

多品牌战略加速渗透，加盟渠道扩张发力

——美克家居（600337）2018年度财报业绩点评

2019年04月02日

推荐/首次

美克家居 | 财报点评

投资要点：

- 事件：**3/27 公司发布 2018 年年度报告，报告期内实现营收 52.16 亿元，同比增长 25.88%；实现归母净利润 4.51 亿元，同比增长 23.5%，拟以实施利润分配股权登记日总股本为基数，向全体股东派发现金红利 2.00 元（含税）。
- 直营渠道同店经营有所下滑，加盟渠道扩张放量增长。（1）零售端：**得益于加盟店放量扩张，零售业务实现收入 38.9 亿元（+15.92%yoy）。占比超六成（64.6%）的直营业收入实现 33.97 亿元（+11%yoy），增长相对稳定；直营店全年净增 15 家至 143 家门店，单店营收回落 1%，直营店的门店经营边际小幅下滑；直营毛利率提升 0.7pct 至 62.5%。加盟实现收入 4.97 亿元（+73%yoy），占比提升 2.5pct 至 9.4%。加盟门店迅速增长至 180 家（净增 60 家），单店营收同比提升 11%，带动整体收入快速增长；加盟毛利率下滑之势延续，2018 年同比回落 0.9pct 至 33.7%。**（2）批发端：**批发业务实现高增，总体实现营收 12.2 亿元（+62%yoy），占比达 23.2%。其中实木产品收入 6.07 亿元（+9.85%yoy）；沙发产品高速拓展，实现收入 6.13 亿元（+276.49%yoy）；实木/沙发产品的毛利率分别为 37.6%/28.4%。公司重增长的战略下，高毛利空间的直营业务面临经营瓶颈，低毛利率的加盟及批发业务成增长源泉。
- 以多品牌战略为核心，门店加速下沉。**公司面向全球中高端市场，面向不同的消费群体、以艺术为核心推出 7 个国内品牌及 4 个国际品牌，在国内 100 多个城市共开设 322 家门店（+77 家）。多层次的品品牌矩阵有望帮助打进各细分市场，实现消费群体最大幅度的拓展。**（1）主力品牌价值积累：**美克美家 104 家（+11 家），是公司主打的自主品牌，品牌价值持续提升。**（2）轻资产品牌快速渗透：**A.R.T 145 家（直营+1 至 9 家/加盟+33 至 136 家）、ART 西区 49 家（直营+3 至 5 家/加盟+14 至 44 家）成为扩张主力。公司推进 A.R.T 入住家居卖场，并借助渠道扩张 ART 西区，在加密已有市场布局的同时，快速拓展新城市。**（3）新兴品牌布局线上：**YvvY、ZESTHOME 等新兴品牌不断培育，形成丰富的品牌矩阵。其中 ZESTHOME 主攻线上渠道，天猫智慧门店、小程序商场接连上线，智慧零售有条不紊推进。**（4）国际市场开拓：**公司收购沙发制造商 Rowe 和装饰品制造商 M.U.S.T.，增资入股越南木曜家居，形成以东南亚为核心的全球供应链网络配置。**（4）产品优化迭代加速：**公司积极顺应市场变化，扩大在线 SKU 比例和产品迭代，至 2018 年已拥有授权专利 2322 件，自主知识产权成为公司核资产。
- 以毛利空间扩市场，综合毛利率有所下行。**收入结构变化，低毛利率业务开拓致使 2018 年公司整体毛利率下降 2.02pct 至 52.61%。其中 Q4 毛利率仅为 36.58%，行业环境的负面冲击下公司运营能力承压，拖累全年盈利水平。费用端，综合费用率下降 0.57pct 至 41.93%，其中销售费用率 29.95%（-1.81pct），管理费用率受收购公司并表影响提升至 9.03%（+0.80pct），财务费用率 1.62%（+0.14pct）。整体公司销售净利率小幅下滑 0.28pct 至 8.46%。
- 盈利预测与投资评级：**公司重增长扩市场，以多品牌战略为核心，门店下沉+线上渠道同步推进将加速市占率提升。预计在今年行业回暖趋势下，公司的同店收入有望平稳增长。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 64.47 亿元、75.10 亿元、83.85 亿元；净利润分别为 5.46 亿元、6.59 亿元、7.88 亿元；对应增速分别为 21.29%、20.83%和 19.76%。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

魏鹤翀

010-66554044

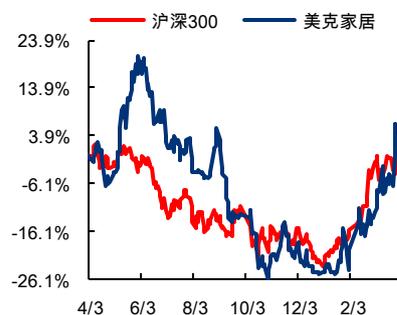
研究助理

weihech@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	5.46-5.41
总市值（亿元）	96.92
流通市值（亿元）	94.37
总股本/流通 A 股（万股）	177505/172831
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.61

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

EPS 分别为 0.31 元、0.37 元、0.44 元，对应当前股价的 PE 分别为 18.73x、15.53x 和 12.98x。首次覆盖，给与公司“推荐”评级。

风险提示：公司渠道拓展不及预期，品牌培育不及预期，行业下行风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,179.42	5,261.02	6,446.97	7,509.75	8,385.31
增长率（%）	20.57%	25.88%	22.54%	16.48%	11.66%
净利润（百万元）	365.36	451.21	546.01	658.54	787.50
增长率（%）	10.45%	21.88%	21.29%	20.83%	19.76%
净资产收益率（%）	7.41%	9.40%	10.29%	11.82%	13.37%
每股收益(元)	0.20	0.25	0.31	0.37	0.44
PE	28.47	22.66	18.73	15.53	12.98
PB	2.11	2.13	1.93	1.83	1.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4227	5560	8470	7508	9190	营业收入	4179	5261	6447	7510	8385
货币资金	1794	2058	4145	2422	3470	营业成本	1915	2517	3095	3605	3992
应收账款	225	339	416	484	541	营业税金及附加	71	60	73	85	95
其他应收款	82	108	133	155	173	营业费用	1327	1576	1963	2281	2530
预付款项	251	344	459	592	739	管理费用	387	475	582	672	726
存货	1537	2299	2827	3293	3647	财务费用	62	85	95	91	112
其他流动资产	338	411	490	561	620	资产减值损失	7	5	5	5	5
非流动资产合计	2698	3203	1257	1612	1330	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	12	19	19	19	19
固定资产	1403	1442	0	175	69	营业利润	446	537	651	788	944
无形资产	500	666	611	561	515	营业外收入	2	8	8	8	8
其他非流动资产	37	0	0	0	0	营业外支出	1	6	6	6	6
资产总计	6925	8763	9727	9119	10520	利润总额	447	539	654	790	946
流动负债合计	1309	2994	3464	2598	3689	所得税	82	94	114	137	164
短期借款	111	1344	1997	1379	2801	净利润	365	445	540	653	782
应付账款	258	395	479	558	618	少数股东损益	0	-6	-6	-6	-6
预收款项	427	145	-200	-603	-1052	归属母公司净利润	365	451	546	659	788
一年内到期的	138	442	442	442	442	EBITDA	1118	1397	746	879	1055
非流动负债合计	684	948	947	947	946	EPS (元)	0.20	0.25	0.31	0.37	0.44
长期借款	631	832	832	832	832	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1993	3942	4411	3545	4635	成长能力					
少数股东权益	0	19	13	7	1	营业收入增长	20.57%	25.88%	22.54%	16.48%	11.66%
实收资本(或股	1806	1775	1775	1775	1775	营业利润增长	13.75%	20.35%	21.38%	20.91%	19.82%
资本公积	1385	1270	1270	1270	1270	归属于母公司净利	21.01%	20.61%	21.01%	20.61%	19.58%
未分配利润	1525	1744	1600	1428	1221	获利能力					
归属母公司股	4932	4802	5308	5573	5889	毛利率(%)	54.18%	52.16%	51.99%	51.99%	52.39%
负债和所有者	6925	8763	9727	9119	10520	净利率(%)	8.74%	8.46%	8.38%	8.69%	9.32%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	5.28%	5.15%	5.61%	7.22%	7.49%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	7.41%	9.40%	10.29%	11.82%	13.37%
经营活动现金	685	-125	-54	-117	6	偿债能力					
净利润	365	445	540	653	782	资产负债率(%)	29%	45%	45%	39%	44%
折旧摊销	110	109	0	0	0	流动比率	3.23	1.86	2.45	2.89	2.49
财务费用	62	85	95	91	112	速动比率	2.06	1.09	1.63	1.62	1.50
应收账款减少	0	0	-77	-69	-56	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-345	-402	-449	总资产周转率	0.69	0.67	0.70	0.80	0.85
投资活动现金	-593	-635	13	13	13	应收账款周转率	24	19	17	17	16
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.07	16.12	14.76	14.49	14.27
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	12	19	19	19	19	每股收益(最新摊	0.20	5.00	0.31	0.37	0.44
筹资活动现金	1300	1033	504	-1104	839	每股净现金流(最	0.77	0.15	0.26	-0.68	0.48
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.73	2.71	2.99	3.14	3.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1161	-31	0	0	0	P/E	28.47	22.66	18.73	15.53	12.98
资本公积增加	446	-114	0	0	0	P/B	2.11	2.13	1.93	1.83	1.74
现金净增加额	1391	273	464	-1208	858	EV/EBITDA	8.49	7.72	12.53	11.89	10.26

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。