

美克家居 (600337)

证券研究报告
2019年07月23日

品牌、渠道优势显著，打造平台构建家居生态链

美克家居是一家多品牌、多渠道、国际化的中高端家具品牌商。公司早期以 OEM 代工为主，2001 年牵手美国著名家具品牌伊森艾伦，同时开始由代工商向零售商转型。2002 年成立自己的家具品牌美克美家，至此走上一条品牌塑造之路。2010 年，公司收购了美国家具品牌商 A.R.T. 公司，2013 年，A.R.T. 开始进入中国市场，并采取自营和加盟模式进行经营，随后，公司相继建立 YVYVY, Rehome, Zest 和 A.R.T. 西区等品牌。

根据欧睿国际的数据，2017 年美国家居市场规模为 2750 亿美元，人均消费约 5800 元/年，中国家居市场规模约 1.2 万亿，人均消费约 857 元/年，虽然短期受到地产波动影响，但长期看国内家居是消费品属性，还有很大增长空间。我们估算 2020 年软体沙发、软床以及床垫的市场规模分别为 1346, 908, 1165 亿元，合计 3419 亿元。而美克家居的产品不仅仅包含软体家具，还有诸如茶几，餐桌，电视柜等产品，行业空间广阔。

多品牌战略，拓宽用户市场。美克美家是美克家居的主打品牌，品牌定位中高端，产品主要为实木家具。A.R.T. 创立于美国，后被公司收购，采取直营+加盟相结合、线上引流的经营模式。A.R.T. 西区定位更加年轻。Rehome 和 YVYVY 是美克美家旗下的家饰家具品牌，Zest 品牌是公司旗下的互联网定制品牌。公司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，通过直营、加盟、线上等多种销售渠道覆盖国内主要城市和地区。

多渠道战略，助力未来发展。目前公司的门店分布在全国各大一二线城市中，其中以东部沿海城市更为密集，今后公司可能会向三、四线城市继续渗透。截止 18 年末共有 323 家门店，其中美克美家 104 家，A.R.T. 145 家，A.R.T. 西区 49 家。公司当前在 A 股软装家具上市公司中自营门店占比最高，随着 A.R.T. 和 A.R.T. 西区加盟模式的推广有助于公司加速占领市场。

打造平台，构造家居生态链。公司联手腾讯，先后部署了腾讯智慧门店系统 UMall 和精准人群营销触达，以新零售赋能软装设计平台。调整募投项目，将投入 6.67 亿元用于建设 2 家美克家居生活体验式购物中心和 10 家美克美家连锁门店，其中两家购物中心投入达 5.7 亿元。

供应链优化提升内效。公司与 IBM 合作，启动智能制造 (MC+FA) 项目，能够显著提高生产效率。为提高抗风险能力，公司对制造供应源进行了全球分布优化。公司目前以东南亚作为北美市场的主要供应源，天津制造基地保证供应中国国内的多品牌业务的全球化供应链网络。

综合考虑公司各业务发展情况，我们预计公司 19 年-21 年净利润为 5.19 亿/5.82 亿/6.40 亿，增速分别为 15.0%/12.2%/10.0%，对应 PE 分别为 13X/12X/11X。结合家居上市公司 2019 年平均估值 16 倍，给与公司 2019 年 16 倍 PE，对应目标价 4.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：房地产销售不及预期；门店扩张受阻；公司存货余额较大且增长较快；中美贸易摩擦带来的极大不确定性风险；经营性现金流压力及偿债风险

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	3.87 元
目标价格	4.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,770.91
流通 A 股股本(百万股)	1,728.31
A 股总市值(百万元)	6,853.43
流通 A 股市值(百万元)	6,688.56
每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	44.17
一年内最高/最低(元)	6.97/3.80

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
李杨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110004	
liyong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,179.42	5,261.02	6,289.16	7,447.11	8,724.79
增长率(%)	20.57	25.88	19.54	18.41	17.16
EBITDA(百万元)	679.59	796.79	883.31	996.75	1,104.35
净利润(百万元)	365.36	451.21	518.85	581.90	639.99
增长率(%)	10.45	23.50	14.99	12.15	9.98
EPS(元/股)	0.21	0.25	0.29	0.33	0.36
市盈率(P/E)	18.76	15.19	13.21	11.78	10.71
市净率(P/B)	1.39	1.43	1.30	1.25	1.20
市销率(P/S)	1.64	1.30	1.09	0.92	0.79
EV/EBITDA	14.02	8.79	7.22	7.32	6.44

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 定位中高端，打造轻奢家具品牌龙头	4
1.1. 业绩稳定增长，费用率压缩有空间	4
1.2. 股权集中，管理层结构稳定	5
2. 受益消费升级，家居市场扩容	6
2.1. 随着人均可支配收入增加，国内家居消费有望提升	6
2.2. 行业格局分散，未来集中度有望提升	8
3. 深耕渠道、转型平台打造多品牌家居旗舰	9
3.1. 多品牌战略，扩宽客户市场	9
3.2. 多渠道并举，助力未来发展	12
3.3. 转型平台，构建美克家居生态链	13
3.3.1. 联手腾讯，以新零售赋能软装设计平台	13
3.3.2. 加速门店布局，打造生活方式艺术体验平台	14
4. 精修内功，供应链优化提升内效	15
4.1. 智能制造项目提升生产效率	15
4.2. 打造全球化供应链生态系统	16
5. 投资建议	17

图表目录

图 1: 多品牌战略拓宽目标市场	4
图 2: 美克家居营业收入 2015-2018 年 CAGR 为 22.52%	5
图 3: 2018 年美克家居毛利率为 52%	5
图 4: 美克家居内销比例逐步增长	5
图 5: 期间费用率得到控制	5
图 6: 美克家居营收和净利润稳步增长	5
图 7: 美克家居现金流情况	5
图 8: 公司实际控制人冯东明持股 20.26%	6
图 9: 中国拥有全球最大的软体家具产值	7
图 10: 软体家具消费额和人均 GDP 紧密相关	7
图 11: 人均可支配收入持续增长	7
图 12: 我国软体家具产值不断增长	7
图 13: 中国中产阶级人数不断增加	7
图 14: 家具制造行业估算 CR10 占比 5%	8
图 15: 家具制造企业数较多，行业有待整合	8
图 16: 房地产行业市场集中度逐步上升	9
图 17: 红星美凯龙门店数逐年递增	9
图 18: 美克美家海口旗舰店	9

图 19: 美克美家武昌店	9
图 20: 140 平米美克美家软装 20 万	9
图 21: 290 平米美克美家软装 80 万	9
图 22: A.R.T.上海徐汇店	10
图 23: A.R.T.上海徐汇店	10
图 24: A.R.T.餐厅样板间	10
图 25: A.R.T.卧房样板间	10
图 26: A.R.T.西区奥斯汀套系	11
图 27: A.R.T.西区银湖套系	11
图 28: Rehome 成都万象城店	11
图 29: Rehome 店铺内饰	11
图 30: yvy 主打潮酷风格	11
图 31: yvy 店铺内饰	11
图 32: Zest 家具定制	12
图 33: Zest 轻波普风格家具	12
图 34: 多品牌战略满足更多群体需求	12
图 35: 美克家居渠道布局完善	13
图 36: 美克家居恣在家智慧门店	14
图 37: 腾讯云数字营销服务流程	14
图 38: 美克家居品牌馆项目	14
图 39: 美克家居智能工厂	15
图 40: 美克家居工厂流程智能管控	15
图 41: 美克家居智能制造的三个解决方案	15
图 42: 美克家居智能制造系统创新	16
图 43: 美克家居全球化供应链生态系统	16
表 1: 美克家居发展之路	4
表 2: 美克家居核心管理团队	6
表 3: 软体家具市场可达 3000 亿规模	7
表 4: 美克家居在 A 股软装家具上市公司中自营门店占比最高	13
表 5: 美克家居调整后募投项目投资计划 (单位: 万元)	15
表 6: 主营业务拆分	17
表 6: 可比上市公司估值	19

1. 定位中高端，打造轻奢家具品牌龙头

成功打造国内中高端家具品牌商。美克家居早期以 OEM 代工为主，2001 年牵手美国著名家具品牌伊森艾伦，同时开始由代工商向零售商转型。2002 年成立自己的家具品牌美克美家，至此走上一条品牌塑造之路，董事长冯东明艺术出身，将美克美家成功的塑造为国内高端家具品牌。2010 年，公司收购了美国家具品牌商 A.R.T.公司。2013 年，A.R.T.开始进入中国市场，并采取自营和加盟模式进行经营，随后，公司相继建立 YVYVY, Rehome, Zest 和 A.R.T.西区等品牌。

表 1: 美克家居发展之路

发展阶段	时间	事件
代工商阶段	1995 年	美克国际家具股份有限公司成立
	2000 年	上交所上市，股票简称“美克股份”
	2002 年	成立美克美家
	2004 年	稳步扩张，覆盖环渤海、长三角、沿长江经济带。
零售商阶段	2006 年-2008 年	荣获中国十大家居品牌
	2010 年	收购美国 A.R.T 公司
	2012 年	A.R.T.国内开设门店
	2013 年	开始了由零售商向品牌商的战略转型
	2014 年	A.R.T.开业，公司证券简称更名“美克家居”
	2015 年	建立了美克美家、A.R.T、YVYVY、Zest 及美克美家子品牌 Rehome 的品牌矩阵
品牌商阶段	2017 年	建立 A.R.T.西区品牌
	2018 年	投资收购 Jonathan Charles

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1: 多品牌战略拓宽目标市场



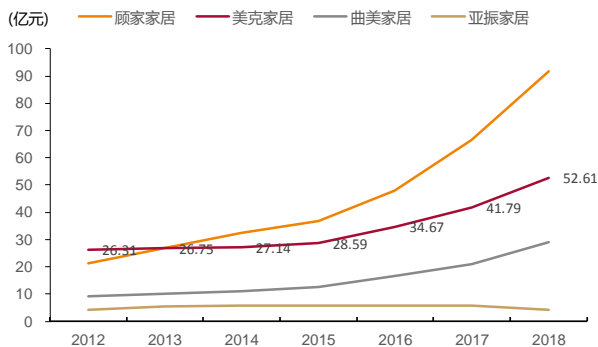
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 业绩稳定增长，费用率压缩有空间

美克家居近年来业绩快速增长，15 年收入为 28.6 亿，18 年营业收入为 52.6 亿元，CAGR

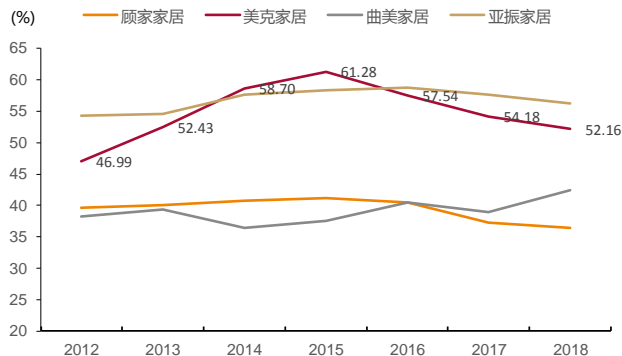
为 22.52%。公司产品定位中高端，自营模式占比较大，故其毛利率高于一般的家具企业。2018 年公司毛利率达到 52%。公司早些年作为 OEM 代工商，所以有较多产品出口，但经过转型发展至今，公司收入来源以内销为主。公司战略转型过程中，费用率逐步增长，随着转型成功和规模的增长，费用率有望得以压缩。

图 2：美克家居营业收入 2015-2018 年 CAGR 为 22.52%



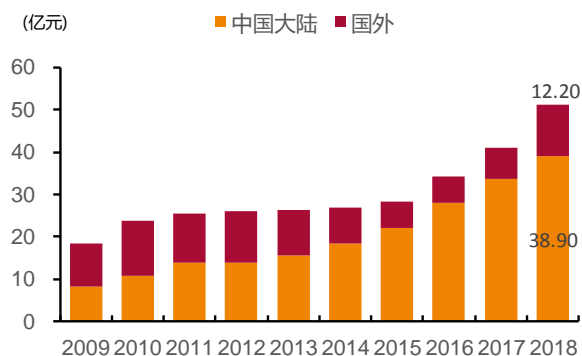
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2018 年美克家居毛利率为 52%



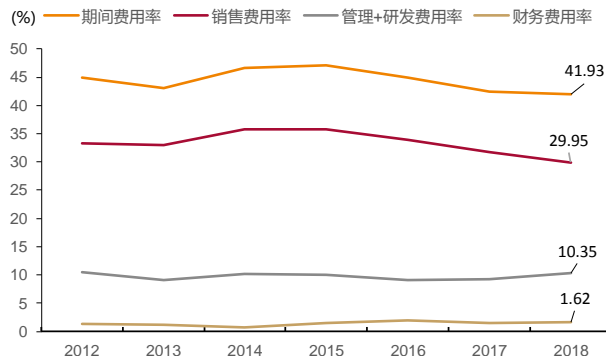
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：美克家居内销比例逐步增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

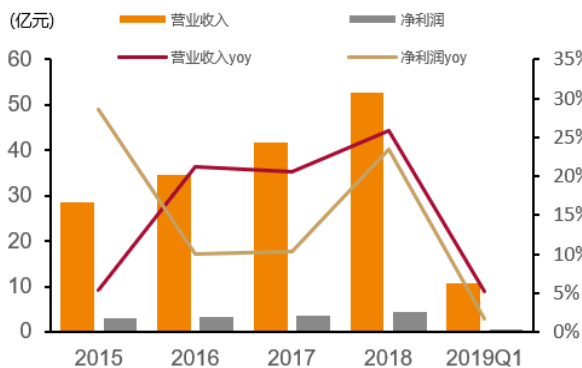
图 5：期间费用率得到控制



资料来源：公司公告，天风证券研究所

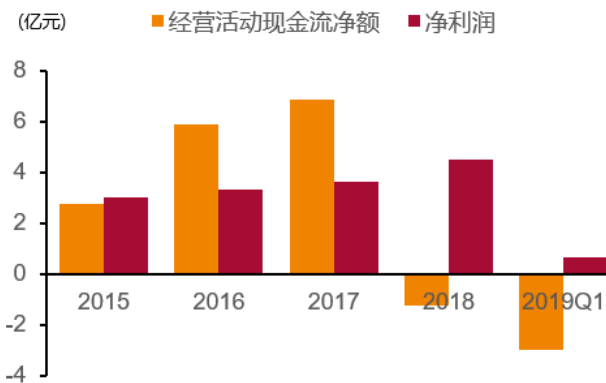
受累于宏观环境和产能转移，公司业绩短期承压，长期增长趋势未改。18 年公司全年收入 52.6 亿元，同比增长 26%，净利润 4.51 亿，同比增长 23.50%，经营现金流-1.25 亿。

图 6：美克家居营收和净利润稳步增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：美克家居现金流情况

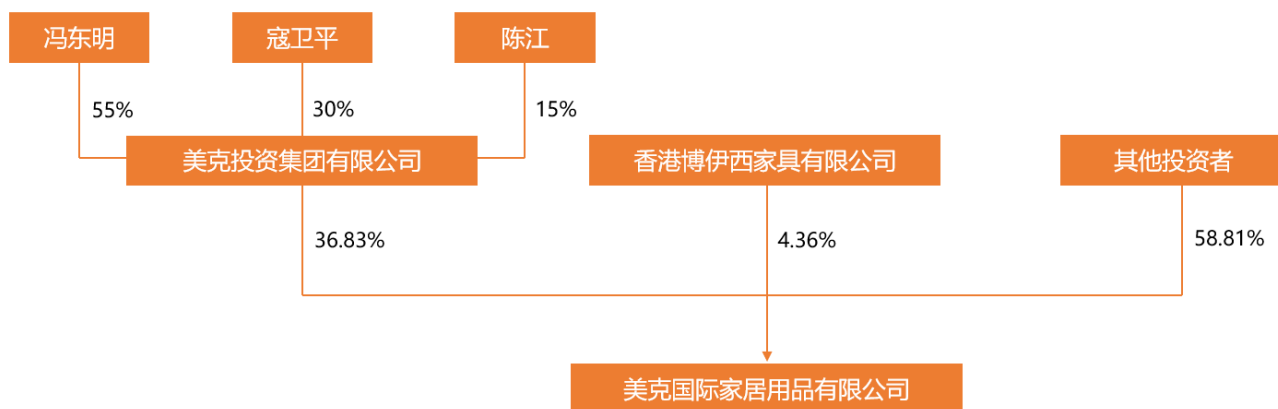


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权集中，管理层结构稳定

公司实控人冯东明持股 20.26%，股权结构稳定。公司实控人冯东明持有美克投资集团有限公司 55% 股权，并以此间接持有上市公司 20.26% 股权。上市以来，公司实控人未发生变化，股权结构稳定。

图 8：公司实际控制人冯东明持股 20.26%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

核心管理团队均在公司任职多年，结构稳定。核心管理团队在公司任职时间基本均在 10 年以上，董事长、总经理从 1999 年起就担任公司董事和公司共同成长至今，整个核心管理层结构稳定。核心管理团队均持有数量较多的公司股票，与公司利益绑定。

表 2：美克家居核心管理团队

职位	姓名	任期起始日	18 年报披露持股数	主要工作经历
董事长	寇卫平	2004 年 3 年	5.24 万股，另间接持股 11.05%	1999 年起任董事，2004 年 3 月起任公司董事长。
总经理	陈江	2004 年 3 月	间接持股 5.52%	1999 年起任董事，2004 年 3 月起任公司副董事长，2004 年 11 月起任总经理。
董事	冯东明	1999 年 7 月	间接持股 20.26%	1999 年起任董事
副总经理	赵晶	2014 年 11 月	164 万股	2010-2014 任营销研发中心总裁，2014 年 11 月起任副总经理
董秘	黄新	2001 年 5 月	152.5 万股	1999 年起任董秘，2001 年起任董事
财务总监	张莉	2017 年 12 月	31.1 万股	2008 年起历任财务主管、副经理、副总监，2017 年起任财务总监

资料来源：公司公告，天风证券研究所

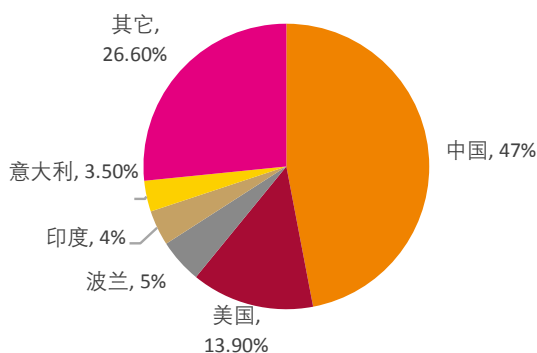
2. 受益消费升级，家居市场扩容

2.1. 随着人均可支配收入增加，国内家居消费有望提升

根据欧睿国际的数据，2017 年美国家居市场规模为 2750 亿美元，人均消费约 5800 元/年，中国家居市场规模约 1.2 万亿，人均消费约 857 元/年，虽然短期受到地产波动影响，但长期看国内家居是消费品属性，还有很大增长空间。对家居企业而言，未来不仅市场规模会保持增长，而且可以通过场景化销售、持续拓展品类、赋能经销商来进行泛家居行业的整合，实现收入和利润的大幅增长。

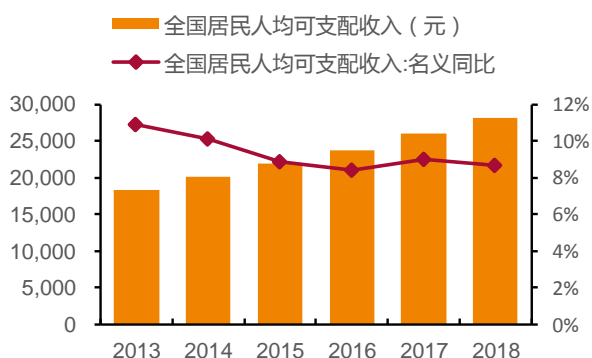
成品家居企业成长主要有三大驱动力：1) 渗透率提升，国内功能沙发、床垫、软床的渗透率还有较大提升空间；2) 品类拓展，龙头已经开始从“客厅”向“卧室”甚至全屋大家居进军；3) 市占率提升，小品牌经销商盈利变差，消费者品牌意识增强有利于集中度提升。

图 9：中国拥有全球最大的软体家具产值



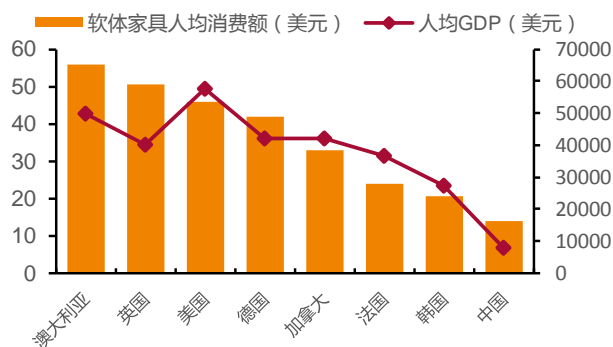
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 11：人均可支配收入持续增长



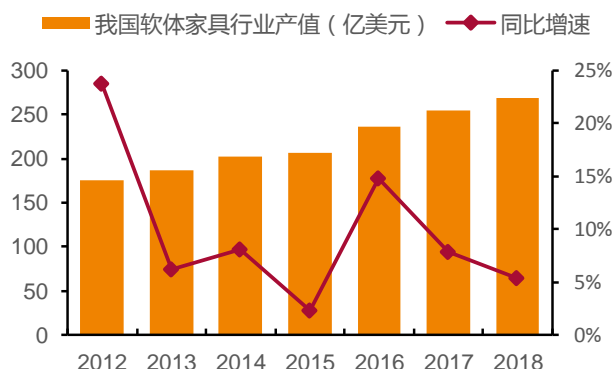
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：软体家具消费额和人均 GDP 紧密相关



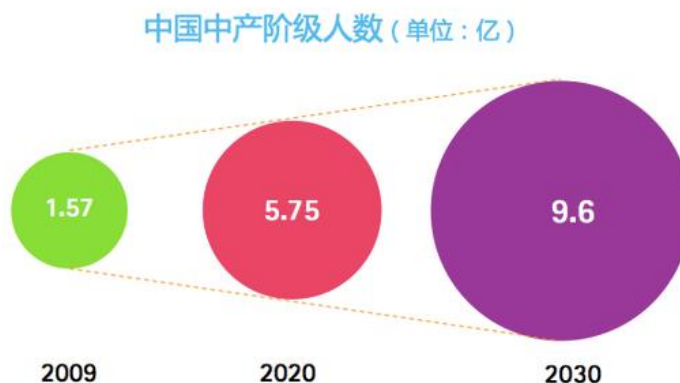
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：我国软体家具产值不断增长



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 13：中国中产阶级人数不断增加



资料来源：Brookings Institution，天风证券研究所

软体家具市场可达近 3400 亿元规模。18 年我国商品房销售面积（住宅）为 1479 万平方米，按照每套商品房平均 100 平方米来计算，18 年住宅销售套数约为 1479 万套。在此基础上，我们估算 2020 年软体沙发、软床以及床垫的市场规模分别为 1346，908，1165 亿元，合计 3419 亿元。而美克家居的产品不仅仅包含软体家具，还有诸如茶几，餐桌，电视柜等产品，行业空间广阔。

表 3：软体家具市场可达 3000 亿规模

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E
----	------	------	------	-------	-------

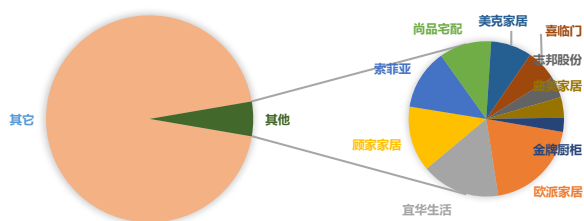
住宅销售套数 (万)	1375	1448	1479	1553	1631
存量房套数 (万)	25965	27340	28788	30267	31820
存量房更换比例	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
存量房更换套数 (万)	779	820	864	908	955
装修房屋数量合计 (万)	2154	2268	2343	2461	2585
软体沙发					
平均每户购置套数	1	1	1	1	1
沙发市场规模 (万)	2154	2268	2343	2461	2585
软体沙发渗透率	80%	81%	82%	83%	84%
软体沙发单价 (元)	5800	5900	6000	6100	6200
软体沙发市场容量 (亿元)	999	1084	1153	1246	1346
软床					
平均每户购置套数	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
床市场规模 (万)	4739	4990	5154	5414	5687
软床渗透率	30%	32%	34%	36%	38%
软床单价 (元)	3800	3900	4000	4100	4200
软床市场容量 (亿元)	540	623	701	799	908
床垫					
床垫渗透率	60%	61%	62%	63%	64%
床垫单价 (元)	2800	2900	3000	3100	3200
床垫市场容量 (亿元)	796	883	959	1057	1165
软体家具市场容量合计 (亿元)	2335	2590	2813	3102	3419

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 行业格局分散, 未来集中度有望提升

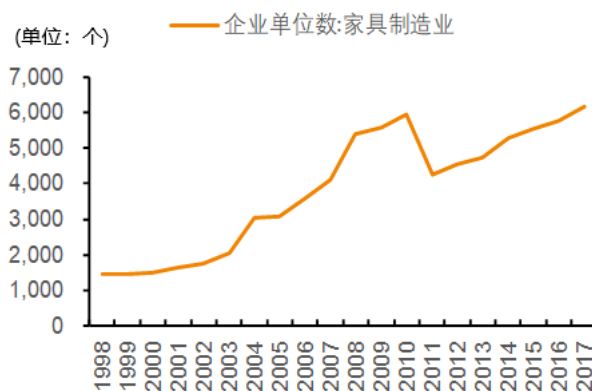
行业整合, 美克家居市占率有望提升。2017 年家具制造业企业营业收入有 9113 亿元, 目前行业的集中度很低。其中渠道分散是一个很重要的原因, 过去家具卖场和地产商存在许多地方品牌, 而未来随着房地产行业的整合进行, 房地产行业集中度会进一步提升, 同时诸如红星美凯龙等全国性卖场的渠道铺设, 未来家具制造业将迎来变革, 拥有优质品牌和设计的企业将会脱颖而出。

图 14: 家具制造行业估算 CR10 占比 5%



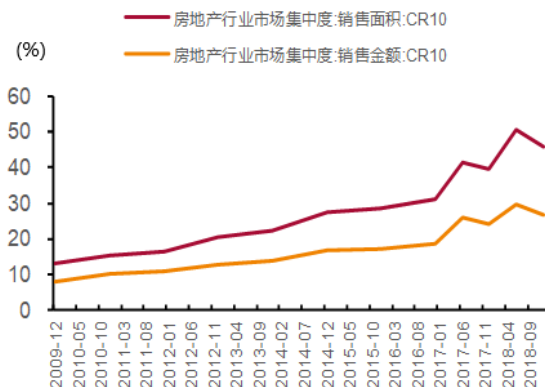
资料来源: 统计局, wind, 天风证券研究所

图 15: 家具制造企业数较多, 行业有待整合



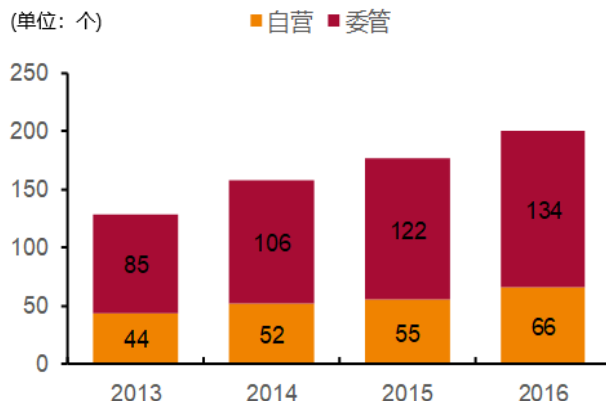
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16：房地产行业市场集中度逐步上升



资料来源：统计局，wind，天风证券研究所

图 17：红星美凯龙门店数逐年递增



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 深耕渠道、转型平台打造多品牌家居旗舰

3.1. 多品牌战略，扩宽客户市场

美克美家是美克家居的主打品牌，品牌定位中高端。门店装修精致典雅，也体现了董事长冯东明的艺术品味，目前美克美家门店已经覆盖全国一线城市和绝大多数二线城市，美克美家在渠道策略上采取直营连锁并结合线上展示与销售的经营模式。产品包括美克美家全线产品、伊森艾伦全线产品、caracole 全线产品、Compositions 全线产品、美克美家定位最为高端的“Black Label”（黑标）产品以及窗帘、床垫和其他装饰品。

美克美家产品主要为实木家具，实木家具相比板材家具具有诸多优点，价钱上也更为昂贵一些，以双人床为例，美克美家的双人床天猫售价最高达 68000 元左右，也符合品牌本身的定位。美克美家的每一个门店都是精细打造的，顾客在门店内购物时即可感受到公司产品设计的美轮美奂，给消费者绝佳的购物体验，精致的门店也利于提升美克美家的品牌形象。

图 18：美克美家海口旗舰店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：美克美家武昌店



资料来源：新浪家居，天风证券研究所

图 20：140 平米美克美家软装 20 万

图 21：290 平米美克美家软装 80 万



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

A.R.T.创立于美国加利福尼亚州，后来被美克家居收购，引入中国。品牌主打美式田园风，设计优雅别致，产品定位中高端，也是以实木家具为主，产品均价和美克美家相近。由于美式住宅一般为 house，户型较大，A.R.T.起初的产品设计更大些，并不适应国内公寓性质的商品房。目前，A.R.T.已经为国内市场优化了设计，借由“小空间很美式”的战略使产品更加适合 90-150 平米的中产阶级户型。

A.R.T.采取直营+加盟相结合、线上引流的经营模式，销售 A.R.T.全线产品。截止 2018 年末，A.R.T.共有直营店 9 家，加盟店 136 家。

图 22：A.R.T.上海徐汇店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 23：A.R.T.上海徐汇店



资料来源：新浪家居，天风证券研究所

图 24：A.R.T.餐厅样板间



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 25：A.R.T.卧室样板间



资料来源：公司官网，天风证券研究所

A.R.T.西区定位更加年轻，从世界各地艺术街区汲取艺术灵感，打造自由不羁的风格内涵，是波希米亚风和现代风格的融合品。目前 A.R.T.西区也采用直营和加盟相结合的方式。该

品牌于 2017 年 7 月成立，截止 2018 年末有 5 家直营店和 44 家加盟店。

图 26: A.R.T.西区奥斯汀套系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27: A.R.T.西区银湖套系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

Rehome 和 YVVY 是美克美家旗下的家饰家具品牌。Rehome 主张温馨、雅致、愉悦、便捷的风格，为热爱生活、富有品位的人群提供全球甄选的优质家居用品和家具产品，采取直营连锁及线上销售的经营模式，布局高端时尚购物中心。YVVY 以潮、酷、惊喜、独特为主打风格，产品形象更加年轻个性，提供极具个性的家具和家居用品。采取直营连锁及线上销售的经营模式，产品为 YVVY 全线产品。截止 2018 年 12 月末，Rehome 共有 17 家直营店，YVVY 共有 7 家直营店。

图 28: Rehome 成都万象城店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 29: Rehome 店铺内饰



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 30: yvvy 主打潮酷风格



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 31: yvvy 店铺内饰



资料来源：公司官网，天风证券研究所

Zest 品牌是公司旗下的互联网定制品牌,将以 C2M 客厂模式提出绿色家居新主张,通过模块化设计为对设计风格有个性化需求的消费者提供高性价比的定制家居产品。目前采取线上运营+线下体验店的经营模式。截至 2018 年 12 月末,恣在家客流量接近 2000 万次,粉丝数超过 20 万。

图 32: Zest 家具定制



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

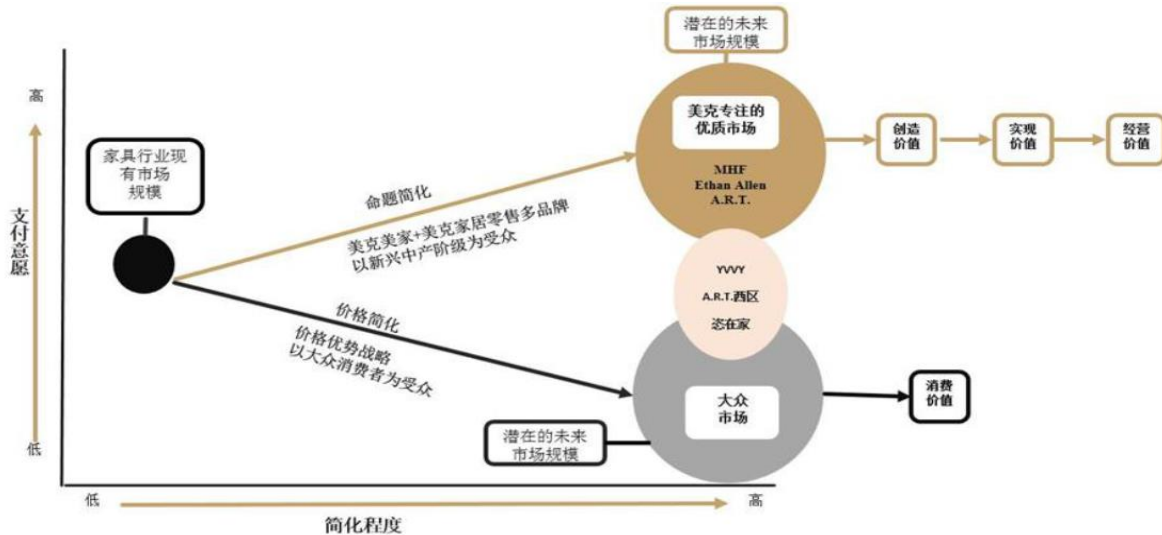
图 33: Zest 轻波普风格家具



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司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,通过直营、加盟、线上等多种销售渠道覆盖国内主要城市和地区。以“创新人类居室卓越体验”为使命,围绕“科艺化”,以“工匠精神”与现代智能制造相结合的原则,通过差异化步骤打造强势多品牌。

图 34: 多品牌战略满足更多群体需求



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2. 多渠道并举, 助力未来发展

经过多年发展公司渠道布局已经颇为完善,截止 18 年末共有 323 家门店,其中美克美家 104 家, A.R.T. 145 家, A.R.T.西区 49 家。目前公司的门店分布在全国各大一二线城市中,其中以东部沿海城市更为密集,今后公司可能会向着部分经济发展水平较高的三线城市进军以攫取更多市场。

图 35：美克家居渠道布局完善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司当前在 A 股软装家具上市公司中自营门店占比最高，其中美克美家全部采用自营，A.R.T.和 A.R.T.西区采用自营+加盟模式，加盟模式有助于放大公司的经营杠杆，加速占领市场。顾家家居和曲美家居主要采用加盟店模式，资产周转率较高（曲美家居因并购资产导致资产周转率下降），而美克家居和亚振家居当前自营店占比较高，资产周转率较低。美克随着 A.R.T.和 A.R.T.西区加盟模式的推广，有望增大公司的经营杠杆，控制资产使用费的增长，带来净利润的快速提升。

表 4：美克家居在 A 股软装家具上市公司中自营门店占比最高

	顾家家居	美克家居	曲美家居	亚振家居
门店（家）	4222（直营 207）	323（直营 143）	1036（直营 21）	129（直营 40）
自营店占比	4.90%	44.27%	2.03%	31.01%
定位（元）	中端（双人床价格从 4000-8000）	中高端（双人床价格从 8000-15000）	中端（双人床价格从 2000-5000）	高端（双人床价格从 18000-30000）
2018 年收入（亿元）	91.7	52.6	28.9	4.2
单店收入（万元）	217	1628	279	393
毛利率	36%	52%	42%	56%
资产周转率	1.08	0.67	0.62	0.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 转型平台，构建美克家居生态链

创新商业模式，构建软装设计平台和生活方式艺术体验平台。伴随公司业务规模扩大，公司积极整合内部优质资源，从单一的产品型公司向多元化的平台型公司转型。

3.3.1. 联手腾讯，以新零售赋能软装设计平台

2018 年，公司在新零售领域与腾讯开展深度合作。公司作为腾讯智慧零售战略中的 KA（重要客户）级客户，充分利用腾讯在社交领域的大数据优势、腾讯云的数据分析优势、腾讯社交媒体的触达优势，并结合公司多年来在家居零售历程中积累的大量消费者风格偏好、交易方式等数据，实现对整个用户生命周期的高效链接。公司先后部署了腾讯智慧门

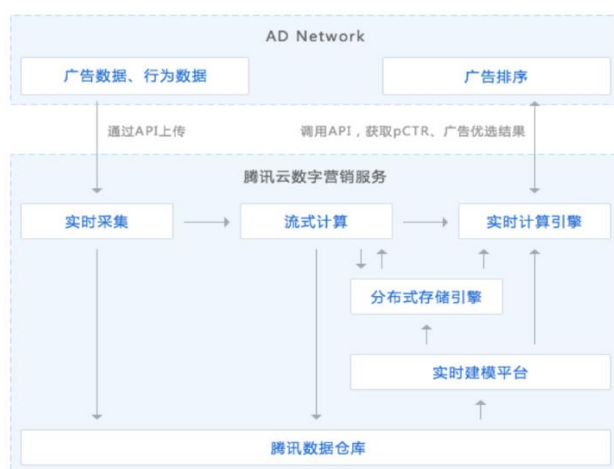
店系统 UMall 和精准人群营销触达。UMall 通过人脸识别技术能够全程记录用户喜好，截止 2018H1 公司已补充完善 1/6 老顾客的消费动线和偏好。在 2018 年 H1 的两次精准营销活动中，公司借助腾讯数据云引流的新客户占总数的 90%。

图 36：美克家居恣在家智慧门店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 37：腾讯云数字营销服务流程

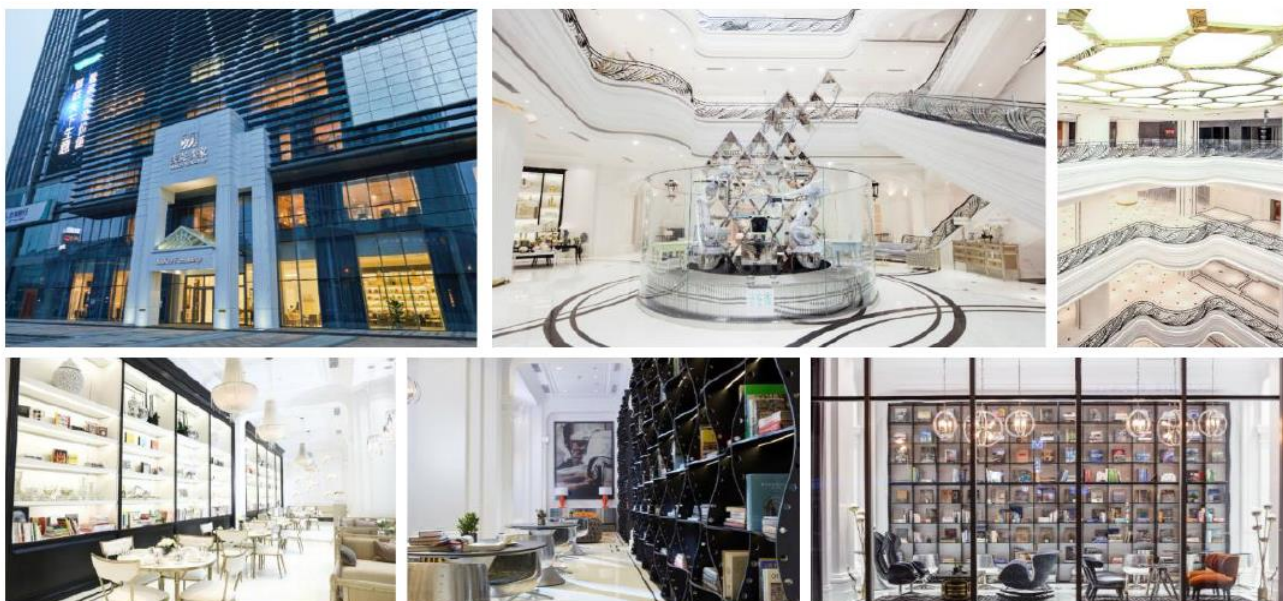


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3.2. 加速门店布局，打造生活方式艺术体验平台

公司不断升级门店体验。2018 年 3 月成都品牌馆开业，全年客流量超过 3600 批次，其中新客占比超过 60%，当年实现盈亏平衡目标。2019 年 3 月武汉品牌馆开业，包含近 20000 平方米的体验中心，汇集了公司旗下美克美家、Caracole、Zest、Rehome、YwY 等品牌。

图 38：美克家居品牌馆项目



资料来源：公司公告，天风证券研究所

调整募投项目，加速体验式购物中心布局。公司 2019 年 4 月将原计划用于天津制造基地升级扩建项目的募投资金调整用于门店布局。公司预计将投入 6.67 亿元用于建设 2 家美克家居生活体验式购物中心和 10 家美克美家连锁门店，其中两家购物中心投入达 5.7 亿

元。

表 5：美克家居调整后募投项目投资计划（单位：万元）

项目/城市	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	合计
北京生活体验式购物中心	9161	5767	230	531			15689
天津生活体验式购物中心	8192	13396	16016	1403	2095	490	41592
长沙门店	2310	9	89				2408
太原门店	1283		64				1347
昆明门店	1197		63				1260
天津门店	876		35				911
扬州门店	710		33				743
佛山门店	685		33				718
潍坊门店	681		30				711
哈尔滨门店	458		24				481
南京门店	444		21				465
鞍山门店	374		16				390
合计	26371	19172	16653	1934	2095	490	66715

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 精修内功，供应链优化提升内效

4.1. 智能制造项目提升生产效率

MC+FA 升级公司智能制造。公司于 2012 年与 IBM 合作，正式启动智能制造（MC+FA）项目。智能制造项目包括两个含义，一是大规模定制（MC），主要指向是运用业务模式创新，应对整个行业的定制化趋势；二是工厂自动化（FA），在 MC 模式之下利用自动化实现制造系统创新。

图 39：美克家居智能工厂



资料来源：公司公告，天风证券研究所

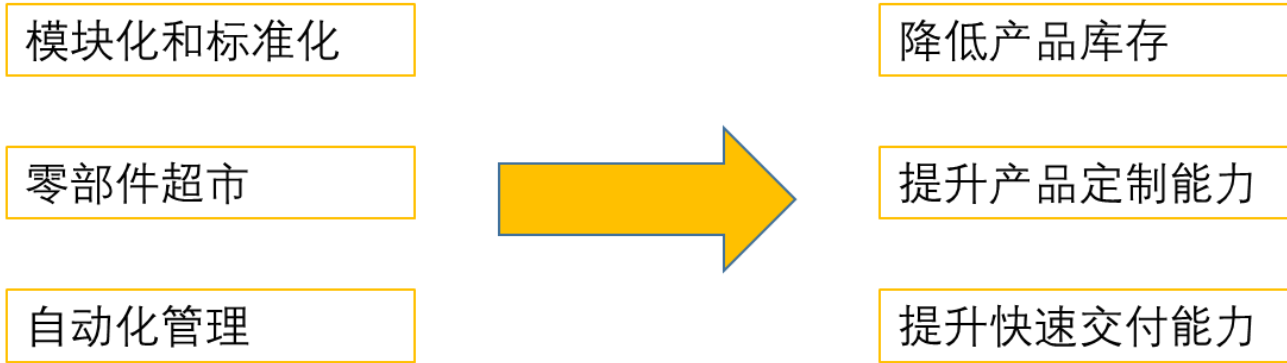
图 40：美克家居工厂流程智能管控



资料来源：公司公告，天风证券研究所

美克工厂智能制造的三个解决方案：一是产品的模块化和标准化；二是构建根据销售预测和标准化预测，建立“零部件超市”；三是利用信息化接口实现自动化管理。通过这些手段，美克家居能够降低产品库存、提升产品定制和快速交付的能力。

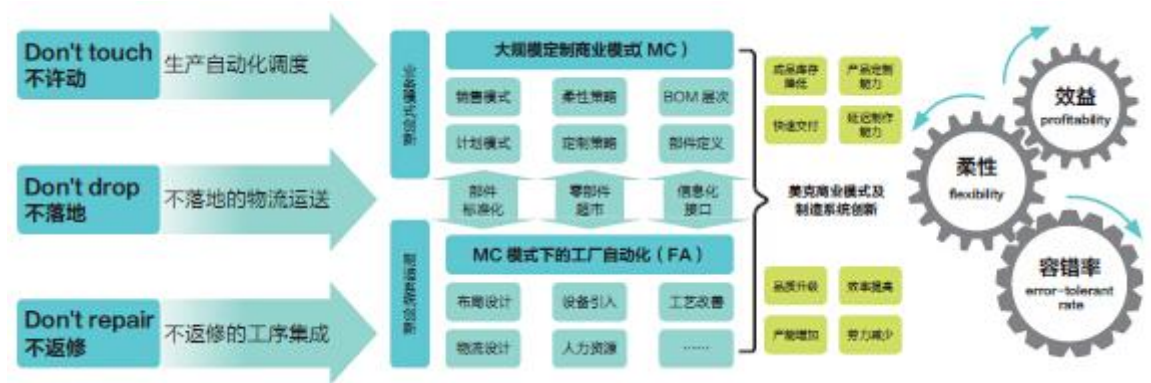
图 41：美克家居智能制造的三个解决方案



资料来源：哈佛商业评论，天风证券研究所

MC+FA 的五个层面：第一个层面是智能设备，比如用机器人来实现自动化生产，提高劳动生产率，从而降低对人力需求的依赖。第二个层面是在整个生产上，引入了自动化生产线，包括包装线、柔性的组装线来适应未来越来越多的大规模定制与个性化定制的需求。第三个层面是通过自动化仓库管理系统（WMS）和工厂的自动化物流运输系统实现高效精准的厂内自动化物流运输。这个层面还包括自动化系统，自动创建生产任务分配，上对自动化系统的衔接，下对自动化物流的衔接，来做自动化生产。第四个层面是智能计划协调系统，通过 ERP 和进阶生产规划及排程系统(APS)，能将接受的销售订单自动转化为厂内生产需求，再将生产需求分解成具体零部件的生产任务，通过 MASS 系统和 WMS 系统来自动完成生产。第五个层面是智能设计，通过将设计数字化，把 ERP 系统和生产执行系统集成起来。从这五个层面，美克家居致力打造一个无缝集成的智能工厂。

图 42：美克家居智能制造系统创新



资料来源：哈佛商业评论，天风证券研究所

4.2. 打造全球化供应链生态系统

为提高抗风险能力，公司对制造供应源进行了全球分布优化。2018 年初，公司收购了在美国具有超过 70 年历史的个性化沙发定制制造商 Rowe 和越南的高端实木家具和装饰品制造商 M.U.S.T.公司。2018 年 11 月公司增资入股越南木曜家具，进一步将东南亚打造成公司北美市场的主要供应源。公司目前以东南亚作为北美市场的主要供应源，天津制造基地保证供应中国国内的多品牌业务的全球化供应链网络，从而打造了一个全球多渠道、可根据政治经济形势灵活调节、有效规避风险的国际化供应链生态平台。

图 43：美克家居全球化供应链生态系统



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 投资建议

核心假设：

- 零售：**18年公司旗下品牌矩阵继续扩容，截止19Q1公司共拥有品牌15个。我们认为品牌力的提升将提高公司产品在零售端的客户黏性和对新客户的吸引力。在渠道端，截止18年末，公司拥有323家门店（直营143家）。未来在A.R.T.加盟模式的推动下，公司门店扩张速度有望加快。但同时考虑到上游房地产市场增速放缓和市场竞争日益激烈，我们预计公司零售端增速将保持稳定，19-21年零售业务增速为17%、16%、15%。
- 批发及其他：**公司全球供应链体系打通，越南产能迁移带来的影响陆续出清，公司的海外批发业务将继续保持较快增长。此外，公司与金螳螂、世联行就精装修业务展开全面合作。在精装修渗透率不断提升的背景下，公司未来在精装修工程业务端也有较大的增长潜力。
- 毛利率：**由于房地产景气度下降，精装修比例提升，市场竞争激烈等原因，我们预计公司零售端毛利率将继续承压。此外，公司毛利率较低的加盟商渠道占比在逐步提升也将在一定程度上影响毛利率。

表 6：主营业务拆分(单位：百万元)

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
零售-实木	收入	1617	2014	2335	2743	3155	3596
	yoy	18.69%	24.52%	15.92%	17.50%	15.00%	14.00%
	成本	525	738	843	998	1151	1370
	毛利	1093	1276	1491	1745	2003	2226
	毛利率(%)	67.55%	63.35%	63.87%	63.61%	63.50%	61.90%
零售-沙发	收入	766	860	934	1037	1146	1260
	yoy	36.00%	12.29%	8.57%	11.00%	10.50%	10.00%
	成本	268	342	373	413	457	502
	毛利	498	519	561	624	689	758
	毛利率(%)	65.04%	60.28%	60.04%	60.16%	60.10%	60.13%
零售-饰品	收入	237	298	413	558	725	928
	yoy	48.27%	25.62%	38.72%	35.00%	30.00%	28.00%
	成本	147	205	289	387	505	645
	毛利	90	92	124	170	220	283
	毛利率(%)	37.81%	31.01%	30.12%	30.57%	30.34%	30.45%
零售-睡眠	收入	161	154	184	198	225	249

	yoy	39.68%	-4.57%	19.69%	7.56%	13.63%	10.60%
	成本	63	62	79	83	95	104
	毛利	98	91	105	115	130	144
	毛利率(%)	61.04%	59.44%	57.18%	58.31%	57.75%	58.03%
零售-其他	收入	29	30	25	20	18	16
	yoy	347.36%	4.41%	-18.45%	-18.47%	-10.00%	-11.11%
	成本	11	13	16	13	12	10
	毛利	17	17	9	7	6	6
	毛利率(%)	60.54%	56.66%	35.58%	35.58%	35.58%	35.58%
零售汇总	收入	2811	3356	3890	4556	5268	6049
	yoy	27.31%	19.41%	15.92%	17.10%	15.64%	14.83%
	成本	1014	1361	1600	1894	2220	2633
	毛利	1796	1995	2290	2662	3048	3416
	毛利率(%)	63.91%	59.45%	58.87%	58.43%	57.86%	56.48%
批发-沙发	收入	148	163	613	858	1159	1506
	yoy	7.34%	10.09%	276.49%	40%	35%	30%
	成本	108	118	439	619	833	1085
	毛利	39	44	174	239	326	421
	毛利率(%)	26.68%	27.27%	28.41%	27.84%	28.13%	27.98%
批发-实木	收入	464	553	607	650	705	759
	yoy	-2.04%	19.06%	9.85%	7.00%	8.43%	7.71%
	成本	329	385	379	409	442	477
	毛利	135	168	228	240	263	282
	毛利率(%)	29.16%	30.39%	37.59%	37.00%	37.30%	37.15%
批发-饰品及其他	收入	1	36	0	0	0	0
	yoy	18.63%	2896.69%	-99.94%	/	/	/
	成本	2	21	0	0	0	0
	毛利	0	16	0	0	0	0
	毛利率(%)	0.00%	43.18%	87.05%	/	/	/
批发汇总	收入	613	752	1220	1508	1863	2265
	yoy	0.10%	22.57%	62.30%	23.58%	23.55%	21.57%
	成本	439	524	818	1029	1275	1562
	毛利	175	228	403	479	589	703
	毛利率(%)	28.44%	30.33%	32.98%	31.79%	31.59%	31.05%
其他业务	收入	43	72	150	226	316	410
	yoy		68.12%	110.21%	50.00%	40.00%	30.00%
	成本	19	30	99	149	208	271
	毛利	24	41	51	77	107	140
	毛利率(%)	55.93%	57.64%	34.13%	34.00%	34.00%	34.00%
汇总	收入	3467	4179	5261	6289	7447	8725
	yoy		20.57%	25.88%	19.54%	18.41%	17.16%
	成本	1472	1915	2517	3071	3703	4465
	毛利	1994	2265	2744	3218	3744	4259
	毛利率(%)	57.54%	54.18%	52.16%	51.16%	50.27%	48.82%

资料来源：Wind，天风证券研究所

美克家居品牌矩阵、渠道渗透优势显著，转型平台加速家居生态链构建，供应链优化解决后顾之忧。1) 经过多年的品牌塑造，美克家居成功打造了品牌矩阵，树立了自己国内中

高端家具龙头形象，同时，多品牌拓宽了目标市场。2) A.R.T.和 A.R.T.西区采用自营和加盟两种模式，加盟模式可迅速铺开渠道，加大经营杠杆。3) 联手腾讯以新零售赋能软装设计平台，调整募投项目逆势扩张门店布局，公司平台转型加速构建家居生态链。4) MC+FA 智能制造提升生产效率，全球化供应链体系提升高风险能力，供应链优化解决公司后顾之忧。

综合考虑公司各业务发展情况,我们预计公司 19 年-21 年净利润为 5.19 亿/5.82 亿/6.40 亿，增速分别为 15.0%/12.2%/10.0%，对应 PE 分别为 13X/12X/11X。

我们选取和美克家居业务近似的顾家家居、梦百合、喜临门作为可比公司，按照 wind 一致预期，2019 年行业平均 PE 为 16.38 倍，我们认为美克家居中长期成长性不弱于可比公司，可以享受行业平均估值水平，对应目标价 4.80 元/股。首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：可比上市公司估值

	2019E	2020E	2021E
顾家家居	15.26	12.55	10.43
梦百合	16.06	11.97	8.76
喜临门	17.82	13.83	13.07
平均值	16.38	12.79	10.75

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：PE 来自 Wind 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,794.38	2,057.81	1,572.29	1,861.78	2,181.20	营业收入	4,179.42	5,261.02	6,289.16	7,447.11	8,724.79
应收票据及应收账款	224.64	339.64	204.78	486.50	347.15	营业成本	1,914.86	2,516.92	3,071.47	3,703.14	4,465.34
预付账款	251.17	344.20	389.54	474.53	542.58	营业税金及附加	71.46	59.70	83.49	103.57	112.06
存货	1,536.56	2,299.10	2,478.74	3,075.98	3,498.00	营业费用	1,327.35	1,575.78	1,792.41	2,107.53	2,442.94
其他	420.25	518.81	457.85	514.34	533.15	管理费用	334.50	475.29	547.16	633.00	697.98
流动资产合计	4,227.00	5,559.57	5,103.20	6,413.11	7,102.07	研发费用	52.50	69.44	81.76	96.81	117.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	61.85	85.36	95.00	110.00	130.00
固定资产	1,402.92	1,441.77	1,614.40	1,683.23	1,740.69	资产减值损失	7.05	5.35	5.72	6.04	5.70
在建工程	219.84	449.91	427.74	453.42	457.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	539.46	665.61	727.07	778.71	827.80	投资净收益	11.97	18.60	10.74	13.77	14.37
其他	535.57	645.68	689.13	748.40	794.47	其他	(48.07)	(82.11)	(21.49)	(27.54)	(28.74)
非流动资产合计	2,697.78	3,202.97	3,458.34	3,663.76	3,820.35	营业利润	445.94	536.70	622.90	700.78	767.35
资产总计	6,924.78	8,762.54	8,561.53	10,076.87	10,922.42	营业外收入	1.71	7.99	6.20	5.30	6.49
短期借款	110.77	1,343.88	1,416.00	2,525.88	2,820.43	营业外支出	0.78	5.73	3.49	3.33	4.18
应付票据及应付账款	291.57	769.00	526.44	946.21	900.68	利润总额	446.87	538.96	625.60	702.75	769.66
其他	906.40	881.23	1,245.66	855.18	1,390.40	所得税	81.51	93.64	109.02	124.25	134.64
流动负债合计	1,308.74	2,994.11	3,188.09	4,327.27	5,111.50	净利润	365.36	445.32	516.58	578.50	635.02
长期借款	630.60	831.54	0.00	158.22	0.00	少数股东损益	0.00	(5.89)	(2.28)	(3.40)	(4.97)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	365.36	451.21	518.85	581.90	639.99
其他	53.62	116.07	74.61	81.43	90.71	每股收益(元)	0.21	0.25	0.29	0.33	0.36
非流动负债合计	684.23	947.61	74.61	239.66	90.71						
负债合计	1,992.96	3,941.72	3,262.70	4,566.93	5,202.21						
少数股东权益	0.00	19.13	16.85	13.45	8.48	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,806.10	1,775.05	1,770.91	1,770.91	1,770.91	成长能力					
资本公积	1,384.63	1,270.37	1,270.37	1,270.37	1,270.37	营业收入	20.57%	25.88%	19.54%	18.41%	17.16%
留存收益	3,171.91	3,313.77	3,511.07	3,725.58	3,940.82	营业利润	13.75%	20.35%	16.06%	12.50%	9.50%
其他	(1,430.83)	(1,557.50)	(1,270.37)	(1,270.37)	(1,270.37)	归属于母公司净利润	10.45%	23.50%	14.99%	12.15%	9.98%
股东权益合计	4,931.81	4,820.82	5,298.83	5,509.94	5,720.22	获利能力					
负债和股东权益总	6,924.78	8,762.54	8,561.53	10,076.87	10,922.42	毛利率	54.18%	52.16%	51.16%	50.27%	48.82%
						净利率	8.74%	8.58%	8.25%	7.81%	7.34%
						ROE	7.41%	9.40%	9.82%	10.59%	11.20%
						ROIC	12.05%	14.56%	12.36%	13.89%	12.47%
						偿债能力					
						资产负债率	28.78%	44.98%	38.11%	45.32%	47.63%
						净负债率	-18.56%	11.60%	2.51%	20.18%	17.12%
						流动比率	3.23	1.86	1.60	1.48	1.39
						速动比率	2.06	1.09	0.82	0.77	0.71
						营运能力					
						应收账款周转率	23.63	18.65	23.10	21.55	20.93
						存货周转率	2.62	2.74	2.63	2.68	2.65
						总资产周转率	0.69	0.67	0.73	0.80	0.83
						每股指标(元)					
						每股收益	0.21	0.25	0.29	0.33	0.36
						每股经营现金流	0.39	-0.07	0.52	-0.10	0.56
						每股净资产	2.78	2.71	2.98	3.10	3.23
						估值比率					
						市盈率	18.76	15.19	13.21	11.78	10.71
						市净率	1.39	1.43	1.30	1.25	1.20
						EV/EBITDA	14.02	8.79	7.22	7.32	6.44
						EV/EBIT	17.76	10.84	8.88	9.00	7.92

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	365.36	445.32	518.85	581.90	639.99
折旧摊销	236.58	210.81	165.41	185.97	207.00
财务费用	49.06	73.38	95.00	110.00	130.00
投资损失	(11.97)	(18.60)	(10.74)	(13.77)	(14.37)
营运资金变动	28.73	(847.85)	159.23	(1,045.38)	31.03
其它	16.79	12.38	(2.28)	(3.40)	(4.97)
经营活动现金流	684.55	(124.56)	925.48	(184.68)	988.68
资本支出	292.71	496.74	418.79	325.29	308.26
长期投资	(8.42)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(877.46)	(1,132.20)	(784.16)	(642.24)	(609.70)
投资活动现金流	(593.18)	(635.46)	(365.38)	(316.95)	(301.44)
债权融资	879.07	2,617.19	1,705.13	2,973.64	3,160.57
股权融资	1,493.54	(471.60)	187.99	(110.00)	(130.00)
其他	(1,072.66)	(1,112.73)	(2,938.75)	(2,072.52)	(3,398.39)
筹资活动现金流	1,299.95	1,032.86	(1,045.62)	791.12	(367.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,391.32	272.84	(485.52)	289.49	319.42

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