

**美克家居(600337)/家用轻工**
**新零售格局下平台化转型, 多维度布局助力发展**
**评级: 增持(首次)**

市场价格: 4.02

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

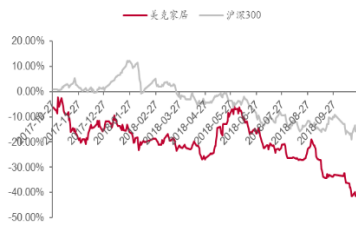
分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	775
流通股本(百万股)	728
市价(元)	4.02
市值(百万元)	3116
流通市值(百万元)	2927

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,466.51	4,179.42	5,522.03	7,022.52	8,796.50
增长率 yoy%	21.26%	20.57%	32.12%	27.17%	25.26%
净利润	330.8	365.36	493.01	632.49	807.49
增长率 yoy%	10.04%	10.45%	34.94%	28.29%	27.67%
每股收益(元)	0.51	0.21	0.28	0.36	0.45
每股现金流量	0.33	0.39	0.04	0.34	0.28
净资产收益率	10.32%	7.41%	9.49%	11.44%	13.57%
P/E	7.88	19.53	13.01	10.15	8.07
PEG	0.79	1.87	0.37	0.36	0.29
P/B	0.83	1.45	1.36	1.27	1.17

备注:

**投资要点**

- **美克家居是一家以家具制造业为主营业务的公司。**上市前, 公司产品主要出口欧美等国, 2000年上市后, 公司整合上游资源, 向国内市场进军, 向**全球零售商转型**。2012年启动多品牌战略, 同年实施“自动化+定制化”项目以支撑多品牌战略。为适应新零售环境的特性, 公司正由产品型企业转型成平台型企业, 2018年通过与腾讯合作从而以大数据构筑软装设计平台, 布局智慧零售。
- **成品家具市场空间扩展, 新零售格局下面临复合变动。**1) 家居需求端提升, 定制家具渗透率低于预期, 成品家具市场空间仍在扩展。尤其中高端成品家具凭借其产品标准化、制造工艺成熟的优势更少地被取代; 2) 行业集中度提升, “渠道变革+平台化发展”, 成品家具企业转型进行时。销售渠道变革, 转型 O2O “线上+线下”的模式, 中间环节再减少; 其中, 线下零售门店转型体验平台, 精准营销降低引流成本, 应对定制家具冲击。在此基础上, 龙头企业凭借其固有优势聚集消费者, 促成行业集中度提升, 竞争加剧。
- **国内业务蒸蒸日上, 多年布局形成核心竞争力。**1) 国内业务发展迅速, 毛利率行业居首, 未来现金流有望改善。2017年美克家居营业收入 41.79 亿, 其中中国大陆部分营业收入 33.56 亿, 占比高达 80.3%。2018 年前三季度整体毛利率达 57.04%, 高出行业平均值 20 个百分点, 净利率 8.24%, 相比同行仍有较大增长空间。加盟模式下资本性开支较少, 剥离化工板块减少可交债, 公司未来现金流有望改善。2) 供应链优化改善, 进一步降本增效。通过研发环节的商品复杂度管理、采购环节的物料标准化和供应商整合、生产环节的模块化, 美克家居持续优化供应链, 提高服务水平和存货周转率, 提升经营效率。3) 知识产权提升核心竞争力, 绿色制造迎合消费者需求。美克家居鼓励研发创新, 专利件数业内领先目前知识产权已成为重要的无形资产, 是提升核心竞争力的重要途径。坚持“绿色制造”理念, 迎合消费者对环保家居日益增长的需求。4) 多品牌战略持续推进, 产品覆盖中高端市场。应对人们对中高端家装日益多元化的需求, 公司有较为完整的产品矩阵。为落实多品牌战略, 公司近年来在销售渠道上稳步扩张, 美克美家和 A.R.T. (包括加盟和直营) 门店数量逐年增加, 其中 A.R.T. 加盟渠道拓展速度尤为显著。
- **风险提示:** 地产景气程度下滑风险、原材料价格上涨风险

## 内容目录

<b>从传统家居制造商到平台商，新零售环境下的新模式</b> .....	<b>- 5 -</b>
从外销家居制造商向全球零售商转型升级，探求制造型企业发展之路 .....	- 5 -
“自动化+定制化”支撑多品牌发展，整合端对端多渠道供应链 .....	- 5 -
协同多品牌渠道转型平台商，打造新零售环境下的家居生态链 .....	- 7 -
<b>成品家具市场空间扩展，新零售格局下面临复合变动</b> .....	<b>- 8 -</b>
家居需求端提升，成品家具市场空间仍在扩展 .....	- 8 -
行业集中度提升，“渠道变革+平台化发展”，成品家具企业转型进行时 .....	- 11 -
<b>国内业务蒸蒸日上，多年布局形成核心竞争力</b> .....	<b>- 11 -</b>
国内业务发展迅速，毛利率行业居首，未来现金流有望改善 .....	- 11 -
供应链优化改善，进一步降本增效 .....	- 15 -
知识产权提升核心竞争力，绿色制造迎合消费者环保需求 .....	- 16 -
多品牌战略持续推进，产品覆盖中高端市场 .....	- 17 -
<b>盈利预测、估值分析和投资建议</b> .....	<b>- 20 -</b>
盈利预测与估值分析 .....	- 20 -
投资建议：首次覆盖给予“增持”评级 .....	- 20 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 21 -</b>
地产景气程度下滑风险 .....	- 21 -
原材料价格上涨风险 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 美克家居主营收入地区结构.....	- 5 -
图表 2: 美克家居主营收入渠道结构.....	- 5 -
图表 3: 自有品牌实木家具年产量.....	- 6 -
图表 4: 自有品牌沙发年产量.....	- 6 -
图表 5: 美克家居零售产品规模与结构 (2017 年) .....	- 6 -
图表 6: 美克家居批发产品规模与结构 (2017 年) .....	- 6 -
图表 7: 2017 年美克家居品牌矩阵.....	- 6 -
图表 8: 2017 年美克家居国内门店布局.....	- 7 -
图表 9: 2017 年美克家居全球门店布局.....	- 7 -
图表 10: 地产新开工面积与销售面积累计同比.....	- 8 -
图表 11: 二次装修与新房装修市场占比.....	- 8 -
图表 12: 总装修需求房屋套数 .....	- 8 -
图表 13: 精装房套数与比例.....	- 9 -
图表 14: 上市家居企业 B 端客户布局情况 .....	- 9 -
图表 15: 工程业务收入变动情况 (单位: 亿元) .....	- 9 -
图表 16: 工程业务收入占比变动情况.....	- 9 -
图表 17: 2016 年家居各品类行业规模.....	- 10 -
图表 18: 定制家具规模与渗透率预测.....	- 10 -
图表 19: 成品衣橱柜零售规模.....	- 10 -
图表 20: 成品衣橱柜行业规模.....	- 10 -
图表 21: 成品软体家具行业规模.....	- 10 -
图表 22: 家居制造业零售额占比.....	- 11 -
图表 23: 国内业务收入逐年增加.....	- 12 -
图表 24: 美克家居整体收入及其增速.....	- 12 -
图表 25: 各家居品牌国内业务收入占比 (2017 年) .....	- 12 -
图表 26: 2018 年美克家居全球供应链.....	- 13 -
图表 27: 各家居品牌毛利率对比 (2017 年) .....	- 13 -
图表 28: 美克家居 2017 年各品类毛利率 .....	- 13 -
图表 29: 同行业产品类型对比 .....	- 14 -
图表 30: 美克家居主营业务渠道结构变化.....	- 14 -
图表 31: 主营业务收入各渠道占比 (2017 年) .....	- 14 -
图表 32: 美克家居营业收入地区结构.....	- 14 -

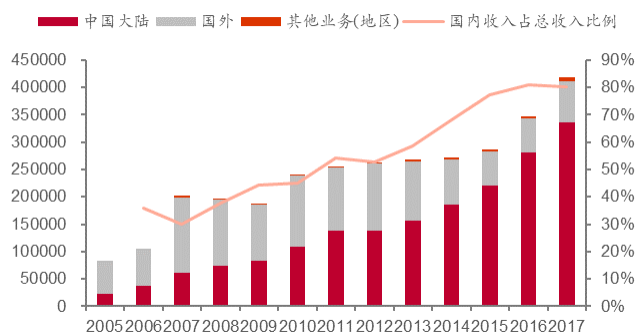
图表 33: 美克家居存货周转天数.....	- 15 -
图表 34: 美克家居后备库存减少情况 (2016-2017) .....	- 15 -
图表 35: 美克家居各品牌外观授权专利数据 (截止 2018 年 6 月) .....	- 16 -
图表 36: 美克家居研发情况 (件数) .....	- 16 -
图表 37: 美克家居技术人员占比高于同行 (2017 年) .....	- 16 -
图表 38: 美克家居研发支出位于前列 (2017 年) .....	- 16 -
图表 39: 美克家居各品牌客单价.....	- 17 -
图表 40: 美克家居各品牌定位 .....	- 18 -
图表 41: 2018 年 6 月美克家居门店数.....	- 19 -
图表 42: 美克家居门店数及其分布.....	- 19 -
图表 43: 美克家居的多品牌战略布局.....	- 19 -

## 从传统家居制造商到平台商，新零售环境下的新模式

从外销家居制造商向全球零售商转型升级，探求制造型企业发展之路

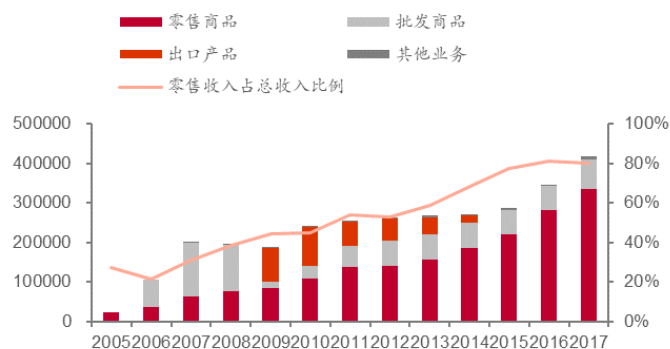
- 美克家居前身为美克国际家私制造有限公司，是一所创立于 1995 年的中外合资企业，注册资本 200 万美元；于 1999 年变更为外商投资的股份有限公司；于 2000 年发布招股说明书并于上交所上市，经核准享有新的自营进出口权。
- 上市前，公司主营业务为松木家居制造，订单制自产自销，产品全部出口欧美等国。公司从成立之日起，就瞄准国际市场，采取订单制的生产经营理念及柔性生产模式，具备较强的生产能力，是亚洲最大的松木家具出口基地之一。1999 年出口创汇 2139 万美元；截至 2000 年 5 月 31 日，销售额达 9638.10 万元。
- 上市后，公司继续强化生产制造能力，铺设国内家具线下零售网络，持续推进产业链整合：2002 年，实施 SYMIX 及 STORIS 管理系统提高生产效率；确立“利用企业资源转移，实现企业产业升级”的目标，铺设国内家具线下连锁销售网络。2005 年，初步搭建精细化生产框架；国内家居零售业务初具规模、开始盈利。之后数年内相继启动 MQM、JIT 等项目，保障工厂的“现场力、可视力、持续力”。2007 年，整合上游供应链，开展木业多渠道采购，从被动采购逐步转变为对资源的主动控制。2008 年，公司收购美国 Schnadig 公司，初步形成开发、营销、生产到配送的高效快捷的全球供应链系统。

图表 1: 美克家居主营收入地区结构 (万元, CNY)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 美克家居主营收入渠道结构 (万元, CNY)



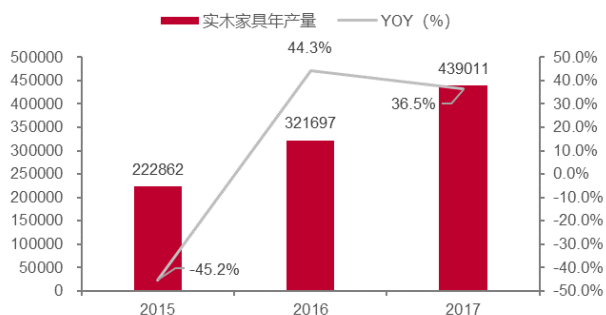
来源: Wind、中泰证券研究所

### “自动化+定制化”支撑多品牌发展，整合端对端多渠道供应链

- “自动化+定制化”支撑多品牌发展，向品牌商转型。2012 年，公司稳步推进多品牌战略，根据消费结构层次全方位延伸开发新品牌、新品类，但多品牌发力即意味着高现金周转压力与备货的增长，因而对公司产能及其柔性提出较高要求。为满足此要求，同年，公司在家具制造事业部正式启动 FA（生产过程自动化项目），为实现公司 MC 大规模定制商业模式打下坚实基础；推进数字化系统（ISCO、ERP、CIS 以及 S&OP）运作，协同产销计划，促进自有品牌业务有序推进。2015 年，停止 OEM 业务，全力生产自有品牌家具；“自动化+定制化”（FA+MC）实施落地，

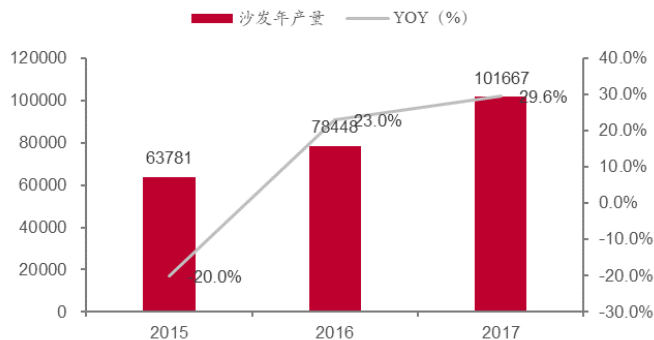
实现智能制造，大幅提升效率，支撑家居产业链战略目标落地的成品供应能力，建成美克美家、A.R.T.、YVVY、Zest、Remote等自有品牌，扩大产品规模，向品牌商转型。

**图表 3: 自有品牌实木家具年产量 (个)**



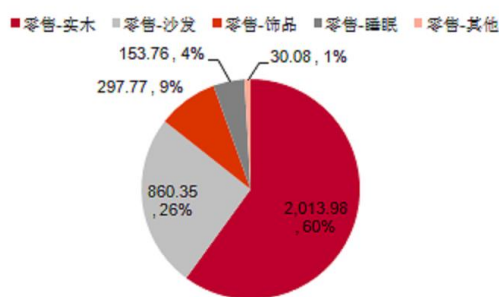
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 4: 自有品牌沙发年产量 (个)**



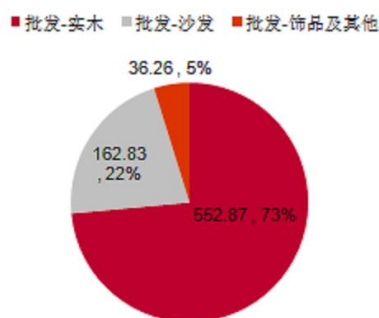
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 5: 美克家居零售产品规模与结构 (2017 年)**



来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 6: 美克家居批发产品规模与结构 (2017 年)**



来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 7: 2017 年美克家居品牌矩阵**



来源: Wind、中泰证券研究所

- 重整上游供应链网络，吸纳其他品牌入驻，拓展一体化的家居综合消费市场。2011 年，公司重新定义家居产业链，将家具制造业定位为家居

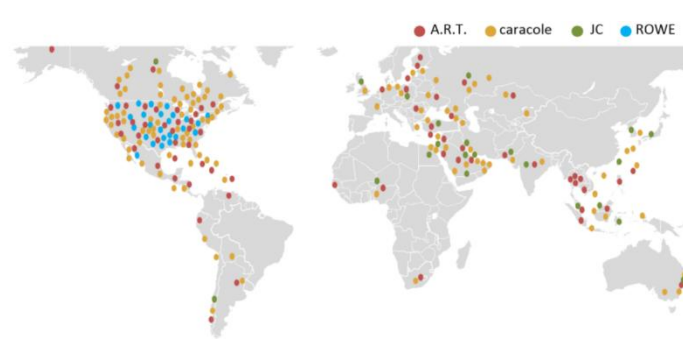


产业链中的成本中心；因而，除自有家居生产之外全面拓展采购业务，重整上游供应链网络，至 2014 年，形成国内外 49 家成品供应商、126 家装饰品供应商的网络资源，确保了对自有品牌销售端充足的资源供应。此外，公司与美国家居品牌 Ethan Allen 合作并吸纳其入驻。借此，通过不同的品牌定位，覆盖高、中高、中、中低等收入结构的差异化消费群体，拓展一体化的家居综合消费品市场。

- **下游渠道扩展下沉，“店商+电商+零售服务商”全渠道拓展打造客户体验。**在原有线下零售网络基础上优化调整，发展加盟、线上等多种方式覆盖国内主要城市和地区，打造“店商+电商+零售服务商”的全渠道运营模式；截至 2015 年，公司拥有从家具制造、营销批发到零售多品牌完整的供应链系统，实现了一体化、集成化、最优化且端对端高效运营的供应链体系。

**图表 8：2017 年美克家居国内门店布局**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 9：2017 年美克家居全球门店布局**


来源：Wind、中泰证券研究所

### 协同多品牌渠道转型平台商，打造新零售环境下的家居生态链

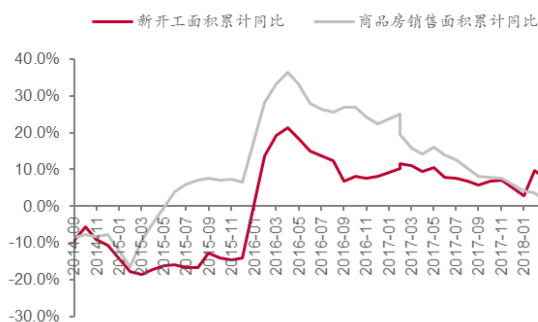
- **经多品牌战略与多渠道供应链整合，公司已初步具备新零售企业特质：**截至 2017 年，公司已具备从商品创新迭代、智能制造至售后服务，端对端的垂直供应链整合能力，采取“店商+电商+零售服务商”的全渠道运营模式；**为适应新零售环境的特性，公司正由产品型企业转型成平台型企业：**为增强顾客场景体验，公司实施美克家居生态战略，构建软装设计平台和生活方式艺术体验平台，形成美克家居生态链。
- **合作腾讯，以大数据构筑软装设计平台。**2017 年，公司建立数字化网络时代的生活方式社区服务平台链接全产业链，尝试往平台商转型；2018 年上半年，与腾讯开展深度合作，借助其大数据优势进行消费者偏好信息收集处理，并以此开展精准营销与产品迭代升级，助力销售成长，布局智慧零售。**持续强化运营管理，与硬装公司、地产公司战略合作，共享平台资源，为更多客户提供优质的软装服务与产品。**
- **消费升级带动艺术体验需求增多，构建生活方式艺术体验平台是符合新零售环境的创新方向。**提倡“漫生活”概念，打造场景化的沉浸式艺术体验平台；拥有全生命周期的家居解决方案，形成品牌链，创造品牌价值。

## 成品家具市场空间扩展，新零售格局下面临复合变动

家居需求端提升，成品家具市场空间仍在扩展

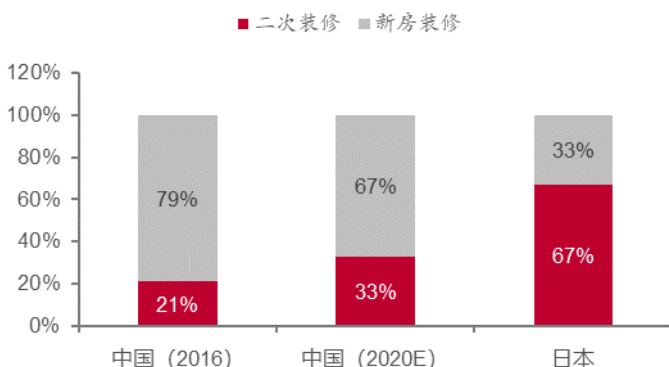
- **房地产发展态势良好，新开工面积与销售面积持续上行，带动其下游行业家居业需求。**截至 2018 年 9 月，全国房屋新开工面积 15.3 亿方，累计同比增长 16.4%；商品房销售面积 12.0 亿方，累计同比增长 2.9%，房地产业发展态势良好，我们对未来家居行业规模的判断较趋于乐观。此外，随着二手房交易市场的成熟与自住房翻新频次的增多，二次装修需求的增加也为家居产业带来更多市场。目前二次装修比重在中国仅占家装市场的 21%，远低于日本的 67%。据高盛估计，2020 年二次装修的市场将增长为目前的 2.5 倍，并占到整个家装市场的 1/3。

图表 10：地产新开工面积与销售面积累计同比



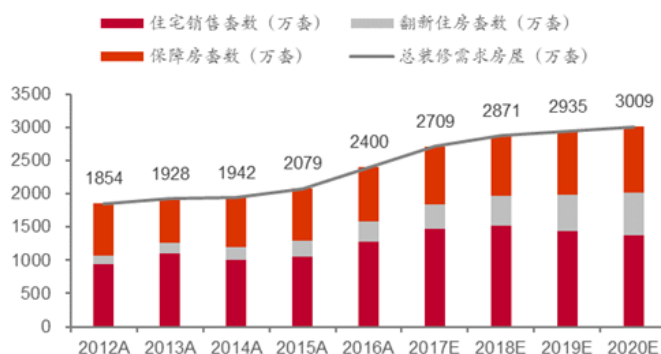
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 11：二次装修与新房装修市场占比



来源：高盛、中泰证券研究所

图表 12：总装修需求房屋套数



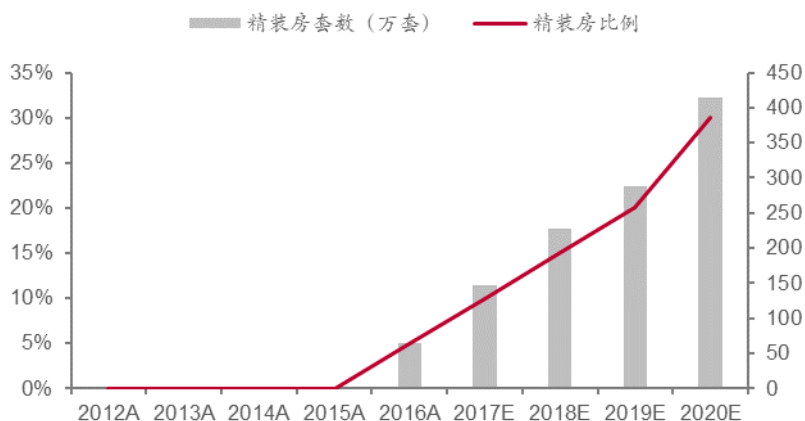
来源：Wind、中泰证券研究所

- **精装房比例抬升，定制家具内部客户结构变化。**定制家具与房地产公司的战略合作有助于改变精装房风格单一的问题、符合高效的一站式服务趋势，拉动工程业务收入增长，形成 B2B2C 的模式；但这一增长主要是结构性的变化，由原来的新房零售业务转化而来，定制家具的规模总量并无较大影响。此外，精装房比例抬升并不直接对成品家具有利好/利空效应，加以精装房影响下定制家具规模无大幅改变，**精装房比例抬**



升对成品家具市场空间与格局影响有限。

图表 13: 精装房套数与比例



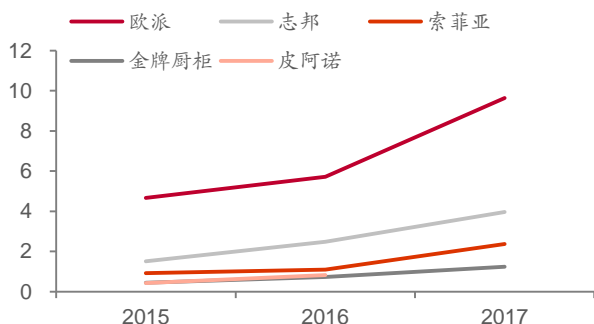
来源: Wind、国家信息中心、中泰证券研究所

图表 14: 上市家居企业 B 端客户布局情况

公司	主要客户	工程业务规模 (亿元)		工程业务收入占比	
		2016	2017	2016	2017
欧神诺	前三大: 碧桂园、万科、恒大等	10.33	14.53	57%	61%
大亚圣象	万科、保利地产、中海地产等在内近 60 家地产商	10.07	14.1	15%	20%
欧派家居	与保利地产、和记黄埔、华润、万科等 70 多个大型开发商形成合作	5.72	9.64	8%	10%
志邦股份	恒大、新城控股、绿地控股、龙湖、万科等	2.48	3.96	16%	19%
索菲亚	金茂、复地、金科等; 与恒大合资建厂, 享有恒大优先采购权	1.09	2.37	2%	4%
金牌橱柜	金茂、复地、金科、中骏、泰禾、华润等	0.73	1.24	7%	9%
皮阿诺	恒大、万科等; 与恒大合资设立生产基地, 享有恒大优先采购权	0.83	-	13%	-
江山欧派	恒大、万科、中海、世贸、金地、万达等; 与恒大合资设厂	-	-	-	-
尚品宅配	在尝试与房地产公司开展合作	-	-	-	-

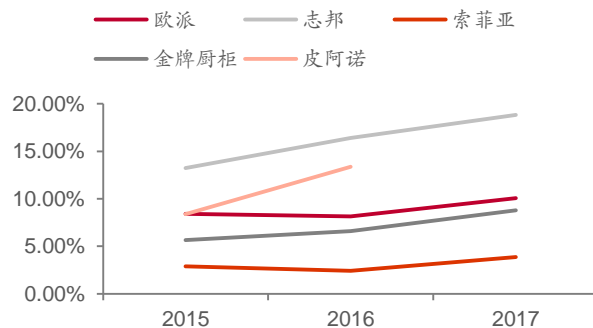
来源: 公司年报、公司招股说明书、公开资料、中泰证券研究所

图表 15: 工程业务收入变动情况 (单位: 亿元)



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 工程业务收入占比变动情况

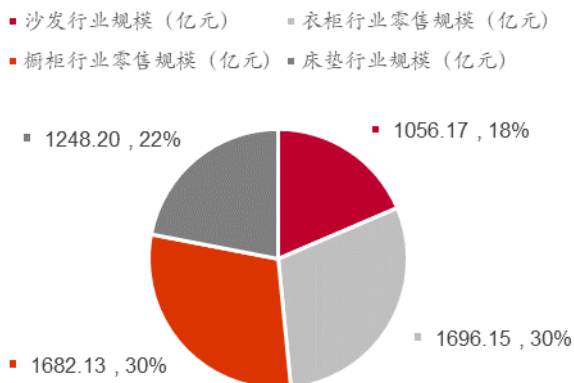


来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司公告, 中泰证券研究所

- 定制家居渗透率低于预期, 规模或将提前达到天花板。基于精装房趋势对定制家具渗透率提升有限, 以及成品家具相对于定制家具的优势未受

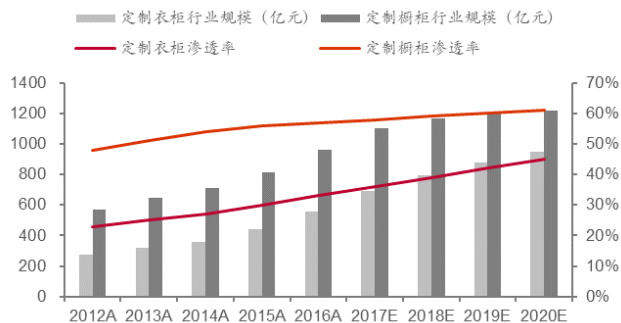
影响、客户群体不发生显著偏移；定制家具的渗透率低于预期且增速递减，或将提前达到天花板。随着家具总需求端的拉升，成品家具市场空间仍在扩张，未被定制家具过度挤压，尤其中高端成品家具凭借其产品标准化、制造工艺成熟的优势更少地被取代。此外，在家具各品类中，衣柜与橱柜受定制家具渗透较多而其他品类较少（成品家具各品类市场空间预测见图表 18-19）。

图表 17: 2016 年家居各品类行业规模



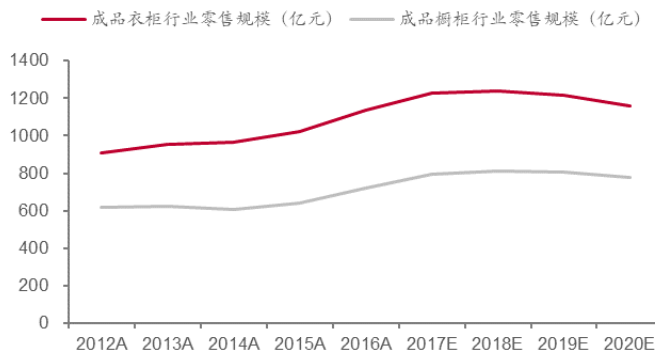
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 定制家具规模与渗透率预测



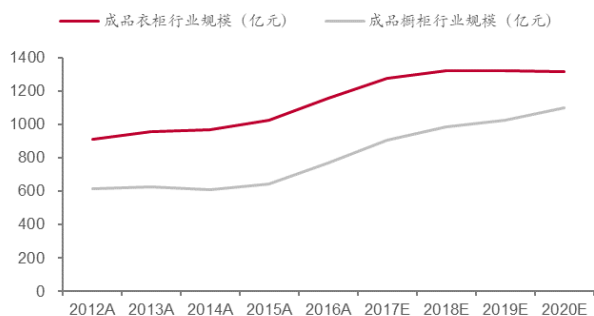
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 成品衣橱柜零售规模

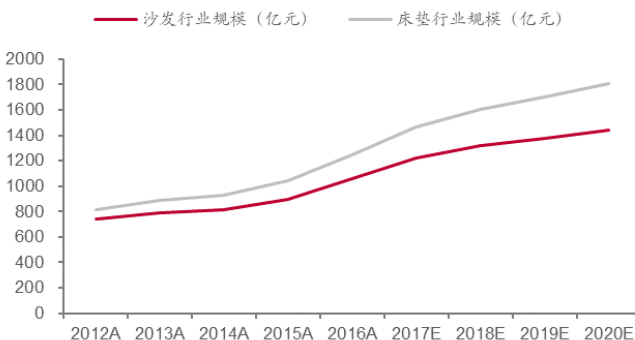


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: 成品衣橱柜行业规模



图表 21: 成品软体家具行业规模



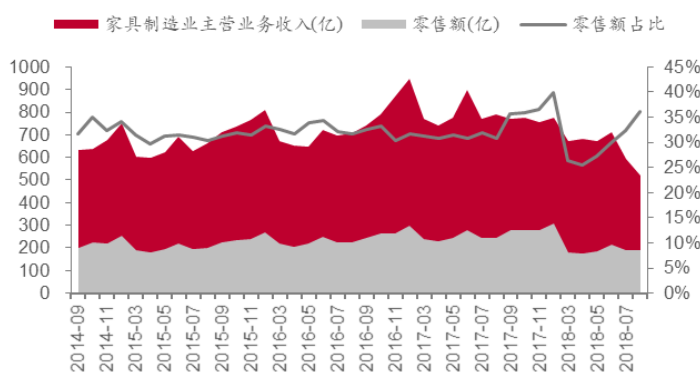
来源：Wind、中泰证券研究所

来源：Wind、中泰证券研究所

### 行业集中度提升，“渠道变革+平台化发展”，成品家具企业转型进行时

- **销售渠道变革，转型 O2O 模式，中间环节再减少。**新零售情势下，基于电商的普及，以往的“直销+代销”的纯线下销售模式已逐渐被“线下体验，线上购买”的 O2O 模式取代，消费者直接自家具公司购买，去除中间环节，减少利润流失。在此过程中，品牌与体验对消费者的影响与日俱增。

**图表 22：家居制造业零售额占比**



来源：Wind、中泰证券研究所

- **零售门店转型体验平台，精准营销降低引流成本，应对定制家居冲击。**新零售环境强调以消费者体验为中心，构筑体验场景，运用大数据等数字技术探求客户感知与需求并将其纳入新产品设计中，重新定义“人-货-场”关系。目前各大家居卖场及品牌零售门店均在往体验平台转型中；如宜家等全门店构筑体验场景或设置体验区域；美克家居部署智慧门店 Umall，人脸识别进店新老顾客、全程记录购物动线，为门店商品陈列与精准营销提供数据基础，实现营销一体化降低引流成本，应对定制家居冲击。
- **新零售格局下龙头企业固有优势促成行业集中度提升。**新零售格局下传统销售模式被 O2O 取代，龙头企业凭借其已有品牌声誉与全渠道销售网络等固有优势更易进行精准营销并与用户建立有效直连，从而降低引流成本；增进顾客感知价值，使顾客向龙头企业聚集，短期内带来行业集中度的提升，使龙头企业业绩增加；但长期会导致龙头企业竞争加剧，对企业核心竞争力的考验不断持续。

### 国内业务蒸蒸日上，多年布局形成核心竞争力

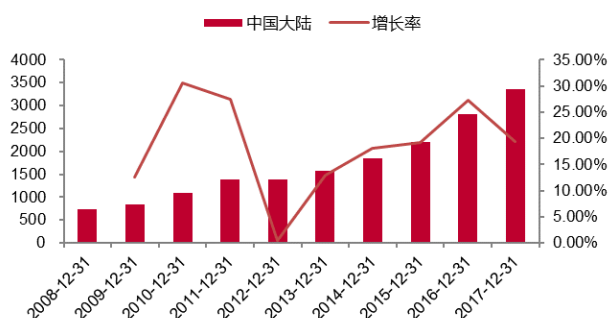
国内业务发展迅速，毛利率行业居首，未来现金流有望改善

- **国内业务发展迅速，带动公司整体收入增长。**2008 年美克家居营业收入 19.57 亿，国内业务收入 7.39 亿，占比不到一半（仅 37.74%）。一

方面受 2008 年的金融危机影响美克家居的收入出现负增长，另一方面中国城镇化发展创造了较大的家装需求，美克家居逐渐由原来的外销美国转为步入国内消费市场，大力发展国内的业务。近年来，美克家居国内业务收入稳步增加，收入占比也逐年增加，带动了公司整体收入的提升。到 2017 年，美克家居营业收入 41.79 亿，其中中国大陆部分营业收入 33.56 亿，占比高达 80.3%。在这部分，我们选取了同样以沙发或实木为主营业务的几家家居品牌作对比，分别是：顾家家居、喜临门、曲美家居和宜华生活。根据对比，我们可以发现美克家居的国内业务收入占比高于顾家家居、喜临门和宜华生活。同时，针对占比仅剩五分之一的海外业务，美克家居也通过在 2018 年 1 月对越南 M.U.S.T.公司及美国 Rowe 沙发公司的收购，强化其全球供货和服务能力，布局全球供应链战略，可以进一步提高应对贸易摩擦的能力。

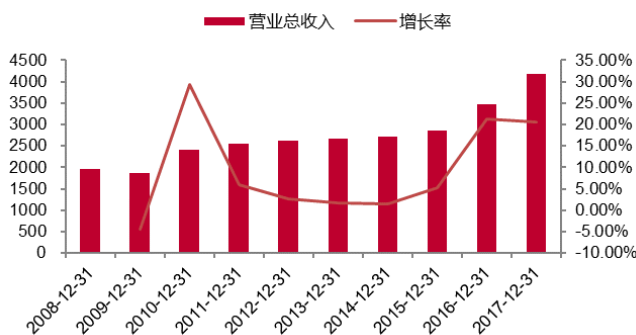
- **零售门店转型体验平台，精准营销降低引流成本，应对定制家居冲击。**新零售环境强调以消费者体验为中心，构筑体验场景，运用大数据等数字技术探求客户感知与需求并将其纳入新产品设计中，重新定义“人-货-场”关系。目前各大家居卖场及品牌零售门店均在往体验平台转型中；如宜家等全门店构筑体验场景或设置体验区域；美克家居部署智慧门店 Umall，人脸识别进店新老顾客、全程记录购物动线，为门店商品陈列与精准营销提供。

图表 23: 国内业务收入逐年增加 (百万元, CNY)



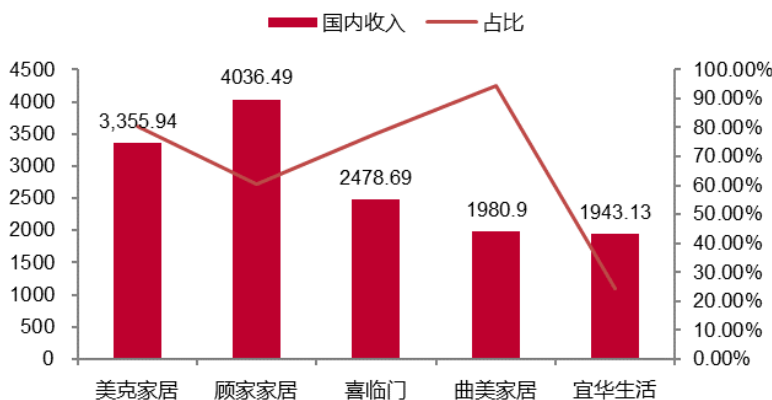
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 24: 美克家居整体收入及其增速 (百万元, CNY)



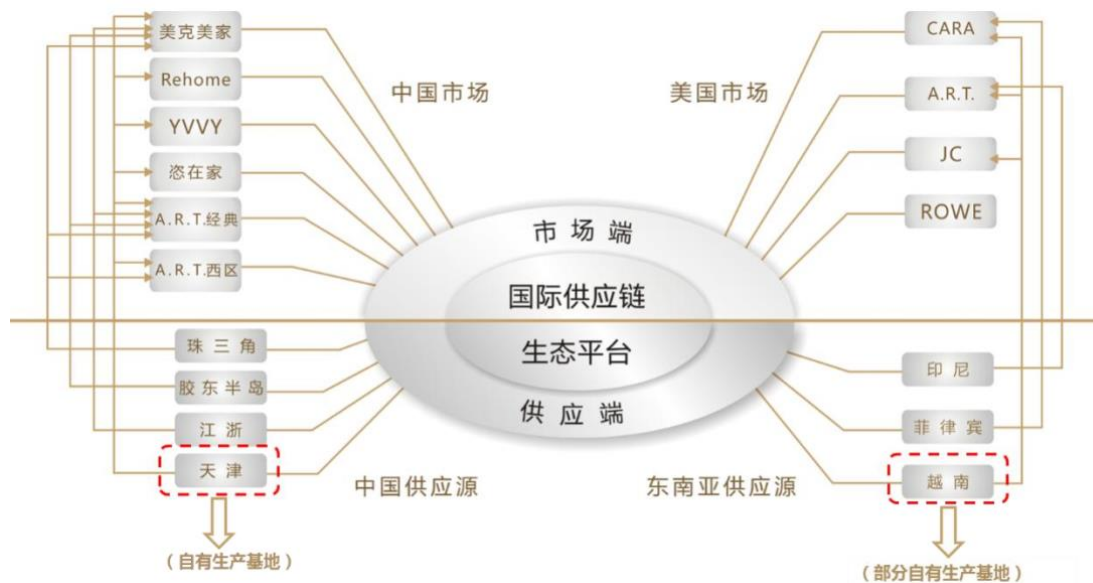
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 各家居品牌国内业务收入占比 (2017 年) (百万元, CNY)



来源: Wind、中泰证券研究所

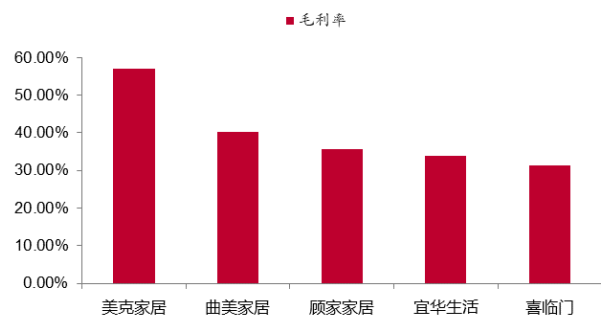
图表 26: 2018 年美克家居全球供应链



来源：美克家居中报、中泰证券研究所

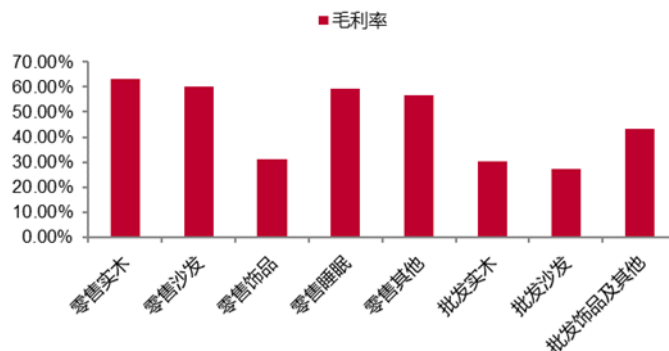
- 整体销售毛利率远超同行，其中零售毛利率超过 60%，销售净利率仍有上涨空间。2018 年三季度报显示美克家居整体毛利率达到 57.04%，比成品家居及装饰品行业平均毛利率高出 20 个百分点，且高于其他龙头企业。从具体的渠道和产品来看，美克家居 2017 年整体毛利率 54.18%，其中零售渠道整体毛利率 59.45%，零售实木和零售沙发的销售毛利率均高于 60%；批发渠道整体毛利率 30.33%，相对较低。由于公司以零售渠道为主，且主推品牌“美克美家”为全直营模式，在控制费用的前提下去除中间环节的利润损失，拉高总体毛利率。同时，我们也注意到美克家居的净利率仍有增长空间。2018 年三季度报显示公司销售净利率达 8.24%，与同行业顾家家居 12.75%的净利率相比，仍有较大的发展空间。未来公司借助不断优化的供应链降本增效，有望在保持高毛利的前提下进一步提高净利率。

图表 27: 各家居品牌毛利率对比 (2017 年)



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 28: 美克家居 2017 年各品类毛利率



来源：Wind、中泰证券研究所



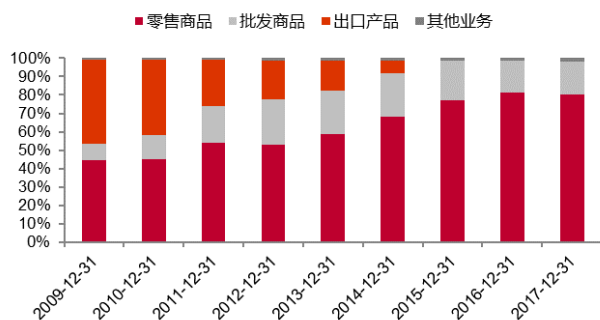
- **加盟模式减少资本性开支，高门店增速下现金流承压较小。**与直营店相比，加盟店可以减少公司的资本性开支，对现金流的压力较小。美克美家旗下的 A.R.T.品牌即为加盟模式，使得美克家居可以以较少的资本性开支获得高门店数增速，并具备持续扩张能力。我们认为，未来加盟店的迅速增长将成为业务新的增长点，并且加盟模式相对直营更少的资本开支有望促进未来公司现金流的改善。
- **剥离化工板块，聚焦家居主业，缓解质押和可交债压力，现金流有望改善。**2018年8月美克集团发布公告拟受让化工25%股权，公司此前的质押和可交债主要用于弥补化工现金流，剥离化工业务后质押和可交债压力得到缓解，资金压力逐渐降低，现金流有望得到改善。集团此举可以降低杠杆，更好地聚焦家居主业，消除之前因过高的质押率和转债转股带来的估价压制。

**图表 29: 同行业产品类型对比**

公司名称	主要产品类型
美克家居	实木、沙发
顾家家居	沙发（包括皮类沙发、功能沙发、布艺沙发）、软床及床垫、红木家具、定制家具
喜临门	民用家具（床垫、软床及配套产品）、酒店家具
曲美家居	实木类家居、人造板类家居和综合类家居
宜华生活	实木家具、实木地板和实木复合地板

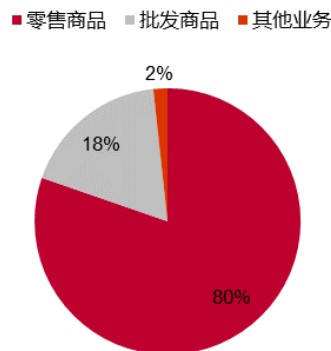
来源：中泰证券研究所

**图表 30: 美克家居主营业务渠道结构变化**



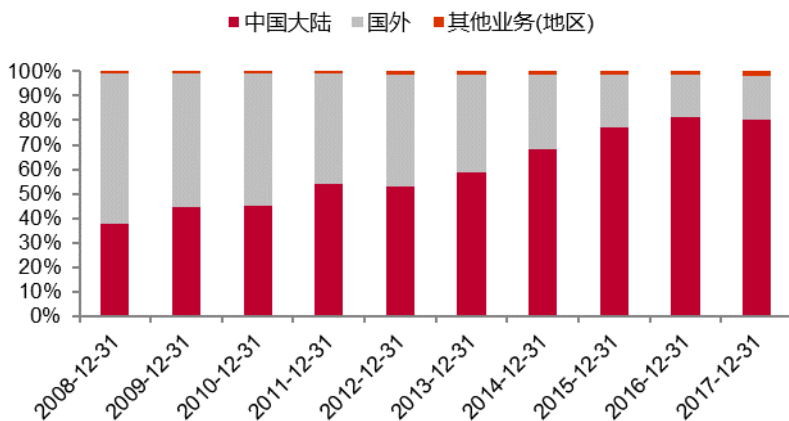
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 31: 主营业务收入各渠道占比 (2017 年)**



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 32: 美克家居营业收入地区结构**

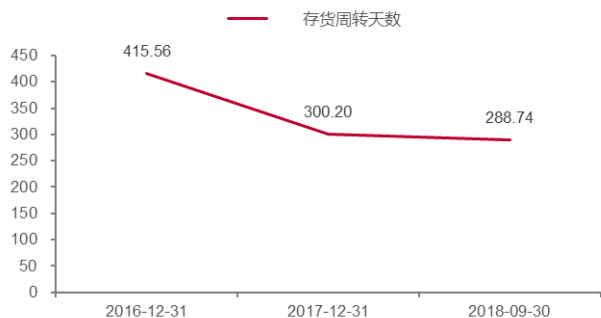


来源: Wind、中泰证券研究所

### 供应链优化改善, 进一步降本增效

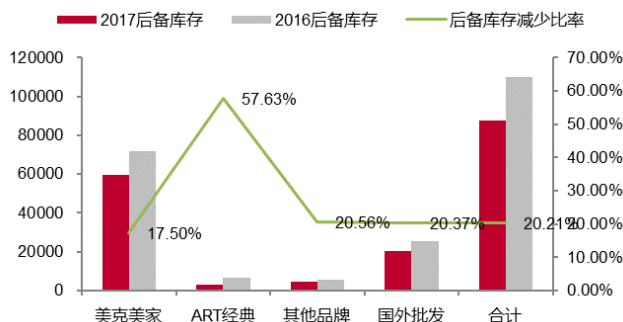
- **依托国际家居市场的经验, 全球范围内整合供应链资源。**美克家居依托多年在美国和国际家居市场的经验, 近年来在全球范围内整合设计、研发、制造供应链资源, 致力于打造集研发设计、生产制造和品牌零售为一体的“端对端”垂直整合的家居产业链, 从而成为家居全产业链资源整合型企业。
- **优化供应链, 提高服务水平和存货周转率。**2016 年中以前, 美克家居的核心挑战在于服务水平较低, 平均交期高达 81 天, 平均准时交付率仅有 51%, 这样的服务水平难以满足客户体验。因此美克家居这两年致力于优化供应链, 通过引入供应商能力评价、订单管理改善和品项级别精细化管理等措施, 找到并实施供应链端到端的七个主要环节中 13 个收益最大化、见效最快的措施, 从而提升和改善公司供应链。通过加强库存管理, 美克家居提高了库存周转率、降低了后备库存金额。近三年来, 美克家居的存货周转天数持续减少, 从 2016 年的 415.56 天下降到今年的 288.74 天, 下降 30.5%。存货周转率相应提升, 从 2016 年的 0.87 提升到 2017 年的 1.20。与 2016 年相比, 后备库存金额整体下降了 20.21%, 其中 ART 经典下降最多, 达 57.63%。存货周转效率的提升和后备库存的减少可以为企业节省库存成本, 有效提升经营效率。

图表 33: 美克家居存货周转天数



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 34: 美克家居后备库存减少情况 (2016-2017)



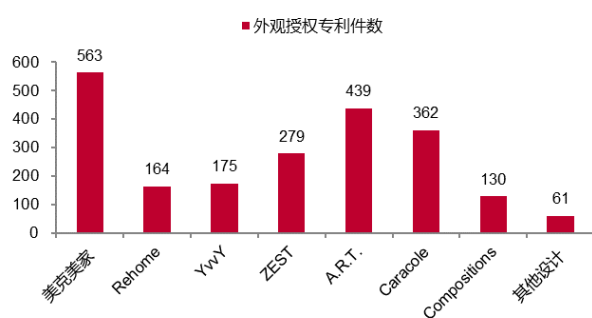
来源: Wind、中泰证券研究所

- 未来三大举措进一步降本增效。长期来看，美克家居将展开三大举措：研发环节的商品复杂度管理、采购环节的物料标准化和供应商整合、生产环节的模块化。这三项措施的落地，能让美克未来在高服务水平的前提下，进一步提高供应链效率，降低成本。

#### 知识产权提升核心竞争力，绿色制造迎合消费者环保需求

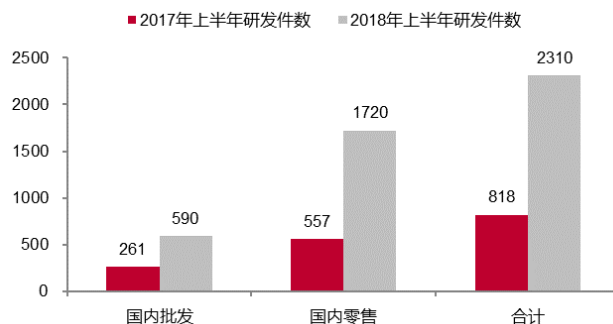
- 拥有自主知识产权，研发创新能力业内领先。美克家居大力投入研发支出，2017年技术人员占比9.73%，高于行业其他公司。2017年研发支出1.04亿，处于行业第二（低于宜华生活），研发支出占营业收入2.48%，处于行业第二（略低于曲美家居）。综合来看，和同行业的另外四家比，美克家居的研发支出在总值和相对占比上都具有优势。美克家居对技术研发的重视也带来了显著的效果。截止2018年6月末，美克家居累计拥有已授权专利2234件，其中发明4件，实用新型57件，外观设计2173件。授权专利覆盖不同的品牌，其中定位于高端市场的美克美家品牌拥有的外观授权专利数居首。这些专利将有利于美克家居未来进一步拓展中高端家居市场、满足新中产阶级差异化多元化的家居需求，为美克家居未来业绩增长提供强有力的支持。同时，国内零售部分的研发件数多于国外批发。与同行业相比，美克家居的专利件数相对较高，达到1185件，仅次于顾家家居（1755件），远高于喜临门、曲美家居和宜华生活。目前自主知识产权已成为美克家居重要的无形资产，未来将成为公司提升核心竞争力的重要途径。

图表 35: 美克家居各品牌外观授权专利数据 (截止 2018 年 6 月)



来源: Wind、中泰证券研究所

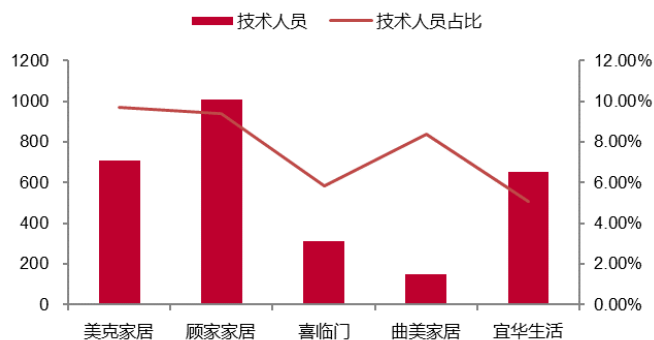
图表 36: 美克家居研发情况 (件数)



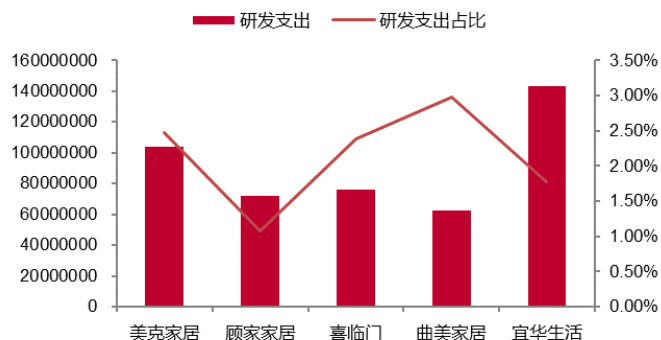
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 37: 美克家居技术人员占比高于同行 (2017 年)

图表 38: 美克家居研发支出位于前列 (2017 年)



来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

- **坚持“绿色制造”，发挥环保优势。**美克家居所使用的胶粉和油漆均为国际知名品牌，木材和板材均采用取得美国 CARB 认证的厂家产品，公司家居产品甲醛排放量符合美国的 CARB 认证标准。公司先后获得中环联合(北京)认证中心有限公司 ISO 9001:2015 质量管理体系、ISO14001:2015 环境管理体系、OHSAS 18001:2007 职业健康安全管理体系、ISO50001:2011 能源管理体系“四标一体”认证，并于 2018 年初正式入选工信部认证的国家级“绿色工厂”。美克家居致力于构建环境友好型“绿色园区”，坚持“绿色制造”的理念，既能迎合新一代消费者对于绿色环保产品日益增长的需求，又符合持续性发展的要求，成为其在成品家居行业一大优势。

**多品牌战略持续推进，产品覆盖中高端市场**

- **多品牌矩阵覆盖中高端市场。**经过多年的战略布局，美克家居形成了以自有品牌“美克·美家”为主的多品牌差异化经营战略。美克家居将主打目标消费群体定位在新中产阶级。中国中等收入群体正在崛起，他们正在创造日益增加的多元化个性化需求，因而人们对中高端家装的需求也日益多元化。对此，美克家居有较为完整的产品矩阵。针对家具市场高端客户，美克家居发展了自有品牌美克美家，推出了 A.R.T.，并且获得了美国 Ethan Allen 品牌在中国的特许经营权。针对中端市场，美克家居也有对应的 Yvvy、A.R.T 西区、姿在家和 Rehome 等品牌来满足消费者的需求。

图表 39: 美克家居各品牌客单价



来源：美克家居中报、中泰证券研究所

**图表 40: 美克家居各品牌定位**

品牌	价值主张	客群定位	目标面积	全套价格	销售渠道
美克美家	高品位、经典、浪漫、优雅	定位于对高品质生活有所追求的、中产精英以上的高中高端人群	90m <sup>2</sup> -450m <sup>2</sup>	12万-120万	直营连锁
A.R.T.经典	新传统、建筑(感)、原汁原味、(可)传承	定位于钟情原汁原味的美式家居风格的高端收入人群	120m <sup>2</sup> -300m <sup>2</sup>	13万-30万	加盟为主+直营
A.R.T.西区	新锐、不羁、多样、自然	代表着浪漫、自由和具有艺术家气质的品牌，群体定位为热爱生活、崇尚自由、追求生活品质并始终保有年轻心态的中等收入人群	60m <sup>2</sup> -150m <sup>2</sup>	10万-13万	加盟为主+直营
Rehome	温馨、雅致、愉悦、便捷	定位为雅致的装饰品品牌，涵盖原创设计的家具产品套系，群体定位为中高端收入群体	90m <sup>2</sup> -150m <sup>2</sup>	10万-14万	高端购物中心
yvy	潮、酷、惊喜、独特	对潮酷文化有独到理解、敢于冒险、注重极致的生活和消费体验，愿意为喜爱买单的潮酷一族	90m <sup>2</sup> -120m <sup>2</sup>	12万-20万	高端购物中心
恣在家 Zest Home	个性、多彩、时尚、百搭	具有时尚差异化和宣扬个性的线上品牌，覆盖有个性化定制需求的、中小户型的、首次置家的、追求品质生活的年轻人及改善型住房的中年群体	80m <sup>2</sup> -120m <sup>2</sup>	5万-10万	线上为主

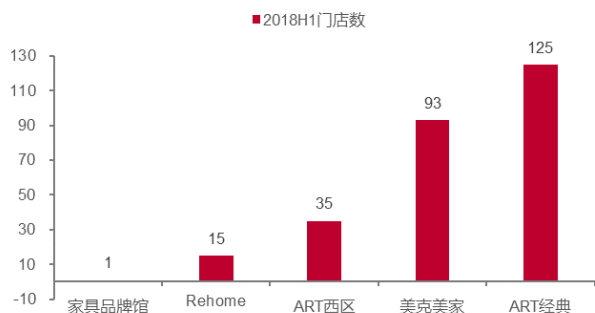
来源：美克家居中报、中泰证券研究所

- 为了推行和落实多品牌战略，美克家居近年来在销售渠道上稳步扩张，美克美家和 A.R.T. (包括加盟和直营) 门店数量逐年增加，二三四线城市的门店数量增长迅速。从地区来看，美克美家的零售门店遍布一二三四线城市，以二线城市为主，但三四线城市门店增长幅度高于一二线城市。据美克家居 2017 业绩交流会报告显示，公司预计未来三年内 ART 加盟业务实现 562 家门店的目标，2021 年实现 26.9 亿的销售收入。其中 A.R.T 经典预计 2021 年达到 279 家门店，A.R.T 经典今年重点进入未布局的三线城市，在 2019 年将以核心城市的多品牌集合独立店为主 (预计 64 家独立店和 13 家卖场店)。未来随着门店在三四线城市逐步增多，销售渠道步步下沉，美克家居的多品牌战略可以被更好地推进并



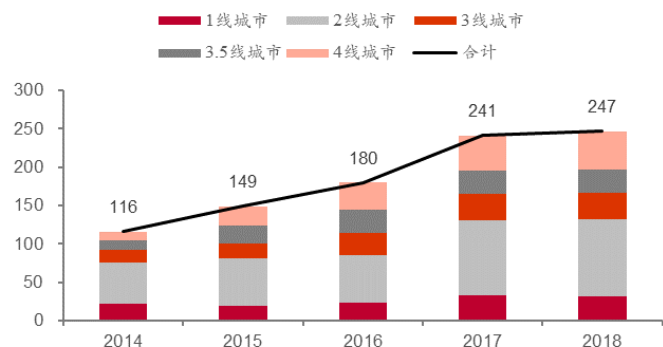
且成为其一大优势。

图表 41: 2018 年 6 月美克家居门店数



来源: 美克家居中报、中泰证券研究所

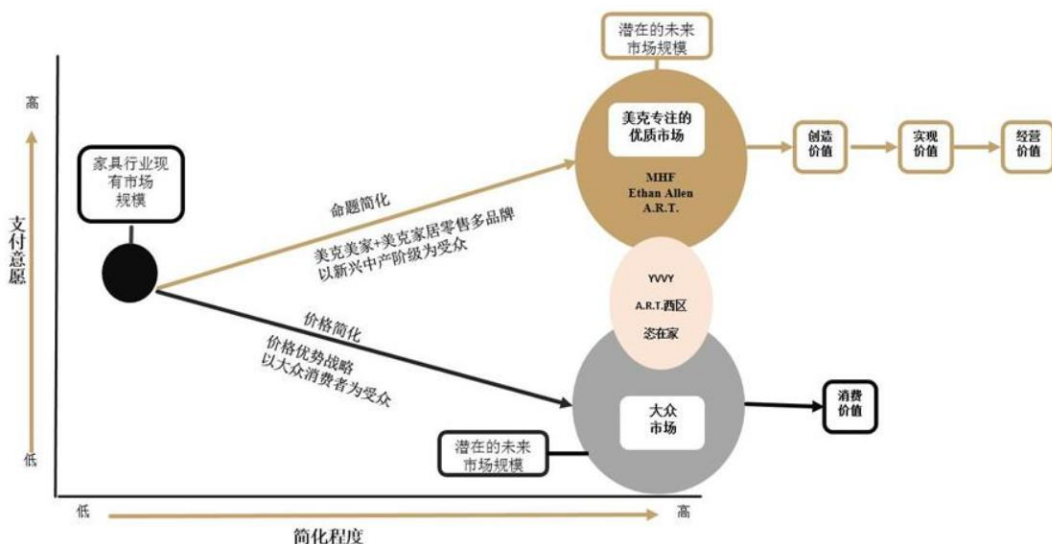
图表 42: 美克家居门店数及其分布



来源: Wind、中泰证券研究所

- 收购越南美国高端定制品牌，丰富现有产品品类布局，促进未来收入增长。2018 年 1 月公司收购了越南高端家具和装饰品制造知名企业 M.U.S.T.60% 股权和美国有超过 70 年历史的高端定制沙发品牌 Rowe100% 的股权。收购的 M.U.S.T.和 Rowe 在 2018 年 Q1 并表，上半年并表收入 1.8 亿。这两笔收购将对公司在高端制造资源方面形成强有力的补充，丰富和拓展高端奢侈家具品类，丰富现有产品类布局。Rowe 公司旗下拥有美国定制沙发高端品牌 Robin Bruce。其主打沙发定制服务。本次收购完成后，将填补公司中高端定制沙发业务的市场空白。同时 Rowe 公司在沙发面料防污方面的专利技术也将弥补中国市场在该技术方面的空白。M.U.S.T.公司旗下拥有的 Jonathan Charles 高端家具品牌，有利于丰富和拓展公司高端奢侈家具品类，提升公司客单价水平。

图表 43: 美克家居的多品牌战略布局



来源: 美克家居年报、中泰证券研究所

## 盈利预测、估值分析和投资建议

### 盈利预测与估值分析

- **核心假设：**公司率先从传统家居制造商到平台商，与腾讯合作，布局智慧门店，探索新零售环境下的新模式。国内业务发展迅速，持续推进多品牌战略，年内收购海外高端品牌，进一步丰富产品矩阵。未来借助高效的供应链和自主知识创新能力公司业绩有望增长。

### 投资建议：首次覆盖给予“增持”评级

- **投资建议：**我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 55.22、70.23、87.97 亿元，同比增长 32.12%、27.17%、25.26%，实现归属于母公司净利润 4.93、6.32、8.07 亿元，同比增长 34.94%、28.29%、27.67%，对应 EPS 为 0.28、0.36、0.45 元，给与增持评级。

**图表 44: 美克家居三大财务报表**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4179.42	5522.03	7022.52	8796.50	净利润	365.36	493.01	632.49	807.49
营业成本	1914.86	2455.22	3054.51	3788.02	折旧与摊销	236.58	181.64	191.37	196.36
营业税金及附加	71.46	57.43	63.20	79.17	财务费用	61.85	94.89	141.75	118.12
销售费用	1327.35	1817.85	2346.93	2970.58	资产减值损失	7.05	6.35	6.00	6.00
管理费用	386.96	511.34	668.54	884.05	经营营运资本变动	-6.29	-689.62	-356.82	-618.94
财务费用	61.85	94.89	141.75	118.12	其他	20.00	-7.36	-7.22	-7.22
资产减值损失	7.05	6.35	6.00	6.00	<b>经营活动现金流净额</b>	684.55	78.91	607.58	501.80
投资收益	11.97	1.20	1.20	1.20	资本支出	-237.95	-90.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-355.23	0.88	1.29	1.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-593.18	-89.12	-98.71	-108.79
<b>营业利润</b>	445.94	580.15	742.79	951.77	短期借款	-403.66	789.23	150.00	250.00
其他非经营损益	0.93	3.30	5.73	3.83	长期借款	481.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	446.87	583.44	748.51	955.61	股权融资	1606.97	-31.05	0.00	0.00
所得税	81.51	90.43	116.02	148.12	支付股利	-193.49	-228.39	-298.27	-389.02
净利润	365.36	493.01	632.49	807.49	其他	-191.83	-201.39	-141.75	-118.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	1299.95	328.40	-290.03	-257.14
归属母公司股东净利润	365.36	493.01	632.49	807.49	<b>现金流量净额</b>	1390.04	318.19	218.84	135.88
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1794.38	2112.56	2331.40	2467.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	557.85	786.32	979.56	1203.04	销售收入增长率	20.57%	32.12%	27.17%	25.26%
存货	1536.56	2557.24	2986.95	3679.56	营业利润增长率	13.75%	30.09%	28.03%	28.14%
其他流动资产	338.21	318.87	451.49	595.38	净利润增长率	10.45%	34.94%	28.29%	27.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.80%	15.09%	25.59%	17.69%
投资性房地产	20.83	21.15	21.06	21.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1622.75	1586.06	1549.63	1518.21	毛利率	54.18%	55.54%	56.50%	56.94%
无形资产和开发支出	588.53	566.32	544.12	521.92	三费率	42.50%	43.90%	44.96%	45.16%
其他非流动资产	465.67	432.93	400.18	367.44	净利率	8.74%	8.93%	9.01%	9.18%
<b>资产总计</b>	6924.78	8381.46	9264.40	10373.88	ROE	7.41%	9.49%	11.44%	13.57%
短期借款	110.77	900.00	1050.00	1300.00	ROA	5.28%	5.88%	6.83%	7.78%
应付和预收款项	987.68	1442.37	1805.02	2253.78	ROIC	10.47%	12.92%	15.10%	16.54%
长期借款	630.60	630.60	630.60	630.60	EBITDA/销售收入	17.81%	15.51%	15.32%	14.39%
其他负债	263.92	211.91	247.99	240.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1992.96	3184.88	3733.61	4424.62	总资产周转率	0.69	0.72	0.80	0.90
股本	1806.10	1775.05	1775.05	1775.05	固定资产周转率	2.98	3.69	4.48	5.73
资本公积	1384.63	1384.63	1384.63	1384.63	应收账款周转率	23.63	22.99	24.34	24.30
留存收益	1787.28	2051.89	2386.11	2804.58	存货周转率	1.19	1.19	1.10	1.13
归属母公司股东权益	4931.81	5196.58	5530.79	5949.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.40%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4931.81	5196.58	5530.79	5949.26	资产负债率	28.78%	38.00%	40.30%	42.65%
负债和股东权益合计	6924.78	8381.46	9264.40	10373.88	带息债务/总负债	37.20%	48.06%	45.01%	43.63%
					流动比率	3.23	2.31	2.21	2.12
					速动比率	2.06	1.29	1.23	1.14
					股利支付率	52.96%	46.33%	47.16%	48.18%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	744.37	856.68	1075.91	1266.25	每股收益	0.21	0.28	0.36	0.45
PE	20.55	15.23	11.87	9.30	每股净资产	2.78	2.93	3.12	3.35
PB	1.52	1.44	1.36	1.26	每股经营现金	0.39	0.04	0.34	0.28
PS	1.80	1.36	1.07	0.85	每股股利	0.11	0.13	0.17	0.22
EV/EBITDA	8.76	7.85	6.19	5.35					
股息率	2.58%	3.04%	3.97%	5.18%					

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

地产景气程度下滑风险

- 家居行业位处房地产行业下游，具有后周期性，房地产行业景气程度影响到家居市场整体需求。地产市场景气程度下滑将抑制家居市场整体需求，从而对家居产品终端销售带来不利影响。

#### 原材料价格上涨风险

- 若家居行业上游板材、海绵等原材料价格大幅上涨，将直接影响家居企业盈利能力。

#### 竞争加剧导致行业平均利润率下滑风险

- 市场集中度提升或将导致龙头企业间竞争加剧；为了更好地引流客户，企业通常选择降低价格或增加营销等各类支出，拉动平均利润率下滑。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。