

直营增长稳健，看好多品牌共驱成长 买入（维持）

2019 年 04 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

盈利预测与估值	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）	20.02	17.42	15.14	12.75

投资要点

- **公司发布 2019 年一季报：**期内实现营收 10.67 亿元（+5.15%），归母净利润 0.67 亿元（+6.11%），扣非归母净利 0.64 亿元（+1.62%）。
- **直营模式增长较快，持续探索品牌艺术馆：**期内公司直营业务实现收入 6.99 亿元（+7.58%），毛利率 65.48%（-2.32pct），预计增长主要来自去年及 19Q1 新开业的门店，19Q1 直营门店净增加 4 家，其中包括 3 月于武汉开业的美克美家品牌艺术馆，为消费者打造一站式购物体验、提升品牌价值。加盟业务实现收入 0.87 亿元（-8.45%），但环比 Q4 的 0.78 亿增长 11.5%，毛利率 35.55%（-2.25pct），预计随着 A.R.T.加盟渠道的快速扩张，全年有望放量增长。国外批发业务实现收入 2.69 亿元（+1.48%），毛利率 31.96%（+0.96pct），表现稳健。
- **变更募资用途，聚焦国内渠道建设：**公司 17 年非公开发行募资 16 亿元用于天津制造基地升级扩建项目，18 年在中美贸易摩擦下公司国外批发业务成本提升，且公司 18 年已通过收购 Rowe、M.U.S.T.和越南木曜三公司完善全球供应链、强化国际批发业务，故公司拟将天津制造基地升级扩建项目投入金额调减至 1.2 亿元，拟使用 4.5 亿元用于 2 家生活体验式购物中心（预计投资额 5.7 亿）与 10 家美克美家门店建设（预计投资额 0.94 亿）项目，余下资金则用于偿还银行贷款和补充流动资金。根据公司测算，上述门店建设项目成熟年（第 3 年）预计可贡献收入 7.09 亿元、净利润 0.96 亿元。我们认为，公司结合外部环境变化调整募资用途打造差异化零售终端渠道，符合公司的核心竞争力。
- **费用管控良好，备货较多致现金流下滑：**期内公司毛利率下降 0.82pct 至 54.39%。期间费用率合计 46.39%，与去年基本持平。分项来看，销售费用率下降 3.2pct 至 31.65%，广告投放边际效益递增；管理+研发费用率增加 1.4pct 至 11.4%，主要系公司进行新品牌产品研发活动较多，研发费用同增 267.25%至 0.18 亿；财务费用率同增 1.68pct 至 3.33%，主要系公司期内股票回购较多、贷款增加较多所致。综合来看，公司归母净利率 6.27%。期内公司为配合新开门店和品牌馆备货增加较多预付采购款，期末预付账款 4.49 亿（较期初+1.05 亿），存货 23.38 亿（较期初+0.39 亿），导致公司经营现金流净额下滑至-2.97 亿元（去年同期为-1.72 亿）。
- **盈利预测与投资建议：**随着公司多品类、加盟渠道加速拓展，供应链管理持续改善，公司有望维持稳健增长。我们预计公司 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 17.42X、15.14X、12.75X，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.09
一年最低/最高价	3.80/6.97
市净率(倍)	1.93
流通 A 股市值(百万元)	8797.10

基础数据

每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	44.17
总股本(百万股)	1775.05
流通 A 股(百万股)	1728.31

相关研究

- 1、《【东吴轻工】美克家居：多品牌稳步推进，供应链持续优化：多品牌稳步推进，供应链持续优化》2019-03-28
- 2、《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
- 3、《美克家居（600337）：渠道布局持续加密，多品牌共驱增长》2018-10-30

表 1：美克家居季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	764.37	1,033.41	1,136.79	1,244.84	1,014.27	1,511.57	1,479.96	1,255.23	1,066.52
YOY	10.41%	30.25%	19.20%	21.20%	32.69%	46.27%	30.19%	0.83%	5.15%
归母净利润	47.46	104.25	106.80	106.85	63.01	142.57	131.45	114.18	66.86
YOY	10.77%	17.37%	23.34%	-5.06%	32.75%	36.77%	23.08%	6.86%	6.11%
毛利率	57.89%	58.78%	52.49%	49.64%	55.21%	58.78%	56.52%	36.58%	54.39%
期间费用率	49.36%	43.20%	40.00%	39.73%	46.50%	46.22%	45.94%	27.31%	46.39%
其中：销售费用率	38.49%	32.70%	29.11%	29.26%	34.85%	35.93%	34.00%	14.02%	31.65%
管理+研发费用率	8.70%	9.02%	9.56%	9.26%	10.00%	10.22%	9.86%	10.35%	11.40%
财务费用率	2.17%	1.47%	1.32%	1.21%	1.65%	0.07%	2.08%	2.93%	3.33%
归母净利率	6.21%	10.09%	9.39%	8.58%	6.21%	9.43%	8.88%	9.10%	6.27%
存货	1,692.30	1,708.97	1,662.80	1,536.56	1,802.56	2,030.14	2,143.93	2,299.10	2,338.11
较上年同期增减	-11.49	-63.09	-97.57	-120.40	110.26	321.18	481.13	762.54	535.55
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.22	0.00
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.22	0.00
应收账款	112.88	150.00	131.62	224.64	292.20	293.88	347.39	339.42	332.36
较上年同期增减	-17.07	47.28	29.15	95.49	179.32	143.88	215.77	114.78	40.16
应付账款及应付票据	375.14	320.92	257.92	291.57	426.51	477.39	521.17	769.00	476.24
较上年同期增减	48.79	32.63	-13.34	-86.83	51.37	156.47	263.25	477.42	49.73
预收账款	476.34	457.32	436.41	427.06	494.35	389.94	458.81	145.18	158.22
较上年同期增减	120.81	59.13	6.06	120.07	18.01	-67.37	22.40	-281.88	-336.13
经营性现金流净额	108.25	30.75	84.90	460.64	-172.05	-156.71	62.49	141.71	-296.94
较上年同期增减	91.28	-57.62	13.84	49.37	-280.30	-187.46	-22.42	-318.92	-124.89
筹资性现金流净额	309.09	-365.73	1733.53	-376.94	25.12	359.91	672.20	-24.37	-132.56
较上年同期增减	207.45	-311.82	1570.92	-103.05	-283.97	725.64	-1061.34	352.57	-157.68
资本开支	47.39	88.25	103.59	220.78	137.86	77.75	157.13	118.84	164.52
较上年同期增减	-17.57	-3.96	73.92	128.10	90.47	-10.50	53.54	-101.93	26.67
ROE	1.47%	3.25%	2.68%	2.19%	1.27%	2.91%	2.73%	2.37%	1.41%
YOY (±)	0.08%	0.33%	-0.18%	-1.39%	-0.20%	-0.34%	0.05%	0.18%	0.14%
资产负债率	41.43%	40.36%	31.34%	28.78%	31.14%	38.31%	43.82%	44.98%	44.17%
YOY (±)	4.73%	1.20%	-9.24%	-8.91%	-10.29%	-2.06%	12.49%	16.20%	13.03%

数据来源：Wind，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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5560	6619	6832	7339	营业收入	5261	6100	7092	8478
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
非流动资产	3203	3270	3607	3989	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	营业利润	537	620	716	852
其他非流动资产	646	659	821	987	加:营业外净收支	2	1	-1	-1
资产总计	8763	9890	10439	11329	利润总额	539	621	715	851
流动负债	2994	3273	3408	3813	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	归属母公司净利润	451	519	597	709
其他流动负债	1255	1513	1646	1992	EBIT	693	853	967	1121
非流动负债	948	915	1006	1107	EBITDA	843	891	1015	1173
长期借款	832	915	1006	1107					
其他非流动负债	116	0	0	0	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3942	4189	4414	4920	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
					发行在外股份(百万股)	1775	1775	1775	1775
归属母公司股东权益	4802	5701	6025	6409	ROIC(%)	8.2%	8.9%	9.5%	10.5%
负债和股东权益	8763	9890	10439	11329	ROE(%)	9.3%	9.9%	10.2%	11.4%
					毛利率(%)	52.2%	54.7%	54.2%	53.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.5%	8.4%	8.3%	8.3%
经营活动现金流	-125	168	890	952	资产负债率(%)	45.0%	42.4%	42.3%	43.4%
投资活动现金流	-635	-544	-455	-499	收入增长率(%)	25.9%	15.9%	16.3%	19.6%
筹资活动现金流	1033	533	-365	-445	净利润增长率(%)	23.5%	14.9%	15.1%	18.8%
现金净增加额	275	157	71	8	P/E	20.02	17.42	15.14	12.75
折旧和摊销	150	37	48	52	P/B	1.88	1.58	1.50	1.41
资本开支	492	575	495	545	EV/EBITDA	10.71	10.14	8.90	7.70
营运资本变动	-353	781	78	102					

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>