

强烈推荐-A (维持)

美克家居 600337.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 4.3 元
2019 年 10 月 30 日

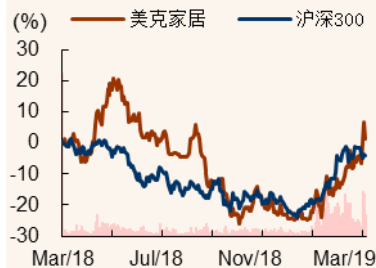
收入增速延续放缓, 经营效率趋向改善

基础数据

上证综指	2954
总股本(万股)	177091
已上市流通股(万股)	172831
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	42.7%
主要股东	美克投资集团有限公司
主要股东持股比例	17.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-16	12
相对表现	7	-16	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《美克家居(600337)——受经济影响收入增速有所放缓, 经营效率持续改善》2019-08-16
- 2、《美克家居(600337)——ART 加盟模式提升公司零售业务增速》2019-03-28
- 3、《美克家居(600337)——美学力打造产品力, A.R.T.加盟助力公司二次腾飞》2018-08-27

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

事件:

公司公布 2019 年 3 季报, 实现收入 42.1 亿元, 增长 5.2%, 净利润实现 3.5 亿元, 增长 5.1%, 扣非利润 3.1 亿元, 同比下降 5.6%。

评论:

1、地产后周期乏力, 公司收入增速有所放缓。

公司 2019 年三季度营业收入同比仅增长 5.2%, 其中三季度单季增长 1.7% 左右, 我们判断收入较二季度 9% 增长进一步放缓主要原因仍是地产后周期乏力, 下半年来店客流出现了较为明显放缓。但公司调整了经营策略, 毛利率三季度达到 53.1% 水平, 环比二季度提升超过 1 个百分点。

2、门店开张略放缓, 费用改善, 经营效率提升

需求放缓背景下, 公司门店净增长速度有所放缓, 我们预计美克美家增加 6 家至 110, ART、ART 西区全家累计预计新增 40 家左右, 达到 230 家左右水平。同时公司也逐渐启动了 To B 业务+地产商合作, 通过与全国优秀的地产公司、硬装公司合作, 实现软硬装整体交付。三项费用中公司销售和管理费用占比同比大幅下降, 但公司因新增产能投资, 负债率有所提升, 财务费用有较大比例提升, 达到 1.1 亿左右, 但展望看费用率因国家支持民营企业融资政策, 2020 年或有好转。

3、“沉浸式美好生活方式”品牌馆模式探索, 品牌矩阵完整, 维持强烈推荐评级。

美克家居持续进行产品升级, 武汉品牌馆实施新业态销售策略, 集体展出了美克美家、Caracole、Zest、Rehome、YVYV、Caracole Signature、美克 Black Label、Ethan Allen、JR 以及世界顶级室内设计师合作品牌产品, 覆盖 5-120 万/标准套价格带区间, 将品牌馆打造成一个家具&生活聚集地, 未来这一模式也将在北京、天津等地区进行推广。未来公司将进一步提升供应链交付周期效率, 并淘汰冗员, 合理管控库存规模和费用率水平。我们预估每股收益 19 年 0.27 元、20 年 0.31 元, 对应 19 年的 PE、PB 分别为 16、1.6, 维持“强烈推荐-A”。

风险提示: 地产继续下行, ART 加盟业务、新品牌 Zest 发展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4179	5261	5546	6219	7061
同比增长	21%	26%	5%	12%	14%
营业利润(百万元)	446	537	568	662	784
同比增长	14%	20%	6%	17%	18%
净利润(百万元)	365	451	476	553	652
同比增长	10%	23%	6%	16%	18%
每股收益(元)	0.21	0.25	0.27	0.31	0.37
PE	20.6	16.7	15.8	13.6	11.5
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1：可比公司估值表

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2019/10/30	18	19E	20E	18	19E	20E	(MRQ)	(%)
索菲亚	19.51	1.05	1.17	1.34	18.6	16.7	14.6	3.4	17.74
欧派家居	115.83	3.74	4.49	5.38	31.0	25.8	21.5	5.9	28.12
好莱客	14.47	1.23	1.29	1.45	11.8	11.2	10.0	2.0	42.81
尚品宅配	74.30	2.40	2.94	3.54	31.0	25.3	21.0	5.0	32.03
志邦家居	19.73	1.22	1.44	1.71	16.2	13.7	11.5	2.5	36.69
金牌厨柜	59.57	3.13	3.68	4.32	19.0	16.2	13.8	4.4	27.71
顾家家居	35.97	1.64	1.96	2.34	21.9	18.4	15.4	4.3	45.46
平均					20.8	17.8	15.1	3.7	29.9

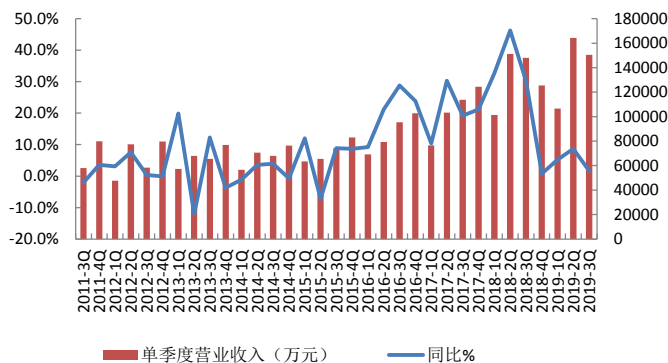
资料来源：公司数据、招商证券

表 2：各季度业绩回顾

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	1,480	1,255	1,067	1,643	1,504
营业毛利	836	459	581	853	798
营业费用	503	176	338	488	453
管理费用	136	91	104	134	137
财务费用	31	37	36	42	35
投资收益	2	16	0	11	1
营业利润	160	131	78	173	165
归属母公司净利润	131	114	67	149	138
EPS (元)	0.07	0.06	0.04	0.08	0.08
主要比率					
毛利率	56.5%	36.6%	54.5%	51.9%	53.1%
营业费用率	34.0%	14.0%	31.7%	29.7%	30.1%
管理费用率	9.2%	7.3%	9.7%	8.2%	9.1%
营业利润率	10.8%	10.4%	7.3%	10.5%	11.0%
有效税率	20.5%	13.5%	17.7%	15.8%	17.7%
净利率	8.9%	9.1%	6.3%	9.1%	9.2%
YoY					
收入	30%	1%	5%	9%	2%
归属母公司净利润	23%	7%	6%	5%	5%

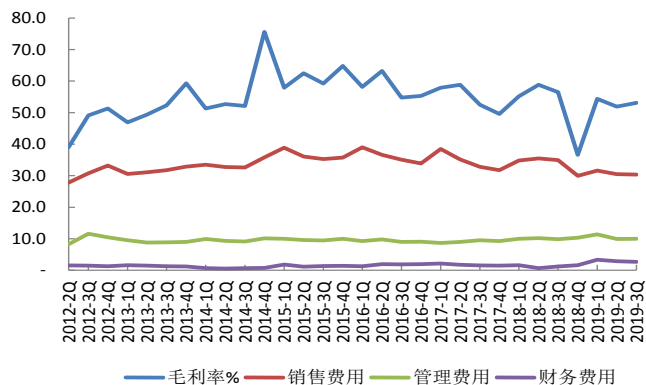
资料来源：Wind，招商证券

图 1：受地产影响收入增速下放缓



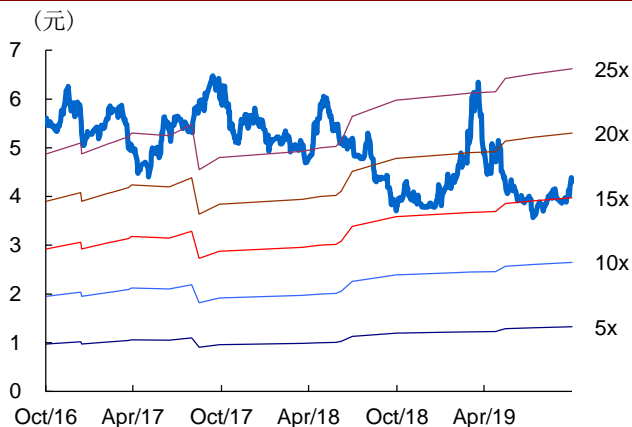
资料来源：Wind，招商证券

图 2：加盟提升，毛利率略下滑，财务费用上升



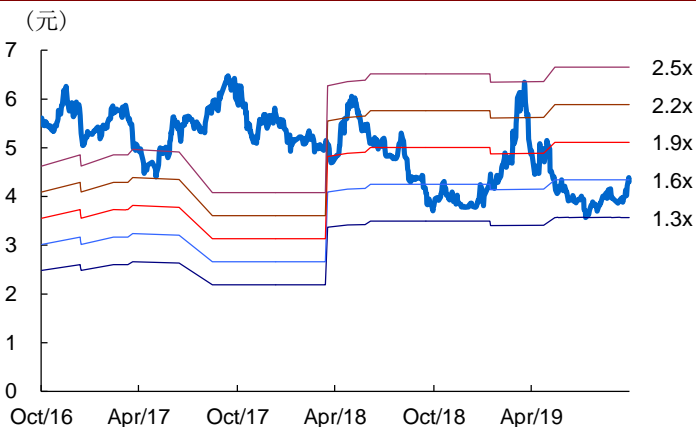
资料来源：Wind，招商证券

图 3：美克家居历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：美克家居历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《美克家居（600337）—ART 加盟模式提升公司零售业务增速》2019-03-28
- 2、《美克家居（600337）—美学力打造产品力，A.R.T.加盟助力公司二次腾飞》2018-08-27
- 3、《美克家居（600337）—多品牌战略培育多年，有望迎来收入加速增长期》2018-04-17
- 4、《美克家居（600337）—业绩符合预期，多品牌运营管理能力将打开未来成长空间》2017-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4227	5560	4827	4931	5715
现金	1794	2058	1205	844	1051
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	225	339	356	400	454
其它应收款	82	108	114	128	145
存货	1537	2299	2363	2673	3055
其他	589	755	788	886	1010
非流动资产	2698	3203	3034	2857	2703
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1403	1442	1881	1836	1795
无形资产	500	666	599	539	485
其他	795	1096	554	481	423
资产总计	6925	8763	7861	7788	8418
流动负债	1309	2994	1936	1460	1612
短期借款	111	1344	100	100	100
应付账款	258	395	407	460	526
预收账款	427	145	150	169	193
其他	513	1110	1280	730	793
长期负债	684	948	1008	1008	1008
长期借款	631	832	892	892	892
其他	54	116	116	116	116
负债合计	1993	3942	2944	2467	2620
股本	1806	1775	1771	1771	1771
资本公积金	1338	983	969	969	969
留存收益	1787	2043	2165	2575	3061
少数股东权益	0	19	13	6	(3)
归属于母公司所有者权益	4932	4802	4904	5315	5801
负债及权益合计	6925	8763	7861	7788	8418

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	685	(125)	706	498	438
净利润	365	451	476	553	652
折旧摊销	237	211	269	278	254
财务费用	49	73	123	80	28
投资收益	(12)	(19)	(64)	(64)	(64)
营运资金变动	42	(792)	(92)	(343)	(426)
其它	4	(50)	(6)	(6)	(7)
投资活动现金流	(593)	(635)	(36)	(36)	(36)
资本支出	(460)	(492)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(133)	(144)	64	64	64
筹资活动现金流	1300	1033	(1522)	(823)	(194)
借款变动	0	1641	(1026)	(600)	0
普通股增加	1161	(31)	(4)	0	0
资本公积增加	394	(355)	(14)	0	0
股利分配	(193)	(199)	(355)	(143)	(166)
其他	(62)	(23)	(123)	(80)	(28)
现金净增加额	1391	273	(852)	(361)	207

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4179	5261	5546	6219	7061
营业成本	1915	2517	2594	2933	3352
营业税金及附加	71	60	63	71	80
营业费用	1327	1576	1683	1887	2143
管理费用	301	492	526	591	675
研发费用	86	53	69	78	88
财务费用	62	85	123	80	28
资产减值损失	7	5	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	36	64	64	64	64
营业利润	446	537	568	662	784
营业外收入	2	8	8	8	8
营业外支出	1	6	6	6	6
利润总额	447	539	570	664	786
所得税	82	94	100	118	142
净利润	365	445	470	546	644
少数股东损益	0	(6)	(6)	(7)	(9)
归属于母公司净	365	451	476	553	652

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	21%	26%	5%	12%	14%
营业利润	14%	20%	6%	17%	18%
净利润	10%	23%	6%	16%	18%
获利能力					
毛利率	54.2%	52.2%	53.2%	52.8%	52.5%
净利率	8.7%	8.6%	8.6%	8.9%	9.2%
ROE	7.5%	9.4%	9.7%	10.4%	11.2%
ROIC	7.0%	6.7%	8.5%	9.4%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	28.8%	45.0%	37.4%	31.7%	31.1%
净负债比率	12.7%	29.9%	20.2%	12.7%	11.8%
流动比率	3.2	1.9	2.5	3.4	3.5
速动比率	2.1	1.1	1.3	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	1.2	1.3	1.1	1.2	1.2
应收帐款周转率	23.6	18.7	15.9	16.5	16.6
应付帐款周转率	7.4	7.7	6.5	6.8	6.8
每股资料 (元)					
EPS	0.21	0.25	0.27	0.31	0.37
每股经营现金	0.38	-0.07	0.40	0.28	0.25
每股净资产	2.73	2.71	2.77	3.00	3.28
每股股利	0.11	0.20	0.08	0.09	0.11
估值比率					
PE	20.6	16.7	15.8	13.6	11.5
PB	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019 年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC 等奖项。2019 年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。