

2019年08月16日

## 直营表现稳健，供应链持续优化 买入（维持）

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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 5,261 | 5,848 | 6,618 | 7,414 |
| 同比(%)      | 25.9% | 11.2% | 13.2% | 12.0% |
| 归母净利润(百万元) | 451   | 499   | 568   | 635   |
| 同比(%)      | 23.5% | 10.7% | 13.7% | 11.9% |
| 每股收益(元/股)  | 0.25  | 0.28  | 0.32  | 0.36  |
| P/E(倍)     | 14.29 | 12.91 | 11.35 | 10.15 |

### 投资要点

■ **公司发布2019年中报**：报告期内实现收入27.09亿(+7.27%)，归母净利润2.16亿(+5.11%)，扣非净利1.9亿(-5.85%)；其中，Q2单季实现营收16.43亿(+8.69%)，归母净利1.49亿(+4.67%)，扣非净利1.26亿(-9.23%)，Q2收入增速较Q1有所提速。

■ **直营渠道增长稳健，加盟渠道聚焦管理优化**：报告期内公司直营渠道(美克美家为主)实现收入17.16亿元(+7.35%)，毛利率64.06%(-1.04pct)，其中美克美家直营店新开4家至108家，我们预计其增长主要来自于老店同店增长的贡献；加盟业务(ART为主)实现收入2.39亿元(-14.73%)，因公司上半年聚焦加盟商调整优化而有所下滑，预计下半年有望迎改善，ART经典+西区门店合计193家(较期初基本持平)，毛利率33.97%(-2.23pct)；国际批发业务收入7.09亿元(+15.26%)，毛利率33.49%(-14.09pct)。综合来看，公司各项业务毛利率均有一定程度下滑，我们认为主要系公司上半年去库存力度较大所致。值得注意的是，在上半年购物中心整体客流下降的情况下，公司直营子品牌Rehome销售同比增长13%、YVYV同比增长11%，实现了逆势增长。

■ **完善品类布局进军大家居，拓展B端合作**：上半年公司软装产品收入同比增长21%，其中饰品增长61%，床品增长近400%，我们预计软装产品收入占比已提高至15%左右；同时公司定制衣柜整体交付能力提升、门店布展顺畅，已经开始贡献业绩增长，品类延伸顺利。报告期内公司积极推进与绿城、金茂、融创等房地产商合作实现硬装整体交付，同时与国外多家酒店合作，快速提升2B销售估摸。我们估计19H1公司2B销售额约2000万元，公司目前楼盘订单储备较多、下半年或进入放量阶段，全年规模预计有望超1亿，将为公司贡献不菲增长。

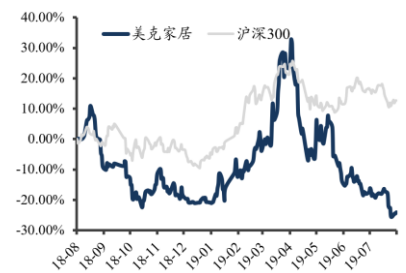
■ **毛利率下滑，费用管控良好**：上半年国际批发业务毛利率大幅下滑、公司去库存力度较大，综合毛利率下滑4.45pct至52.9%；期间费用率合计43.28%(-3.14pct)，其中销售费用率30.47%(-5.02pct)，系数字化营销深入开展，广告营销费用大幅降低所致；管理+研发费用率合计9.94%(-0.28pct)，期内公司持续加强组织瘦身策略的落地，咨询服务支出、薪酬支出、办公业务费等管理性支出有所降低；财务费用率2.87%(+2.17pct)，系流动资金贷款规模增加以及海外并购项目专项借款发生较多利息支出所致。综合来看，公司归母净利率为7.98%(-0.18pct)。

■ **供应链持续优化，经营性现金流向好**：期内公司经营性现金流量净额2.81亿(去年同期为-3.29亿)，大幅向好，主要系公司自2018年四季度开始实施供应链改进战略，消化现有库存、延缓新品开发节奏、SKU瘦身三方面所致，整体供应链交付周期较2018年改善8天。期末公司账上存货19.93亿(较期初下滑13.3%)，周转天数同比增加4.71天至302.67天；应收账款3.38亿(与期初基本持平)，应收账款周转天数增加4.01天至22.49天。

■ **盈利预测与投资建议**：随着公司多品类及加盟渠道拓展，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58.48、66.18、74.14亿元，同比增长11.2%、13.2%、12.0%；归母净利润4.99、5.68、6.35亿元，同比增长10.7%、13.7%、11.9%，当前股价对应19-21年PE分别为12.91X、11.35X、10.15X，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)      | 3.64      |
| 一年最低/最高价    | 3.51/6.66 |
| 市净率(倍)      | 1.45      |
| 流通A股市值(百万元) | 6291.05   |

### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 2.51    |
| 资产负债率(%)  | 41.86   |
| 总股本(百万股)  | 1770.91 |
| 流通A股(百万股) | 1728.31 |

### 相关研究

- 1、《【东吴轻工】美克家居：直营增长稳健，看好多品牌共驱成长》2019-04-30
- 2、《【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
- 3、《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

表 1: 美克家居季度数据一览

| 单位: 百万元   | 2017Q1   | 2017Q2   | 2017Q3   | 2017Q4   | 2018Q1   | 2018Q2   | 2018Q3   | 2018Q4   | 2019Q1   | 2019Q2   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 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 | 1,642.97 |
| YOY       | 10.41%   | 30.25%   | 19.20%   | 21.20%   | 32.69%   | 46.27%   | 30.19%   | 0.83%    | 5.15%    | 8.69%    |
| 归母净利润     | 47.46    | 104.25   | 106.80   | 106.85   | 63.01    | 142.57   | 131.45   | 114.18   | 66.86    | 149.23   |
| YOY       | 10.77%   | 17.37%   | 23.34%   | -5.06%   | 32.75%   | 36.77%   | 23.08%   | 6.86%    | 6.11%    | 4.67%    |
| 毛利率       | 57.89%   | 58.78%   | 52.49%   | 49.64%   | 55.21%   | 58.78%   | 56.52%   | 36.58%   | 54.39%   | 51.92%   |
| 期间费用率     | 49.36%   | 43.20%   | 40.00%   | 39.73%   | 46.50%   | 46.22%   | 45.94%   | 27.31%   | 46.39%   | 42.22%   |
| 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%   | 29.70%   |
| 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%   | 9.94%    |
| 财务费用率     | 2.17%    | 1.47%    | 1.32%    | 1.21%    | 1.65%    | 0.07%    | 2.08%    | 2.93%    | 3.33%    | 2.57%    |
| 归母净利润率    | 6.21%    | 10.09%   | 9.39%    | 8.58%    | 6.21%    | 9.43%    | 8.88%    | 9.10%    | 6.27%    | 9.08%    |
| 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 | 1,993.29 |
| 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   | -36.86   |
| 存货周转天数    | 468.26   | 405.04   | 347.98   | 300.20   | 330.76   | 297.96   | 288.74   | 274.31   | 428.98   | 302.67   |
| 较上年同期增减   | -67.13   | -138.60  | -118.66  | -115.36  | -137.50  | -107.08  | -59.24   | -25.89   | 98.22    | 4.71     |
| 应收票据      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.22     | 0.00     | 0.85     |
| 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     | 0.85     |
| 应收账款      | 112.88   | 150.00   | 131.62   | 224.64   | 292.20   | 293.88   | 347.39   | 339.42   | 332.36   | 337.72   |
| 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    | 43.84    |
| 应收账款周转天数  | 14.25    | 13.97    | 12.00    | 15.24    | 22.93    | 18.48    | 19.28    | 19.30    | 28.34    | 22.49    |
| 较上年同期增减   | -1.08    | 1.34     | 0.47     | 3.04     | 8.68     | 4.50     | 7.28     | 4.06     | 5.41     | 4.02     |
| 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   | 500.42   |
| 较上年同期增减   | 140.50   | 36.12    | -26.36   | -45.00   | 51.37    | 156.47   | 263.25   | 477.43   | 49.73    | 23.03    |
| 预收账款      | 476.34   | 457.32   | 436.41   | 427.06   | 494.35   | 389.94   | 458.81   | 145.18   | 158.22   | 201.14   |
| 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  | -188.81  |
| 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  | 577.55   |
| 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  | 734.27   |
| 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  | -1106.47 |
| 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  | -1466.38 |
| 资本开支      | 47.39    | 88.25    | 103.59   | 220.78   | 137.86   | 77.75    | 157.13   | 118.84   | 164.52   | 32.06    |
| 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    | -45.69   |
| ROE       | 1.47%    | 3.25%    | 2.68%    | 2.19%    | 1.27%    | 2.91%    | 2.73%    | 2.37%    | 1.41%    | 3.27%    |
| YOY (±)   | 0.08%    | 0.33%    | -0.18%   | -1.39%   | -0.20%   | -0.34%   | 0.05%    | 0.18%    | 0.14%    | 0.36%    |
| 资产负债率     | 41.43%   | 40.36%   | 31.34%   | 28.78%   | 31.14%   | 38.31%   | 43.82%   | 44.98%   | 44.17%   | 41.86%   |
| YOY (±)   | 4.73%    | 1.20%    | -9.24%   | -8.91%   | -10.29%  | -2.06%   | 12.49%   | 16.20%   | 13.03%   | 3.55%    |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 美克家居收入拆分一览

| (百万元)           |              | 2016A   | 2017 H1 | 2017H2   | 2017A   | 2018 H1  | 2018 H2   | 2018A    | 2019Q1  | 2019Q2   | 2019H1   |
|-----------------|--------------|---------|---------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业总收入           |              | 3466.51 | 1797.78 | 2381.64  | 4179.42 | 2525.84  | 2735.18   | 5261.02  | 1066.52 | 1598.045 | 2664.565 |
| yoy             |              | 21.26%  | 21.01%  | 20.24%   | 20.57%  | 40.50%   | 14.84%    | 25.88%   | 5.59%   | 5.43%    | 5.49%    |
| 营业成本            |              | 1472.02 | 747.61  | 1,167.25 | 1914.86 | 1,077.38 | 1439.5425 | 2,516.92 | 486.40  | 789.89   | 1,276.29 |
| 毛利率             |              | 57.54%  | 58.41%  | 50.99%   | 54.18%  | 57.35%   | 47.37%    | 52.16%   | 54.39%  | 50.57%   | 52.10%   |
| 直营模式 (美克美家为主)   | 营业收入         | 2622.79 | 1223    | 1800.37  | 3023.37 | 1599.00  | 1798.03   | 3397.03  | 698.71  | 1017.63  | 1716.34  |
|                 | YOY          | 26.36%  | -       | -        | 15.27%  | 30.74%   | -0.13%    | 12.36%   | 7.58%   | 7.17%    | 7.35%    |
|                 | 占比           | 75.66%  | 68.03%  | 75.59%   | 72.34%  | 63.31%   | 65.74%    | 64.57%   | 65.51%  | 63.68%   | 64.41%   |
|                 | 门店数量         | 82      | -       | -        | 93      | -        | -         | 104      | -       | -        | -        |
|                 | 单店收入 (百万元/家) | 31.99   | -       | -        | 32.51   | -        | -         | 32.66    | -       | -        | -        |
|                 | YOY          | 29.44%  | -       | -        | 1.64%   | -        | -         | 0.47%    | -       | -        | -        |
| 加盟模式 (A.R.T.为主) | 营业收入         | 164.83  | 128     | 161.19   | 289.19  | 280      | 213.25    | 493.25   | 87.15   | 151.79   | 238.94   |
|                 | YOY          | 31.51%  | -       | -        | 75.45%  | 118.75%  | 32.29%    | 70.56%   | -8.45%  | -17.86%  | -14.73%  |
|                 | 占比           | 4.75%   | 7.12%   | 6.77%    | 6.92%   | 11.09%   | 7.80%     | 9.38%    | 8.17%   | 9.50%    | 8.97%    |
|                 | 门店数量         | 84      | -       | -        | 128     | -        | -         | 180      | -       | -        | -        |
|                 | 单店收入 (百万元/家) | 1.96    | -       | -        | 2.26    | -        | -         | 2.74     | -       | -        | -        |
|                 | YOY          | -9.20%  | -       | -        | 15.14%  | -        | -         | 21.29%   | -       | -        | -        |
| 国际批发业务          | 营业收入 (百万元)   | 613.47  | 426.00  | 325.96   | 751.96  | 615.00   | 605.40    | 1220.40  | 269.31  | 439.98   | 709.29   |
|                 | YOY          | -0.79%  | -       | -        | 22.57%  | 44.37%   | 85.73%    | 62.30%   | 1.48%   | 25.85%   | 15.26%   |
|                 | 占比           | 17.70%  | 23.70%  | 13.69%   | 17.99%  | 24.35%   | 22.13%    | 23.20%   | 25.25%  | 27.53%   | 26.62%   |
|                 | 营业成本         | 438.98  | -       | -        | 523.88  | -        | -         | 817.89   | -       | -        | -        |
|                 | 毛利率(%)       | 28.44%  | -       | -        | 30.33%  | -        | -         | 32.98%   | 31.96%  | -        | 33.49%   |

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)        |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                  | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>        | 5560         | 6614         | 6721         | 7068         | <b>营业收入</b>      | 5261         | 5848         | 6618         | 7414         |
| 现金                 | 2058         | 2154         | 2431         | 2554         | 减:营业成本           | 2517         | 2805         | 3188         | 3592         |
| 应收账款               | 339          | 349          | 430          | 442          | 营业税金及附加          | 60           | 78           | 92           | 95           |
| 存货                 | 2299         | 2579         | 2965         | 3281         | 营业费用             | 1576         | 1627         | 1839         | 2059         |
| 其他流动资产             | 863          | 1532         | 895          | 791          | 管理费用             | 475          | 590          | 665          | 745          |
| <b>非流动资产</b>       | 3203         | 3267         | 3600         | 3975         | 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          | <b>营业利润</b>      | 537          | 597          | 681          | 763          |
| 其他非流动资产            | 646          | 655          | 815          | 973          | 加:营业外净收支         | 2            | 1            | -1           | -1           |
| <b>资产总计</b>        | 8763         | 9881         | 10322        | 11044        | <b>利润总额</b>      | 539          | 597          | 680          | 762          |
| <b>流动负债</b>        | 2994         | 3275         | 3317         | 3594         | 减:所得税费用          | 94           | 104          | 118          | 132          |
| 短期借款               | 1344         | 1344         | 1344         | 1344         | 少数股东损益           | -6           | -6           | -6           | -6           |
| 应付账款               | 395          | 428          | 390          | 429          | <b>归属母公司净利润</b>  | 451          | 499          | 568          | 635          |
| 其他流动负债             | 1255         | 1503         | 1583         | 1821         | EBIT             | 693          | 827          | 925          | 1018         |
| <b>非流动负债</b>       | 948          | 915          | 1006         | 1107         | EBITDA           | 843          | 864          | 973          | 1070         |
| 长期借款               | 832          | 915          | 1006         | 1107         |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 116          | 0            | 0            | 0            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>        | 3942         | 4190         | 4323         | 4701         | 每股收益(元)          | 0.25         | 0.28         | 0.32         | 0.36         |
| 少数股东权益             | 19           | 19           | 19           | 19           | 每股净资产(元)         | 2.71         | 3.21         | 3.39         | 3.58         |
| 归属母公司股东权益          | 4802         | 5691         | 5998         | 6343         | 发行在外股份(百万股)      | 1775         | 1771         | 1771         | 1771         |
| <b>负债和股东权益</b>     | 8763         | 9881         | 10322        | 11044        | ROIC(%)          | 8.2%         | 8.6%         | 9.2%         | 9.6%         |
|                    |              |              |              |              | ROE(%)           | 9.3%         | 9.5%         | 9.7%         | 10.3%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 毛利率(%)           | 52.2%        | 52.0%        | 51.8%        | 51.6%        |
| 经营活动现金流            | -125         | 99           | 1083         | 1032         | 销售净利率(%)         | 8.5%         | 8.4%         | 8.5%         | 8.5%         |
| 投资活动现金流            | -635         | -544         | -455         | -499         | 资产负债率(%)         | 45.0%        | 42.4%        | 41.9%        | 42.6%        |
| 筹资活动现金流            | 1033         | 541          | -351         | -411         | 收入增长率(%)         | 25.9%        | 11.2%        | 13.2%        | 12.0%        |
| 现金净增加额             | 275          | 96           | 277          | 123          | 净利润增长率(%)        | 23.5%        | 10.7%        | 13.7%        | 11.9%        |
| 折旧和摊销              | 150          | 37           | 48           | 52           | P/E              | 14.29        | 12.91        | 11.35        | 10.15        |
| 资本开支               | 492          | 575          | 495          | 545          | P/B              | 1.34         | 1.13         | 1.07         | 1.02         |
| 营运资本变动             | -353         | 774          | 66           | 70           | EV/EBITDA        | 7.64         | 7.46         | 6.63         | 6.02         |

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>

