

美克家居(600337)

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造II行业一

证券研究报告

Q4 经营环比修复，期待 21 年多元发力

——美克家居点评报告

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
☎ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
✉ 联系人：傅嘉成
：shifanke@stocke.com.cn

报告导读

20A 实现营收 45.71 亿元 (-18.19%)，归母净利润 3.06 亿元 (-33.91%)，扣非归母净利润 1.01 亿元 (-74.28%)，非经主要来自非流动资产处置收益 1.67 亿。20Q4 实现营收 14.86 亿元 (+8.17%)，归母净利润 2.81 亿元 (+157.28%)，Q4 利润高增主要系：1) 卖场疫情免租事项于 Q4 敲定，直营门店租金大幅减少；2) 广告宣传费集中于 Q2-3 投放至电商，Q4 投放较少；3) 经营规模增长，Q4 毛利率提升至 53.17% (+1.69pct)。

21Q1 实现营收 11.75 亿元，同比 19/20 年分别增长 10.19%/+168.71%，归母净利润 0.75 亿元 (去年同期-2.67 亿元，同比 19 年增长 12.23%)。同时公司公告 21 年经营计划：实现营收 60.35 亿 (较 19 年+8%)。

投资要点

❑ 美克美家：设计工作室类直营模式推行，固装新赛道贡献增量

20 年直营业务实现收入 29.69 亿元 (-18.73%)，全年净开店 7 家至 155 家。期内公司拓展 MHF 全案设计工作室模式，预计 21 年打造 100 家设计工作室门店。同时开拓固装定制新赛道、挖掘客户价值，期内固装订单+158%。21Q1 直营业务实现营收 6.96 亿，同比+273.22%，同比 19Q1 基本持平。

❑ ART 加盟：20 年经营提效，21 年渠道加速裂变

20 年加盟业务实现营收 3.06 亿元 (-34.64%)，净开店 52 家至 237 家，系公司调整开店策略 (重视和优化加盟商质量)，20 年加盟商坪效取得了 9% 的同比增长，21 年将加速裂变，目标开店 500 家。21Q1 加盟业务实现营收 0.86 亿，同比+718.94%，同比 19Q1 基本持平。

❑ 国际批发：美国需求旺盛，在手订单充足保障 21 年增长

20 年批发业务实现收入 12.63 亿元 (-9.63%)，但得益于美国楼市火热、需求高增，公司 ART/Caracole/Rowe 的未出货订单分别同比+233%/97%/308%，有望在 21 年转化收入。21Q1 国际批发业务实现营收 3.85 亿，同比+60.09%，同比 19Q1 增长 42.8%。

❑ 员工持股计划赋能，彰显发展信心

4 月 9 日公司发布员工持股计划草案，占当前股本 4.3%，参与对象包括董事及高管 5 人、核心骨干 73 人。业绩考核 21-22 年归母净利润，21/22 年的目标值分别为 5.5 亿元 (较 19 年+18.53%)、6.6 亿元 (较 5.5 亿+20%)。

❑ 疫情致毛利率下滑，费用率小幅增长

20A 毛利率同比减少 3.89% 至 48.70%。期间费用率同比增加 2.38% 至 45.13%，其中销售费用率+1.9pct 至 31.75%；管理费用率+0.82pct 至 11.04%，财务费用率同减 0.34pct 至 2.34%。20A 归母净利率 6.7% (-1.6pct)。期末账上合同负债 1.71 亿元，较期初减少 0.3 亿；存货 19.77 亿元，较期初减少 1.13 亿。期内公司经营现金流净额 6.21 亿 (+2.6%)。

评级

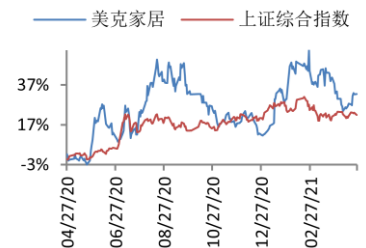
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥5.39

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.05
4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.08
2Q/2020	0.08



公司简介

高端美式家具龙头

相关报告

报告撰写人：史凡可、马莉
联系人：傅嘉成

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 21-23 年实现营收 60.58/70.89/82.81 亿,同比增长 32.52%/17.02%/16.82%, 归母净利 5.51/6.62/7.84 亿, 同比增长 79.67%/20.26%/18.34%, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别 17.3X/14.38X/ 12.15X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示 行业竞争加剧、加盟渠道拓展不达预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4571.33	6058.08	7089.00	8281.20
(+/-)	-18.19%	32.52%	17.02%	16.82%
净利润	306.41	550.54	662.09	783.54
(+/-)	-33.91%	79.67%	20.26%	18.34%
每股收益(元)	0.17	0.31	0.37	0.44
P/E	31.08	17.30	14.38	12.15

图 1: 盈趣科技季度财务数据一览

单位: 百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业总收入	1,066.52	1,642.97	1,504.45	1,374.04	437.33	1,247.27	1,400.41	1,486.31	1,175.18
YOY	5.15%	8.69%	1.66%	9.47%	-58.99%	-24.08%	-6.92%	8.17%	168.71%
归母净利润	66.86	149.23	138.26	109.29	-266.79	151.40	140.61	281.19	75.03
YOY	6.11%	4.67%	5.18%	-4.28%	-499.05%	1.45%	1.70%	157.28%	128.12%
扣非归母净利润	63.94	126.22	119.65	81.37	(308.88)	12.37	124.42	272.71	73.65
YOY	1.62%	-9.23%	-5.10%	20.73%	-583.07%	-90.20%	3.99%	235.16%	123.84%
毛利率	54.39%	51.92%	53.07%	51.48%	35.04%	43.18%	53.16%	53.17%	52.08%
期间费用率	46.39%	41.27%	42.55%	41.92%	117.70%	40.64%	42.23%	30.29%	43.51%
其中: 销售费用	337.56	488.01	453.22	389.08	345.48	350.18	437.02	318.88	345.07
销售费用率	31.65%	29.70%	30.13%	28.32%	79.00%	28.08%	31.21%	21.45%	29.36%
其中: 管理费用	103.62	133.76	136.67	99.62	124.25	101.73	122.18	87.93	107.60
管理费用率	18.01	14.00	15.38	50.11	18.97	17.01	8.32	24.22	18.97
管理+研发费用率	11.40%	8.99%	10.11%	10.90%	32.75%	9.52%	9.32%	7.55%	10.77%
其中: 财务费用	35.55	42.27	34.93	37.15	26.07	38.03	23.82	19.20	39.68
财务费用率	3.33%	2.57%	2.32%	2.70%	5.96%	3.05%	1.70%	1.29%	3.38%
归母净利率	6.27%	9.08%	9.19%	7.95%	-61.00%	12.14%	10.04%	18.92%	6.38%
存货	2,338.11	1,993.29	1,934.70	2,090.24	2,298.38	1,975.95	1,941.21	1,976.75	2,045.20
较上年同期增减	535.55	-36.86	-209.23	-208.86	-39.73	-17.33	6.51	-113.49	-253.19
应收票据	0.00	0.85	3.19	2.89	3.22	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	0.85	3.19	2.67	3.22	-0.85	-3.19	-2.89	-3.22
应收账款	332.36	337.72	335.10	267.53	220.14	220.70	264.45	282.93	309.72
较上年同期增减	40.16	-43.84	-12.29	-71.89	-112.22	-117.02	-70.65	15.40	89.59
应付账款及应付票据	476.24	500.42	529.33	704.02	622.33	583.01	727.19	857.38	933.67
较上年同期增减	49.73	23.03	8.16	-64.98	146.09	82.59	197.85	153.36	311.34
预收账款	158.22	201.14	202.13	201.41	478.37	302.07	233.75	170.85	182.22
较上年同期增减	-336.13	-188.81	-256.67	56.23	320.15	100.93	31.62	-30.56	-296.15
经营性现金流净额	-296.94	577.55	192.08	132.45	-121.91	187.07	252.98	302.94	99.78
较上年同期增减	-124.89	734.27	129.59	-9.27	175.03	-390.48	60.90	170.49	221.69
筹资性现金流净额	-132.56	-1106.47	92.90	-112.22	113.81	-405.23	-423.71	-276.03	-62.38
较上年同期增减	-157.68	-1466.38	-579.30	-87.85	246.37	701.24	-516.60	-163.81	-176.19
资本开支	164.52	32.06	153.52	187.22	72.43	60.74	82.64	68.81	106.66
较上年同期增减	26.67	-45.69	-3.61	68.38	-92.09	28.68	-70.88	-118.41	34.23
ROE	1.41%	3.27%	3.09%	2.39%	-6.00%	3.49%	3.27%	6.66%	1.76%
YOY(±)	0.14%	0.36%	0.36%	0.02%	-7.41%	0.22%	0.18%	4.27%	7.76%
资产负债率	44.17%	41.86%	42.68%	42.83%	48.05%	43.46%	43.68%	43.38%	54.50%
YOY(±)	13.03%	3.55%	-1.15%	-2.15%	3.88%	1.60%	1.00%	0.55%	6.44%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 盈趣科技收入结构一览(单位: 百万元)

(百万元)	2018A	2019 H1	2019 H2	2019A	2020 H1	2020 H2	2020A
营业总收入	5261.02	2709.49	2878.49	5587.98	1684.61	2886.72	4571.33
YOY	25.88%	7.27%	5.24%	6.21%	-37.83%	0.29%	-18.19%
营业成本	2516.92/452	1276.29	1372.74	2649.03	992.8	1352.09	2344.89
毛利率	52.16%	52.90%	52.31%	52.59%	41.07%	53.16%	49.70%
直营模式(美克美家为主)	营业收入	3397.03	1716.34	1937.09	3653.43	1048.62	1920.6
	占比	64.57%	63.35%	67.30%	65.38%	62.25%	66.53%
	门店数量	104	108	-	148	138	155
	单店收入(百万元/家)	32.66	15.89	-	24.69	7.60	19.16
加盟模式(A.T.为主)	营业收入	493.25	238.94	229.85	468.79	101.93	204.48
	YOY	70.56%	-14.66%	7.78%	-4.96%	-57.34%	-11.04%
	占比	9.38%	8.82%	7.99%	8.39%	6.05%	7.08%
	门店数量	180	-	-	185	-	237
	单店收入(百万元/家)	2.74	-	-	2.53	-	1.29
国际批发业务	营业收入(百万元)	1220.40	709.21	688.89	1398.10	515.30	748.10
	YOY	62.30%	15.32%	13.79%	14.56%	-27.34%	8.59%
	占比	23.20%	26.18%	23.93%	25.02%	30.59%	25.92%
	营业成本	817.89	-	-	961.40	-	964.13
	毛利率(%)	32.98%	33.49%	-	31.24%	27.55%	25.69%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3718	4720	5445	6531	营业收入	4571	6058	7089	8281
现金	1013	1372	1782	2481	营业成本	2345	3060	3597	4217
交易性金融资产	0	115	154	90	营业税金及附加	51	68	80	93
应收账款	283	353	398	487	营业费用	1452	1676	1927	2213
其它应收款	173	178	229	275	管理费用	436	579	652	781
预付账款	252	372	419	485	研发费用	69	92	113	127
存货	1977	2174	2392	2631	财务费用	107	144	152	152
其他	22	156	71	83	资产减值损失	(12)	(6)	(11)	(9)
非流动资产	3814	3952	4006	3965	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	12	4	5	投资净收益	12	12	12	12
长期投资	129	88	118	112	其他经营收益	234	199	207	213
固定资产	1793	1900	2008	1999	营业利润	346	643	777	915
无形资产	616	608	555	520	营业外收支	4	10	9	8
在建工程	418	387	319	272	利润总额	351	653	786	923
其他	858	956	1003	1058	所得税	49	108	129	144
资产总计	7532	8672	9451	10496	净利润	301	545	657	778
流动负债	2797	2145	2281	2546	少数股东损益	(5)	(5)	(5)	(5)
短期借款	936	127	0	0	归属母公司净利润	306	551	662	784
应付款项	857	956	1132	1395	EBITDA	773	1029	1187	1341
预收账款	0	129	135	111	EPS (最新摊薄)	0.17	0.31	0.37	0.44
其他	1004	934	1014	1040	主要财务比率				
非流动负债	471	495	481	482		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	419	419	419	419	成长能力				
其他	52	76	62	63	营业收入	-18.19%	32.52%	17.02%	16.82%
负债合计	3268	2640	2762	3029	营业利润	-36.96%	85.68%	20.72%	17.83%
少数股东权益	14	9	4	(1)	归属母公司净利润	-33.91%	79.67%	20.26%	18.34%
归属母公司股东权益	4250	6023	6685	7468	获利能力				
负债和股东权益	7532	8672	9451	10496	毛利率	48.70%	49.48%	49.26%	49.08%
					净利率	6.59%	9.00%	9.27%	9.40%
					ROE	6.88%	10.69%	10.41%	11.07%
					ROIC	6.62%	9.08%	9.90%	10.49%
					偿债能力				
					资产负债率	43.38%	30.44%	29.22%	28.85%
					净负债比率	59.28%	42.31%	37.40%	33.29%
					流动比率	1.33	2.20	2.39	2.56
					速动比率	0.62	1.19	1.34	1.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.75	0.78	0.83
					应收帐款周转率	16.61	19.08	18.94	18.77
					应付帐款周转率	6.92	7.34	7.63	7.42
					每股指标(元)				
					每股收益	0.17	0.31	0.37	0.44
					每股经营现金	0.35	0.28	0.53	0.55
					每股净资产	2.41	3.41	3.78	4.23
					估值比率				
					P/E	31.08	17.30	14.38	12.15
					P/B	2.24	1.58	1.42	1.28
					EV/EBITDA	11.68	8.94	7.29	5.95

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>