

证券研究报告

公司研究——年报点评

美克家居 (600337.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.9.5

李丹 分析师

执业编号: S1500518010001
 联系电话: +86 10 83326735
 邮箱: lidan@cindasc.com

周贤珮 分析师

执业编号: S1500518020001
 联系电话: +86 10 83326737
 邮箱: zhouxianpei@cindasc.com

相关研究

- 《业绩加速增长, 多品牌战略稳步推进》17.9
- 《加盟业务开展顺利, 业绩稳步提升》17.4
- 《供应链效率提升, 去库存持续推进》17.3
- 《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

多品牌战略全面推进, 一季度业绩增长显著

2018年04月18日

事件: 近日, 美克家居发布 17 年年报及 18 年一季报。2017 年, 公司实现营业收入 41.79 亿元, 同比增加 20.57%; 归母净利润 3.65 亿元, 同比增加 10.45%, 略低于预期, 主要是由于公司在第四季度对制造基地投资改造致使产能及供应链受到影响。2017 年度公司利润分配方案为每 10 股派息 1.1 元 (含税)。2018 年一季度, 公司实现营业收入 10.14 亿元, 同比增加 32.69%; 归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 32.75%。

点评:

- **家具行业稳步发展, 多品牌推动收入增长。**我国家具制造业主营业务收入为 9,056.0 亿元, 比上年增长 10.1%, 增速较上年上升 1.5 个百分点。2017 年家具制造业实现利润总额达到 565.2 亿元, 比上年增长 9.3%, 增速较上年上升 1.4 个百分点。随着居民收入水平提高, 消费者对家居产品越来越重视, 对家居产品的品质及个性化需求日益增加。公司多年来实行多品牌战略, 通过差异化的品牌定位, 覆盖了不同消费群体, 满足不同人群关于居家生活的需求。得益于公司加速核心品牌规模化成长, 拓展多品牌战略培育新的增长点, 2017 年公司实现营业收入 41.79 亿元, 同比增加 20.57%; 归母净利润 3.65 亿元, 同比增加 10.45%, 优于行业增速。
- **加盟业务持续发力, 一季度高速增长。**2017 年加盟业务门店数量 117 家, 营业收入 2.89 亿, 与 2016 年门店 78 家, 营业收入 1.65 亿元相比, 增长显著。同时, 平均单店收入也实现了可观的增长, 我们认为前两年开的老店已逐步成熟, 形成规模。2018 年一季度加盟业务营收 0.95 亿元 (未经审计), 同比增长 170.44%, 加盟业务有望持续加速发展。
- **多品牌打开多个增长极, 持续推进零售网络布局。**17 年, A.R.T.西区和恣在家 Zest Home 已正式上线, 公司多品牌战略稳步实施。公司目前公司旗下共有 8 个品牌: 美克美家、A.R.T.、A.R.T.西区、YVY、恣在家 Zest Home 及美克美家子品牌 Rehome 以及国外品牌 Jonathan Charles 和 Rowe。1) 美克美家定位高端, 2017 年先后迁址、扩租、升级 6 家店面, 新增 13 家店面, 关闭 2 家店面, 截至 2017 年末, 共有 93 家门店分布在全国 26 个省 48 个城市; 2) A.R.T 定位中高端, 截至 2017 年末, A.R.T.共有直营店 8 家, 加盟店 103 家, 覆盖超过 90 个城市。其子品牌 A.R.T.西区第一家店于 9 月开幕, 至 2017 年底共 3 个月, A.R.T.西区陆续开设了 3 家直营店, 14 家加盟店, 分布在全国 16 个城市; 3) Rehome 新增 7 家门店, 截至 17 年末, 共有 17 家店面; 4) YVY 新增 4 家门店, 调整关闭了 2 家门店, 截至 2017 年底共有 7 家直营店。逐步发展的品牌及新开门店都为公司未来销售增长积累了大量的潜能, 公司长期业绩高增长值得期待。
- **构建全球化供应链体系, 提升协同效应。**公司分别收购了越南高端家具和装饰品制造知名企业 M.U.S.T.公司 60% 股权和

美国有着超过 70 年历史的高端定制沙发品牌 Rowe 公司 100% 的股权。此次收购将对公司在高端制造资源方面形成强有力的补足，有利于丰富和拓展公司高端奢侈家具品类，进一步增强公司在中高端定制沙发业务方面的竞争力。2018 年一季度已正式并表，M.U.S.T. 公司的工厂设在越南，在原材料资源，劳动力成本以及能源成本方面均具有显著优势，有利于公司优化全球生产能力的配置，降低生产成本，提升协同效应，最大化企业价值。

- **盈利预测及评级：**公司多品牌战略稳步实施，多品牌打开多个增长极，公司业绩有望取得长足的发展。我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.26 元、0.32 元、0.40 元，对应 PE 分别为 21 倍、17 倍、13 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**新品牌推广不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,466.51	4,179.42	5,122.90	6,382.31	7,904.73
增长率 YoY %	21.26%	20.57%	22.57%	24.58%	23.85%
归属母公司净利润(百万元)	330.80	365.36	465.07	584.19	726.92
增长率 YoY%	10.04%	10.45%	27.29%	25.61%	24.43%
毛利率%	57.54%	54.18%	54.53%	54.53%	54.48%
净资产收益率 ROE%	10.57%	8.98%	9.18%	10.64%	11.83%
EPS (摊薄) (元)	0.18	0.20	0.26	0.32	0.40
市盈率 P/E(倍)	29	27	21	17	13
市净率 P/B(倍)	3.03	1.97	1.87	1.68	1.49

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 4 月 17 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,761.50	4,227.00	3,361.36	3,479.80	3,863.11
货币资金	392.51	1,794.38	776.17	652.84	746.92
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	129.15	224.64	275.35	343.05	424.88
预付账款	231.37	251.17	305.55	380.63	471.97
存货	1,656.96	1,536.56	1,584.03	1,683.04	1,799.09
其他	351.51	420.25	420.25	420.25	420.25
非流动资产	2,381.22	2,697.78	4,035.63	4,778.98	5,458.86
长期投资	8.42	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,405.38	1,402.92	1,827.21	3,234.69	4,049.82
无形资产	443.60	499.57	548.59	617.86	671.42
其他	523.82	795.29	1,659.83	926.44	737.62
资产总计	5,142.72	6,924.78	7,396.99	8,258.78	9,321.97
流动负债	1,735.40	1,308.74	1,514.55	1,792.16	2,128.42
短期借款	514.43	110.77	110.77	110.77	110.77
应付账款	261.88	258.17	314.07	391.24	485.13
其他	959.09	939.80	1,089.71	1,290.15	1,532.53
非流动负债	202.78	684.23	684.23	684.23	684.23
长期借款	148.64	630.60	630.60	630.60	630.60
其他	54.14	53.62	53.62	53.62	53.62
负债合计	1,938.18	1,992.96	2,198.77	2,476.38	2,812.65
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	3,204.54	4,931.81	5,198.22	5,782.40	6,509.32
负债和股东权益	5142.72	6924.78	7396.99	8258.78	9321.97

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,466.51	4,179.42	5,122.90	6,382.31	7,904.73
同比	21.26%	20.57%	22.57%	24.58%	23.85%
归属母公司净利润	330.80	365.36	465.07	584.19	726.92
同比	10.04%	10.45%	27.29%	25.61%	24.43%
毛利率	57.54%	54.18%	54.53%	54.53%	54.48%
ROE	10.57%	8.98%	9.18%	10.64%	11.83%
EPS (摊薄) (元)	0.18	0.20	0.26	0.32	0.40
P/E	29	27	21	17	13
P/B	3.03	1.97	1.87	1.68	1.49
EV/EBITDA	7.15	14.47	12.14	10.04	8.21

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,466.51	4,179.42	5,122.90	6,382.31	7,904.73
营业成本	1,472.02	1,914.86	2,329.45	2,901.79	3,598.18
营业税金及附加	39.45	71.46	65.42	81.51	100.95
营业费用	1,175.82	1,327.35	1,613.71	2,010.43	2,489.99
管理费用	315.78	386.96	486.68	606.32	750.95
财务费用	68.30	61.85	50.40	55.51	58.91
资产减值损失	4.75	7.05	5.89	6.12	6.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.66	11.97	4.84	4.84	4.84
营业利润	392.04	445.94	576.18	725.48	903.62
营业外收入	8.90	1.71	7.17	7.17	7.17
营业外支出	3.98	0.78	2.01	2.41	2.14
利润总额	396.96	446.87	581.34	730.23	908.65
所得税	66.16	81.51	116.27	146.05	181.73
净利润	330.80	365.36	465.07	584.19	726.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	330.80	365.36	465.07	584.19	726.92
EBITDA	617.93	732.51	873.08	1,055.08	1,290.59
EPS	0.51	0.20	0.26	0.32	0.40

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	587.67	684.55	803.85	939.01	1,149.61
净利润	330.80	365.36	465.07	584.19	726.92
折旧摊销	182.46	236.58	247.26	280.36	337.46
财务费用	38.51	49.06	44.48	44.48	44.48
投资损失	-1.66	-11.97	-4.84	-4.84	-4.84
营运资金变动	31.17	34.52	47.36	29.71	40.08
其它	6.38	11.00	4.51	5.10	5.51
投资活动现金流	-566.55	-593.18	-1,578.90	-1,017.86	-1,011.05
资本支出	-278.62	-450.61	-1,583.74	-1,022.69	-1,015.89
长期投资	2.71	301.99	4.84	4.84	4.84
其他	-290.64	-444.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-63.54	1,299.95	-243.15	-44.48	-44.48
吸收投资	-15.06	1,606.57	0.00	0.00	0.00
借款	195.91	-61.72	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	244.40	244.89	243.15	44.48	44.48
现金净增加额	-58.97	1390.04	-1018.21	-123.33	94.08

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

周贤珮，分析师。美国伊利诺伊理工学院金融学硕士。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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。