

2018年07月31日

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

中期业绩靓丽，加盟渠道颇具看点 买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,179	5,672	7,212	8,975
同比 (%)	20.6%	35.7%	27.2%	24.4%
归母净利润 (百万元)	365	494	645	807
同比 (%)	10.4%	35.2%	30.5%	25.1%
每股收益 (元/股)	0.20	0.28	0.36	0.45
P/E (倍)	26.43	19.54	14.97	11.97

投资要点

- **公司发布半年报业绩：**报告期内实现收入 25.26 亿，同增 40.50%；归母净利润 2.06 亿，同增 35.51%。其中 Q2 单季实现收入 15.12 亿，同增 46.27%；归母净利润 1.43 亿，同增 36.77%；收入增长提速。
- **加盟渠道看点颇丰：**期内公司 ART 加盟业务快速拓展，实现收入 2.8 亿元，同比增速高达 119%，同时持续快速拓展新店布局。截至报告期末，A.R.T.经典门店数量达 125 家 (+14 家)，下半年预计新增 36 家；A.R.T.西区门店数量达 35 家 (+18 家)，下半年预计新增 84 家。我们认为通过定价亲民的 A.R.T.将美克的美学理念推向广阔的消费群体，是公司未来增长的最大看点。
- **直营渠道稳健增长：**期内直营渠道（主要是美克美家）收入同增 30.74% 至 15.99 亿元，我们预计其中 17 年新开的 11 家美克美家门店贡献约 10% 增长、同店增长贡献约 15%-17%。公司持续探索扩张模式，下半年预计新开 15 家美克美家直营店及 12 家 250-500 平的美克美家设计工作室，并在现有店面中全面推广定制衣柜。同时，美克美家牵手腾讯部署智慧门店 U Mall 开展精准营销，有效提高了商品展示及客流转化能力。
- **广告费用投入加大，净利率维持稳定：**报告期内，加盟模式的扩张叠加原材料成本有所上涨，导致公司上半年的毛利率下滑 1.05pct 至 57.35%。三费率则受到并表 Rowe 和 MUST 公司（管理费用上升）及加大广告费用投入（较去年同期增加 7600 万）的影响上升 0.46pct 至 46.41%。综合来看，公司报告期内实现净利率 8.01%，和去年基本持平。
- **并表及铺货致存货增长较快：**期内公司存货较年初增加 4.94 亿元 (+32.12%)，主要原因在于公司为下半年新开店面增加楼面样品备货及商品外部采办备货支出，以及 M.U.S.T.和 Rowe 并表增加较多存货所致。受益于加盟收入占比提升及去库存效果显著，存货周转天数较期初小幅下降 2 天至 298 天。
- **客户账期延长拖累现金流状况：**公司期末现金流净额-3.29 亿元，较去年同期减少 336.5%，主要系客户结构略有所调整、客户付款周期延长所致，下半年公司将积极与银行展开合作为客户提供配套信用产品以提高收款效率，预计现金流状况将得到修复。期末公司账上应收账款 2.94 亿元，较年初增加 0.69 亿元 (+30.82%)，应收账款周转天数上升 3 天至 18 天，系并表 M.U.S.T.和 Rowe 增加较多应收账款所致。
- **投资建议：**我们预计公司 18-20 年实现收入 56.7、72.1、89.8 亿元，同比增长 35.7%、27.2%、24.4%；归母净利润 4.94、6.45、8.07 亿元，同比增长 35.2%、30.5%、25.1%，当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 19.5X、15.0X、12.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**渠道拓展不达预期，房地产调控超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.44
一年最低/最高价	4.72/6.91
市净率(倍)	2.10
流通 A 股市值(百万元)	7937.40

基础数据

每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	38.31
总股本(百万股)	1775.05
流通 A 股(百万股)	1459.08

相关研究

- 1、《美克家居 (600337)：美克家居：高端美式生活方式引领者，多品牌共振增长进入加速通道》2018-05-23
- 2、《Q3 净利率稳增，多品牌战略逐步进入收获期》2017-10-27
- 3、《美克家居：Q2 收入增速环比提升，多品牌战略见成效》2017-08-29

表 1: 美克家居季度财务数据一览

单位: 百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	692.3	793.4	953.69	1027.11	764.37	1033.41	1136.79	1244.84	1014.27	1511.57
YOY	9.16%	21.22%	28.76%	23.84%	10.41%	30.25%	19.20%	21.20%	32.69%	46.27%
归母净利润	42.85	88.82	86.59	112.54	47.46	104.25	106.8	106.85	63.01	142.57
YOY	3.05%	2.17%	16.21%	15.32%	10.77%	17.37%	23.34%	-5.06%	32.75%	36.77%
毛利率	58.17%	63.19%	54.76%	55.32%	57.89%	58.78%	52.49%	49.64%	55.21%	58.78%
期间费用率	49.54%	47.31%	42.22%	42.73%	49.35%	43.44%	40.85%	39.01%	46.50%	46.37%
其中: 销售费用率	39.00%	34.57%	32.64%	31.18%	38.49%	32.70%	29.12%	29.26%	34.85%	35.93%
管理费用率	9.25%	10.25%	7.77%	9.38%	8.70%	9.26%	10.42%	8.54%	10.00%	10.37%
财务费用率	1.28%	2.50%	1.81%	2.17%	2.17%	1.47%	1.32%	1.21%	1.65%	0.07%
归母净利率	6.19%	11.19%	9.08%	10.96%	6.21%	10.09%	9.39%	8.58%	6.21%	9.43%
ROE	2.55%	3.25%	1.39%	2.92%	2.85%	3.58%	1.47%	3.25%	2.68%	2.19%
YOY (±)	0.53%	0.23%	-0.06%	-0.09%	0.30%	0.34%	0.08%	0.33%	-0.18%	-1.39%
资产负债率	36.69%	39.16%	40.58%	37.69%	41.43%	40.36%	31.34%	28.78%	31.14%	38.31%
YOY (±)	7.29%	6.32%	6.11%	1.08%	4.73%	1.20%	-9.24%	-8.91%	-10.29%	-2.05%
存货周转天数	535.40	543.64	466.64	415.56	468.26	405.04	347.98	300.20	330.76	297.96
较上年同期增减	38.99	15.63	-36.43	-102.20	-67.14	-138.60	-118.66	-115.36	-137.50	-107.08
应收账款周转天数	15.33	12.63	11.53	12.20	14.25	13.97	12.00	15.24	22.93	18.48
较上年同期增减	-3.78	-5.69	-4.99	-3.62	-1.08	1.34	0.47	3.04	8.68	4.51
经营性现金流净额	16.97	88.37	71.06	411.27	108.25	30.75	84.90	460.64	-172.05	-156.71
较上年同期增减	-2.19	-15.13	24.48	303.39	91.28	-57.62	13.84	49.37	-280.30	-187.46
筹资性现金流净额	101.63	-53.91	162.62	-273.89	309.09	-365.73	1733.53	-376.94	25.12	359.91
较上年同期增减	46.28	-102.52	128.62	-439.90	207.46	-311.82	1570.91	-103.05	-283.97	725.64
资本开支	64.95	92.22	29.67	92.67	47.39	88.25	103.59	220.78	137.86	77.75
较上年同期增减	19.82	-3.64	-63.35	5.40	-17.56	-3.97	73.92	128.11	90.47	-10.50

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

表 2: 美克家居收入拆分一览

单位: 亿元		2015A	2016A	2017H1	2017H2	2017A	2018H1
营业收入		28.59	34.67	17.98	23.82	41.79	25.26
yoy		5.34%	21.26%	15.28%	20.24%	20.57%	40.50%
直营模式	营业收入	20.82	26.46	12.23	18.44	30.67	15.99
	yoy	-	27.05%	-	-	15.92%	30.74%
	占比	72.84%	76.32%	68.03%	77.42%	73.38%	63.31%
加盟模式	营业收入	1.25	1.65	1.28	1.61	2.89	2.80
	yoy	-	31.51%	-	-	75.45%	118.75%
	占比	4.38%	4.75%	7.12%	6.77%	6.92%	11.09%
国际批发业务	营业收入	6.13	6.13	4.26	3.26	7.52	6.15
	yoy	-3.14%	0.10%	-	-	22.57%	44.37%
	占比	21.44%	17.70%	23.70%	13.69%	17.99%	24.35%

数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券研究所

美克家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4227	4727	4995	5434	营业收入	4179	5672	7212	8975
现金	1794	2001	2000	2252	减:营业成本	1915	2477	3153	3937
应收账款	225	224	328	337	营业税金及附加	71	72	99	130
存货	1537	1767	1837	1913	营业费用	1327	1884	2377	2953
其他流动资产	671	736	830	932	管理费用	387	583	728	903
非流动资产	2698	2846	3152	3447	财务费用	62	52	69	68
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	6	6	7
固定资产	1403	1441	1447	1534	加:投资净收益	12	4	6	7
在建工程	220	243	362	405	其他收益	0	0	0	0
无形资产	500	522	566	583	营业利润	446	601	785	984
其他非流动资产	575	639	778	925	加:营业外净收支	1	4	3	3
资产总计	6925	7573	8147	8881	利润总额	447	604	789	986
流动负债	1309	1567	1773	2045	减:所得税费用	82	110	144	180
短期借款	111	100	90	81	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	258	427	503	621	归属母公司净利润	365	494	645	807
其他流动负债	940	1040	1180	1343	EBIT	550	727	954	1182
非流动负债	684	801	870	946	EBITDA	694	842	1070	1309
长期借款	631	694	763	839					
其他非流动负债	54	107	107	107	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1993	2367	2643	2991	每股收益(元)	0.20	0.28	0.36	0.45
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.73	2.93	3.10	3.32
	4932	5206	5504	5890	发行在外股份(百万股)	1806	1775	1775	1775
归属母公司股东权益					ROIC(%)	7.9%	9.9%	12.3%	14.2%
负债和股东权益	6925	7573	8147	8881	ROE(%)	9.0%	9.7%	12.0%	14.2%
					毛利率(%)	54.2%	56.3%	56.3%	56.1%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	8.7%	8.7%	8.9%	9.0%
经营活动现金流	685	1020	899	1244	资产负债率(%)	28.8%	31.3%	32.4%	33.7%
投资活动现金流	-593	-477	-548	-614	收入增长率(%)	20.6%	35.7%	27.2%	24.4%
筹资活动现金流	1300	-324	-351	-378	净利润增长率(%)	10.4%	35.2%	30.5%	25.1%
现金净增加额	1390	219	-1	252	P/E	26.43	19.54	14.97	11.97
折旧和摊销	143	115	115	127	P/B	1.96	1.85	1.75	1.64
资本开支	460	486	560	628	EV/EBITDA	13.92	11.47	9.03	7.38
营运资本变动	1892	242	62	166					

数据来源: 贝格数据, Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

