

美克家居 (600337)

证券研究报告

2021年02月17日

国内高端家具零售龙头，2021年步入快速发展期！

美克家居是我们长期跟踪标的，公司是国内高端家具零售龙头，拥有实木家具全产业链完整布局。我们曾于2019年7月发布《美好生活系列之一：美克家居引领家居消费新体验，美好生活从“住”开始》、2020年12月发布《“新生活”系列之美克家居：高端家具零售龙头，2021年迈入高速扩张新阶段！》两篇研报。公司于2020年启动转型，现已发生显著变化。本篇报告将以盈利预测和估值分析作为研究重点：

1、盈利预测：经营策略大调整，2021年步入快速发展期！

- 零售业务为公司第一大营收贡献来源，整体盈利能力强，有两种运营模式：1) 直营业务：线下以《美克美家》为主导渠道品牌，自2020年起为突破门店规模瓶颈，尝试以“类直营”的形式开店，轻资产运营有助迅速完成大量门店扩张。2021年1月美克洞學館对外开放，现已成年轻人打卡新地标，有望以点带面成为业绩发展新引擎；线上前端有《恣在家》，是国内线上实木定制家具的领先品牌，近年业绩快速增长；以及《美克美家线上旗舰店》，已登陆淘宝天猫、京东，并于微信上线美克·心选小程序。公司线下转线上策略正在快速推进，通过明星&网红大IP带货+直播常态化打开年轻消费群体广阔市场；后端现有全球首个、国内首家实木家具4.0智能制造工厂，以及在培育的赣州南康新产能。赣州南康是全国最大的实木家具制造基地，有千亿实木家具产业集群可配套公司产能，规模效应有望为公司降本增效。公司未来有望将恣在家和部分线上业务的产能扩建或转移至南康，由此助力业绩增长；2) 加盟业务：以A.R.T.渠道品牌为主，公司2020年起开始调整开店策略，实现门店快速裂变以提升业绩贡献。
- 批发业务因海外疫情带动家具需求增长，提振业绩。近年来公司国际业务营收持续提升，业务盈利能力高且稳定。随着海外疫情增加人们居家时间，公司国际业务或将持续保持增长趋势。

2、估值分析：高端家具零售赛道标的稀缺，应对标美国RH

公司与美国高端家具零售龙头RH所在赛道相同，并拥有RH没有的实木家具生产能力。在美股市场，与美国家居建材零售龙头家得宝(HD.N)和美国高品质家居用品专业零售商Williams-Sonoma(WSM.N)相比，RH拥有更高估值。巴菲特于19年底入股RH，后者2020年至今涨幅超128%。综合A股市场情况，我们认为美克家居合理估值应高于当前位置。

投资建议：我们预计2020-2022年，公司实现营收45.02/60.32/72.79亿元，净利润3.01/5.09/6.52亿元，对应EPS 0.18/0.31/0.40元/股。我们看好美克家居作为全球高端家具零售赛道中的稀缺标的，同时作为国内实木家具制造的龙头企业，给予2021年30倍PE，目标价9.33元，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**疫情/地缘政治风险/公司存货余额较大风险/新项目进展不达预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,261.02	5,587.98	4,501.67	6,031.66	7,278.68
增长率(%)	25.88	6.21	(19.44)	33.99	20.67
EBITDA(百万元)	796.79	916.26	430.76	849.51	1,040.88
净利润(百万元)	451.21	463.64	300.54	508.69	651.55
增长率(%)	23.50	2.76	(35.18)	69.26	28.08
EPS(元/股)	0.28	0.28	0.18	0.31	0.40
市盈率(P/E)	21.47	20.90	32.24	19.05	14.87
市净率(P/B)	2.02	2.10	1.80	1.68	1.53
市销率(P/S)	1.84	1.73	2.15	1.61	1.33
EV/EBITDA	8.79	8.72	19.23	11.77	7.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	6.04元
目标价格	9.33元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,628.33
流通A股股本(百万股)	1,628.33
A股总市值(百万元)	9,835.10
流通A股市值(百万元)	9,835.10
每股净资产(元)	2.38
资产负债率(%)	43.68
一年内最高/最低(元)	6.33/3.92

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
戴飞	分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004	
daifei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《“新生活”系列之美克家居：高端家具零售龙头，2021年迈入高速扩张新阶段！》2020-12-11
- 《美好生活系列之一：美克家居引领家居消费新体验，美好生活从“住”开始》2019-7-17

内容目录

1. 美克家居：国内高端家具零售龙头，拥有实木家具全产业链完整布局	4
2. 盈利预测：经营策略大调整，2021 年步入快速发展期！	4
2.1. 零售业务=直营+加盟，公司业绩的主力支撑	5
2.2. 直营业务：线下线上齐步跑，零售渠道全铺开	6
2.2.1. 线下业务——以《美克美家》为主：上马“类直营”，突破门店数量瓶颈	6
2.2.2. 线上业务——前端网红带货助力业绩高增长，后端南康做大规模成本再降	7
2.3. 加盟业务：调整《A.R.T.》加盟策略，实现门店裂变	9
2.4. 批发业务：海外疫情带动家具需求增长，国内产能受益	10
3. 估值分析：高端家具零售赛道标的稀缺，应对标美国 RH	10
4. 风险提示	12

图表目录

图 1：零售业务-营收&同比增速（亿元，%）	5
图 2：零售业务-毛利&毛利率（亿元，%）	5
图 3：美克家居国内门店布局示意图	5
图 4：直营业务贡献业绩比例（%）	5
图 5：公司直营业务品牌	6
图 6：直营业务营收&毛利率（亿元，%）	6
图 7：直营连锁历年门店数量（家）	6
图 8：美克美家直营店面积示意表	6
图 9：美克美家直营店外型示意图	6
图 10：美克洞學馆已成为年轻人打卡新地标	7
图 11：恣在家官网定制示意图	8
图 12：美克美家电商平台&明星网红带货示意图	8
图 13：美克家居智能工厂示意图	8
图 14：美克数创智造园区规划示意图	9
图 15：公司加盟业务品牌	9
图 16：加盟业务营收&毛利率（亿元，%）	9
图 17：加盟业务历年门店数量（家）	9
图 18：公司国际批发业务品牌	10
图 19：批发业务营收&毛利率（亿元，%）	10
图 20：批发业务贡献业绩比例（%）	10
图 21：对比家得宝、WSM、RH 三公司 PE (TTM)，RH 估值 2020 年 4 月后一路高升	11
表 1：盈利预测基本假设&对应依据所在章节	4

表 2: 美克家居业绩拆分 (百万元, %)	4
表 3: 具有零售属性的家具生产公司估值对比 (倍)	11

1. 美克家居：国内高端家具零售龙头，拥有实木家具全产业链完整布局

30 年耕耘实木家具，成就国内高端家具零售龙头企业。美克国际家居用品股份有限公司成立于 1995 年，2000 年于上交所上市（美克家居，600337），是我国主要的实木家具出口企业之一，现已发展成为中国多品牌、多渠道和一体化的国际综合家居消费品的公司。公司主营家具业务，具有从产品设计、开发、生产、销售的完整家具供应链能力。近年来，公司以高端体验为入口，在保持一贯强产品力的同时不断下沉营销渠道，快速拓展市场，多年保持业绩稳步提升，目前已成为我国实木家居零售龙头企业。

2. 盈利预测：经营策略大调整，2021 年步入快速发展期！

我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 45.02/ 60.32/ 72.79 亿元，净利润 3.01/ 5.09/ 6.52 亿元。盈利预测基本假设详见下表和本章。

表 1：盈利预测基本假设&对应依据所在章节

业务	基本假设	对应依据所在章节
零售业务		2.1
➤ 直营业务		2.2
-线下直营	以美克美家品牌为主导的直营店效率提升，类直营店铺进展顺利	2.2.1
-线上直营	南康产能释放+规模效应降本，以恣在家、美克美家旗舰店为主的线上销售额快速增长	2.2.2
➤ 加盟业务	设计师加盟店大范围铺开，加盟营收快速增长	2.3
批发业务	出口业务受益海外疫情延长居家时间，带动家具需求增长	2.4

资料来源：天风证券研究所

表 2：美克家居业绩拆分（百万元，%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
直营业务	营业收入	3397.02	3653.43	2740.07	3429.73	4202.28
	同比增速	10.77%	7.55%	-25.00%	25.17%	22.53%
	营业成本	1272.86	1337.58	964.51	1378.25	1871.65
	同比增速	8.66%	5.08%	-27.89%	42.90%	35.80%
	毛利率（%）	62.53%	63.39%	64.80%	59.81%	55.46%
加盟业务	营业收入	493.25	468.79	351.59	1013.93	1372.96
	同比增速	70.56%	-4.96%	-25.00%	188.38%	35.41%
	营业成本	327.13	309.54	225.02	699.61	919.88
	同比增速	72.88%	-5.37%	-27.31%	210.91%	31.48%
	毛利率（%）	33.68%	33.97%	36.00%	31.00%	33.00%
零售合计	营业收入	3890.28	4122.22	3091.67	4443.66	5575.24
	同比增速	15.92%	5.96%	-25.00%	43.73%	25.46%
	营业成本	1599.99	1647.12	1189.53	2077.86	2791.53
	同比增速	17.59%	2.95%	-27.78%	74.68%	34.35%
	毛利率（%）	58.87%	60.04%	61.52%	53.24%	49.93%
批发业务	营业收入	1220.40	1398.10	1400.00	1568.00	1693.44
	同比增速	62.30%	14.56%	0.14%	12.00%	8.00%
	营业成本	817.90	961.40	938.00	1050.56	1131.22
	同比增速	56.12%	17.54%	-2.43%	12.00%	7.68%

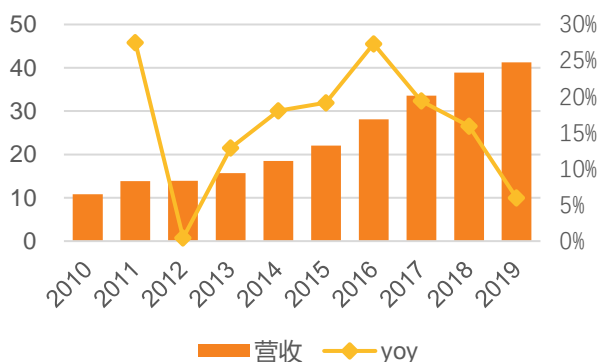
	毛利率 (%)	32.98%	31.24%	33.00%	33.00%	33.20%
	营业收入	150.34	67.66	10.00	20.00	10.00
	同比增速	110.21%	-55.00%	-85.22%	100.00%	-50.00%
其它	营业成本	99.03	40.51	5.50	13.00	6.50
	同比增速	226.86%	-59.09%	-86.42%	136.36%	-50.00%
	毛利率 (%)	34.13%	40.12%	45.00%	35.00%	35.00%
	营业收入	5261.02	5587.98	4501.67	6031.66	7278.68
	同比增速	25.88%	6.21%	-19.44%	33.99%	20.67%
合计	营业成本	2516.92	2649.03	2133.03	3141.42	3929.25
	同比增速	31.44%	5.25%	-19.48%	47.28%	25.08%
	毛利率 (%)	52.16%	52.59%	52.62%	47.92%	46.02%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.1. 零售业务=直营+加盟, 公司业绩的主力支撑

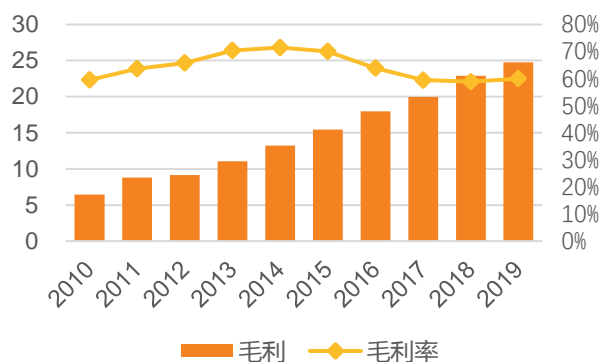
零售业务为公司第一大营收贡献来源, 有直营和加盟两种运营模式, 盈利能力强。公司拥有 10 个国内制造能力领先的中高端家具制造工厂、越南以及美国制造基地, 成熟的物流配送网络, 以及以创新为驱动和引领风尚的设计中心以支持公司零售业务的开展。2019 年, 公司实现零售业务营收 41.22 亿元, 同比增 5.96%, 占总营收的 73.77%; 实现毛利 24.75 亿元, 毛利率 60.04%, 且多年保持在 58%以上。

图 1: 零售业务-营收&同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 零售业务-毛利&毛利率 (亿元, %)



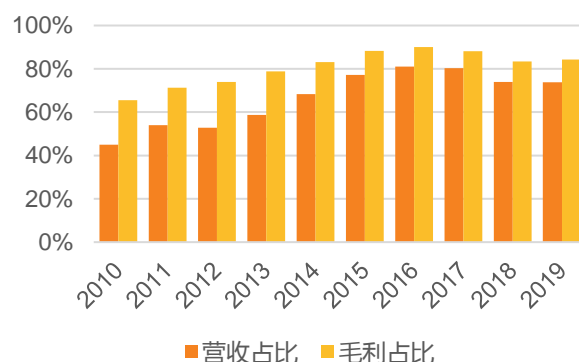
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 美克家居国内门店布局示意图



资料来源: 美克家居 2018 年年报, 天风证券研究所

图 4: 直营业务贡献业绩比例 (%)



资料来源: 美克家居历年年报, 天风证券研究所

2.2. 直营业务：线下线上齐步跑，零售渠道全铺开

公司直营业务分为线下和线上两大经营渠道，主要品牌为美克美家、Rehome、Yvy、JONATHAN RICHARD、恣在家。

图 5：公司直营业务品牌



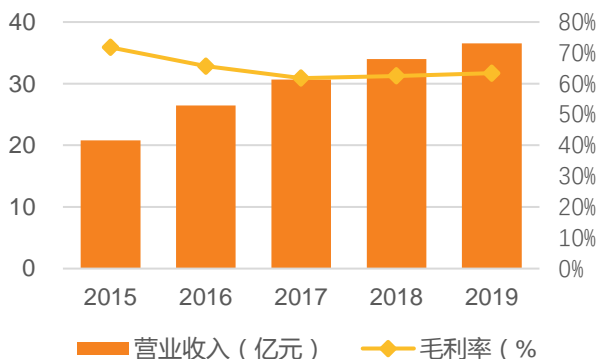
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.1. 线下业务——以《美克美家》为主：上马“类直营”，突破门店数量瓶颈

公司线下直营业务以美克美家为主导品牌：

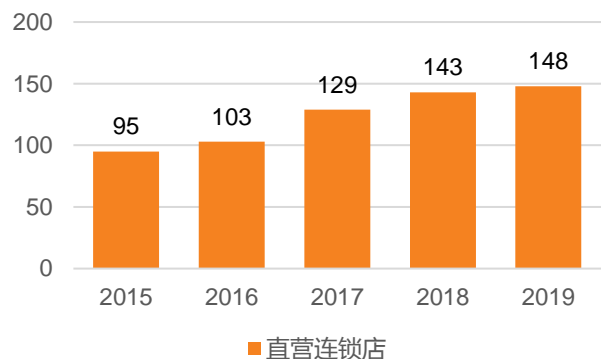
- 长期以来，“直营店”都是公司品牌的主要零售渠道。公司于 2002 年开设美克美家第一家直营零售连锁店。至 2013 年，美克美家家具连锁网络已成为我国最大的家具零售网络之一，广泛覆盖环渤海、长三角、沿长江经济带等地区，截至 2019 年，公司拥有各品牌直营店 148 家，整体业绩呈现稳步上行趋势，实现营收 36.53 亿元，同比增 7.55%，毛利率 63.39%，盈利能力强。

图 6：直营业务营收&毛利率（亿元，%）



资料来源：美克家居历年年报，天风证券研究所

图 7：直营连锁历年门店数量（家）



资料来源：美克家居历年年报，天风证券研究所

- 自 2020 年起，美克美家为突破门店规模瓶颈，将尝试以“类直营”的形式开店，以设计工作室的方式迅速完成门店扩张及轻资产运营，驱动公司平台战略转型，实现品牌价值变现。

我们注意到，“类直营”和“直营店”间的主要区别在于前者可以轻资产运营，由此或可成为直营业务快速成长的契机。根据公司历年年报，公司直营店要在市场规模具备条件的城市 and 区域对各大城市进行网络布局。再结合当前已开直营店的地理位置、占地面积、外观形态、内部装潢、陈列装饰、人员配置等，均可见公司对其运营投入。而公司于 2020 年半年报中首次提及“类直营”，并强调其“轻资产”特点，我们认为若公司将投入从开设直营店转向类直营，将在保留直营店优势的基础上，使较大提升开店效率成为可能，未来有望迅速完成大量门店扩张。

图 8：美克美家直营店面积示意图

图 9：美克美家直营店外型示意图

门店	面积
美克美家北京丽泽店	5600平米
美克美家上海淮海路店	6000平米
美克美家深圳福田CBD体验店	4900平米
美克美家南京新街口旗舰店	5000平米
美克美家杭州钱江新城店	6000平米
美克美家宁波旗舰店	4000平米



资料来源：新浪家居，微美克，中国网地产，钱江晚报，宁波嘉亿，天风证券研究所

资料来源：美克美家官网，天风证券研究所

美克洞學館 2021 年 1 月已正式开放——美好生活体验+新零售，创新模式刷新年轻消费者对美克品牌的认知，有望以点带面助推目标客户群整体再下探。公司定位美克洞學馆为新零售艺术空间，由穴居艺术（家居用品）、时尚餐饮（下午茶、酒吧、主题餐厅）和文化休闲（书吧、艺术文创）所组成，能够为消费者提供居室文化的“五感”艺术生活方式消费用品及艺术体验。目前，馆内拥有包括美克美家、Caracole、Rehome、yvy、恣在家、轻爵、寻味丝路等 36 个品牌和功能空间，涵盖从家居软装、时尚餐饮到文化休闲等丰富商品与服务。从数据来看，美克洞學馆开馆至今 1 个多月，在小红书 App 上的记录已超过 1 万条。小红书 APP 定位年轻人的生活方式平台，我们认为，公司开设美克洞學馆此举在目标客户群年龄层下探方面取得了积极进展，未来有望以点带面，以高端生活体验馆撬动线下线上整个家居零售体系，助力公司引燃业绩发展新引擎。

图 10：美克洞學馆已成为年轻人打卡新地标



资料来源：美克洞學馆公众号，小红书 App，天风证券研究所

2.2.2. 线上业务——前端网红带货助力业绩高增长，后端南康做大规模成本再降

公司线上业务前端现有两个部分：

- 一是恣在家——线上实木定制家具领先品牌，近年业绩快速增长。恣在家品牌为公司于 2016 年推出的互联网线上定制，针对年轻、中小户型、刚需等客户群；2017 年完成 C2M（前端消费者直接与后端生产管理相连接）模式正式上线；2018 年恣在家天猫旗舰店正式上线；2019 年，恣在家全年共推出 11 套新品，拉动销量的快速增长，截至当年末，新品销量占到 25%，较上年增长 239%；2020 年上半年，恣在家已初步形成了粘性较强的粉丝社群。目前，恣在家采取线上运营+线下体验店的经营模式，同时与美克美家品牌合作，产品陆续进驻各地美克美家门店。

图 11: 恣在家官网定制示意图



资料来源：恣在家官网，天风证券研究所

- 二是美克美家线上旗舰店——线下转线上策略快速推进，明星&网红大 IP 带货+直播常态化打开年轻消费群体广阔市场，增强后疫情时代抗风险力。平台方面，公司的线下主要直营品牌美克美家目前已登陆淘宝天猫、京东两大电商平台，并有“美克心选”微信小程序购买平台；营销方面，公司于 2019 年起就开始通过线上直播带货的模式吸引年轻客群。美克美家天猫旗舰店在当年双十一活动期间开始试水直播业务后，直播间已实现周一到周五每天直播 3 个小时的电商直播的常态化。2020 年，公司又与头部主播薇娅等顶流 IP 合作，并在“韬韬宠爱，薇你推荐”首次专场直播中邀请到深受年轻群体喜爱的全能艺人黄子韬，直播参与人数突破 1600 万。在抖音平台，截至 2020 年 11 月 8 日，公司在抖音平台已拥有粉丝 4.4 万，获赞 31.9 万。

图 12: 美克美家电商平台&明星网红带货示意图



资料来源：美克美家官方微博，美克美家天猫旗舰店，美克美家京东旗舰店，美克心选微信小程序、美克美家抖音主页，天风证券研究所

线上业务的后端一方面是现有的天津工业 4.0 智能工厂。公司的智能制造（MC+FA）工厂专门为恣在家服务，拥有量身打造的人机一体化智能制造系统，其生产线可实现自动、柔性、高效、低耗的制造过程，缩短生产发货周期，优质快捷地满足用户的消费需求。该工厂是全球首个实木家具智能制造的工业 4.0 智能工厂，于 2015 年被国家工信部认定为“家居用品制造智能车间试点示范”项目，是国家“中国制造 2025”战略首批试点示范项目。

图 13: 美克家居智能工厂示意图



资料来源：美克家居年报、恣在家公众号，天风证券研究所

线上业务后端的另一方面未来有望由赣州南康的产能组成——千亿实木家具产业集群配套公司产能，公司产能有望大幅提升的同时，再因规模效应降低生产成本。2020年10月，美克集团与南康市政府达成深度战略合作，赣州发展以14.86亿元人民币的交易价格间接持有上市公司10%的股权。赣州南康是全国最大的实木家具制造基地，2019年，南康共有家具企业7600余家，家具产业集群产值1800亿元，同比增长11.88%。公司拟在南康设美克数创智造园区，预计2021年正式投产。按出厂价初步测算工厂一年产值将达5亿元，将实现年产70万套家居产品的产能规模，产品将覆盖木制餐厅组、卧房组、客厅组等。我们认为，公司与南康的合作或可作为南康向数字化、智能化转型的契机，并叠加南康现有配套产业链可为公司赋能的优势，公司有望将恣在家和部分线上业务的产能扩建或转移至南康，由此助力业绩增长。

图 14：美克数创智造园区规划示意图



资料来源：证券日报网，天风证券研究所

2.3. 加盟业务：调整《A.R.T.》加盟策略，实现门店裂变

公司加盟业务的品牌主要有 A.R.T.、A.R.T.西区、A.R.T.都市、JONATHAN RICHARD、Yvy。

图 15：公司加盟业务品牌

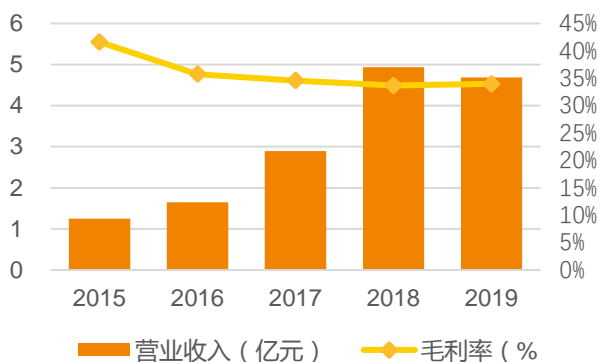


资料来源：公司公告，天风证券研究所

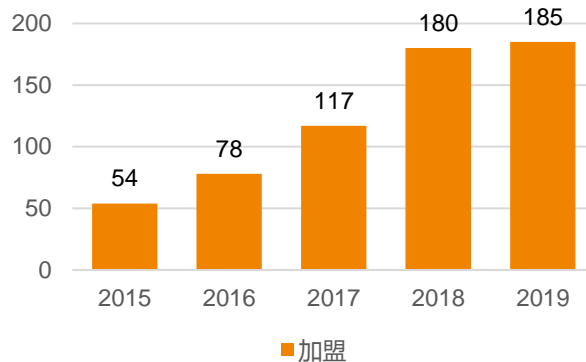
近年来加盟店数量逐渐超过直营店，于2019年达到185家，对营收贡献比例也持续增大。实现营收4.69亿元，毛利率为33.97%，盈利能力稳定，常年保持在30%以上。2020年起，公司开始对A.R.T.加盟业务开店策略进行调整，在加盟商内部引入竞争机制，快速实现门店裂变，完成线下网络的密集建设。

图 16：加盟业务营收&毛利率（亿元，%）

图 17：加盟业务历年门店数量（家）



资料来源: 美克家居历年年报, 天风证券研究所



资料来源: 美克家居历年年报, 天风证券研究所

2.4. 批发业务: 海外疫情带动家具需求增长, 国内产能受益

公司国际批发业务品牌主要有 Caracole、A.R.T.、JONATHAN RICHARD、ROWE。截至 2020 年上百年, 公司品牌已在全世界 60 多个国家、3900 余个门店销售。

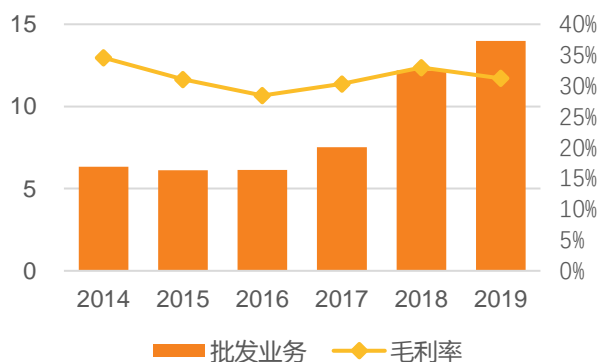
图 18: 公司国际批发业务品牌



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

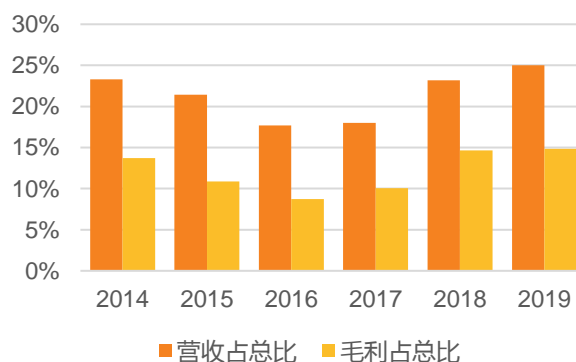
公司子公司天津美克由于 2004 年获得“零税率”, 这使公司国际批发业务免于今后美国商务部每年一度对反倾销案的行政复审。2018 年, 公司通过对越南 M.U.S.T.公司及美国 Rowe 沙发公司的收购, 进一步强化了对全球的供货和服务能力, 为实现全球供应链战略布局打下坚实基础。近年来, 该业务营收持续提升, 2019 年达 13.98 亿元, 同比增 14.56%, 创历史营收新高; 业务盈利能力高且稳定, 毛利率长期保持在 30%上下。整体来看, 批发营收占总比例在 25%, 毛利在 15%。我们认为, 随着海外疫情增加人们居家时间, 公司国际业务或将持续保持增长趋势。

图 19: 批发业务营收&毛利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 批发业务贡献业绩比例 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

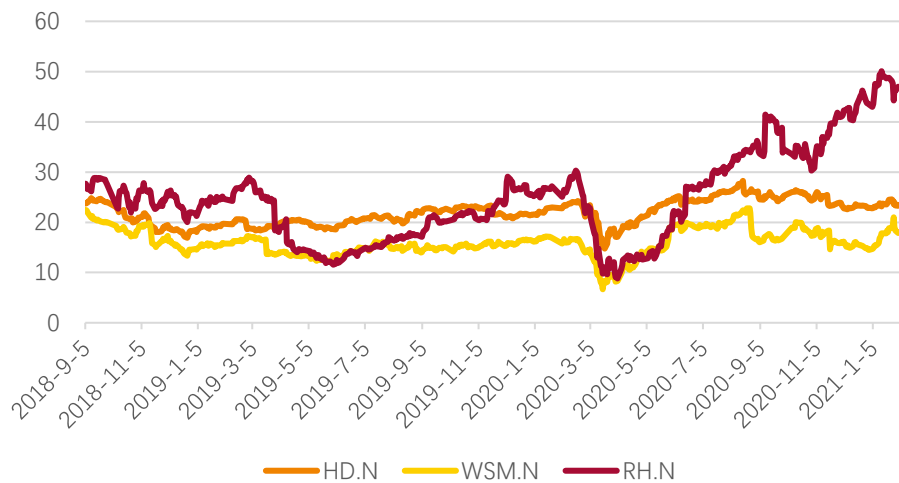
3. 估值分析: 高端家具零售赛道标的稀缺, 应对标美国 RH

美克家居与美国高端家具零售龙头 (Restoration Hardware, RH.N) 所在赛道相同、主营业务相似, 并拥有 RH 没有的实木家具生产能力, 我们认为公司估值应与 RH 进行对标。我们于 2020 年 12 月 11 日发布的《“新生活”系列之美克家居: 高端家具零售龙头, 2021

年迈入高速扩张新阶段!》中对 RH 公司做了详细介绍。同时,根据证监会行业分类中,公司属于“批发和零售业-零售业”,这使公司与 A 股中其它家具生产公司从本质上存在区别。公司真正耕耘的赛道是中高端家具零售业,该行业受益消费者对美好生活的追求而快速发展,因具有高价值和高壁垒而广受全球知名投资巨头青睐。目前上市公司中,美国仅有 RH 和 WSM,其背后大股东包括巴菲特的伯克希尔·哈撒韦、贝莱德集团等;中国仅有美克家居,其与 RH 的共同特点在于:二者均通过自设数十家殿堂级家居体验店以实现高端家居销售。

在美股市场,与美国家居建材零售龙头家得宝(The Home Depot, HD.N)和美国高品质家居用品专业零售商 WSM(Williams-Sonoma, WSM.N)相比,RH 拥有更高估值。RH 是美国高端家具零售龙头,业绩长期快速增长,依靠全球高奢家具供应链+至尊购物体验+定位高端群体成就其领先地位,与家得宝和 WSM 的目标市场形成差异化竞争。从估值角度看,自 2020 年 4 月疫情全球爆发以来,RH 的 PE 一路升高,远超家得宝和 WSM。这与疫情蔓延以来人们居家时间增长而产生换新需求不无关系。巴菲特于 2019 年底入股 RH,现 RH 已成其持仓中 2020 年投资收益率领先标的,年初至今涨幅达 128.46%,截至 2021 年 2 月 5 日,公司市值约合人民币 640 亿元。

图 21: 对比家得宝、WSM、RH 三公司 PE (TTM), RH 估值 2020 年 4 月后一路高升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在 A 股市场,我们选择家居板块中具有零售属性的家具生产公司欧派家居、顾家家居、索菲亚与美克家居进行 PE 估值对标。根据 Wind2021 年一致预测,PE 平均在 33 倍。综合 RH 在美股市场情况与美克家居在 A 股市场情况,我们认为美克家居合理估值应高于当前位置。

表 3: 具有零售属性的家具生产公司估值对比(倍)

证券代码	证券简称	总市值(亿元)		Wind 一致预测 PE	
		2021/2/5	2020E	2021E	2022E
603833.SH	欧派家居	980.32	47.66	39.35	33.72
603816.SH	顾家家居	554.39	41.74	34.58	28.99
002572.SZ	索菲亚	322.07	27.70	23.78	20.86
600337.SH	美克家居	96.89	32.21	19.39	16.26

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上所述,我们预计 2020-2022 年,公司实现营收 45.02/ 60.32/ 72.79 亿元,净利润 3.01/ 5.09/ 6.52 亿元,对应 EPS 0.18/0.31/0.40 元/股。我们看好美克家居作为全球高端家具零售赛道中的稀缺标的,同时作为国内实木家具制造的龙头企业,给予 2021 年 30 倍 PE,目标价 9.33 元,首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、**新冠疫情**。当前全球疫情对世界经济的冲击仍然在继续发展演变，经济形势复杂严峻，不稳定性、不确定性较大。新冠“黑天鹅”事件为企业带来了不可抗力的危机与挑战。
- 2、**地缘政治风险**。公司供应链采购、生产、销售环节均于全球布局，如对应环节所在地出现政治或国际贸易摩擦，将对公司的经营生产带来不确定性。
- 3、**公司存货余额较大风险**。公司作为实木成品家居零售企业，在拥有丰富品牌和品类的基础上，为满足 C 端消费者需求，家具成品商品需要提前备货的，因此会产生较大库存余额。
- 4、**公司在赣州南康的家具项目进展不达预期**。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,057.81	1,027.18	2,385.73	1,323.44	3,472.44
应收票据及应收账款	339.64	270.42	217.26	435.70	348.78
预付账款	344.20	319.33	206.13	561.82	409.07
存货	2,299.10	2,090.24	1,357.20	3,666.07	2,670.96
其他	518.81	547.09	220.17	267.81	105.60
流动资产合计	5,559.57	4,254.27	4,386.48	6,254.84	7,006.85
长期股权投资	0.00	135.50	135.50	135.50	135.50
固定资产	1,441.77	1,910.03	2,024.81	2,085.40	2,100.49
在建工程	449.91	431.75	295.05	225.03	165.02
无形资产	665.61	605.75	562.53	519.32	476.10
其他	645.68	774.65	652.22	563.23	474.77
非流动资产合计	3,202.97	3,857.68	3,670.11	3,528.47	3,351.88
资产总计	8,762.54	8,111.94	8,056.59	9,783.32	10,358.73
短期借款	1,343.88	751.88	917.00	1,100.00	1,200.00
应付票据及应付账款	769.00	704.02	239.72	1,247.09	680.58
其他	881.23	1,187.80	1,061.97	1,112.71	1,457.84
流动负债合计	2,994.11	2,643.70	2,218.68	3,459.80	3,338.42
长期借款	831.54	772.23	400.00	500.00	600.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	116.07	58.76	54.00	56.38	55.19
非流动负债合计	947.61	830.98	454.00	556.38	655.19
负债合计	3,941.72	3,474.68	2,672.68	4,016.18	3,993.61
少数股东权益	19.13	16.02	16.02	16.02	16.02
股本	1,775.05	1,770.91	1,628.33	1,628.33	1,628.33
资本公积	1,270.37	1,263.73	1,263.73	1,263.73	1,263.73
留存收益	3,313.77	3,439.02	3,739.56	4,122.79	4,720.77
其他	(1,557.50)	(1,852.42)	(1,263.73)	(1,263.73)	(1,263.73)
股东权益合计	4,820.82	4,637.26	5,383.91	5,767.14	6,365.12
负债和股东权益总计	8,762.54	8,111.94	8,056.59	9,783.32	10,358.73

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	445.32	457.70	300.54	508.69	651.55
折旧摊销	210.81	228.36	125.14	132.64	138.14
财务费用	73.38	123.81	99.15	101.42	117.31
投资损失	(18.60)	(30.22)	(20.27)	(23.03)	(24.51)
营运资金变动	(847.85)	164.07	860.34	(2,062.42)	1,237.57
其它	12.38	(338.58)	(159.43)	(186.27)	0.00
经营活动现金流	(124.56)	605.14	1,205.48	(1,528.97)	2,120.07
资本支出	496.74	728.04	64.76	77.62	51.19
长期投资	0.00	135.50	0.00	0.00	0.00
其他	(1,132.20)	(1,350.24)	214.37	237.94	(76.68)
投资活动现金流	(635.46)	(486.70)	279.13	315.56	(25.49)
债权融资	2,617.19	2,212.68	1,739.68	2,117.67	2,342.98
股权融资	(471.60)	(462.23)	346.95	(101.42)	(117.31)
其他	(1,112.73)	(3,008.80)	(2,212.68)	(1,865.14)	(2,171.24)
筹资活动现金流	1,032.86	(1,258.35)	(126.05)	151.11	54.42
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	272.84	(1,139.91)	1,358.56	(1,062.29)	2,148.99

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,261.02	5,587.98	4,501.67	6,031.66	7,278.68
营业成本	2,516.92	2,649.03	2,133.03	3,141.42	3,929.25
营业税金及附加	59.70	64.09	49.52	66.35	80.07
营业费用	1,575.78	1,667.87	1,323.49	1,658.71	2,062.29
管理费用	475.29	473.66	288.11	512.69	625.97
研发费用	69.44	97.50	22.51	114.60	116.46
财务费用	85.36	149.90	99.15	101.42	117.31
资产减值损失	5.35	(8.51)	(6.50)	(7.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(159.43)	(186.27)	0.00
投资净收益	18.60	30.22	20.27	23.03	24.51
其他	(82.11)	(85.41)	525.07	(8.74)	(452.60)
营业利润	536.70	549.62	206.46	615.45	785.42
营业外收入	7.99	19.14	168.00	12.61	16.56
营业外支出	5.73	7.15	7.50	7.33	7.41
利润总额	538.96	561.61	366.96	620.74	794.57
所得税	93.64	103.91	66.42	112.04	143.02
净利润	445.32	457.70	300.54	508.69	651.55
少数股东损益	(5.89)	(5.95)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	451.21	463.64	300.54	508.69	651.55
每股收益(元)	0.28	0.28	0.18	0.31	0.40

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.88%	6.21%	-19.44%	33.99%	20.67%
营业利润	20.35%	2.41%	-62.44%	198.09%	27.62%
归属于母公司净利润	23.50%	2.76%	-35.18%	69.26%	28.08%
获利能力					
毛利率	52.16%	52.59%	52.62%	47.92%	46.02%
净利率	8.58%	8.30%	6.68%	8.43%	8.95%
ROE	9.40%	10.03%	5.60%	8.85%	10.26%
ROIC	14.56%	11.88%	5.25%	14.82%	12.21%
偿债能力					
资产负债率	44.98%	42.83%	33.17%	41.05%	38.55%
净负债率	11.60%	25.56%	-12.00%	13.77%	-17.74%
流动比率	1.86	1.61	1.98	1.81	2.10
速动比率	1.09	0.82	1.37	0.75	1.30
营运能力					
应收账款周转率	18.65	18.32	18.46	18.47	18.56
存货周转率	2.74	2.55	2.61	2.40	2.30
总资产周转率	0.67	0.66	0.56	0.68	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.28	0.18	0.31	0.40
每股经营现金流	-0.08	0.37	0.74	-0.94	1.30
每股净资产	2.95	2.84	3.30	3.53	3.90
估值比率					
市盈率	21.47	20.90	32.24	19.05	14.87
市净率	2.02	2.10	1.80	1.68	1.53
EV/EBITDA	8.79	8.72	19.23	11.77	7.84
EV/EBIT	10.84	10.35	27.11	13.95	9.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com