

美克家居 (600337.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 3.64 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)	6,446.12
年内股价最高最低(元)	4.02/3.57
沪深 300 指数	3694.00
上证指数	2815.80



相关报告

1.《美克家居 2018 年年报点评-现金流问题有所缓解, 全球化布局正...》, 2019.2.28

费用控制成效显著, 但下半年销售恐有压力

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	0.31	0.37	0.43
每股净资产(元)	2.73	2.71	3.04	3.29	3.58
每股经营性现金流(元)	0.33	-0.10	0.21	0.33	0.32
市盈率(倍)	30	16	12	10	8
净利润增长率(%)	10.45%	23.50%	21.89%	17.91%	18.27%
净资产收益率(%)	7.41%	9.40%	10.20%	11.13%	12.10%
总股本(百万股)	1,806.10	1,775.05	1,770.91	1,770.91	1,770.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2019 年上半年, 公司分别实现营收/归母净利润 27.09 亿元/2.16 亿元, 同比增长 7.27%/5.11%, 实现全面摊薄 EPS0.13 元, 低于市场预期。

经营分析

■ **Q2 收入增长加速、毛利率下降, 但销售费用管控良好。** Q2 公司实现营业收入 16.43 亿元, 同比增长 8.69%, 增速环比提升 3.54pct。分渠道看, 上半年公司加盟渠道收入下滑 14.73%, 尤其是 Q2 期内收入增速进一步放缓。由于批发渠道 Q2 收入增速达到 25.71% (环比+24.23pct), 且主营占比达到 27.34% (同比+3.76pct), 促使收入端单季度增速环比向上改善。公司年内持续推进数字化精准营销, 减少广告宣传费用投入, Q1、Q2 销售费用率同比分别下降 3.2pct 和 6.23pct。但受到原材料和产品价格波动影响, 半年度营业成本提升 18.46%, 导致 Q1、Q2 毛利率分别下降 0.82pct 和 6.86pct, 影响净利率提升拖累业绩增长。

■ **预计上半年同店有小幅下滑, 分品牌经营各有亮点。** 上半年, 公司全品牌总门店数 329 家, 较去年末增加 6 家, 单店收入为 594.3 万元。基于去年末公司门店总数与非批发渠道收入测算, 预计上半年同店收入基本与去年持平, 仅小幅下降约 0.17%。上半年, “美克美家” 数字化营销引流销售达成率 70%, 软装品类增长 21%, 其中饰品增长 61%, 床品增长近 400%。Rehome 和 YVY 通过聚焦重点品类和核心单品、利用兄弟品牌协同销售以及强化门店管理等方式, 销售完结分别实现 13% 和 11% 的同比增长。

■ **上半年现金流实现转正, 但营运效率有所降低。** 上半年, 公司经营性现金流转正, 其中 Q2 为 5.78 亿元, 同比增长 468.55%。但上半年公司经营效率略有下降, 存货周转率和应收账款周转率较去年分别下降 0.01 次和 1.74 次。另一方面, 上半年公司预收款下滑 48.42%, 下滑幅度较去年明显扩大。因此, 综合来看, 预计下半年公司销售端存在压力。

盈利预测与投资建议

■ 中报公司预收款下滑幅度扩大, 叠加地产大周期向下限制需求。我们下调公司盈利预测, 2019-2021 年公司收入分别为 62.54/73.78/86.58 亿元 (前值为 66.94/84.09/104.76 亿元, 下调幅度 6.58%/12.26%/17.35%), EPS 分别为 0.31/0.37/0.43 元 (三年 CAGR21.39%, 前值为 0.34/0.40/0.48 元, 下调幅度 7.28%/9.18%/8.86%), 对应 PE 分为 12/10/8 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

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

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	6,254	7,378	8,658
增长率		20.6%	25.9%	18.9%	18.0%	17.4%
主营业务成本	-1,472	-1,915	-2,517	-3,055	-3,709	-4,463
%销售收入	42.5%	45.8%	47.8%	48.9%	50.3%	51.6%
毛利	1,994	2,265	2,744	3,198	3,668	4,194
%销售收入	57.5%	54.2%	52.2%	51.1%	49.7%	48.4%
营业税金及附加	-39	-71	-60	-68	-79	-92
%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	-1,770	-2,044	-2,338
%销售收入	33.9%	31.8%	30.0%	28.3%	27.7%	27.0%
管理费用	-316	-387	-545	-632	-708	-788
%销售收入	9.1%	9.3%	10.4%	10.1%	9.6%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	463	479	564	729	837	977
%销售收入	13.4%	11.5%	10.7%	11.7%	11.3%	11.3%
财务费用	-68	-62	-85	-94	-85	-87
%销售收入	2.0%	1.5%	1.6%	1.5%	1.2%	1.0%
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	22	25	27
%税前利润	0.4%	2.7%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%
营业利润	392	446	537	653	776	917
营业利润率	11.3%	10.7%	10.2%	10.4%	10.5%	10.6%
营业外收支	5	1	2	2	2	3
税前利润	397	447	539	655	778	919
利润率	11.5%	10.7%	10.2%	10.5%	10.5%	10.6%
所得税	-66	-82	-94	-111	-136	-159
所得税率	16.7%	18.2%	17.4%	17.0%	17.5%	17.3%
净利润	331	365	445	544	642	760
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	550	649	767
净利率	9.5%	8.7%	8.6%	8.8%	8.8%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	331	365	445	544	642	760
少数股东损益	0	0	-6	-6	-6	-7
非现金支出	110	150	156	168	186	206
非经营收益	38	41	-22	108	90	87
营运资金变动	31	35	-764	-452	-338	-481
经营活动现金净流	511	591	-185	368	579	573
资本开支	-279	-451	-443	-234	-327	-361
投资	-290	-155	-211	0	0	0
其他	2	12	19	22	25	27
投资活动现金净流	-567	-593	-635	-212	-302	-333
股权募资	-15	1,607	0	0	0	0
债权募资	196	-62	1,723	-474	-38	36
其他	-261	-246	-688	-94	-332	-371
筹资活动现金净流	-80	1,299	1,035	-568	-370	-334
现金净流量	-136	1,297	215	-413	-92	-95

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	1,645	1,553	1,458
应收账款	187	307	448	699	864	1,061
存货	1,657	1,537	2,299	2,762	3,219	3,719
其他流动资产	525	589	755	842	938	1,048
流动资产	2,762	4,227	5,560	5,949	6,575	7,286
%总资产	53.7%	61.0%	63.4%	64.5%	65.8%	67.1%
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%	22.1%	21.7%	21.1%
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%	35.5%	34.2%	32.9%
资产总计	5,143	6,925	8,763	9,225	9,996	10,867
短期借款	802	248	1,786	1,282	1,243	1,279
应付款项	730	790	1,002	1,275	1,602	1,868
其他流动负债	204	270	207	287	340	402
流动负债	1,735	1,309	2,994	2,844	3,186	3,549
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	3,822	4,165	4,528
普通股股东权益	3,205	4,932	4,802	5,390	5,825	6,339
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	9,225	9,996	10,867

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.513	0.202	0.254	0.311	0.366	0.433
每股净资产	4.969	2.731	2.705	3.044	3.289	3.579
每股经营现金净流	0.792	0.327	-0.104	0.208	0.327	0.323
每股股利	0.300	0.110	0.200	0.102	0.121	0.143
回报率						
净资产收益率	10.32%	7.41%	9.40%	10.20%	11.13%	12.10%
总资产收益率	6.43%	5.28%	5.15%	5.96%	6.49%	7.06%
投入资本收益率	9.29%	6.74%	6.26%	7.95%	8.63%	9.45%
增长率						
主营业务收入增长率	21.26%	20.57%	25.88%	18.87%	17.98%	17.35%
EBIT增长率	11.24%	3.31%	17.78%	29.34%	14.80%	16.71%
净利润增长率	10.04%	10.45%	23.50%	21.89%	17.91%	18.27%
总资产增长率	6.71%	34.65%	26.54%	5.28%	8.36%	8.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	15.4	19.6	23.0	25.0	27.0
存货周转天数	421.4	304.4	278.1	330.0	316.8	304.1
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	87.5	76.2	65.9
偿债能力						
净负债/股东权益	17.43%	-18.56%	11.60%	10.51%	10.67%	11.88%
EBIT利息保障倍数	6.8	7.7	6.6	7.7	9.9	11.3
资产负债率	37.69%	28.78%	44.98%	41.43%	41.67%	41.67%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	3	15
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.40

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-29	买入	5.76	N/A
2	2018-04-16	买入	5.50	N/A
3	2018-07-31	买入	5.44	N/A
4	2019-03-28	买入	5.59	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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，不作为或被视为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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH