00 元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**新品牌推广不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,858.82	3,466.51	4,137.59	4,864.48	5,670.62
增长率 YoY %	5.34%	21.26%	19.36%	17.57%	16.57%
归属母公司净利润(百万元)	300.62	330.80	412.35	507.29	647.39
增长率 YoY%	28.71%	10.04%	24.65%	23.03%	27.62%
毛利率%	61.28%	57.54%	58.47%	58.92%	60.04%
净资产收益率 ROE%	10.18%	10.57%	12.09%	13.11%	14.56%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.51	0.64	0.79	1.00
市盈率 P/E(倍)	31	28	22	18	14
市净率 P/B(倍)	3.03	2.89	2.56	2.24	1.94

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 3 月 14 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2,630.55	2,761.50	3,175.68	3,492.43	3,964.90
货币资金	451.48	392.51	681.69	647.49	779.70
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	105.83	129.15	154.15	181.23	211.27
预付账款	269.92	231.37	270.07	314.06	356.20
存货	1,741.64	1,656.96	1,718.25	1,998.13	2,266.22
其他	61.67	351.51	351.51	351.51	351.51
<b>非流动资产</b>	2,188.75	2,381.22	2,580.49	2,788.07	3,137.38
长期投资	9.47	8.42	8.42	8.42	8.42
固定资产	1,175.12	1,405.38	1,515.19	1,735.77	1,903.88
无形资产	322.62	443.60	490.45	539.37	607.04
其他	681.53	523.82	566.43	504.52	618.04
<b>资产总计</b>	4,819.30	5,142.72	5,756.16	6,280.50	7,102.28
<b>流动负债</b>	1,537.61	1,735.40	1,936.49	1,953.54	2,127.92
短期借款	376.36	514.43	564.43	414.43	414.43
应付账款	257.64	261.88	305.69	355.48	403.17
其他	903.61	959.09	1,066.38	1,183.63	1,310.32
<b>非流动负债</b>	226.73	202.78	202.78	202.78	202.78
长期借款	172.90	148.64	148.64	148.64	148.64
其他	53.84	54.14	54.14	54.14	54.14
<b>负债合计</b>	1,764.35	1,938.18	2,139.27	2,156.32	2,330.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	3,054.95	3,204.54	3,616.89	4,124.18	4,771.57
<b>负债和股东权益</b>	4819.30	5142.72	5756.16	6280.50	7102.28

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,858.82	3,466.51	4,137.59	4,864.48	5,670.62
同比	5.34%	21.26%	19.36%	17.57%	16.57%
归属母公司净利润	300.62	330.80	412.35	507.29	647.39
同比	28.71%	10.04%	24.65%	23.03%	27.62%
毛利率	61.28%	57.54%	58.47%	58.92%	60.04%
ROE	10.18%	10.57%	12.09%	13.11%	14.56%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.64	0.79	1.00
P/E	31	28	22	18	14
P/B	3.03	2.89	2.56	2.24	1.94
EV/EBITDA	17.74	16.51	12.60	10.64	8.85

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,858.82	3,466.51	4,137.59	4,864.48	5,670.62
营业成本	1,106.82	1,472.02	1,718.25	1,998.13	2,266.22
营业税金及附加	28.11	39.45	40.37	47.46	55.32
营业费用	1,021.45	1,175.82	1,406.78	1,653.92	1,928.01
管理费用	285.82	315.78	393.07	462.13	538.71
财务费用	40.48	68.30	49.07	47.74	46.08
资产减值损失	3.35	4.75	1.38	2.58	2.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.52	1.66	-0.47	-0.62	-0.66
<b>营业利润</b>	372.28	392.04	528.20	651.90	833.40
营业外收入	10.90	8.90	11.27	11.27	11.27
营业外支出	5.94	3.98	3.96	4.35	3.91
<b>利润总额</b>	377.24	396.96	535.52	658.82	840.77
所得税	76.63	66.16	123.17	151.53	193.38
<b>净利润</b>	300.62	330.80	412.35	507.29	647.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	300.62	330.80	412.35	507.29	647.39
EBITDA	564.83	617.93	813.29	949.31	1,141.71
EPS (摊薄)	0.47	0.51	0.64	0.79	1.00

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	277.12	587.67	717.87	615.79	784.06
净利润	300.62	330.80	412.35	507.29	647.39
折旧摊销	162.41	182.46	239.93	255.39	269.97
财务费用	25.17	38.51	37.84	35.09	30.97
投资损失	0.52	-1.66	0.47	0.62	0.66
营运资金变动	-230.49	31.17	24.71	-186.49	-168.09
其它	18.89	6.38	2.57	3.88	3.16
<b>投资活动现金流</b>	-331.10	-566.55	-440.85	-464.90	-620.87
资本支出	-321.10	-278.62	-440.38	-464.28	-620.22
长期投资	0.01	2.71	-0.47	-0.62	-0.66
其他	-10.00	-290.64	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	303.97	-63.54	12.16	-185.09	-30.97
吸收投资	-0.33	-15.06	0.00	0.00	0.00
借款	426.44	195.91	50.00	-150.00	0.00
支付利息或股息	122.14	244.40	37.84	35.09	30.97
<b>现金净增加额</b>	257.03	-58.97	289.18	-34.20	132.22

## 研究团队简介

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**李丹**，研究助理。伦敦政治经济学院毕业，市场学和信息管理学双硕士，2015年7月加入信达证券研究开发中心。此前为安博思欧洲咨询联盟全球时尚部中国区总监。10年以上消费行业研究经验，主要研究领域为消费企业的品牌战略、营销策略以及企业国际化发展战略的规划和执行。

**周贤**，研究助理，金融学硕士。2015年12月加入信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。