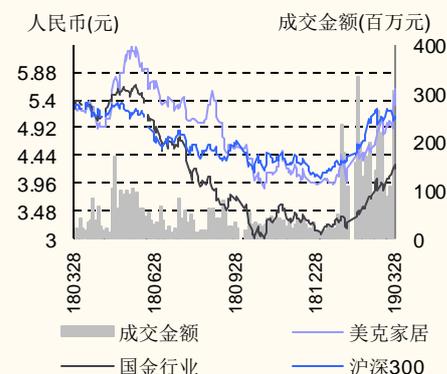


市场价格 (人民币): 5.32 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,728.31
总市值(百万元)	9,443.28
年内股价最高最低(元)	6.34/3.88
沪深 300 指数	3728.40
上证指数	2994.94



相关报告

- 1.《扩张与升级成果初现,经营品质有望提升-扩张与升级成果初现,经...》, 2018.7.31
- 2.《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...》, 2018.4.16

揭力

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

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

现金流问题有所缓解,全球化布局正深

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.20	0.25	0.33	0.40	0.48
每股净资产(元)	2.73	2.71	3.05	3.32	3.64
每股经营性现金流(元)	0.33	-0.10	0.43	0.35	0.34
市盈率(倍)	30	16	16	13	11
净利润增长率(%)	10.45%	23.50%	31.77%	20.38%	17.86%
净资产收益率(%)	7.41%	9.40%	10.97%	12.13%	13.05%
总股本(百万股)	1,806.10	1,775.05	1,775.05	1,775.05	1,775.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年,公司分别实现营收/归母净利润 52.61 亿元/4.51 亿元,同比增长 25.88%/23.50%,实现全面摊薄 EPS0.25 元,符合预期。2018 年,公司拟向全体股东每 10 股派 2.00 元(含税)。

经营分析

- 批发渠道贡献大部分收入增速,直营门店经营略有疲态。公司拥有直营、加盟和批发三大销售渠道,18 年直营渠道收入 33.97 亿元,占比 66.48%。直营并不是公司增长最快的渠道,加盟渠道虽仅创收 4.93 亿元,但增速高达 70%以上。批发渠道伴随业务规模的扩大,占比提升至 23.87%,实现 60%以上增长,为整体收入增长贡献 14.85pct。从具体门店经营渠道情况来看,直营店新增 14 家,单店收入下滑 0.08%,经营情况略显疲态。加盟店单店虽有 10.88%的增长,但在 18 年内新增门店超过 60 家,门店增速超过 50%。也就是说加盟渠道收入的增长,大部分动力源自新店开业备货。
- 销售收款模式变更拖累现金流,下半年有缓解但下滑仍明显。上半年公司经营净现金流为-3.29 亿元,同比下滑明显。究其原因,除了为开店做备货准备之外,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,借助消费贷合作提升终端付款能力,公司经营性现金流在 Q3 开始转正, Q4 为 1.42 亿元,但同比下滑近 70%。
- 外延并购深化全球供应链布局。去年公司完成对沙发品牌 Rowe 和实木家居品牌 M.U.S.T.的收购,并在 11 月对木曜家具完成增资入股。以上收购行为有助于公司统筹优化产能,夯实东南亚作为公司对北美市场供应源的基础,完善全球化供应链配置。而就去年内海外基地的运营情况来看,东南亚供应源正充分发挥低成本的地域优势,并增强了公司未来面对贸易摩擦的抗风险性。

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 2019-2021 年 EPS 为 0.33/0.40/0.48 元(三年 CAGR23.2%),对应 PE 分为 16/13/11 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,467	4,179	5,261	6,694	8,409	10,476
增长率		20.6%	25.9%	27.2%	25.6%	24.6%
主营业务成本	-1,472	-1,915	-2,517	-3,270	-4,207	-5,337
%销售收入	42.5%	45.8%	47.8%	48.8%	50.0%	50.9%
毛利	1,994	2,265	2,744	3,425	4,202	5,140
%销售收入	57.5%	54.2%	52.2%	51.2%	50.0%	49.1%
营业税金及附加	-39	-71	-60	-72	-90	-112
%销售收入	1.1%	1.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-1,176	-1,327	-1,576	-1,888	-2,338	-2,872
%销售收入	33.9%	31.8%	30.0%	28.2%	27.8%	27.4%
管理费用	-316	-387	-545	-690	-864	-1,075
%销售收入	9.1%	9.3%	10.4%	10.3%	10.3%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	463	479	564	775	909	1,081
%销售收入	13.4%	11.5%	10.7%	11.6%	10.8%	10.3%
财务费用	-68	-62	-85	-84	-66	-71
%销售收入	2.0%	1.5%	1.6%	1.3%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-5	-7	-5	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	12	19	20	21	22
%税前利润	0.4%	2.7%	3.5%	2.8%	2.4%	2.1%
营业利润	392	446	537	706	862	1,030
营业利润率	11.3%	10.7%	10.2%	10.6%	10.3%	9.8%
营业外收支	5	1	2	2	2	3
税前利润	397	447	539	709	865	1,033
利润率	11.5%	10.7%	10.2%	10.6%	10.3%	9.9%
所得税	-66	-82	-94	-121	-156	-196
所得税率	16.7%	18.2%	17.4%	17.0%	18.0%	19.0%
净利润	331	365	445	588	709	837
少数股东损益	0	0	-6	-6	-6	-7
归属于母公司的净利润	331	365	451	595	716	844
净利率	9.5%	8.7%	8.6%	8.9%	8.5%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	331	365	445	588	709	837
少数股东损益	0	0	-6	-6	-6	-7
非现金支出	110	150	156	168	185	206
非经营收益	38	41	-22	101	79	83
营运资金变动	31	35	-764	-97	-358	-518
经营活动现金净流	511	591	-185	761	616	607
资本开支	-279	-451	-443	-234	-327	-361
投资	-290	-155	-211	0	0	0
其他	2	12	19	20	21	22
投资活动现金净流	-567	-593	-635	-215	-306	-339
股权募资	-15	1,607	0	0	0	0
债权募资	196	-62	1,723	-743	38	112
其他	-261	-246	-688	-100	-339	-386
筹资活动现金净流	-80	1,299	1,035	-843	-301	-274
现金净流量	-136	1,297	215	-297	9	-6

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	393	1,794	2,058	1,761	1,770	1,764
应收款项	187	307	448	515	645	803
存货	1,657	1,537	2,299	2,687	3,320	4,042
其他流动资产	525	589	755	856	987	1,143
流动资产	2,762	4,227	5,560	5,819	6,722	7,753
%总资产	53.7%	61.0%	63.4%	64.0%	66.3%	68.4%
长期投资	30	91	56	57	58	58
固定资产	1,561	1,623	1,892	2,038	2,168	2,292
%总资产	30.4%	23.4%	21.6%	22.4%	21.4%	20.2%
无形资产	750	916	1,185	1,110	1,123	1,158
非流动资产	2,381	2,698	3,203	3,276	3,421	3,580
%总资产	46.3%	39.0%	36.6%	36.0%	33.7%	31.6%
资产总计	5,143	6,925	8,763	9,095	10,143	11,333
短期借款	802	248	1,786	1,013	1,050	1,161
应付款项	730	790	1,002	1,365	1,822	2,246
其他流动负债	204	270	207	307	386	482
流动负债	1,735	1,309	2,994	2,684	3,258	3,889
长期贷款	149	631	832	932	932	932
其他长期负债	54	54	116	46	47	48
负债	1,938	1,993	3,942	3,662	4,237	4,869
普通股股东权益	3,205	4,932	4,802	5,420	5,900	6,465
少数股东权益	0	0	19	13	6	0
负债股东权益合计	5,143	6,925	8,763	9,095	10,143	11,333

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.513	0.202	0.254	0.335	0.403	0.475
每股净资产	4.969	2.731	2.705	3.053	3.324	3.642
每股经营现金净流	0.792	0.327	-0.104	0.429	0.347	0.342
每股股利	0.300	0.110	0.000	0.111	0.133	0.157
回报率						
净资产收益率	10.32%	7.41%	9.40%	10.97%	12.13%	13.05%
总资产收益率	6.43%	5.28%	5.15%	6.54%	7.06%	7.44%
投入资本收益率	9.29%	6.74%	6.26%	8.72%	9.45%	10.23%
增长率						
主营业务收入增长率	21.26%	20.57%	25.88%	27.24%	25.62%	24.58%
EBIT 增长率	11.24%	3.31%	17.78%	37.46%	17.30%	18.88%
净利润增长率	10.04%	10.45%	23.50%	31.77%	20.38%	17.86%
总资产增长率	6.71%	34.65%	26.54%	3.80%	11.52%	11.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	15.4	19.6	20.8	20.8	20.7
存货周转天数	421.4	304.4	278.1	300.0	288.0	276.5
应付账款周转天数	64.4	49.6	47.3	47.0	47.0	47.0
固定资产周转天数	148.0	122.5	100.0	81.8	66.9	54.5
偿债能力						
净负债/股东权益	17.43%	-18.56%	11.60%	3.37%	3.58%	5.08%
EBIT 利息保障倍数	6.8	7.7	6.6	9.2	13.7	15.3
资产负债率	37.69%	28.78%	44.98%	40.27%	41.77%	42.96%

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH