

收购越南中高端家具生产商，持续完善供应链布局

买入（维持）

2018 年 11 月 25 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@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）	20.45	15.61	11.90	9.48

投资要点

- **事件：**公司公告全资子公司美克国际事业拟对三家越南公司 SD、TC、RC 各自增资 1600、500、500 万美元（合计约折合 1.81 亿人民币），完成后将持有三家公司各 40% 的股权。
- **完善越南布局，冲抵贸易战风险：**2017 年 SD、TC、RC 的收入规模为 4259、483、180 万美元，美克国际本次的收购对价根据 SD、TC、RC 未来三年的平均净利润的承诺 300、93.75、93.75 万美元协定，对应三家公司的估值均为 13.33X。同时协议规定若目标收购公司能够顺利完成业绩承诺，美克国际事业后期有义务收购原股东股权至控股（51% 以上）。我们认为，美克国际对三家公司的布局为美克旗下品牌 ART 美国工厂产能的转移进行铺垫。
- **重视降本增效，供应链持续完善：**本次拟收购的三家目标公司主要负责中高端家具的生产和制造（2011 年以来一直是美克家居 ART 品牌的重要供应商），厂址均位于越南平阳省，无论劳动力、环保、税收成本等方面对比国内均有明显优势。本次收购进一步保障公司产能供应的同时降低生产成本，致力于在东南亚打造成公司北美市场的主要供应源，形成全球化的供应链体系，应对中美贸易摩擦风险。
- **业务多点开花，零售经验丰富：**前三季度，公司直营品牌美克美家稳健增长（yoy+25.72%）、加盟品牌 ART 渠道扩张有所放量（18H1 拥有门店 160 家，预计 Q3 新开 50-60 家）。除了店面和产品的优化外，公司收入增长较快得益于联手腾讯带动店效和转化率的提升；同时公司还与深远/金螳螂合作加速家装引流。
- **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，约占公司总股本的 4.69%。截止 11 月 14 日公司累计已回购 3593.66 万股，累计支付的总金额为 1.68 亿元。公司年内回购动作频繁，有助于股价回归内在价值。
- **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。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 15.6X、11.9X、9.48X，维持“买入”评级，长线看好！
- **风险提示：**渠道拓展不达预期，地产调控超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.21
一年最低/最高价	3.80/6.60
市净率(倍)	1.54
流通 A 股市值(百万元)	7276

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)：渠道布局持续加密，多品牌共驱增长》2018-10-30
- 2、《美克家居 (600337)：中期业绩靓丽，加盟渠道颇具看点》2018-07-31
- 3、《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

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		28.59	34.67	41.79	25.26	14.80	40.06
	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	20.82	26.46	30.67	15.99	10.69	26.68
	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	1.25	1.65	2.89	2.80	1.36	4.16
	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	6.13	6.13	7.52	6.15	2.57	8.72
	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)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4227	4695	4950	5386	营业收入	4179	5672	7212	8975
现金	1794	1940	1957	2176	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
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	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
资产总计	6925	7541	8102	8833	利润总额	447	585	768	964
流动负债	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	归属母公司净利润	365	479	628	788
其他流动负债	940	1040	1180	1344	EBIT	550	708	933	1159
非流动负债	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	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	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	2.91	3.08	3.29
归属母公司股东权益	4932	5168	5458	5835	发行在外股份(百万股)	1806	1775	1775	1775
负债和股东权益	6925	7541	8102	8833	ROIC(%)	7.9%	9.7%	12.1%	14.0%
					ROE(%)	9.0%	9.5%	11.8%	14.0%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	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%	31.5%	32.6%	33.9%
筹资活动现金流	1300	-347	-342	-368	收入增长率(%)	20.6%	35.7%	27.2%	24.4%
现金净增加额	1390	158	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	20.45	15.61	11.90	9.48
资本开支	460	486	560	628	P/B	1.52	1.45	1.37	1.28
营运资本变动	1892	205	54	157	EV/EBITDA	10.77	9.08	7.12	5.81

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>