

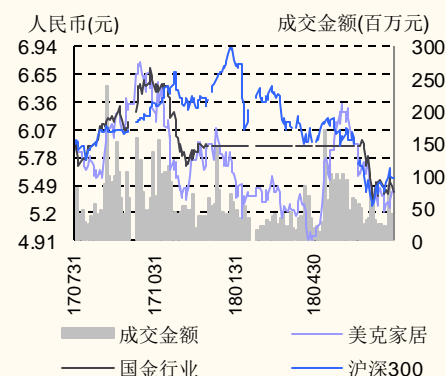
## 美克家居 (600337.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.44 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,459.08
总市值(百万元)	9,656.29
年内股价最高最低(元)	6.78/4.91
沪深 300 指数	3515.08
上证指数	2869.05



## 相关报告

- 1.《美克家居 2017 年年报点评-多品牌矩阵开始发力, 渠道升级缔造...》, 2018.1.16
- 2.《美克家居 2017 年半年报点评-二季度增长提速, 多品牌战略积极...》, 2017.8.29

## 揭力

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

## 袁艺博

联系人  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 扩张与升级成果初现, 经营品质有望提升

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.51	0.20	0.28	0.35	0.46
每股净资产(元)	4.97	2.73	2.85	3.01	3.20
每股经营性现金流(元)	0.91	0.38	0.55	0.24	0.30
市盈率(倍)	28	30	19	15	12
净利润增长率(%)	10.04%	10.45%	39.30%	24.85%	29.59%
净资产收益率(%)	10.32%	7.41%	9.90%	11.69%	14.26%
总股本(百万股)	644.96	1,806.10	1,806.10	1,806.10	1,806.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2018 年上半年, 公司分别实现营收/归母净利润 25.26 亿元/2.06 亿元, 同比增长 40.50%/35.51%, 实现全面摊薄 EPS0.11 元, 符合预期。

## 经营分析

- **加速开店为今年“主旋律”, 精准营销提升转化率。**A.R.T 与 A.R.T 西区为目前公司增速贡献主力, 实现翻倍增长, 同时也是开店的核心品牌, 上半年新增门店增速为 14.41%和 100%, 预计下半年将提速至 28.8%和 240%。上半年公司整体同店增长约 17%, 新门店开设为同店增长的核心拉动力。与腾讯实现合作, 借助其大数据与社交媒体等互联网工具, 打造智慧门店实现终端精准营销。公司上半年开展的两次精准营销活动, 新客户为门店引流客户数的占比高达 90%。除零售外, 公司开始尝试 B 端业务, 上半年大客户收入占比约 3%-4%, 预计全年将达到 5%左右, 约 2.7 亿元左右收入。
- **销售收款模式变更, 拖累现金流下半年有望缓解。**上半年公司经营活动净现金流为-3.29 亿元, 同比下滑明显。究其原因, 除了为新店开设做备货准备之外, 预付全款下单的销售收款模式, 变更为预付款下单全款发货为重要原因。新模式导致经销商付款周期变长, 对现金流影响较大。下半年, 公司有望通过消费贷合作提升终端付款能力, 预计下半年现金流压力将得到缓解。
- **单季收入内生增长放缓, 侧面昭示成品家居或进入并购期。**公司 Q2 收入增速 48.28%, 内生为 28.82%环比下降 1.28pct.。虽然现阶段多品牌矩阵正稳定落地, 但地产后周期红利的减弱仍在一定程度上影响公司增长。曲美、顾家和喜临门等成品标的均在年内借助并购, 实现多品牌多品类矩阵布局。对成品家居而言, 维持内生稳定增长并借助外延式并购, 不仅将有效对冲地产拖累业绩的风险, 同时也能够加速经营战略落地, 成品家居现阶段或已迈入并购期。

## 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。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.28/0.35/0.46 元 (三年 CAGR31.11%), 对应 PE 分为 19/15/12 倍, 维持“买入”评级。

## 风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险; 人工成本上涨风险; 商誉减值风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,859	3,467	4,179	5,399	6,917	8,798
增长率		21.3%	20.6%	29.2%	28.1%	27.2%
主营业务成本	-1,107	-1,472	-1,915	-2,454	-3,211	-4,122
%销售收入	38.7%	42.5%	45.8%	45.4%	46.4%	46.9%
毛利	1,752	1,994	2,265	2,945	3,706	4,676
%销售收入	61.3%	57.5%	54.2%	54.6%	53.6%	53.1%
营业税金及附加	-28	-39	-71	-92	-117	-147
%销售收入	1.0%	1.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-1,021	-1,176	-1,327	-1,701	-2,157	-2,716
%销售收入	35.7%	33.9%	31.8%	31.5%	31.2%	30.9%
管理费用	-286	-316	-387	-502	-637	-802
%销售收入	10.0%	9.1%	9.3%	9.3%	9.2%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	417	463	479	650	795	1,010
%销售收入	14.6%	13.4%	11.5%	12.0%	11.5%	11.5%
财务费用	-40	-68	-62	-49	-49	-49
%销售收入	1.4%	2.0%	1.5%	0.9%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-3	-5	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	2	36	9	9	9
%税前利润	n.a	0.4%	8.1%	1.5%	1.2%	1.0%
营业利润	372	392	446	610	755	971
营业利润率	13.0%	11.3%	10.7%	11.3%	10.9%	11.0%
营业外收支	5	5	1	7	7	7
税前利润	377	397	447	617	762	978
利润率	13.2%	11.5%	10.7%	11.4%	11.0%	11.1%
所得税	-77	-66	-82	-108	-127	-154
所得税率	20.3%	16.7%	18.2%	17.5%	16.6%	15.8%
净利润	301	331	365	509	635	823
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	301	331	365	509	635	823
净利率	10.5%	9.5%	8.7%	9.4%	9.2%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	301	331	365	509	635	823
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	166	187	244	257	152	153
非经营收益	41	38	41	63	33	33
营运资金变动	-230	31	35	162	-389	-463
经营活动现金净流	277	588	685	992	432	547
资本开支	-321	-279	-451	-11	-48	-55
投资	-10	-290	-155	-1	0	0
其他	0	2	12	9	9	9
投资活动现金净流	-331	-567	-593	-2	-39	-46
股权募资	0	-15	1,607	0	31	0
债权募资	426	196	-62	-15	-14	-13
其他	-115	-261	-246	-49	-348	-422
筹资活动现金净流	311	-80	1,299	-64	-331	-435
现金净流量	257	-59	1,390	925	62	66

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	451	393	1,794	2,719	2,781	2,847
应收款项	168	187	307	316	405	515
存货	1,742	1,657	1,537	2,003	2,621	3,365
其他流动资产	270	525	589	316	413	530
流动资产	2,631	2,762	4,227	5,355	6,220	7,257
%总资产	54.6%	53.7%	61.0%	68.8%	72.7%	76.4%
长期投资	31	30	91	92	91	91
固定资产	1,529	1,561	1,623	1,576	1,528	1,479
%总资产	31.7%	30.4%	23.4%	20.3%	17.9%	15.6%
无形资产	587	750	916	757	709	668
非流动资产	2,189	2,381	2,698	2,428	2,331	2,240
%总资产	45.4%	46.3%	39.0%	31.2%	27.3%	23.6%
资产总计	4,819	5,143	6,925	7,782	8,551	9,496
短期借款	576	802	248	236	224	213
应付款项	795	730	790	1,078	1,394	1,780
其他流动负债	166	204	270	645	819	1,051
流动负债	1,538	1,735	1,309	1,959	2,437	3,044
长期贷款	173	149	631	631	631	632
其他长期负债	54	54	54	51	48	46
负债	1,764	1,938	1,993	2,641	3,116	3,722
普通股股东权益	3,055	3,205	4,932	5,142	5,435	5,774
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,819	5,143	6,925	7,782	8,551	9,496

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.47	0.51	0.20	0.28	0.35	0.46
每股净资产	4.73	4.97	2.73	2.85	3.01	3.20
每股经营现金净流	0.43	0.91	0.38	0.55	0.24	0.30
每股股利	0.15	0.31	0.30	0.17	0.21	0.27
回报率						
净资产收益率	9.84%	10.32%	7.41%	9.90%	11.69%	14.26%
总资产收益率	6.24%	6.43%	5.28%	6.54%	7.43%	8.67%
投入资本收益率	8.73%	9.29%	6.74%	8.93%	10.54%	12.86%
增长率						
主营业务收入增长率	5.34%	21.26%	20.57%	29.18%	28.11%	27.20%
EBIT增长率	28.37%	11.24%	3.31%	35.80%	22.27%	27.09%
净利润增长率	28.71%	10.04%	10.45%	39.30%	24.85%	29.59%
总资产增长率	20.59%	6.71%	34.65%	12.39%	9.87%	11.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16	12	15	15	15	15
存货周转天数	525	421	304	298	298	298
应付账款周转天数	75	64	50	50	50	50
固定资产周转天数	150	148	123	91	68	51
偿债能力						
净负债/股东权益	9.75%	17.43%	-18.56%	-36.03%	-35.44%	-34.67%
EBIT利息保障倍数	10.3	6.8	7.7	13.2	16.2	20.7
资产负债率	36.61%	37.69%	28.78%	33.93%	36.44%	39.19%

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	1
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	1.00

来源：贝格数据

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	2016-08-19	买入	14.10	N/A
2	2016-10-28	买入	14.41	N/A
3	2017-03-14	买入	14.72	N/A
4	2017-08-29	买入	5.76	N/A
5	2018-04-16	买入	5.50	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此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 7GH