

2019年03月27日

多品牌稳步推进，供应链持续优化  
买入（维持）

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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,261	6,100	7,092	8,478
同比（%）	25.9%	15.9%	16.3%	19.6%
归母净利润（百万元）	451	519	597	709
同比（%）	23.5%	14.9%	15.1%	18.8%
每股收益（元/股）	0.25	0.29	0.34	0.40
P/E（倍）	21.99	19.13	16.63	14.00

投资要点

- **公司发布2018年报：**报告期内实现营业总收入52.61亿，同增25.88%；归母净利润4.51亿，同增23.50%。其中Q4单季收入12.55亿，同增0.83%；归母净利润1.14亿，同增6.86%。18年公司收购的M.U.S.T.（持股60%）和Rowe（持股100%）两家公司分别贡献收入2.29亿、4.46亿，实现利润-1471.33万元、342.79万元，剔除上述并表影响后18年公司内生收入/利润增速约10%/25%。
- **加盟渠道表现靓丽，渠道持续扩张：**期内加盟渠道实现收入4.93亿，同比增长70.56%，毛利率33.68%（-0.89pct）；单Q4加盟收入0.78亿（同比+23.8%），实现逆势扩张。截至报告期末，A.R.T经典拥有门店145家（+34家），其中加盟店136家（+33家）、直营店9家（+1家）；A.R.T西区共49家（+32家），其中加盟店44家（+30家）、直营店5家（+2家）。除新开店外，同店亦有不俗增长，我们测算A.R.T加盟店的18年单店收入预计达到270+万（同比+21%）。我们认为，A.R.T相对亲民的价格搭载加盟模式有望实现快速放量，成为公司新的增长点。
- **地产压制直营渠道Q4表现，全年增长稳健：**期内公司直营渠道收入同增12.36%至33.97亿（以美克美家为主），毛利率62.53%（+0.73pct）；其中单Q4直营收入7.29亿元（同比-22.8%），受到18年地产链增速放缓影响。我们预计全年实现增长主要来自于美克美家新开店，期末美克美家直营店数量达104家（新增11家），而单店收入则基本持平。其他直营品牌Rehome和YvY期末门店数分别为17家、7家（均持平），且公司开出了第一家恣在家线下智慧门店，但目前体量尚小，预计未来随着直营新品牌培育完成、经营策略调整优化后将贡献业绩增长。
- **海外收购补强品类，完善全球供应链：**公司于18年初分别以2645万/492万美元收购美国高档定制沙发生产商Rowe 100%股权和越南实木家居及饰品制造商M.U.S.T. 60%股权，实现品牌协同和品类扩张；并于18年11月公告拟对三家越南家具生产商SD/TC/RC分别增资1600/500/500万美元各持股40%，拟转移部分国际批发业务产能至越南，缓解中美贸易摩擦风险。通过上述海外并购，公司强化了国际批发业务，18年实现收入12.2亿（同比增长62.3%），毛利率为32.98%（同比+2.65pct）。
- **零售模式持续创新，精准营销提升转化率：**18年3月底公司第一家体验式品牌馆落地成都，全年客流超过3600批次（新客流占比60%），第一年即实现盈亏平衡；19年3月武汉品牌馆也已顺利开业。此外，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.59
一年最低/最高价	3.80/6.53
市净率(倍)	2.07
流通A股市值(百万元)	9661.26

基础数据

每股净资产(元)	2.71
资产负债率(%)	44.98
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)：收购越南中高端家具生产商，持续完善供应链布局》2018-11-25
- 2、《美克家居(600337)：渠道布局持续加密，多品牌共驱增长》2018-10-30
- 3、《美克家居(600337)：中期业绩靓丽，加盟渠道颇具看点》2018-07-31

- **电商渠道高速扩张，定制衣柜首战告捷：**公司拥有共计6家电商旗舰店，18年实现线上营收1.8亿元，同比增长56.52%，且呈现高端化趋势：截止期末共有会员约11万名，其中高端会员约4.3万名，且增长迅速。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布展于14家门店，上样三个月内已实现2000万销售订单，丰富了产品矩阵。
- **年内回购频繁，彰显发展信心：**继18年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18年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19年3月12日公司累计已回购9194.51万股，占公司目前总股本5.18%，累计支付的总金额为4.17亿元。公司回购动作频繁，有助于股价回归内在价值。
- **三费基本持平，净利率小幅增加：**报告期内，加盟模式的扩张叠加公司Q4起将部分折旧摊销由费用科目转入成本科目，导致公司毛利率下降2.02pct至52.16%。三费率合计41.93%（同减0.57%），与去年基本持平。分项来看，销售费用合计15.76亿元（销售费用率下降1.81pct至29.95%）；管理费用（含研发）合计5.45亿元（管理费用率增加1.09pct至10.35%），受业务扩张、Rowe与M.U.S.T.并表影响增加较多；财务费用合计0.85亿元（财务费用率1.62%）。报告期内公司归母净利率8.58%（同减0.16pct）。
- **并表及铺货致存货增长较快，周转率提升：**期内公司存货较期初增加7.62亿元（+49.58%），主要由公司为配合零售业务拓展、新开门店和品牌馆楼样品备货、销售备货及商品外部采购备货，以及M.U.S.T.和Rowe并表增加较多存货导致。存货周转天数较期初下降25.98天至274.31天。期末公司应收账款3.40亿，较期初增加1.15亿（+51.19%），系Rowe与M.U.S.T.并表所致。应收账款周转天数上升4.06天至19.3天。公司期末经营现金流净额-1.25亿元（去年同期为6.85亿），系人工、营销费用、采购金额增加较多而有所承压。
- **盈利预测与投资建议：**随着公司多品类、加盟渠道加速拓展，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19-21年实现收入61.00、70.92、84.78亿元，同比增长15.9%、16.3%、19.6%；归母净利润5.19、5.97、7.09亿元，同比增长14.9%、15.1%、18.8%，当前股价对应19-21年PE分别为19.13X、16.63X、14.00X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产调控超预期，加盟渠道拓展低于预期。

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	2018Q3	2018Q4
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	1,255.23
YOY	9.16%	21.22%	28.76%	23.84%	10.41%	30.25%	19.20%	21.20%	32.69%	46.27%	30.19%	0.83%
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	114.18
YOY	3.05%	2.17%	16.21%	15.32%	10.77%	17.37%	23.34%	-5.06%	32.75%	36.77%	23.08%	6.86%
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%	36.58%
期间费用率	49.54%	46.85%	43.45%	42.46%	49.36%	43.20%	40.00%	39.73%	46.50%	46.22%	45.94%	27.31%
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%	14.02%
管理+研发费用率	9.25%	9.78%	9.00%	9.11%	8.70%	9.02%	9.56%	9.26%	10.00%	10.22%	9.86%	10.35%
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%	2.93%
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%	9.10%
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	2,299.10
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	762.54
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	339.42
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	114.78
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	769.00
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	477.43
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	145.18
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	-281.88
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	141.71
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	-22.42	-318.92
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	-24.37
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	-1061.34	352.57
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	118.84
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	-101.93
ROE	1.39%	2.92%	2.85%	3.58%	1.47%	3.25%	2.68%	2.19%	1.27%	2.91%	2.73%	2.37%
YOY (±)	-0.06%	-0.09%	0.30%	0.34%	0.08%	0.33%	-0.18%	-1.39%	-0.20%	-0.34%	0.05%	0.18%
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%	44.98%
YOY (±)	7.29%	6.32%	6.11%	1.08%	4.73%	1.20%	-9.24%	-8.91%	-10.29%	-2.06%	12.49%	16.20%

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

(百万元)		2015A	2016A	2017 H1	2017H2	2017A	2018 H1	2018 H2	2018A
营业总收入		<b>2858.82</b>	<b>3466.51</b>	1797.78	2381.64	<b>4179.42</b>	2525.84	2735.18	<b>5261.02</b>
yoy		<b>5.34%</b>	<b>21.26%</b>	21.01%	20.24%	<b>20.57%</b>	40.50%	14.84%	<b>25.88%</b>
营业成本		<b>1106.82</b>	<b>1472.02</b>	747.61	1,167.25	<b>1914.86</b>	1,077.38	1439.5425	<b>2,516.92</b>
毛利率		<b>61.28%</b>	<b>57.54%</b>	58.41%	50.99%	<b>54.18%</b>	57.35%	47.37%	<b>52.16%</b>
直营模式 (美克美家为主)	营业收入	<b>2075.68</b>	<b>2622.79</b>	1223	1800.37	<b>3023.37</b>	1599.00	1798.03	<b>3397.03</b>
	YOY	<b>16.18%</b>	<b>26.36%</b>	-	-	<b>15.27%</b>	30.74%	-0.13%	<b>12.36%</b>
	占比	<b>72.61%</b>	<b>75.66%</b>	68.03%	75.59%	<b>72.34%</b>	63.31%	65.74%	<b>64.57%</b>
	门店数量	<b>84</b>	<b>82</b>	-	-	<b>93</b>	-	-	<b>104</b>
	单店收入 (百万元/家)	<b>24.71</b>	<b>31.99</b>	-	-	<b>32.51</b>	-	-	<b>32.66</b>
	YOY	<b>3.73%</b>	<b>29.44%</b>	-	-	<b>1.64%</b>	-	-	<b>0.47%</b>
加盟模式 (A.R.T.为主)	营业收入	<b>125.34</b>	<b>164.83</b>	128	161.19	<b>289.19</b>	280	213.25	<b>493.25</b>
	YOY	<b>100.54%</b>	<b>31.51%</b>	-	-	<b>75.45%</b>	118.75%	32.29%	<b>70.56%</b>
	占比	<b>4.38%</b>	<b>4.75%</b>	7.12%	6.77%	<b>6.92%</b>	11.09%	7.80%	<b>9.38%</b>
	门店数量	<b>58</b>	<b>84</b>	-	-	<b>128</b>	-	-	<b>180</b>
	单店收入 (百万元/家)	<b>2.16</b>	<b>1.96</b>	-	-	<b>2.26</b>	-	-	<b>2.74</b>
	YOY	<b>-13.56%</b>	<b>-9.20%</b>	-	-	<b>15.14%</b>	-	-	<b>21.29%</b>
国际批发业务	营业收入 (百万元)	<b>618.36</b>	<b>613.47</b>	426.00	325.96	<b>751.96</b>	615.00	605.40	<b>1220.40</b>
	YOY	<b>-24.90%</b>	<b>-0.79%</b>	-	-	<b>22.57%</b>	44.37%	85.73%	<b>62.30%</b>
	占比	<b>21.63%</b>	<b>17.70%</b>	23.70%	13.69%	<b>17.99%</b>	24.35%	22.13%	<b>23.20%</b>
	营业成本	<b>427.51</b>	<b>438.98</b>	-	-	<b>523.88</b>	-	-	<b>817.89</b>
	毛利率(%)	<b>30.86%</b>	<b>28.44%</b>	-	-	<b>30.33%</b>	-	-	<b>32.98%</b>

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5560</b>	<b>6619</b>	<b>6832</b>	<b>7339</b>	<b>营业收入</b>	<b>5261</b>	<b>6100</b>	<b>7092</b>	<b>8478</b>
现金	2058	2214	2285	2293	减:营业成本	2517	2764	3249	3921
应收账款	339	378	456	541	营业税金及附加	60	81	99	109
存货	2299	2508	3142	3677	营业费用	1576	1867	2162	2584
其他流动资产	863	1519	949	827	管理费用	475	615	713	852
<b>非流动资产</b>	<b>3203</b>	<b>3270</b>	<b>3607</b>	<b>3989</b>	财务费用	85	158	159	166
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	5	6	7	8
固定资产	1442	1457	1481	1505	加:投资净收益	19	11	14	14
在建工程	450	472	549	674	其他收益	0	0	0	0
无形资产	666	682	755	823	<b>营业利润</b>	<b>537</b>	<b>620</b>	<b>716</b>	<b>852</b>
其他非流动资产	646	659	821	987	加:营业外净收支	2	1	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>8763</b>	<b>9890</b>	<b>10439</b>	<b>11329</b>	<b>利润总额</b>	<b>539</b>	<b>621</b>	<b>715</b>	<b>851</b>
<b>流动负债</b>	<b>2994</b>	<b>3273</b>	<b>3408</b>	<b>3813</b>	减:所得税费用	94	108	124	148
短期借款	1344	1344	1344	1344	少数股东损益	-6	-6	-6	-6
应付账款	395	416	418	477	<b>归属母公司净利润</b>	<b>451</b>	<b>519</b>	<b>597</b>	<b>709</b>
其他流动负债	1255	1513	1646	1992	EBIT	693	853	967	1121
<b>非流动负债</b>	<b>948</b>	<b>915</b>	<b>1006</b>	<b>1107</b>	EBITDA	843	891	1015	1173
长期借款	832	915	1006	1107					
其他非流动负债	116	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3942</b>	<b>4189</b>	<b>4414</b>	<b>4920</b>	每股收益(元)	0.25	0.29	0.34	0.40
少数股东权益	19	19	19	19	每股净资产(元)	2.71	3.21	3.39	3.61
归属母公司股东权益	4802	5701	6025	6409	发行在外股份(百万股)	1775	1775	1775	1775
<b>负债和股东权益</b>	<b>8763</b>	<b>9890</b>	<b>10439</b>	<b>11329</b>	ROIC(%)	8.2%	8.9%	9.5%	10.5%
					ROE(%)	9.3%	9.9%	10.2%	11.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	52.2%	54.7%	54.2%	53.7%
经营活动现金流	-125	168	890	952	销售净利率(%)	8.5%	8.4%	8.3%	8.3%
投资活动现金流	-635	-544	-455	-499	资产负债率(%)	45.0%	42.4%	42.3%	43.4%
筹资活动现金流	1033	533	-365	-445	收入增长率(%)	25.9%	15.9%	16.3%	19.6%
现金净增加额	275	157	71	8	净利润增长率(%)	23.5%	14.9%	15.1%	18.8%
折旧和摊销	150	37	48	52	P/E	21.99	19.13	16.63	14.00
资本开支	492	575	495	545	P/B	2.07	1.74	1.65	1.55
营运资本变动	-353	781	78	102	EV/EBITDA	11.77	11.14	9.78	8.46

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>

