

证券研究报告

公司研究——年报点评

美克家居（600337.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.10.31

李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

周贤珮 分析师

执业编号：S1500518020001

联系电话：+86 10 83326737

邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

相关研究

- 《内外销共发展，收入持续高增长》18.10
- 《控股股东逐步剥离化工板块，专注发展家居业务》18.8
- 《多品牌战略全面推进，一季度业绩增长显著》18.4
- 《业绩加速增长，多品牌战略稳步推进》17.9
- 《加盟业务开展顺利，业绩稳步提升》17.4
- 《供应链效率提升，去库存持续推进》17.3
- 《轻奢家居零售品牌，高端人群的美家梦》17.1

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

重塑顶级品牌，推动平台化转型

2019年03月29日

事件：近日，美克家居发布18年年报，2018年公司实现营业收入52.61亿元，同比增加25.88%；实现归属母公司股东净利润4.51亿元，同比增加23.50%。基本每股收益0.25元，扣除非经常性损益后的基本每股收益0.22元，略低于预期。18年拟每10股派发现金红利2.00元（含税）。

点评：

- **多品牌稳步发展，由产品零售商向平台品牌商转型。**公司目前拥有包括国内直营、加盟的7个渠道品牌（美克美家、A.R.T.、A.R.T.西区、YVVY、恣在家 Zest Home 及美克美家子品牌 Rehome、Jonathan Richard）以及4个国际批发品牌（Caracole、A.R.T.、Jonathan Charles 和 Rowe），在国内100多城市超过300家门店布局，旗下品牌产品在全世界50多个国家的近2000余个门店销售。公司还获得美国伊森艾伦（Ethan Allen）公司品牌特许经营权在国内美克美家店面渠道独家销售，并且获得多个国际设计师品牌在中国的独家销售权。目前公司共经营15个品牌，较2017年品牌数量增长了35%。
 - **坚守“重塑顶级品牌”战略，打造生活方式艺术体验平台。**公司是高端家具细分市场的龙头企业，在新中产阶级以上的优质市场中有较高的知名度和美誉度。2018年公司为了进一步提升消费者购物体验，打造生活方式艺术体验平台。18年3月，美克美家+美克家居多品牌10000㎡成都品牌馆启幕，展示美克美家、Caracole、Ethan Allen、Caracole Signature等品牌的产品，开创性增加室外家具展示和店内下午茶区域。高品质的购物体验得到了新老顾客的高度认可，成都品牌馆当年实现盈亏平衡。2018年客流超过3600批次，其中新客流占比超过60%。进入品牌馆的顾客与在美克美家传统店面的消费结构也在发生变化，在品牌馆当月进店、当月实现销售的比例超过40%。
- 19年3月，公司15000㎡武汉品牌馆启幕。武汉品牌馆内除了展示成都品牌馆内的品牌产品，还新增了2018年公司收购Jonathan Charles品牌的母品牌Jonathan Richard（简称JR），以及世界顶级室内设计师合作品牌产品。武汉品牌馆是目前公司旗下规模最大的线下品牌馆，有望带来更多新客流。此外，位于美国北卡罗来纳州的MAC艺术中心也将于19年4月正式投入使用。MAC艺术中心除了展示美克家居产品，也将作为家居艺术中心，吸引世界各地的优秀设计师交流。MAC项目将进一步提升Caracole和A.R.T.品牌的知名度和影响力，帮助公司优化全球品牌形象。
- **强化全球资源整合优势。**公司在全球具有整合设计、研发、制造供应链资源的能力以及品牌运作上的经验，依托多年来在国际家居市场的拓展，公司逐步成为家居全产业链资源整合型企业。2018年，公司通过对越南M.U.S.T.公司及美国Rowe沙发公司的收购，强化全球供货和服务能力，为实现全球供应链战略布局打下坚实基础。

- **盈利预测及评级:** 公司多品牌战略稳步实施, 国际业务客户资源与品牌协同效应显现, 公司业绩有望取得长足的发展。我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.31 元、0.38 元、0.45 元, 对应 PE 分别为 17 倍、14 倍、12 倍, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 新品牌推广不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	4,179.42	5,261.02	6,449.48	7,955.77	9,652.99
增长率 YoY %	20.57%	25.88%	22.59%	23.36%	21.33%
归属母公司净利润(百万元)	365.36	451.21	546.02	666.59	805.06
增长率 YoY%	10.45%	23.50%	21.01%	22.08%	20.77%
毛利率%	54.18%	52.16%	51.25%	50.01%	49.19%
净资产收益率 ROE%	8.98%	9.27%	11.15%	12.52%	13.28%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.25	0.31	0.38	0.45
市盈率 P/E(倍)	26	21	17	14	12
市净率 P/B(倍)	1.91	1.97	1.89	1.67	1.46

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,227.00	5,559.57	6,299.38	7,349.73	8,496.29
货币资金	1,794.38	2,057.81	2,062.53	2,140.43	2,203.36
应收票据	0.00	0.22	0.27	0.34	0.41
应收账款	224.64	339.42	416.09	513.27	622.77
预付账款	251.17	344.20	429.93	543.90	670.74
存货	1,536.56	2,299.10	2,871.73	3,632.98	4,480.20
其他	420.25	518.81	518.81	518.81	518.81
非流动资产	2,697.78	3,202.97	3,500.01	3,840.04	4,259.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	1,402.92	1,441.77	1,802.91	2,283.12	2,595.80
无形资产	499.57	665.61	769.56	869.93	982.99
其他	795.29	1,095.59	927.54	686.99	680.35
资产总计	6,924.78	8,762.54	9,799.39	11,189.77	12,755.44
流动负债	1,308.74	2,994.11	3,647.07	4,179.55	4,750.66
短期借款	110.77	1,343.88	1,743.88	1,943.88	2,143.88
应付票据	33.40	374.24	467.45	591.37	729.28
应付账款	258.17	394.75	493.08	623.78	769.25
其他	906.40	881.23	942.66	1,020.52	1,108.25
非流动负债	684.23	947.61	1,147.61	1,347.61	1,547.61
长期借款	630.60	831.54	1,031.54	1,231.54	1,431.54
其他	53.62	116.07	116.07	116.07	116.07
负债合计	1,992.96	3,941.72	4,794.68	5,527.16	6,298.27
少数股东权益	0.00	19.13	12.00	3.31	-7.19
归属母公司股东权益	4,931.81	4,801.69	4,992.70	5,659.30	6,464.36
负债和股东权益	6,924.78	8,762.54	9,799.39	11,189.77	12,755.44

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,179.42	5,261.02	6,449.48	7,955.77	9,652.99
同比(%)	20.57%	25.88%	22.59%	23.36%	21.33%
归属母公司净利润	365.36	451.21	546.02	666.59	805.06
同比(%)	10.45%	23.50%	21.01%	22.08%	20.77%
毛利率(%)	54.18%	52.16%	51.25%	50.01%	49.19%
ROE%	8.98%	9.27%	11.15%	12.52%	13.28%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.25	0.31	0.38	0.45
P/E	26	21	17	14	12
P/B	1.91	1.97	1.89	1.67	1.46
EV/EBITDA	14.32	14.65	12.27	10.58	9.23

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,179.42	5,261.02	6,449.48	7,955.77	9,652.99
营业成本	1,914.86	2,516.92	3,143.81	3,977.18	4,904.67
营业税金及附加	71.46	59.70	73.18	90.27	109.53
销售费用	1,327.35	1,575.78	1,805.85	2,148.06	2,558.04
管理费用	386.96	475.29	548.21	668.28	801.20
研发费用	0.00	69.44	77.39	95.47	106.18
财务费用	61.85	85.36	156.36	186.47	215.68
减值损失合计	7.05	5.35	9.56	12.29	13.37
投资净收益	11.97	18.60	10.74	13.77	14.37
其他	24.08	44.91	8.64	7.93	8.28
营业利润	445.94	536.70	654.49	799.45	966.96
营业外收支	0.93	2.26	2.70	2.87	2.01
利润总额	446.87	538.96	657.20	802.31	968.98
所得税	81.51	93.64	118.30	144.42	174.42
净利润	365.36	445.32	538.90	657.90	794.56
少数股东损益	0.00	-5.89	-7.12	-8.69	-10.50
归属母公司净利润	365.36	451.21	546.02	666.59	805.06
EBITDA	732.51	823.15	1,031.68	1,234.46	1,458.67
EPS(当年)(元)	0.20	0.25	0.31	0.38	0.45

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	684.55	-124.56	419.08	434.11	555.01
净利润	365.36	445.32	538.90	657.90	794.56
折旧摊销	236.58	210.81	225.44	256.37	288.37
财务费用	49.06	73.38	149.05	175.78	201.33
投资损失	-11.97	-18.60	-10.74	-13.77	-14.37
营运资金变动	34.52	-764.38	-491.69	-652.26	-725.90
其它	11.00	-71.09	8.12	10.09	11.02
投资活动现金流	-593.18	-635.46	-510.30	-580.42	-690.76
资本支出	-450.61	-442.90	-521.04	-594.19	-705.13
长期投资	301.99	257.44	10.74	13.77	14.37
其他	-444.56	-450.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,299.95	1,032.86	95.94	224.22	198.67
吸收投资	1,606.57	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-61.72	1,723.01	600.00	400.00	400.00
支付利息或股息	244.89	269.98	504.06	175.78	201.33
现金流净增加额	1,390.04	275.25	4.72	77.90	62.92

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

周贤珮，分析师。美国伊利诺伊理工学院金融学硕士。2015 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。