

渠道布局持续加密，多品牌共驱增长  
买入（维持）

2018年10月30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

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	479	628	788
同比 (%)	10.4%	31.0%	31.2%	25.5%
每股收益 (元/股)	0.20	0.27	0.35	0.44
P/E (倍)	18.85	14.39	10.97	8.74

投资要点

- **公司发布18年三季报**：Q1-Q3实现营收40.06亿 (+36.50%)，归母净利润3.37亿 (+30.37%)，扣非净利3.28亿 (+30.00%)；其中Q3单季营收14.80亿 (+30.19%)，归母净利润1.31亿 (+23.08%)，扣非净利1.26亿 (+21.88%)。我们估计前三季度M.U.S.T.和Rowe并表贡献收入3.4亿 (18H1预计并表1.8亿)、净利润0.4亿 (18H1预计并表0.2亿)，剔除并表因素后公司内生收入增速约为25%。
- **直营收入稳健增长，探索渠道新模式**：前三季度直营渠道（主要为美克美家）实现收入26.68亿元 (+25.72%)，毛利率小幅下滑0.67pct至64.52%，单Q3收入10.69亿元 (+18.88%)。期内公司门店布局进一步加密，单3季度新开6家直营门店，预计美克美家门店数量已超过100家，预计Q4将继续新开9-10家，并持续探索设计工作室、生活艺术馆新模式。
- **加盟端增速略有放缓，渠道持续高扩**：前三季度加盟渠道（A.R.T.）实现收入4.16亿元 (+83.51%)，毛利率小幅下滑0.61pct至35.97%，单Q3收入1.36亿元 (+37.70%)，较上半年增速略有放缓，预计系新开门店受地产增速放缓影响相对更大。截止18H1公司拥有125家A.R.T.经典门店，35家A.R.T.西区门店，我们估计Q3公司新开A.R.T.经典和西区合计50-60家门店，快速推进新城市开拓，稳步实施老城市加密策略。
- **并表带动批发业务高增，品牌协同效应显现**：前三季度国际批发业务实现收入8.72亿元 (+57.33%)，毛利率同比上升15.68pct至44.72%，单Q3收入2.57亿元 (+100.34%)，系新收购的M.U.S.和Rowe定位高端、毛利率较高。三季度，Rowe公司为Caracole开发的定制沙发，及借助美克家居现有设计资源为Rowe公司补充的高端茶几类产品，在今年10月美国高点家具展中均获得成功，实现资源与品牌的共享。
- **携手腾讯精准获客，“定制+成品”强强联手**：公司结合腾讯社交数据优势，通过数字化精准营销，打通线上线下传播渠道，实现低成本精准获客，同时部署智慧门店UMall，有效带动店效和转化率的提升。三季度公司定制衣柜业务完成了合作伙伴筛选与业务模式设计，12款定制衣柜已在美克美家门店开始推广；此外，线上定制品牌恣在家持续加强品牌营销，线上自营商城、天猫商城运营能力得到持续提升，三季度实现销售额较二季度环比增长27%。
- **大股东旗下资产战略收缩，聚焦家居主业**：公司控股股东美克投资集团于8月28日转让美克化工25%股份给中泰化学，转让完成后，美克投资集团的持股比例将由33.7%降低至8.7%，预计将缓解其可交债和质押担保（用于补充美克化工业务流动资金）的压力。随着大股东逐步剥离旗下非家居资产，管理层精力将聚焦于家居主业的经营，利好公司长期发展。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.88
一年最低/最高价	3.80/6.65
市净率(倍)	1.42
流通A股市值(百万元)	6705.85

基础数据

每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	43.82
总股本(百万股)	1775.05
流通A股(百万股)	1728.31

相关研究

- 1、《美克家居 (600337)：中期业绩靓丽，加盟渠道颇具看点》2018-07-31
- 2、《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
- 3、《美克家居 (600337)：Q3净利率稳增，多品牌战略逐步进入收获期》2017-10-27

- **年内回购频繁，彰显发展信心：**继5月公司完成年内第一次回购（合计回购2433万股，占总股本1.35%，支付金额1.28亿元），公司于8月4日再次发布回购预案，拟以2-5亿元回购资金总额，以不超过6元/股实施回购，预计最大回购股份数量8333.33万股，约占公司总股本的4.69%。截止10月29日公司累计已回购2885.63万股，占公司目前总股本的比例为1.63%，累计支付的总金额为1.39亿元。公司年内回购动作频繁，有助于股价回归内在价值。
- **毛利率小幅上升，销售费用投入加码：**前三季度公司毛利率57.04%，较同期上升0.93pct，主要系国外批发业务毛利率同比提高15.68pct所致。Q1-Q3公司期间费用率46.02%，较同期上升2.04pct；其中销售费用率34.94%，较同期上升2.12pct，系公司加大营销力度，人工、广告宣传、新开店租金等费用增加较多所致；管理+研发费用率9.86%，较去年同期增0.30pct；财务费用率1.21%，较同期下滑0.38pct。综合来看，前三季度公司归母净利率8.41%，较同期下滑0.40pct。
- **提前备货及并表致存货增长较快：**截至报告期末，公司应收账款3.47亿，较18H1增0.53亿，周转天数同增7.28天至19.28天，系并表M.U.S.T.公司和Rowe公司所致；存货相应增加21.44亿，较18H1增1.14亿，系公司为下半年新开店楼面样品备货较多及并表所致，周转天数同减59.24天至288.74天，存货周转明显加快；期末公司在建工程4.71亿，较18H1增加0.93亿，主要系公司新店建设装修费用及美克家居MAC设计研发中心等建设投资较年初增加所致；预收账款4.59亿，较18H1增0.69亿。Q3单季公司经营性现金流净额0.62亿，较同期减0.22亿，系原材料、商品采购、人工费用支出较多所致。
- **盈利预测与投资评级：**随着公司多品类、多渠道加速拓展，大股东聚焦家居主业，供应链管理持续改善，公司逐渐进入以增长为主题的下半场。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4.79、6.28、7.88亿元，同比增长31.0%、31.2%、25.5%，当前股价对应18-20年PE分别为14.4X、11.0X、8.7X，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

表1：美克家居季度经营数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业总收入	692.30	793.40	953.69	1,027.11	764.37	1,033.41	1,136.79	1,244.84	1,014.27	1,511.57	1,479.96
YOY	9.16%	21.22%	28.76%	23.84%	10.41%	30.25%	19.20%	21.20%	32.69%	46.27%	30.19%
归母净利润	42.85	88.82	86.59	112.54	47.46	104.25	106.80	106.85	63.01	142.57	131.45
YOY	3.05%	2.17%	16.21%	15.32%	10.77%	17.37%	23.34%	-5.06%	32.75%	36.77%	23.08%
毛利率	58.17%	63.19%	54.76%	55.32%	57.89%	58.78%	52.49%	49.64%	55.21%	58.78%	56.52%
期间费用率	49.54%	47.31%	42.22%	42.73%	49.36%	43.44%	40.85%	39.01%	46.50%	46.37%	45.24%
其中：销售费用率	39.00%	34.57%	32.64%	31.18%	38.49%	32.70%	29.11%	29.26%	34.85%	35.93%	34.00%
管理+研发费用率	9.25%	10.25%	7.77%	9.38%	8.70%	9.26%	10.42%	8.54%	10.00%	10.37%	9.16%
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%	2.08%
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%	8.88%
ROE	1.39%	2.92%	2.85%	3.58%	1.47%	3.25%	2.68%	2.19%	1.27%	2.91%	2.73%
YOY (±)	-0.06%	-0.09%	0.30%	0.34%	0.08%	0.33%	-0.18%	-1.39%	-0.20%	-0.34%	0.05%
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%	43.82%
YOY (±)	7.29%	6.32%	6.11%	1.08%	4.73%	1.20%	-9.24%	-8.91%	-10.29%	-2.06%	12.48%
存货	1,703.79	1,772.06	1,760.37	1,656.96	1,692.30	1,708.97	1,662.80	1,536.56	1,802.56	2,030.14	2,143.93
较上年同期增减	202.26	210.11	167.09	-84.68	-11.49	-63.09	-97.57	-120.40	110.26	321.18	481.13
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	288.74
较上年同期增减	38.98	15.63	-36.43	-102.20	-67.13	-138.60	-118.66	-115.36	-137.50	-107.08	-59.24
应收账款	129.95	102.72	102.47	129.15	112.88	150.00	131.62	224.64	292.20	293.88	347.39
较上年同期增减	6.17	-14.15	-0.44	23.32	-17.07	47.28	29.15	95.49	179.32	143.88	215.77
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	19.28
较上年同期增减	-3.78	-5.69	-5.00	-3.62	-1.08	1.34	0.47	3.04	8.68	4.50	7.28
应付账款及应付票据	326.36	288.30	271.26	378.40	375.14	320.92	257.92	291.57	426.51	477.39	521.17
较上年同期增减	144.25	84.68	61.29	29.58	48.79	32.63	-13.34	-86.83	51.37	156.47	263.25
预收账款	355.53	398.18	430.35	306.99	476.34	457.32	436.41	427.06	494.35	389.94	458.81
较上年同期增减	-40.27	-14.90	-23.36	-7.49	120.81	59.13	6.06	120.07	18.01	-67.37	22.40
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	62.49
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	-22.41
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	672.20
较上年同期增减	46.28	-102.51	128.62	-439.90	207.45	-311.82	1570.92	-103.05	-283.97	725.64	-1061.33
资本开支	64.95	92.22	29.67	92.67	47.39	88.25	103.59	220.78	137.86	77.75	157.13
较上年同期增减	19.82	-3.65	-63.35	5.41	-17.57	-3.96	73.92	128.10	90.47	-10.50	53.54

数据来源：Wind，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	2017A	2018H1	2018Q3	2018前三季度
营业收入		<b>28.59</b>	<b>34.67</b>	<b>41.79</b>	<b>25.26</b>	<b>14.80</b>	<b>40.06</b>
yoy		5.34%	21.26%	20.57%	40.50%	30.19%	36.50%
直营模式 (美克美家为主)	营业收入	<b>20.82</b>	<b>26.46</b>	<b>30.67</b>	<b>15.99</b>	<b>10.69</b>	<b>26.68</b>
	yoy	-	27.05%	15.92%	30.74%	18.88%	25.72%
	占比	72.84%	76.32%	73.38%	63.31%	72.20%	66.59%
加盟模式 (A.R.T.为主)	营业收入	<b>1.25</b>	<b>1.65</b>	<b>2.89</b>	<b>2.80</b>	<b>1.36</b>	<b>4.16</b>
	yoy	-	31.51%	75.45%	118.75%	37.70%	83.51%
	占比	4.38%	4.75%	6.92%	11.09%	9.16%	10.37%
国际批发业务	营业收入	<b>6.13</b>	<b>6.13</b>	<b>7.52</b>	<b>6.15</b>	<b>2.57</b>	<b>8.72</b>
	yoy	-3.14%	0.10%	22.57%	44.37%	100.34%	57.33%
	占比	21.44%	17.70%	17.99%	24.35%	17.38%	21.77%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：美克家居按品牌拆分一览

美克美家	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
销售收入(百万元)	1389.98	1554.34	1786.62	2075.68	2622.79	3023.37	1223.00	1599.00
YOY		11.82%	14.94%	16.18%	26.36%	15.27%	-	30.74%
店面数量(家)	87	73	75	84	82	93	81	95
单店销售额(万元)	1782.02	1942.93	2414.35	2610.92	3159.99	3455.28	1509.88	1683.16
YOY		9.03%	24.26%	8.14%	21.03%	9.34%	-	11.48%
A.R.T.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
销售收入(百万元)		12.00	62.50	125.34	164.83	289.19	128.00	280.00
YOY			420.83%	100.54%	31.51%	75.45%	-	118.75%
店面数量(家)		6	25	58	84	128	92	160
单店提货额(万元)		200.00	250.00	302.01	232.15	272.82	139.13	175.00
YOY			25.00%	20.81%	-23.13%	17.52%	-	25.78%

注：A.R.T.13、14年数据为根据15-17年表现测算值

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
<b>流动资产</b>	4227	4726	4981	5417	<b>营业收入</b>	4179	5672	7212	8975
现金	1794	1971	1988	2207	减:营业成本	1915	2496	3173	3960
应收账款	225	224	328	337	营业税金及附加	71	72	99	130
存货	1537	1792	1835	1936	营业费用	1327	1884	2377	2953
其他流动资产	671	740	830	936	管理费用	387	583	728	903
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	446	582	765	961
其他非流动资产	575	639	778	925	加:营业外净收支	1	4	3	3
<b>资产总计</b>	6925	7572	8133	8864	<b>利润总额</b>	447	585	768	964
<b>流动负债</b>	1309	1572	1774	2051	减:所得税费用	82	107	140	176
短期借款	111	100	90	81	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	258	433	504	627	<b>归属母公司净利润</b>	365	479	628	788
其他流动负债	940	1040	1180	1344	EBIT	550	708	933	1159
<b>非流动负债</b>	684	801	870	946	EBITDA	694	823	1049	1286
长期借款	631	694	763	839					
其他非流动负债	54	107	107	107	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	1993	2373	2644	2998	每股收益(元)	0.20	0.27	0.35	0.44
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.73	2.93	3.09	3.30
归属母公司股东权益	4932	5199	5489	5866	发行在外股份(百万股)	1806	1775	1775	1775
<b>负债和股东权益</b>	6925	7572	8133	8864	ROIC(%)	7.9%	9.7%	12.0%	14.0%
					ROE(%)	9.0%	9.4%	11.8%	13.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	54.2%	56.0%	56.0%	55.9%
经营活动现金流	685	982	907	1202	销售净利率(%)	8.7%	8.4%	8.7%	8.8%
投资活动现金流	-593	-477	-548	-614	资产负债率(%)	28.8%	31.3%	32.5%	33.8%
筹资活动现金流	1300	-316	-342	-368	收入增长率(%)	20.6%	35.7%	27.2%	24.4%
现金净增加额	1390	189	17	220	净利润增长率(%)	10.4%	31.0%	31.2%	25.5%
折旧和摊销	143	115	115	127	P/E	18.85	14.39	10.97	8.74
资本开支	460	486	560	628	P/B	1.40	1.32	1.25	1.17
营运资本变动	1892	236	54	157	EV/EBITDA	9.93	8.37	6.57	5.35

数据来源: 贝格数据, 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>

