

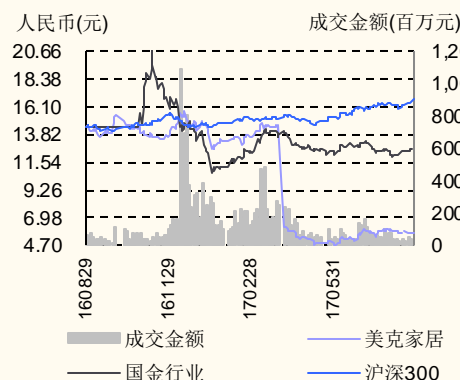
市场价格 (人民币): 5.76 元

二季度增长提速，多品牌战略积极推进

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)	1,483.41
总市值(百万元)	8,630.83
年内股价最高最低(元)	15.73/4.70
沪深 300 指数	3842.71
上证指数	3362.65



相关报告

- 《美克家居 2016 年报点评-多品牌战略已见成效，“智造”水平持续...》，2017.3.14
- 《美克家居 2016 年三季报点评-多品牌战略持续深化，制造能力再升...》，2016.10.28

揭力

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

邱思佳

联系人
qiუსijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.47	0.51	0.27	0.34	0.44
每股净资产(元)	4.73	4.97	2.27	2.24	2.42
每股经营性现金流(元)	0.43	0.91	0.49	0.26	0.33
市盈率(倍)	34	28	21	17	13
行业优化市盈率(倍)	N/A	98	98	98	98
净利润增长率(%)	28.71%	10.04%	21.04%	25.71%	30.04%
净资产收益率(%)	9.84%	10.32%	11.91%	15.11%	18.21%
总股本(百万股)	646.34	644.96	1,483.41	1,483.41	1,483.41

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 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净利润 17.98 亿元、1.98 亿元和 1.52 亿元，同比分别增长 21.01%、20.21%和 15.22%。实现全面摊薄 EPS0.10 元/股，略低于市场预期。经营活动净现金流为 1.39 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 10.41%/30.25%，归母净利润同比增速分别为 10.77%/17.37%。

经营分析

- 多品牌销售有序推广，费用管控成效显著。**2017 年上半年，公司收入继续保持稳定增长 (+21.01%)，多品牌战略推进下公司各子品牌下单量均实现显著增长，公司毛利率小幅降至 58.40% (-2.45pct.)。公司期间费用率降低 2.40pct.，销售费用率、管理费用率与财务费用率分别降低 1.47pct./0.76pct./0.16pct.，通过不断加强管理与生产效率，公司期间各项费用得到有力管控。公司归母净利润率为 8.44% (-0.42pct.)，盈利能力略有下降。
- 积极打造差异化品牌矩阵架构，供应链系统优化提高整体效率与产出。**美克多品牌矩阵主要包括美克美家、A.R.T.、YVVY、Zest、美克美家子品牌 Rehome 等。多品牌发展战略驱动下，公司通过不同品牌定位全面覆盖高、中高、中、中低等收入结构的差异化消费群体，实现向品牌零售服务商的转型定位。截至上半年，美克美家共拥有 81 家门店；A.R.T.已在国内开设有 6 家直营店，86 家加盟店；Rehome 新增 2 家店面，共有 12 家店面；YVVY 新增 3 家店面，共有 7 家店面。生产端，公司继续发挥多品牌战略下的供应链竞争优势，通过供应链系统优化，上半年制造基地 OPE（整体工厂效率）同比提升 15%，交期得以有效保障，同时单位时间产出显著提高，公司生产运营效率持续改善提升。
- A.R.T. 运营不断成熟化，品牌价值逐步显现。**通过将公司制造能力、A.R.T. 的研发能力及海外销售能力深度融合，同时对 A.R.T. 品牌进行系统化梳理，并在品牌经营、渠道管理等多方面施行严格把控，A.R.T. 已成为家居卖场的独角兽品牌。通过销售渠道优化，A.R.T. 品牌市场份额不断扩大，对美国百强零售商、网络电商、国际客户的销售同比均实现较大增幅。具体品牌业务推广方面：2016 年 12 月，公司与红星美凯龙签订战略合作协议，A.R.T. 品

牌将依托红星美凯龙商场、城市综合体、购物中心等迅速布局。2017年7月，针对千禧一代消费群体，A.R.T.副品牌 A.R.T.西区于上海预发布，西区品牌的推出不仅充实了公司多品牌运营内容，公司整体产品线与消费群体覆盖也得以进一步扩充下沉。

- **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。**2017年6月，公司公告美克家居天津制造基地升级扩建定增项目获批。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。目前，智能工厂运营条件已初步成就，信息系统软硬件总体运行趋于稳定，数据流和数据驱动初见成效，基于 MC（大规模定制）业务模式的标准化产品研发已进入试生产阶段。未来定增项目建成后，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。
- **接连推出股权激励及员工持股计划，充分彰显公司未来发展决心与信心。**2017年5月，公司发布股权激励预案，拟向包括高、中层管理人员及核心技术人员在内的共 21 名激励对象授予 1,500 万股限制性股票，占公司总股本的 1.01%，授予价格为每股 2.61 元。具体的解锁条件为以 16 年为基数，17/18/19 年的收入增长不低于 22%/59%/106%，17/18/19 年的净利润增长不低于 16%/40%/75%。在此基础上，7 月公司再推出员工持股计划，员工筹集资金全额认购由中海信托股份有限公司设立的“中海信托-美克家居员工持股计划集合资金信托计划”的一般信托单位份额，筹集资金总额不超过 1 亿元，出资参加人员为包括董监高及其他员工在内共 750 人，此次激励覆盖范围更广。我们认为，从公司两月内连续推出股权激励计划及员工持股计划动作来看，首先体现了股东与管理层对于公司未来健康发展的巨大信心，同时通过绑定员工与企业利益，有利于充分调动员工积极性与责任感，对于公司长远发展与业绩增长具有重大正向意义。

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，A.R.T.品牌后续具备较大发力与想象空间，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 2017-2019 年净利润预测为 4.0/5.03/6.55 亿元，因公司于 2017 年 4 月 13 日实施了 2016 年度年度权益分派，EPS 预测相应调整为 0.27/0.34/0.44 元（三年 CAGR25.5%），对应 PE 分为 21/17/13 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,714	2,859	3,467	4,269	5,173	6,292
增长率		5.3%	21.3%	23.1%	21.2%	21.6%
主营业务成本	-1,121	-1,107	-1,472	-1,835	-2,238	-2,713
%销售收入	41.3%	38.7%	42.5%	43.0%	43.3%	43.1%
毛利	1,593	1,752	1,994	2,434	2,935	3,579
%销售收入	58.7%	61.3%	57.5%	57.0%	56.7%	56.9%
营业税金及附加	-22	-28	-39	-49	-58	-70
%销售收入	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-971	-1,021	-1,176	-1,477	-1,772	-2,133
%销售收入	35.8%	35.7%	33.9%	34.6%	34.3%	33.9%
管理费用	-275	-286	-316	-388	-466	-561
%销售收入	10.1%	10.0%	9.1%	9.1%	9.0%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	325	417	463	520	639	814
%销售收入	12.0%	14.6%	13.4%	12.2%	12.4%	12.9%
财务费用	-21	-40	-68	-36	-35	-33
%销售收入	0.8%	1.4%	2.0%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-7	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	2	3	3	3
%税前利润	n.a	n.a	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	296	372	392	487	607	784
营业利润率	10.9%	13.0%	11.3%	11.4%	11.7%	12.5%
营业外收支	12	5	5	9	9	10
税前利润	308	377	397	497	617	793
利润率	11.4%	13.2%	11.5%	11.6%	11.9%	12.6%
所得税	-75	-77	-66	-96	-114	-139
所得税率	24.2%	20.3%	16.7%	19.4%	18.4%	17.5%
净利润	234	301	331	400	503	655
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	234	301	331	400	503	655
净利率	8.6%	10.5%	9.5%	9.4%	9.7%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	234	301	331	400	503	655
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	150	166	187	150	150	151
非经营收益	40	41	38	63	22	21
营运资金变动	-460	-230	31	108	-295	-343
经营活动现金净流	-37	277	588	722	380	483
资本开支	-212	-321	-279	256	-48	-52
投资	0	-10	-290	-1	0	0
其他	1	0	2	3	3	3
投资活动现金净流	-211	-331	-567	258	-45	-48
股权募资	0	0	-15	0	-234	0
债权募资	108	426	196	-368	-24	-22
其他	-110	-115	-261	-41	-273	-334
筹资活动现金净流	-2	311	-80	-409	-532	-356
现金净流量	-250	257	-59	571	-196	79

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	197	451	393	963	767	845
应收款项	196	168	187	312	378	460
存货	1,442	1,742	1,657	1,986	2,423	2,937
其他流动资产	261	270	525	314	382	463
流动资产	2,096	2,631	2,762	3,575	3,950	4,705
%总资产	52.4%	54.6%	53.7%	64.8%	68.1%	72.7%
长期投资	23	31	30	31	30	30
固定资产	1,317	1,529	1,561	1,502	1,439	1,376
%总资产	33.0%	31.7%	30.4%	27.2%	24.8%	21.3%
无形资产	507	587	750	411	382	355
非流动资产	1,901	2,189	2,381	1,945	1,853	1,763
%总资产	47.6%	45.4%	46.3%	35.2%	31.9%	27.3%
资产总计	3,996	4,819	5,143	5,520	5,802	6,468
短期借款	158	576	802	489	464	441
应付款项	677	795	730	1,072	1,302	1,580
其他流动负债	111	166	204	450	557	703
流动负债	945	1,538	1,735	2,011	2,324	2,724
长期贷款	200	173	149	149	149	150
其他长期负债	1	54	54	0	0	0
负债	1,146	1,764	1,938	2,160	2,472	2,874
普通股股东权益	2,851	3,055	3,205	3,361	3,330	3,594
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,996	4,819	5,143	5,520	5,802	6,468
比率分析	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.36	0.47	0.51	0.27	0.34	0.44
每股净资产	4.41	4.73	4.97	2.27	2.24	2.42
每股经营现金净流	-0.06	0.43	0.91	0.49	0.26	0.33
每股股利	0.15	0.15	0.31	0.16	0.20	0.26
回报率						
净资产收益率	8.19%	9.84%	10.32%	11.91%	15.11%	18.21%
总资产收益率	5.84%	6.24%	6.43%	7.25%	8.67%	10.12%
投入资本收益率	7.66%	8.73%	9.29%	10.49%	13.22%	16.05%
增长率						
主营业务收入增长率	1.44%	5.34%	21.26%	23.14%	21.18%	21.63%
EBIT 增长率	26.19%	28.37%	11.24%	12.23%	22.84%	27.39%
净利润增长率	35.79%	28.71%	10.04%	21.04%	25.71%	30.04%
总资产增长率	5.88%	20.59%	6.71%	7.35%	5.11%	11.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20	16	12	20	20	20
存货周转天数	415	525	421	395	395	395
应付账款周转天数	66	75	64	68	68	68
固定资产周转天数	157	150	148	115	91	71
偿债能力						
净负债/股东权益	5.64%	9.75%	17.43%	-9.69%	-4.62%	-7.09%
EBIT 利息保障倍数	15.6	10.3	6.8	14.5	18.5	24.4
资产负债率	28.67%	36.61%	37.69%	39.12%	42.61%	44.43%

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	1	1	1
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.67	1.67	1.67

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。

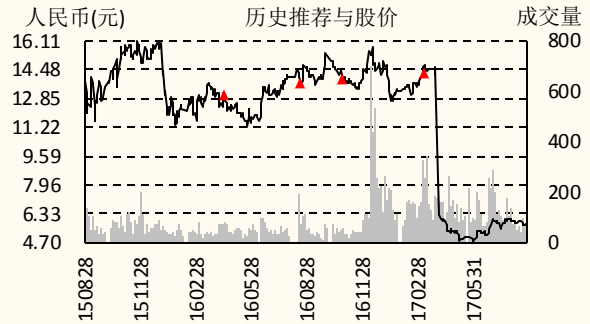
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-04-15	买入	13.15	N/A
2	2016-08-19	买入	13.71	N/A
3	2016-10-28	买入	14.41	N/A
4	2017-03-14	买入	14.72	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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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