



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

美克美家高增长

基本数据 (Y10)

报告日股价 (元)	10.77
12mth A 股价格区间 (元)	13/6
总股本 (百万股)	632
无限售 A 股/总股本	80.69%
流通市值 (百万元)	54
每股净资产 (元)	3.67
PBR (X)	2.93

主要股东 (Y10)

美克投资集团有限公司	41.56%
香港博伊西家具有限公司	5.32%
高运控股集团有限公司	2.37%

收入结构 (Y10)

出口家具	41%
零售家具	45%
批发家具	13%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ11-CT07

相关报告:

首次报告日期: 2011-04-13

■ 动态事项:

公司公告 2010 年度报告

表 1 主要会计数据, 单位 (万)

主要会计数据	2010 年	2009 年	本年比上年增减 (%)
营业收入	24151	18694	29.19
利润总额	13858	10413	33.08
归属于上市公司股东的净利润	91583	45236	102.46
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	83905	35362	137.27
基本每股收益	0.18	0.09	100
稀释每股收益	0.18	0.09	100
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.16	0.07	128.57
加权平均净资产收益率 (%)	6.22	3.30	2.92
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 (%)	5.70	2.59	3.11
经营活动产生的现金流量净额	15227	26576	-42.70
每股经营活动产生的现金流量净额	0.24	0.52	-53.85

数据来源: 公司年报, 上海证券

■ 主要观点:

销售收入大幅增长, 毛利率进一步提升

报告期, 公司实现营业收入 241,518.81 万元, 较上年增长 29.19%, 主要因为公司子公司美克美家及施纳迪克不断开拓销售渠道和提升品牌影响力, 营业收入均有大幅增长所致。

家居零售

2010 年, 美克美家实现销售收入 107,719.57 万元人民币, 较上年增长 30.88%。报告期, 美克美家加快市场拓展, 加速门店群建设, 通过标准店、概念店、家居用品店, 继续拓展市场空间, 覆盖一、二线城市, 提高成熟市场经营稳定性。报告期, 完成了成都麓镇店、杭州新城店、苏州干将店等 6 家标准店、6 家概念店的开业计划及 2 家店的迁址任务, 在全国 28 个城市共拥有 46 家店面, 经营面积达 90713 平米, 形成了门店群的增长方式, 为多品牌战略打下坚实基础。

表 2：产品分类销售情况

		2009	2010 年
出口家具产品	销售收入	85219	98488
	g		16%
	成本	67357	77566
	毛利率	20.96%	21.24%
零售家具商品	销售收入	83134	108526
	g		31%
	毛利率	58.99%	59.53%
	成本	34092	43921
批发家具商品	销售收入	16604	32084
	g		93%
	成本	11481	20918
	毛利率	31%	34.08%
合计	销售收入	184957	239098
	成本	112930	142405
	综合毛利率	38.94%	40.44%
	毛利	72027	96693
销售占比			
	出口家具产品	46%	41%
	零售家具商品	45%	45%
	批发家具商品	9%	13%
毛利占比			
	出口家具产品	25%	22%
	零售家具商品	68%	67%
	批发家具商品	7%	11%

数据来源：公司公告，上海证券

子品牌“馨赏家”2010 年度发展到 49 家，“馨赏家”家饰用品品牌，以店中店、商场店、社区店等形式，布局即将到来的家居用品消费趋势。

基于未来电子商务的发展趋势，馨赏家开创了网店销售的先河，在进一步拓宽销售渠道的同时，为今后美克美家顺利进入电子商务领域形成了良好的开端；报告期，美克美家通过样板间合作模式、设计师俱乐部等销售策略，提升大客户服务水平和销售规模。

“馨赏家”的定位是以“你的生活，你的风格”为核心，满足消费者软装和搭配上的创意。

馨赏家全球采购，从世界各地搜寻独特的产品，比如餐具、酒杯、咖啡用具、相框、珠宝盒、香薰用品、洗浴用品等等，做工非常精良，品牌也有独一无二的。馨赏家的产品主要有三种风格，首先是欧式风。

欧洲的手工艺家居饰品，做工相当细腻，比如法国、意大利、西班牙等国，不但品质高，而且创意性极强。现在的消费者极其追捧欧式风格的饰品，风格较多样化。第二个就是东南亚风格的，在店里可以看到很多泰国出产的陶瓷制品以及具有热带图案符号的各式酒杯、碗盘、花瓶等。第三个就是中式风格的。

图 1：“馨赏家”产品系列



幻海奇缘平盘
MKJS01-0044



新娘捧花心型礼品套盒
MKJS10-0049



白色大水果密封罐
MKJS06-0057-1



白色麻绣长绒棉浴巾
MKJS09-0008-1A



镀银高脚杯
MKA42-7459



双耳椭圆果盘
MKA42-7411



陶瓷油罐
MKA41-4496-1



相框
MKA41-3181



青色花边水罐
MKJS03-0017



青色中水罐
MKJS03-0018-2B



新娘捧花蜡烛灯
MKJS10-0047-B



黑色存储盒三件套
MKJS06-0012-1B

出口家具产品及批发家具商品

公司 2010 年度出口家具产品同比增长 16%，批发家具产品同比大幅增长 93%，在销售收入大幅增长的同时，毛利率也大幅提升，其中出口毛利率提升 0.28 个百分点，批发毛利率提升 3.08 个百分点。该部分销售收入的大幅增长是由于施纳迪克营业收入的增长所致。公司自 2009 年成功收购美国 Schnadig 公司后，为尽快扩大国际市场的销售网络，强化与公司家具制造和家居零售业的协同效应，有效延伸风险管控能力，2010 年，公司成立了国际事业部，其将充分发挥运营管理、协调资源、风险管理、供应链整合等职能，通过实施品牌战略，积极拓展国际市场份额。施纳迪克国际公司经过了 2009 年的过渡、整合，2010 年实现了扭亏为盈，并且开发了超过 200 个新客户，接单量实现 75% 的增长，沙发产品在 2010 年 10 月展中销售突破历史记录，渠道涵盖了专有品牌零售店、在线品牌零售店、中小零售店、室内设计师、海外客户、合约客户、消费者等。

2010 年 Schnadig 扭亏为盈，实现净利润 1109 万元。

运营效率提升

表 3: 运营效率

	2010 年报	2009 年报	2008 年报
营运能力			
营业周期(天)	218.76	237.5	190.5
存货周转天数(天)	166.59	177.79	148.33
应收账款周转天数(天)	52.17	59.72	42.17
存货周转率(次)	2.16	2.02	2.43
应收账款周转率(次)	6.9	6.03	8.54
流动资产周转率(次)	1.34	1.33	1.65
固定资产周转率(次)	2.49	1.9	1.92
总资产周转率(次)	0.77	0.69	0.79

数据来源: Wind 资讯, 上海证券

从营运能力开看, 2010 年公司的营业周期缩短, 应收账款周转和存货周转率都有提升, 其中应收账款周转率的提升更为明显。

费用控制合理

表 4: 盈利能力

	2010 年报	2009 年报	2008 年报
盈利能力			
净资产收益率-摊薄(%)	3.94	3.25	4.47
总资产报酬率(%)	5.4	5.31	5.25
销售净利率(%)	4.99	3.86	4.04
销售毛利率(%)	40.82	39.82	33.5
销售期间费用率(%)	34.56	34.07	29.67
销售费用 / 营业总收入(%)	23.26	20.43	17.02
管理费用 / 营业总收入(%)	9.4	10.92	9.74
财务费用 / 营业总收入(%)	1.89	2.72	2.9
资产减值损失 / 营业总收入(%)	0.5	0.43	0.18
所得税 / 利润总额(%)	13	30.77	19.32

数据来源: Wind 资讯

公司 2010 年度的期间费用增长基本保持非顶, 其中管理费用和财务费用率都有说下降, 由于销售规模的扩大, 公司的销售费用率提高近 3 个百分点, 在可控水平。

由于子公司美克美家家具连锁有限公司在 2010 年度获得 15% 的税率优惠, 因此 2010 年公司整体所得税率降至 13% 的水平, 进一步提升了公司的销售净利率。

发展规划

2011 年美克美家将围绕主品牌, 根据消费结构层次全方位延伸和开发子副品牌, 市场细化进入新消费市场区段, 服务于更多的消费阶层。美克美家将以中高端顾客为目标, 在目前大城市的标准店里以专区形式推出 Caracole 产品品牌, 将其培育成为美克美家旗下高端品牌; 以年轻、时尚的姿态, 创建子品牌, 开拓年轻消费者层面, 培

养未来美克美家客源；以加盟模式，利用美克美家在中高端家具市场的影响力，在消费结构同区段推出加盟品牌借势卖场进行布局，以多种品牌、多样生意模式巩固中高端家具市场份额，形成优势资源的经营群落，覆盖更为广泛的消费人群。

2011 年计划开设 20 家美克美家店、50 家馨赏家店，在继续扩张市场的同时，细分市场、锁定目标顾客群，保持销售收入规模 and 市场份额行业领先地位。

同时公司将继续通过并购方式，进一步扩大美国市场自主品牌销售规模，丰富和发展自主品牌，开发更具价值的新品类、拓展更有潜力的新市场，并逐步完成品牌回归中国计划，迅速扩大销售收入和市场份额。

2011 年度，公司预计实现主营销售额为 26 亿元，预计成本额为 15.6 亿元。

■ 投资建议：

2011-2013 年公司每股收益分别为 0.27、0.49、0.76 元。给予“跑赢大市”投资评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2415.19	3122.16	3994.11	5539.07
年增长率（%）	29.19%	29.27%	27.93%	38.68%
归属于母公司的净利润	91.58	172.36	311.35	479.58
年增长率（%）	102.46%	88.20%	80.64%	54.03%
每股收益（元）	0.145	0.272	0.492	0.758
PER（X）	71.64	38.07	21.07	13.68

注：总股本为 632 百万股计算

盈利预测：

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1957.12	1869.48	2415.19	3122.16	3994.11	5539.07
减：营业成本	1301.42	1124.99	1429.31	1790.83	2162.90	2937.44
营业税金及附加	7.47	7.82	9.90	12.80	16.38	22.71
营业费用	333.17	381.92	561.76	718.10	918.64	1273.99
管理费用	190.62	204.16	227.13	296.61	379.44	526.21
财务费用	56.83	50.94	45.72	29.00	26.64	28.07
资产减值损失	3.56	8.01	12.07	7.88	7.88	7.88
加：投资收益	18.65	-0.33	0.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益						
益	0.00	0.00	1.60	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	82.70	91.31	131.05	266.95	482.22	742.77

加: 其他非经营损益	15.24	12.83	7.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	97.94	104.13	138.58	266.95	482.22	742.77
减: 所得税	18.92	32.05	18.01	40.04	72.33	111.42
净利润	79.01	72.09	120.57	226.91	409.89	631.36
减: 少数股东损益	16.38	26.85	28.99	54.55	98.54	151.78
归属母公司股东						
净利润	62.64	45.24	91.58	172.36	311.35	479.58
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	478.66	204.74	964.82	463.13	545.76	336.07
应收和预付款项	467.20	488.29	515.53	692.49	837.74	1277.05
存货	552.82	558.34	764.51	860.33	1102.09	1563.08
其他流动资产	0.00	0.00	2.39	2.39	2.39	2.39
长期股权投资	4.12	4.12	24.37	24.37	24.37	24.37
投资性房地产	0.00	25.64	24.98	22.00	19.03	16.05
固定资产和在建						
工程	1020.29	961.93	1027.45	1254.63	1441.80	1588.98
无形资产和开发						
支出	218.80	250.42	244.95	217.74	190.53	163.33
其他非流动资产	35.09	34.14	42.73	21.37	0.00	0.00
资产总计	2776.98	2527.61	3611.74	3558.45	4163.72	4971.32
短期借款	914.81	246.00	266.15	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	342.41	388.96	517.57	524.69	756.79	989.60
长期借款	58.92	356.14	370.79	370.79	370.79	370.79
其他负债	0.43	10.24	130.33	129.50	129.50	129.50
负债合计	1316.57	1001.34	1284.85	1024.98	1257.08	1489.89
股本	510.60	510.60	632.68	632.68	632.68	632.68
资本公积	118.32	118.32	859.05	859.05	859.05	859.05
留存收益	718.89	761.22	832.86	984.89	1259.52	1682.53
归属母公司股东						
权益	1347.82	1390.15	2324.59	2476.62	2751.25	3174.26
少数股东权益	112.59	136.12	2.30	56.85	155.39	307.17
股东权益合计	1460.41	1526.27	2326.89	2533.47	2906.63	3481.42
负债和股东权益						
合计	2776.98	2527.61	3611.74	3558.45	4163.72	4971.32
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流						
量	76.84	277.30	166.32	197.98	529.36	258.31
投资性现金净流						
量	-144.12	-98.39	-182.86	-400.83	-400.00	-400.00
筹资性现金净流						
量	491.11	-403.57	817.92	-298.84	-46.73	-68.00
现金流量净额	399.20	-232.49	790.86	-501.69	82.63	-209.69

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。