

中小市值

证券研究报告

2020年12月11日

“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！

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中小市值-行业专题研究:隐形冠军系列之凤祥股份:即食低温鸡肉行业龙头,进军健康零食新蓝海》2020-12-07
- 2 《中小市值-行业研究周报:联合国投票支持医疗大麻发展,欧盟承认 CBD 食品合法地位》2020-12-06
- 3 《中小市值-行业研究周报:2020 年近尾,国际烟草四巨头新型烟草业绩如何?》2020-11-29

1、美克家居：美好生活的设计师，高端家具零售的“隐形冠军”

公司是国内实木家具零售龙头企业，30 年耕耘实木家具产业，现已拥有从家具原料供应、研发、制造、零售、投资的完整家居产业链。

2、美克主营实木成品家具，与板式定制家具区别何在？

由表及里来看，**消费端**：在我国近万亿规模的家具市场中，实木成品家具与板式定制家具在由消费者选购时因各有所长，属于互补关系，而非替代关系；**生产端**：实木家具与板式家具均可满足基本的家具功能，其中前者因材料为整木较后者更具外观表现力，从而更考验研发能力，并对工艺要求更高；**供给端**：实木成品家具生产企业与板式定制家具生产企业因材料、结构、设计能力、制造四因素的差异形成了截然不同的经营策略，也形成了实木成品行业集中度低，壁垒高的特点。在实木成品家具制造赛道的上市公司中，美克家居龙头地位稳固、业绩遥遥领先。

3、美克作为家具零售企业要如何估值？对标美国高端家具零售龙头 RH

在证监会行业分类中，公司属于“批发和零售业-零售业”，与 A 股中其它家具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，并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馆以实现高端家居销售。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。**巴菲特于 19 年底入股 RH，现 RH 已成其持仓中 2020 年投资收益率领先标的，高于苹果、亚马逊，年初至今最高涨幅 148%，市值约合 470 亿人民币。**

4、美克家居=布局家具全产业链的“中国升级版”RH，2021 年高速扩张

美克家居在与 RH 相似的高端家具零售业务的基础上，还拥有自己的高端家具品牌生产和引进的供应链。**生产方面**：公司起家于为国外家居品牌做 OEM，后转型为自有品牌销往海内外；目前具有全品类家具的研发能力，产品覆盖实木成品家具、沙发、家饰、睡眠、其它等等；经营 15 个品牌覆盖了宽广的价格带，可满足不同经济能力的消费需求。公司产能全球布局以支持其遍布全球的营销渠道；**销售方面**：目前以直营店为主，加盟商为辅，建立了复合营销体系；开设城中大型体验馆提升消费者“美好生活”真实体验。**2020 年启动转型，为 2021 年高速扩张奠定基础**：将通过扩大目标客户群+突破门店规模瓶颈+多维扩大流量等方式拓展市场空间，**打开收入增长通道**；将全面开展端到端的供应链总成本管理，**优化成本费用**；将从人员激励、组织优化、供应链数字化推进、资产质量等方面着手**再提经营效率**。

5、携手赣州发展，立足国内最大实木家具产业基地，有望再造一个“美克”

2020 年 10 月，美克集团转让 10% 股权，携手赣州发展谋求双赢。赣州南康全国最大的实木家具制造基地，集群产值超 1800 亿元，其配套产业资源可为上市公司优化成本结构，为美克品牌年轻化、价格带下移提供支撑。公司拟在南康设美克数创智造园区，预计一期明年正式投产，**初测工厂一年产值将达 5 亿元**。美克旗下的恣在家品牌或有望将产能扩建或转移至南康，为公司在当前定制家具概念火热的背景下，助公司业绩再进高增长快轨。

6、财务分析&建议关注：公司业绩多年稳步提升，20Q1 受疫情影响业绩触底后现已快速回升。**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，建议关注美克家居。**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



内容目录

1. 美克家居：美好生活的设计师，高端家具零售的“隐形冠军”	5
2. 美克主营的实木成品家具，与板式定制家具区别何在?	6
2.1. 消费端：实木与板式互补形成万亿家具市场，二者绝非替代关系	6
2.2. 生产端：功能属性之上，外观表现力考验研发能力与工艺复杂度	7
2.3. 供给端：实木成品行业集中度低，壁垒重重，龙头业绩遥遥领先	9
3. 美克作为家具零售企业要如何估值？对标美国 RH	11
3.1. 高端家具零售领域——全球知名投资巨头青睐的高价值、高壁垒赛道	12
3.2. RH：美国高端家具零售龙头，已成巴菲特 2020 年投资收益率领先标的	15
3.3. 全球高奢家具供应链+至尊购物体验+定位高端群体成就 RH 领先地位	17
4. 美克家居=布局家居全产业链的“中国升级版” RH	20
4.1. 拥有完整实木家具供应链，掌握全品研产销环节	20
4.2. 零售店重体验，全方位打造美好生活沉浸式场景	21
4.3. 多品牌矩阵+强设计力，广泛满足中高消费需求	25
5. 2020 转型启动年，重整经营策略为 2021 年打下高速发展基础	28
5.1. 成本优化再提升供应链效率	28
5.2. 数字化推动全渠道平台建设	30
5.3. 品牌年轻化营销新策正试水	31
6. 携手赣州发展，立足南康实木家具产业基地，有望再造一个“美克”	32
7. 财务分析&建议关注：美克家居——2021 年新程已启航!	35
8. 风险提示	36

图表目录

图 1：美克家居历史沿革	5
图 2：美克家居公司结构图	6
图 3：家具的分类	7
图 4：2018-19 年全国家具行业规模以上企业营业收入（亿元，%）	7
图 5：2019 年全国家具行业规模以上企业营业-按行业分（亿元，%）	7
图 6：实木成品家具与板式定制家具示意图	8
图 7：实木家具主要连接方式——榫卯连接示意图	8
图 8：板式家具主要连接方式——五金件连接示意图	8
图 9：实木成品家具生产工艺流程示意图	9
图 10：板式定制家具生产工艺流程示意图	9
图 11：A 股上市公司中拥有实木家具制造能力的公司的营收&销售毛利率（亿元，%）	10
图 12：A 股上市公司中拥有实木家具制造能力的公司的归母净利润&销售净利率（亿元，%）	11
图 13：美国各类家具零售渠道公司分布	13
图 14：美国 Top10 家具零售商（2014 年数据）	13

图 15: RH 自 2012 年上市至今的股价走势 (美元)	14
图 16: WSM 自 1983 年上市至今的股价走势 (美元)	14
图 17: RH 大股东构成 (%)	14
图 18: WSM 大股东构成 (%)	14
图 19: RH 殿堂级家居体验店示意图	15
图 20: 美克家居殿堂级家居体验店示意图	15
图 21: RH 公司营收及同比增速 (亿美元, %)	15
图 22: RH 公司净利润及同比增速 (亿美元, %)	15
图 23: RH 公司毛利及同比增速 (亿美元, %)	16
图 24: RH 公司毛利率及净利率 (%)	16
图 25: 伯克希尔于 2019 年 11 月披露的 13F 公告显示其入股了 RH	16
图 26: RH 与伯克希尔公司主要投资标的 2020 年年初至今涨幅对比 (%)	17
图 27: RH 的全球设计师团队 (部分)	17
图 28: RH 零售网点数量&构成&零售面积 (家, 亿美元, 百万平方英尺)	18
图 29: RH 体验馆外形示意图	18
图 30: RH 体验馆内部示意图	18
图 31: 会员制降低了 RH 的经营风险	18
图 32: RH 产品介绍书外观示意图	19
图 33: RH 产品介绍书内容示意图	19
图 34: 美克家居国内与国外营收与同比增速 (亿元, %)	20
图 35: 美克家居历年零售家居业务营收结构 (亿元)	20
图 36: 美克家居 2019 年零售业务各家居品类占比 (%)	20
图 37: 美克品牌全球化生态链	21
图 38: 美克家居自营渠道品牌矩阵图	22
图 39: 直营、加盟所获营收占比结构 (%)	22
图 40: 直营、加盟所获毛利率对比 (%)	22
图 41: 美克家居国内门店布局示意图	23
图 42: 直营连锁与加盟业务历年门店数量 (家)	23
图 43: 美克美家南京新街口旗舰店	24
图 44: 美克美家宁波旗舰店	24
图 45: 美克美家+美克家居成都品牌馆	24
图 46: 美克美家武汉品牌馆	24
图 47: 美克家居生活体验式购物中心 (设计草图)	25
图 48: 美克家居美国北卡罗来纳州高点 MAC 设计研发中心	25
图 49: 美克家居国内品牌价格布局	26
图 50: 美克家居定位中高端优质市场	26
图 51: 美克家居产品风格多样	27
图 52: 美克家居各品牌外观授权专利 (个)	28
图 53: 美克家居研发支出&占总营收比例 (亿元, %)	28
图 54: 实木与沙发库存量及同比增速 (万件, %)	29
图 55: 深圳设计师工作室门店	30

图 56: 美克美家下午茶/轻爵品牌店示意图	31
图 57: 美克美家电商直播示意图	31
图 58: “南康家具” 区域整体品牌	32
图 59: “南康家具” 现有整体设计风格	32
图 60: 南康中欧双向货物班列	33
图 61: 美克数创智造园区规划示意图	34
图 62: Zest Home 品牌家居定制服务示意图	34
图 63: 美克家居智能工厂示意图	35
图 64: 美克家居营收&归母净利润及同比增速 (亿元, %)	35
图 65: 美克家居单季营收&归母净利润及同比增速 (亿元, %)	35
图 66: 美克家居毛利率与净利率对比 (%)	35
图 67: 美克家居单季毛利率与净利率对比 (%)	35
表 1: 家具板块的各类行业分类	11
表 2: 美克家居部分体验店情况一览	23

1. 美克家居：美好生活的设计师，高端家具零售的“隐形冠军”

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。

30年发展历史，成就国内实木家具零售龙头企业。美克家居早期以OEM代工为主，2002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，同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YVVY, Rehome, Zest, A.R.T.西区和A.R.T.都市等品牌。2018年，公司收购Jonathan Charles品牌。2019年，公司推出休闲文化子品牌美克美家下午茶/轻爵。2020年10月，赣州发展入股美克家居。

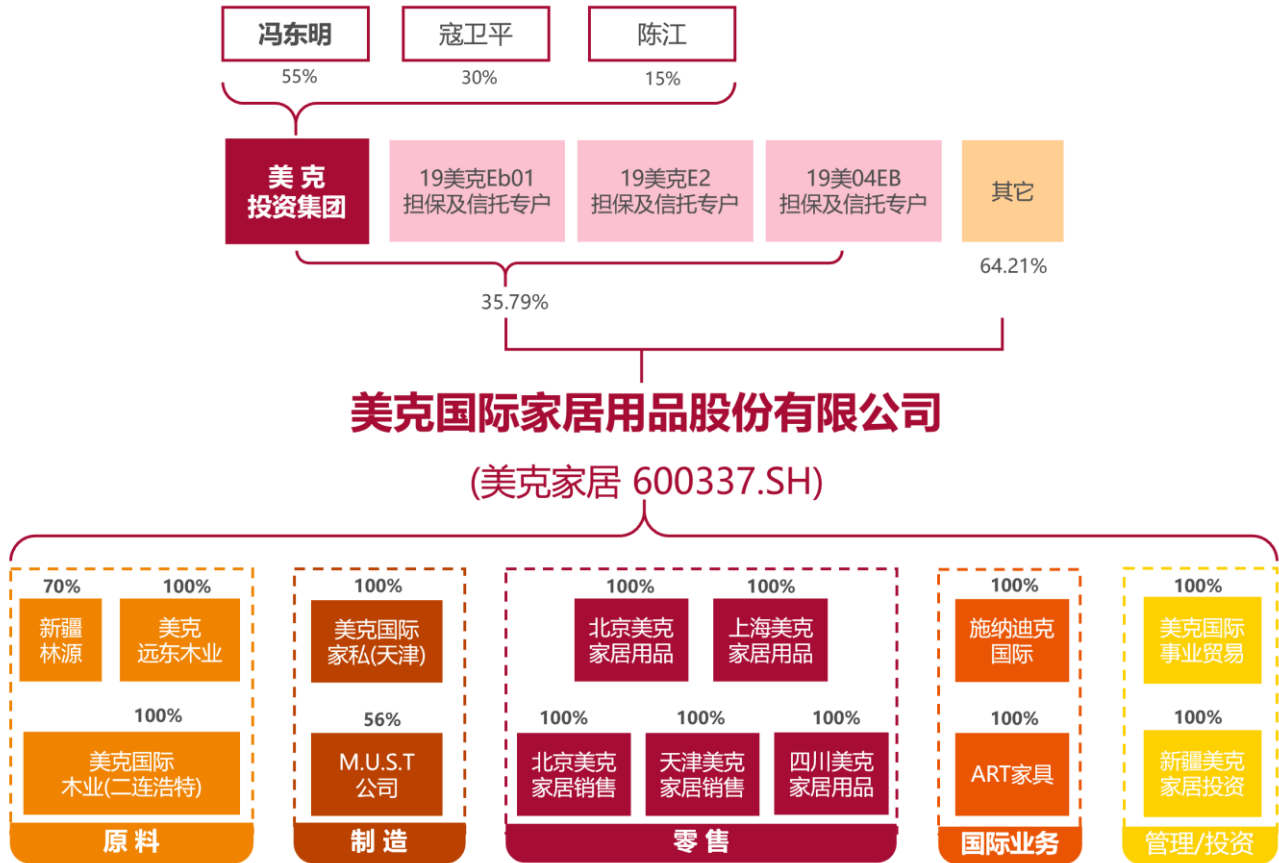
图 1：美克家居历史沿革



资料来源：美克家居官网，天风证券研究所

公司控股股东为美克集团，实际控制人为冯东明。截止2020年9月30日，美克集团为美克家居控股股东，与公司担保及信托专户合计持有上市公司35.79%的股权。冯东明先生持有美克集团55%的股权，为公司实际控制人。公司旗下参控股公司已覆盖家具的原料供应、生产、国内外零售、投资等，现已形成完整的家居产业链。

图 2：美克家居公司结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

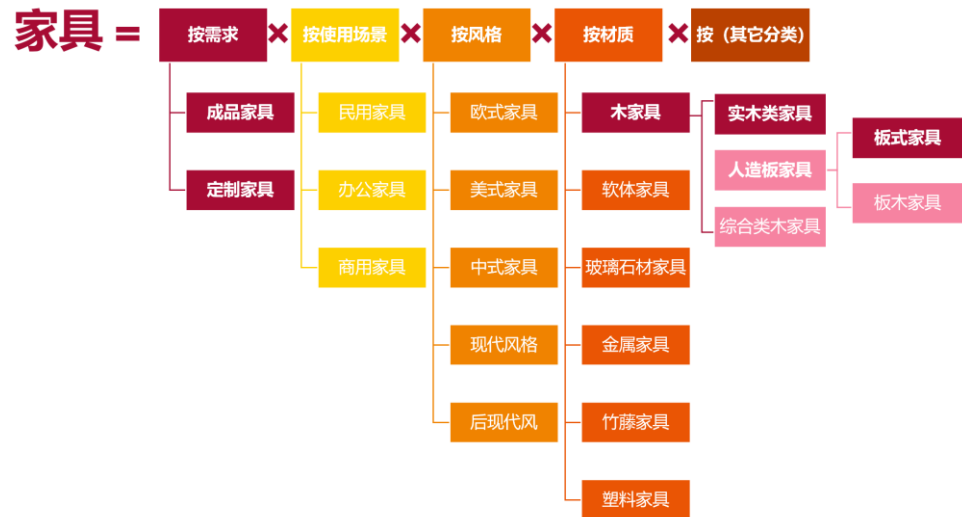
2. 美克主营的实木成品家具，与板式定制家具区别何在？

美克家居在生产方面主要生产的产品以实木成品家具为主，也有进行实木定制家具的生产。我们将从消费、生产、供给三个角度，由表及里，试图为投资者梳理实木成品家具与板式定制家具间的区别，细化对行业的理解程度，以便后续清晰定位美克家居所处的地位和应有的估值。

2.1. 消费端：实木与板式互补形成万亿家具市场，二者绝非替代关系

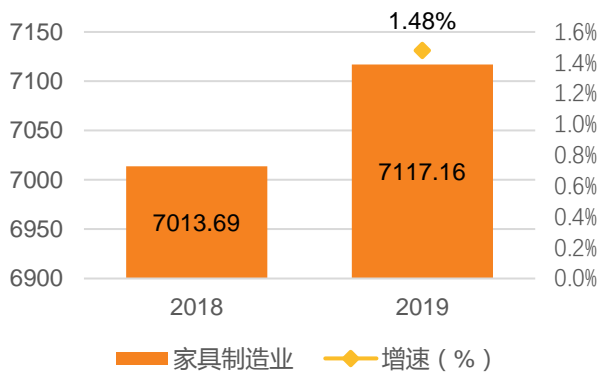
万亿家具市场，细分领域多样，具体可按材质、风格、使用场景、成品&定制等方式分类。其中，实木家具和板式家具均属于按材质分类下的木家具领域，同时又都可根据客户需求进行成品或定制的生产。二者在由消费者选购时因各有所长，属于互补关系，而非替代关系。

图 3：家具的分类



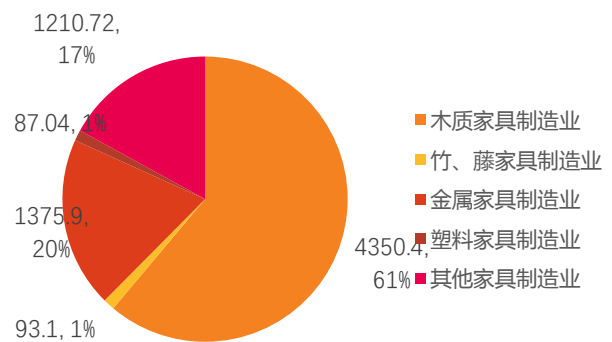
资料来源：《GB/T 3324-2017 木家具通用技术条件》，中国产业信息网，天风证券研究所

图 4：2018-19 年全国家具行业规模以上企业营业收入（亿元，%）



资料来源：《2020 中国家具年鉴》，天风证券研究所

图 5：2019 年全国家具行业规模以上企业营业-按行业分（亿元，%）



资料来源：《2020 中国家具年鉴》，天风证券研究所

2.2. 生产端：功能属性之上，外观表现力考验研发能力与工艺复杂度

从“家具”的定义说起——实木家具与板式家具的主要区别。“家具”由材料、结构、外观形式和功能四种因素组成，其中功能是先导，是推动家具发展的动力；结构是主干，是实现功能的基础。这四种因素互相联系，又互相制约。由于家具是为了满足人们一定的物质需求和使用目的而设计与制作的，因此家具还具有材料和外观形式方面的因素。总体而言，实木家具与板式家具均可满足基本的家具功能，但在材料、结构、外观三方面均存差异，其中尤以外观方面区别较大，这也成为消费者在经济条件许可的基础上决定购买前者还是后者主要决定因素。

图 6：实木成品家具与板式定制家具示意图



资料来源：强象家具京东旗舰店、索菲亚旗舰店、聪慧网、美克美家官网、天风证券研究所

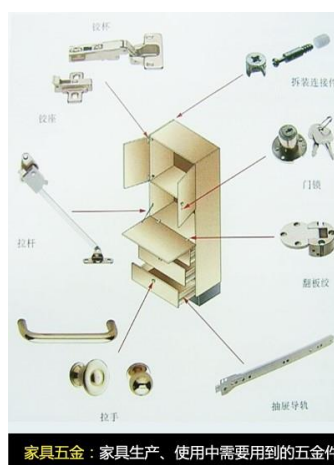
具体来看，实木家具和板式家具的外观主要由以下四方面决定：

- 1) **材料。**根据《GB/T 3324-2017 木家具通用技术条件》：**实木类家具**是指主要部位采用实木类材料制作、表面经（或未经）实木单板或薄木（木皮）贴面、经（或未经）涂饰处理的木家具。实木类材料包括原木、实木锯材及指接材、集成材等材料；**板式家具**，归属人造板家具分类下，主要部位采用纤维板、刨花板、胶合板、细木工板、层积材等人造板（包括素板和饰面人造板）制作的家具。**对比实木家具与板式家具的材质，实木家具因保留了更多天然木材的属性，因此更轻、更环保；板式家具因主要使用有各类碎木粘合而成的板材，在价格上会更占优势。**
- 2) **结构。**结构是指家具所使用的材料和构件之间的一定组合与连接方式，它是依据一定的使用功能而组成的一种结构系统。**实木家具**由于其材料可直接取自大自然，因此成为人类历史上长久以来制作家具的主要材料，这也使其制造的家具在外在结构上丰富多样，可满足现今的绝大部分使用功能；内在结构主要的连接形式为榫卯连接，榫接形式美观多变，可根据实木家具的丰富外观和功能选择不同的榫接方式；**板式家具**主要通过连接板材实现家具功能，其诞生时间较晚，外在结构以满足现代生活功能为主，在柜类和收纳上更具优势；内在结构主要以五金件链接。

图 7：实木家具主要连接方式——榫卯连接示意图



图 8：板式家具主要连接方式——五金件连接示意图

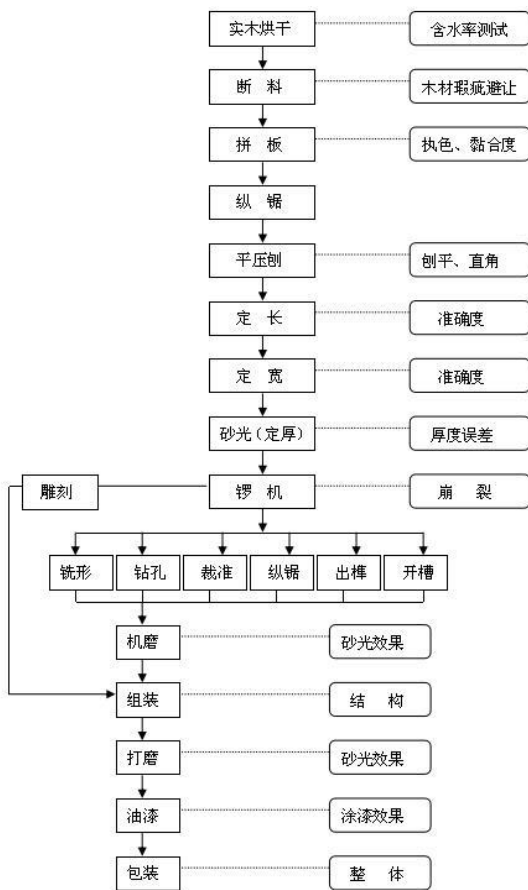


资料来源：古建中国，天风证券研究所

资料来源：标点家装网，天风证券研究所

- 3) **设计能力**。由于实木家具和板材家具在材料和结构上具有较大差异，因此对应要求的设计能力也完全不同。实木家具因整木更适合在造型上做复杂的处理，且由于实木木材种类的多样性，为家具的内里及外观设计均提供了较大的创作空间。由此也要求实木家具设计师掌握从木材本身性质到家具设计学到风格美学等等知识并积累多年经验，而由于实木家具设计与最终销售具有时间差，也要求设计师具有把握和前瞻客户群审美偏好和趋势的能力；**板材家具**主要由五金件连接板材组成，在外观表现能力上受到板材本身性质的制约，这也使设计师在设计板式家具时的复杂程度大为降低。板式家具的此种设计特性是促成板式定制家具得以快速发展的主要因素之一。板式定制家具的设计师需要掌握的核心能力之一既为指定板式定制软件的使用，以及能够在短时间内根据客户需求使用软件模型库中的模型搭建出令对方满意定制方案的能力。
- 4) **制造工艺**。由前述可知，基于材料、结构和设计能力，造成实木家具和板式家具的**工艺复杂程度存在较大差异**。其中，**实木成品家具生产的复杂度远高于板式定制家具**。对比实木成品家具与板式定制家具的生产工艺流程，可见前者在工序道数上远多于后者，这也意味着使用的机械设备数量会远多于后者、生产单件产品的时间与复杂程度远高于后者。这些差异给市场形成**板式定制家具生产效率远高于实木成品家具生产的印象**。

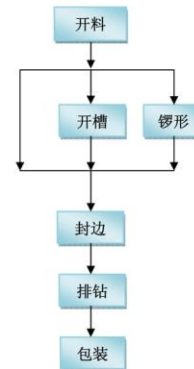
图 9：实木成品家具生产工艺流程示意图



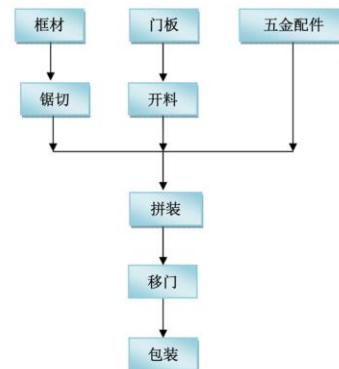
资料来源：北航体系认证网，天风证券研究所

图 10：板式定制家具生产工艺流程示意图

1、标准件及非标准件（柜体）工艺流程图



2、非标准件（移门）工艺流程图



资料来源：索菲亚招股说明书，天风证券研究所

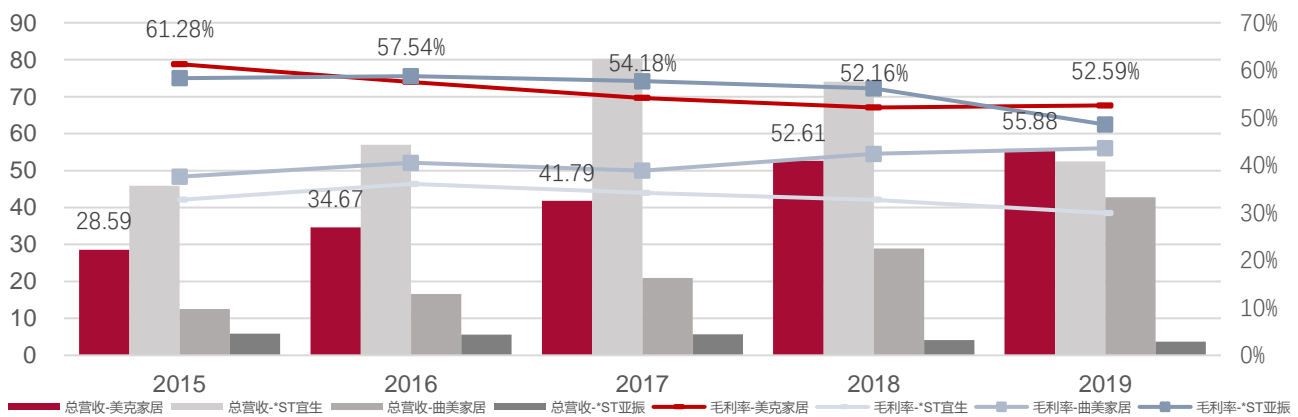
2.3. 供给端：实木成品行业集中度低，壁垒重重，龙头业绩遥遥领先

实木成品家具生产企业与板式定制家具生产企业因上述四个因素(材料、结构、设计能力、制造)的差异形成了截然不同的经营策略，也形成了实木成品行业集中度低，壁垒高的特点：

- **人员方面**，实木成品企业需要在研发（即实木家具设计开发）上投入更多人员，在熟练掌握材料性质和结构搭配的基础上，以保持产品的外观竞争力；
- **产品方面**，实木成品家具种类多样，种类间结构差异较大，为生产不同种类家具需要配备不同的设计师、生产流程和生产设备；
- **原材料方面**，实木家具生产企业需要有充足且稳定的进货渠道以持续供应产品所需的木材。由于我国是木材进口国，因此实木家具企业通常在全球布局货源，这也增加了经营难度与复杂度；
- **生产设备方面**，由于实木家具生产工序繁多，这需要企业投入更多人财物在机械的购入、安置和维护上。同时由于工艺复杂，实木家具生产线的数字化升级较板式家具生产线更具挑战，这是此两类工厂自动化程度差异大的主要原因，也是导致板式定制家具企业可以快速做大而实木家具制造企业多难以做大的主要原因；
- **品控方面**，由于实木家具木制零部件较多，连接多以榫接形式实现，外观注重表现力，因此在品控时需要检查更多部位，耗时耗力。板式定制家具通常不存在这一环节，因板式定制家具通常以板材和五金件形式送入客户家里安装，主要执行者为安装师傅，成品质量主要由客户和安装师傅检查；
- **销售方面**，实木家具企业主要利用进入大卖场、经销商销售、直营零售、或与地产商合作等方式实现收益，其中以企业自行进行直营直面客户进行零售的形式最为少见，因店面选址、装修陈列、产品搭配等等都需要企业独立完成，这就会造成较大的费用负担。

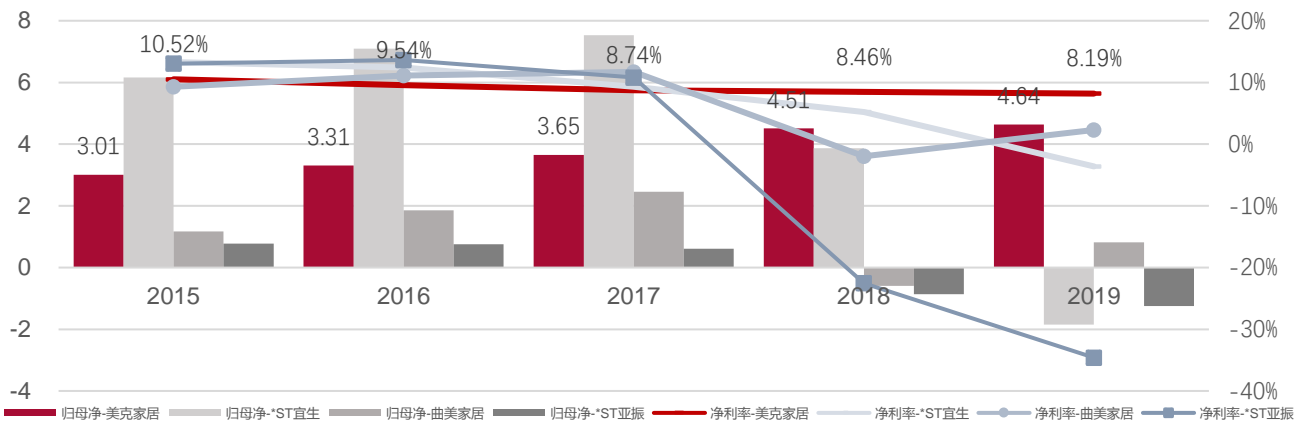
由此可见，若一家实木成品家具生产企业在满足上述条件的情况下仍保持良好的盈利能力并多年处于稳健成长状态，这家公司在实木成品家具赛道里已是一家少见的优秀公司。仅从上市公司情况来看，目前，A股与H股上市公司中多以生产板式定制家具为主。实木家具赛道中，目前美克家居从业绩到盈利能力均属前列，行业呈现龙头地位稳固、业绩遥遥领先的特点。

图 11：A 股上市公司中拥有实木家具制造能力的公司的营收&销售毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12: A 股上市公司中拥有实木家具制造能力的公司的归母净利润&销售净利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上所述, 实木成品家具生产企业与板式定制家具生产企业从基因到表现均呈现较大差异, 尽管二者同属于家具领域, 但各自深耕和优势领域完全不同。因此我们认为, 实木成品家具企业与板式定制家具企业不应用相同的逻辑进行分析, 两个细分赛道的公司也不适合相互进行对标估值。

3. 美克作为家具零售企业要如何估值? 对标美国 RH

根据证监会行业分类, 美克家居属于“批发和零售业-零售业”, 与 A 股中其它家具公司从本质上存在区别。其它家居公司, 无论是主营板式定制家具的索菲亚、尚品宅配、欧派家具等, 还是主营实木成品家具制造的亚振、宜华生活等, 都属于“制造业-家具制造业”分类。根据《上市公司行业分类指引(2012 年修订)》, 在分类原则与方法中明确指出: 以上上市公司营业收入等财务数据为主要分类标准和依据, 所采用财务数据为经过会计师事务所审计并已公开披露的合并报表数据; 当上市公司某类业务的营业收入比重大于或等于 50%, 则将其划入该业务相对应的行业。美克家具主要营收来自零售业而非家具制造业, 是由于其售卖方式主要为直营, 产品直接卖给终端客户, 这就造成了尽管公司拥有完整的家具生产供应链, 但仍然从本质上区别于其它家具上市公司。

表 1: 家具板块的各类行业分类

证券代码	证券简称	所属证监会行业名称	所属 Wind 行业名称	所属申万行业名称	所属中信行业名称
600337.SH	美克家居	批发和零售业-零售业	可选消费 -耐用消费品与服装 -家庭耐用消费品 -家庭装饰品	轻工制造 -家用轻工 -家具	轻工制造 -家居 -家具
000663.SZ	*ST 永林	制造业-家具制造业			
002572.SZ	索菲亚	制造业-家具制造业			
002853.SZ	皮阿诺	制造业-家具制造业			
300616.SZ	尚品宅配	制造业-家具制造业			
300749.SZ	顶固集创	制造业-家具制造业			
600978.SH	*ST 宜生	制造业-家具制造业			
603008.SH	喜临门	制造业-家具制造业			
603180.SH	金牌厨柜	制造业-家具制造业			
603313.SH	梦百合	制造业-家具制造业			
603326.SH	我乐家居	制造业-家具制造业			
603389.SH	*ST 亚振	制造业-家具制造业			
603610.SH	麒盛科技	制造业-家具制造业			
603709.SH	中源家居	制造业-家具制造业			
603801.SH	志邦家居	制造业-家具制造业			

603816.SH	顾家家居	制造业-家具制造业			
603818.SH	曲美家居	制造业-家具制造业			
603833.SH	欧派家居	制造业-家具制造业			
603898.SH	好莱客	制造业-家具制造业			
603221.SH	爱丽家居	制造业-橡胶和塑料制品业			

资料来源：Wind，天风证券研究所

由此可见，美克家居真正耕耘的赛道是中高端成品家具零售。我们通过对美克家具的本质认知并结合对资本市场在家具零售方面布局的梳理，我们注意到全球投资巨头长期以来对高端家具零售赛道偏爱有加，而国内资本市场对这一领域的关注度尚未兴起。

3.1. 高端家具零售领域——全球知名投资巨头青睐的高价值、高壁垒赛道

家具市场细分领域众多，高端家具零售业发展受益消费者两大需求：

- 技术发展造成家具款式丰富，高端消费者多样化需求需要“专家”来引导消费。根据 MINTEL，基于家具零售市场产品的多样性，很多消费者需要零售商充当“分类专家”来引导消费。这其中，高端家具的客户群对专业化的引导需求较中低端客户群要求更高，因为此类群体已具有经济实力、有意识、有欲望地去追求美好生活。对于此类群体，需要有被专业培养过的、具有审美眼光的生活方式设计师为其提供在整体搭配、单品组合、色调美感、风格品味等等从整体到细节的指导，同时还要能使客户能在他们所在的零售店便捷地实现设计师给出的方案。
- 家具消费多为改善性，消费者对外观与品质的追求不断升高。根据 MINTEL，家具零售业销量主要来源于消费者更换家具，即改善性消费。这种消费大多是在已满足功能性需求的基础上，对品质、美感的升级需求。家具消费者随经济实力提升而具有家具升级需求，这也是目前家具市场已形成低中高奢多层级赛道的主要原因。高端家具零售领域随越来越多需求不断进入该区间的消费者而持续发展。

高端家具设计品牌遍布全球，高端家具零售商较为罕见。我们选择家具消费大国——美国作为研究对象。根据 FBIC Global Retail & Technology 于 2014 年发布的美国家具市场数据，美国家具零售渠道多样，主要可分为百货店、床品店、折扣店、生活方式店、制造商品牌、办公家具店、租赁店、传统家具店、会员制大卖场、DIY 店、线上网站。其中主打奢侈品家具零售的 RH（Restoration Hardware）和主打高品质家具零售的 WSM（WILLIAMS-SONOMA）两大公司均位于生活方式店的分类中，与其归属相同分类的还有廉价家具零售商 IKEA、中高端家具零售商 Crate&Barrel、主营卧具卫浴的 Bed Bath&Beyond，以及现已申请破产流程的平价家具零售商 Pier 1 Imports。

图 13：美国各类家具零售渠道公司分布

Department Stores	JCPenney ★ macy's
Bedding Stores	MATTRESS FIRM SLEEPYS sleep number. SLEEP TRAIN MATTRESS CENTERS
Discount Department	TARGET Walmart
Lifestyle Stores	Crate&Barrel BED BATH & BEYOND RESTORATION HARDWARE WILLIAMS-SONOMA Pier 1 imports IKEA
Manufacturer Brands	ASHLEY L A Z B O Y BERKSHIRE HATHAWAY INC. ETHAN ALLEN
Office Supply Stores	STAPLES Office DEPOT
Rental Stores	Aaron's
Traditional Furniture	Raymour & Flanigan BOB'S BIRCHMOUNT FURNITURE HAVER TYS ROOMS TO GO AMERICAN SIGNATURE FURNITURE
Club Stores	COSTCO Sams
DIY Stores	Home Depot LOWE'S
E-Commerce First	overstock wayfair amazon

资料来源：Furniture Today, FBIC Global Retail & Technology, 天风证券研究所

从营业额排名来看，高端家具零售公司在家具零售行业中名列前茅。根据 Furniture Today 2014 年美国家具市场数据，我们可以发现，即使在 2014 年，WSM 和 RH 也在各家具零售终端中排名第三和第六，伯克希尔·哈撒韦的家具部门排名第七。从二级市场情况来看，在美上市的高端家具零售龙头公司仅有 RH 和 WSM，其股价自其上市以来均呈现靓丽走势。截至 2020 年 11 月 4 日，RH 的市值为 70 亿美元（约合人民币 470 亿元），PE（TTM）为 33 倍，收盘价为 359.74 美元（约合人民币 2405.91 元）；WSM 的市值为 75 亿美元（约合 496 亿元人民币），PE（TTM）为 18 倍，收盘价为 96.25 美元（约合人民币 643.60 元）。两家上市公司总市值合计已近千亿元人民币。

图 14：美国 Top10 家具零售商（2014 年数据）

Rank	Company	Estimated Sales (USD Mil.)	YoY % Change
1	Ashley Furniture HomeStore	3,273.70	5.1
2	IKEA	2,830.00	5.2
3	Williams-Sonoma	2,400.00	9.8
4	Rooms To Go	1,980.00	11.2
5	Mattress Firm	1,933.10	39.4
6	Restoration Hardware	1,490.00	23.7
7	Berkshire Hathaway	1,454.70	6.0
8	Pier 1 Imports	1,272.20	5.2
9	Raymour & Flanigan	1,142.70	-0.7
10	Sleep Number	1,119.70	16.6

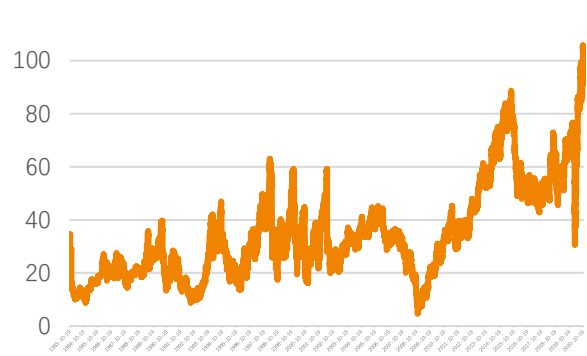
资料来源：Furniture Today, 天风证券研究所

图 15: RH 自 2012 年上市至今的股价走势 (美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

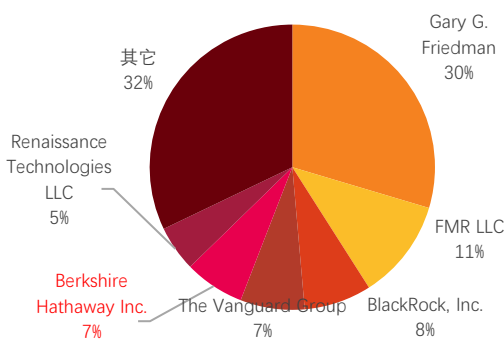
图 16: WSM 自 1983 年上市至今的股价走势 (美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

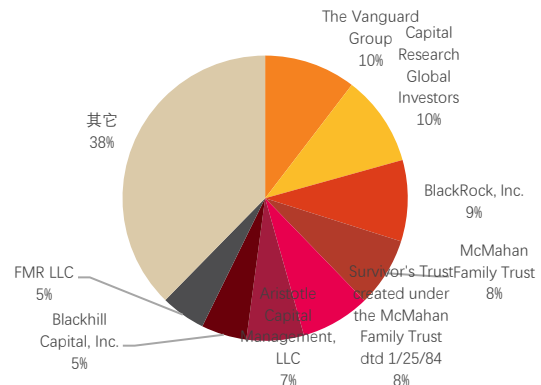
RH 和 WSM 背后全球知名投资巨头云集。 RH 和 WSM 历年公告显示, 其持股 5% 以上的股东中多为资本巨头。以 RH 为例, 截至 2020 年三季度, 公司除实控人外的主要股东包括 **巴菲特**(Warren Buffet) 所在的 **伯克希尔·哈撒韦**(Berkshire Hathaway Inc)、**贝莱德集团**(BlackRock, 也称黑岩基金)、**富达投资**(FMR LLC) 与 **领航投资**(The Vanguard Group, 也称先锋集团)、**文艺复兴科技**(Renaissance Technologies LLC), 其中贝莱德集团是全球资管规模排名第一的公司、富达投资和领航投资并列为美国最大的两家公募基金管理公司、文艺复兴科技是美国最著名的量化基金, 5 家投资机构合计持股比例达 38.28%。从 WSM 的股权构成来看, 我们注意到贝莱德集团、领航投资、富达投资等资本巨头身影同样出现其中。

图 17: RH 大股东构成 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: WSM 大股东构成 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

近 50 年来美股仅跑出两家高端家具零售公司——行业壁垒高是主因——高端家具零售业的挑战在于同时做到“有品位”和“有规模”:

- **综合来看, 高端家具零售商在生产“有品位”家具的同时兼顾布局“有规模”的零售并非易事。目前, 国际高端家具零售商主要由三类公司组成: 1) 高端家具制造公司, 如 Poltrona Frau (意大利高奢零售品牌)、Knoll (美国高端办公&居家家俱品牌)、美克家居 (中国中高端家具品牌) 等, 此类公司通常自己开拓全球市场, 或请地区代理商开辟市场。此类公司的直营店铺数量若能在百家以上, 其在所在国高端家具零售业中已属龙头; 2) 老牌奢侈品集团, 如 TIFFANY、LVMH 等公司, 此类公司通常走自己的奢侈品零售店, 将家具与其主要的服饰产品线搭配售卖, 家具并非主要产品; 3) 专门经营高端家具品牌的平台型公司, 如 RH、WSM 等, 这些公司主要通过代理设计师品牌, 而不自行生产家具。**
- **进一步地, 实现零售“有规模”的难点在于零售店中能够使消费者有“美好生活”的体验。我们认为, 家具零售店内的布景, 是最能直观带给消费者对购买家具后所形成的生活画面的场景。高端家具零售店内布景在零售店的基本功能上, 进一步增加了引**

导消费者对美好生活产生向往的作用，该场景的实现需要高端家具零售商结合高审美能力、设计能力和陈列布景能力等稀缺能力共同配合，并且要定期更新以保持对消费者的吸引力，这对高端家具零售商的资源配置能力提出了较高要求。

高端家具零售这一赛道的高壁垒属性使目前中美上市公司中，美国仅 RH 和 WSM 走成，通过自己不生产而选择代理“有品位”家具实现“有规模”的零售；中国仅有美克家居走在前面，同时兼顾了生产“有品位”家具并持续改良经营策略以实现“有规模”的零售。

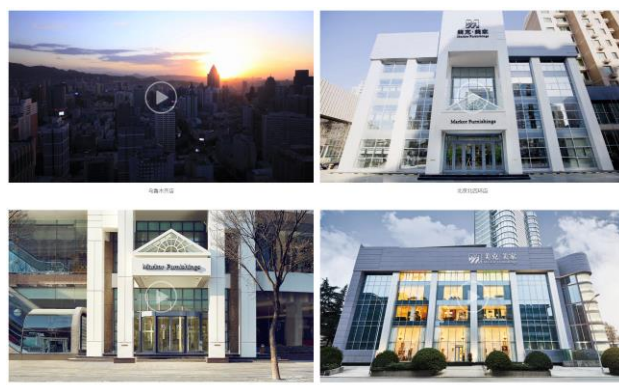
我们选择 RH 作为美克家具的对标企业。与 WSM 相比，RH 与美克家居的共同特点在于：二者均通过自设数十家殿堂级家居体验店以实现高端家居销售。这一经营策略在老牌奢侈品集团中较为常见，而在高端家具零售业中却是较为罕见的。

图 19：RH 殿堂级家居体验店示意图



资料来源：RH 官网，天风证券研究所

图 20：美克家居殿堂级家居体验店示意图



资料来源：美克美家官网，天风证券研究所

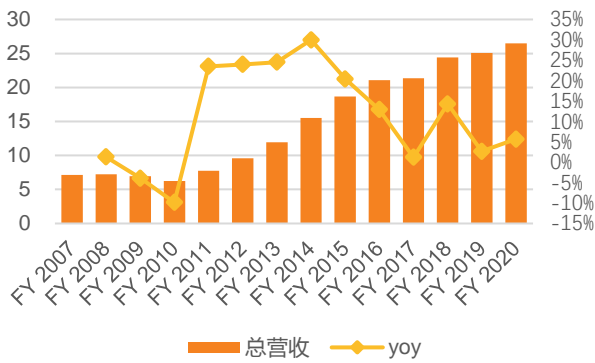
3.2. RH：美国高端家具零售龙头，已成巴菲特 2020 年投资收益率领先标的

美国高端家具零售龙头——RH 家具公司(Restoration Hardware)。公司创立于 1979 年，先于 1998 年登陆 NASDAQ，于 2008 年退市后重整发展策略，后于 2012 年重新登陆 NYSE（股票代码 RH.N）。目前，公司主营高端及奢侈品家具零售，产品广泛覆盖家具、灯饰、纺织品、卫浴、装饰品、户外&花园用品、餐具、儿童&青少年家具等。公司现已成为美国高端家具零售赛道的领军企业。

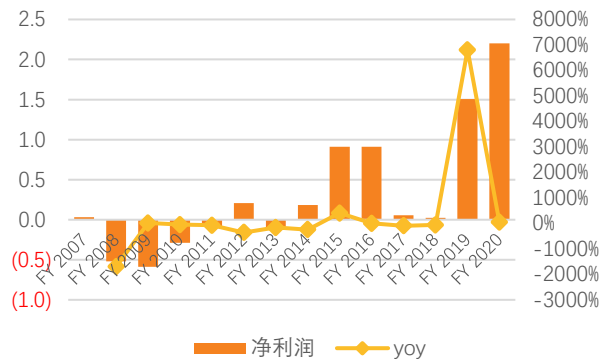
RH 业绩长期快速增长，每次业绩拐点与公司经营策略重新梳理密不可分。公司起家时便致力于家具零售，至 1998 年上市时已有 47 家门店，后于 2008 年经济危机的影响，公司由于主业与同业公司缺乏差异化竞争而导致业绩下滑，并进一步于 2018 年 6 月选择退市。2010 年 9 月，公司重新将主营业务定位于高端客户的细分市场，以使其对 Pottery Barn（隶属 Williams Sonoma, WSM.N）等同业更具差异化的竞争优势。此后公司业绩一路走高，自 2011 财年(上年 1 月 31 日至次年 2 月 1 日)的 7.73 亿美元升至 2016 财年的 21.09 亿美元，CAGR 达 22.24%，净利润也于 2012 财年扭亏为盈，至 2016 财年为 0.91 亿美元，2012-2016 财年的 CAGR 为 45.04%。2016 年，公司再次确定了从推销转为会员制的营销策略，此后营收增速放缓，但利润增速起飞，营收由 2017 财年的 21.35 亿美元升至 2020 财年的 26.47 亿美元，CAGR 为 7.44%，较上一阶段大幅下降 16.43pct，而同期净利润则由 0.05 亿美元升至 2.20 亿美元，CAGR 为 244.27%，净利润 4 年翻了 40 多倍。

图 21：RH 公司营收及同比增速（亿美元，%）

图 22：RH 公司净利润及同比增速（亿美元，%）



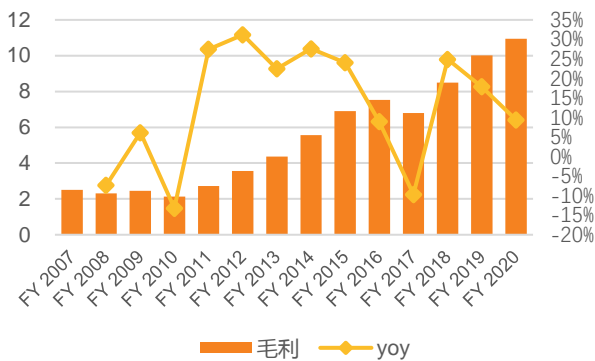
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

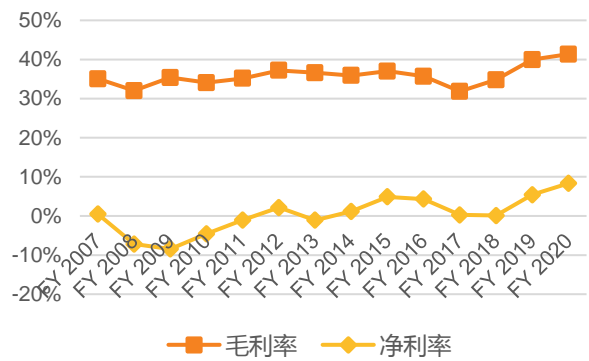
公司毛利率长期保持 30% 以上，整体盈利能力持续增强。从公司的毛利和净利情况来看，公司成本控制能力较强，毛利率长期保持在 35% 上下。直到 2016 年公司改变营销策略，当年(即 2017 财年)毛利率出现短暂下降,此后 4 年快速提升,截至 2020 财年已达到 41.36%; 公司净利润整体处于波动上行趋势,并于 2016 年后与毛利率呈现相同走势,2020 年财年达到 8.32%,创公司自 NYSE 上市以来新高。

图 23: RH 公司毛利及同比增速 (亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 24: RH 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2019 年 11 月,巴菲特所在的伯克希尔·哈撒韦入股 RH。巴菲特自 1983 年收购内布拉斯加州家具市场 90% 的股份以来,一直在持续布局家具零售赛道。目前伯克希尔投资组合中的家具部门中已有 5 个标的,分别为:布拉斯加州家具市场(Nebraska Furniture Mart)、约旦家具(Jordan's Furniture)、星辰家具(Star Furniture)、威利家具(RC Willey Home Furnishings),以及 RH 家具。这些家具公司主营业务均为家具零售,其中 RH 是目前伯克希尔家具部门中唯一一家布局高端家具零售赛道的公司。

图 25: 伯克希尔于 2019 年 11 月披露的 13F 公告显示其入股了 RH

COLUMN 1	COLUMN 2	COLUMN 3	COLUMN 4	COLUMN 5	COLUMN 6	COLUMN 7	COLUMN 8
NAME OF ISSUER	TITLE OF CLASS	CUSIP	VALUE (x\$1000)	SHRS OR PRN AMT	SH/ PUT/ CALL	INVESTMENT DISCRETION	OTHER VOTING AUTHORITY
RH	COM	74967X103	136,664	800,000	SH	DFND	4
RH	COM	74967X103	69,672	407,844	SH	DFND	4,11

资料来源: SEC, 天风证券研究所

目前 RH 已成为巴菲特投资组合中 2020 年投资收益率超越苹果、亚马逊等公司的标的。2020 年 1 月 1 日至 10 月 30 日, RH 的股价涨幅达 67%, 而同期伯克希尔投资组合中的 StoneCo 股价涨幅在 25%、苹果为 46%、亚马逊为 62%。从长期来看, RH 投资收益率表现同样亮眼, 根据 GLOBAL BRANDS MATTER, 从 2013 年 1 月 1 日到 2019 年 9 月 20 日(即伯克希尔投资前夕), RH 股票收益率约为 400%, 而同期的标准普尔 500 指数收益率约为 110%。

图 26: RH 与伯克希尔公司主要投资标的 2020 年年初至今涨幅对比 (%)



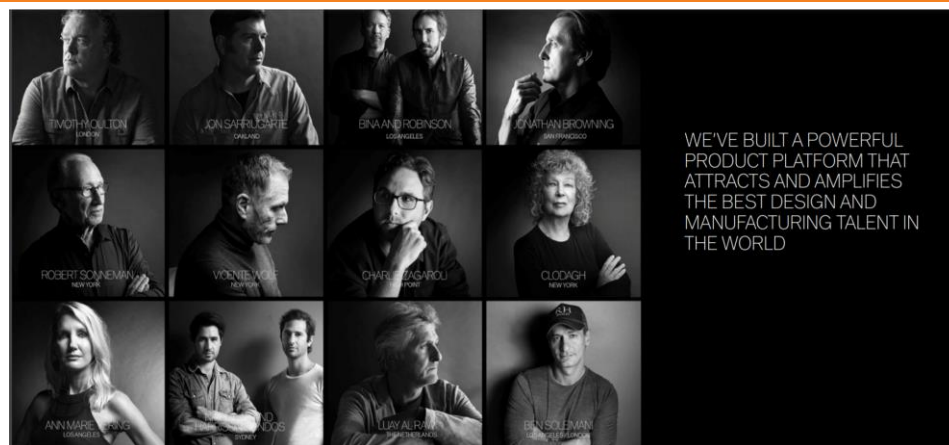
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 全球高奢家具供应链+至尊购物体验+定位高端群体成就 RH 领先地位

我们认为, RH 在高端家具零售领域领先地位的形成主要得益于其三大经营策略:

一、搭建全球高端&奢侈品家具供应链, 确保产品矩阵保持活力。公司与全球知名设计师签约, 提供 toB 级别的高水平设计方案与产品, 通过建立以产品领导力为中心的跨职能组织, 实现各职能部门的通力协作, 完成与设计师及工匠的紧密合作, 保证了产品的持续开发及推出。公司产品主要来自英国高端手工家具品牌 Timothy Oulton、美国奥克兰手工灯具铁器艺术家 Jon Sarrigarte 创立的品牌 Form & Reform、喜达屋公司(拥有威斯汀等高档酒店)全球设计执行副总裁的品牌 Jonathan Browning 工作室、现代照明设计领先者 Robert Sonneman 的同名品牌、极简主义酒店设计师的品牌 Vicente Wolf、澳大利亚极简手工露天风格家具品牌 Harbor Outdoor 等等。

图 27: RH 的全球设计师团队(部分)

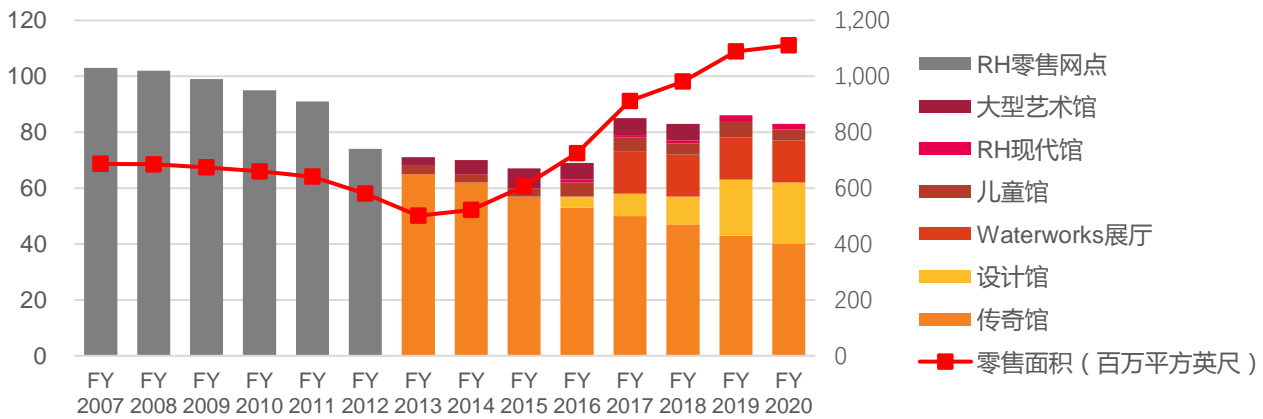


资料来源: RH 2018 年高盛全球零售会议, 天风证券研究所

二、全方位入手为客户打造至尊感受的购物体验。为使其以高端客户为主的目标客户群感受到优质的购物体验, 公司主要通过三大营销手段实现:

1) **殿堂级体验店。**截至 2020 年 8 月 1 日, 公司在美国、加拿大和英国等地共有 68 座 RH 体验艺术馆 (Gallery)、15 座 Waterworks 品牌厨卫体验厅。其中, 68 座艺术馆包括 40 座传奇馆、22 座设计馆、2 座 RH 现代馆和 4 座 RH 儿童家具馆。

图 28：RH 零售网点数量&构成&零售面积（家，亿美元，百万平方英尺）



资料来源：天风证券研究所

体验艺术馆外表如同宫殿，内部装潢华美，有效提升了客户的购物体验和公司业绩。公司力图建造令人遐想的体验馆：在配置方面，包括了阳台、花园、顶层公园，购物环境充满自然光线和新鲜空气。通过与世界一流室内设计师相媲美的精致生活场景来展示甄选家具，同时配备咖啡馆、葡萄酒庄、酒吧等接待体验，为高端客户提供沉浸式购物体验与审美价值革新，展现的精致生活加强了品牌亲和力和奢侈美感，与其他家具零售商形成差异。在体验馆中，客户可以获得成套家具配置的使用体验，并与馆内设计师进行项目洽谈，定制家居方案；选址方面，公司将体验馆布局在纽约等富人聚集或度假的地点；从投入产出的效率上来看，这些地点商品年销量高，平均 3-4 年就能收回体验馆的投入成本。以纽约等第一线大都市打造的地标性体验馆为例，投入约 500 万美元，营收约 1 亿美元，约 20 个月回本。根据公司年报，殿堂级体验馆的营销方式会使客户在体验中受到启发，考虑购买全套产品来复制展区内的设计美学，进而增加平均订单价，提升公司盈利能力。

图 29：RH 体验馆外形示意图



资料来源：RH 官网，天风证券研究所

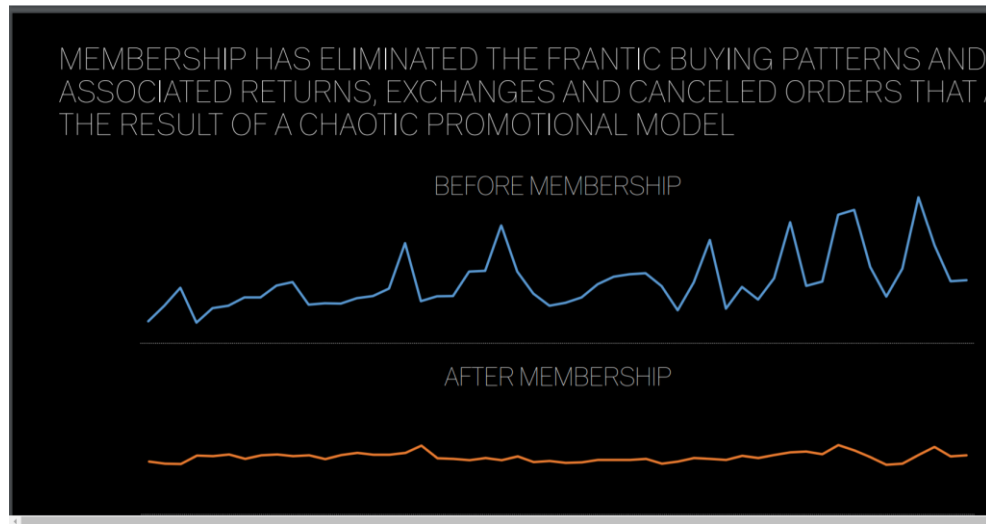
图 30：RH 体验馆内部示意图



资料来源：RH 官网，天风证券研究所

2) 会员制。相较于其他零售商主要依靠促销活动以吸引客户并获得市场份额，公司主要通过采用会员制模式获取市场份额，走重“质”而非重“量”的业绩增长路线。公司于 2016 年启动从推销模式转为会员制的营销策略，根据公司年报，该策略提高了对销量和库存预测的准确性，增强了供应链和体验店的经营效率，结束了推销制所带来的繁杂的采购、退货换货，最终使提高了生产效率并降低了成本。目前，公司 95% 的核心业务由会员驱动，其中 65% 的零售业务来自于使用了 RH 室内设计服务的会员。公司会定期更新面对 RH 会员计划的客户信息数据库，其中包括销售模式、详细的购买信息、邮件地址及相关统计信息，这些数据将帮助分析跨销售渠道的客户购买行为，并以此制定有针对性的营销策略。

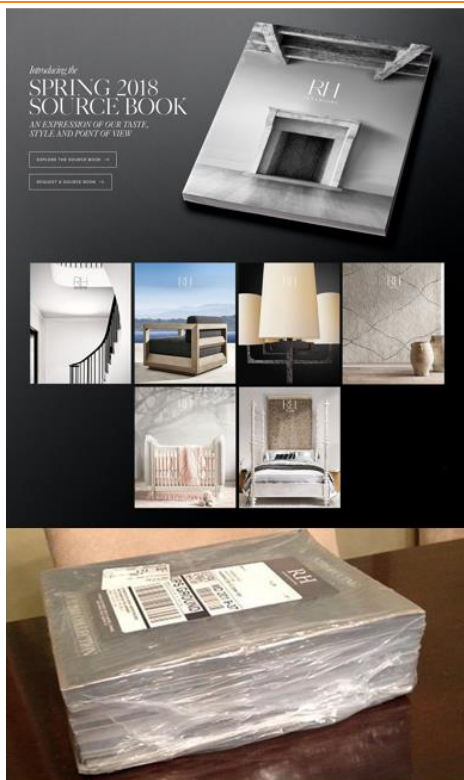
图 31：会员制降低了 RH 的经营风险



资料来源：RH 2018 年高盛全球零售会议，天风证券研究所

3) 邮寄大型产品介绍手册。公司通过邮寄大型产品介绍手册以维护和拓宽客户群。公司制作了一系列产品介绍书 (Source Books) 展示家具及设计风格搭配, 一年一套, 按照不同家具品类编著分次寄出。公司每年印制的产品介绍书往往多达 2500-3300 页, 重达 12-17 磅。客户可以选择接收邮寄实体书籍或者电子邮件接收电子版。根据 KURT SALMON, 约 70% 的购物者是由于看了产品目录才下单。我们认为, 产品介绍书能使客户对公司产品的体验从体验馆延伸至家, 客户可在家中比照产品介绍书在头脑中完成对新家具放入家中场景的形象化, 有助购买欲的提升。

图 32: RH 产品介绍书外观示意图



资料来源：RH 官网，天风证券研究所

图 33: RH 产品介绍书内容示意图



资料来源：RH 官网，天风证券研究所

三、定位高收入客户，业绩受经济衰退影响小。公司自 2010 年 9 月起，重新将主营业务定位于高端客户的细分市场。根据公司上市纽交所的招股说明书，明确将客户群定位在收入为 20 万美元及以上的家庭，这部分客户的收入结构中不止包括打工收入，这使其处于经济周期下行时消费能力不会受到太大影响，且在经济周期上行时能够更快恢复消费。以 2020 年疫情期间为例，公司 2020 年上半年营收 11.92 亿美元，其中第二季度实现营收 7.09

亿美元,同比增 0.39%,环比增 46.88%;净利润 0.98 亿美元,同比增 53.13%,环比增 3366.67%。此外,疫情延长了消费者的居家时间,加大了已有家具缺陷的暴露机会,这刺激了消费者升级家具的欲望。

4. 美克家居=布局家居全产业链的“中国升级版” RH

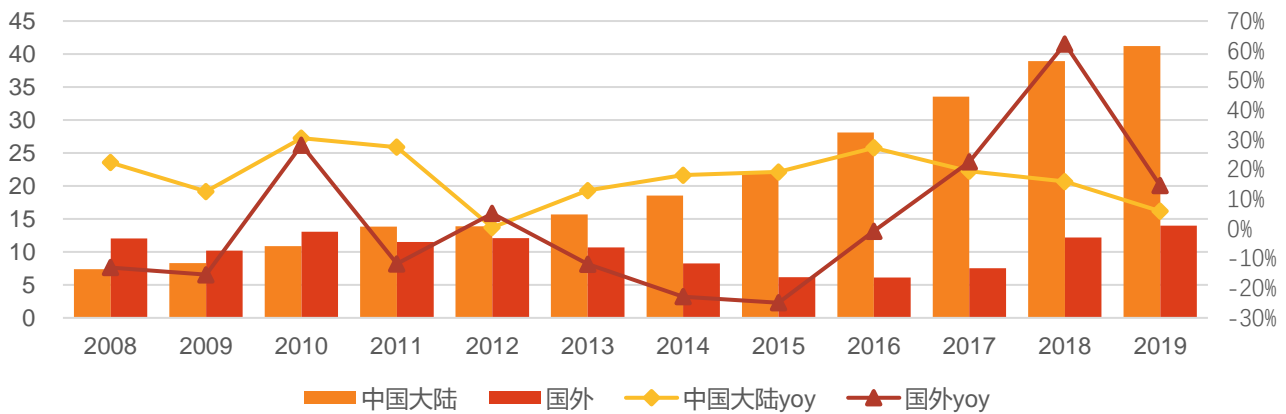
美克家居在与 RH 相似的高端家具零售业务的基础上,还拥有自己的高端家具品牌生产和引进的供应链。我们认为,美克家居是“中国升级版”的 RH。

4.1. 拥有完整实木家具供应链,掌握全品研产销环节

公司拥有完整的实木家具供应链,产销布局与营销渠道已可覆盖全球:

- 公司起家于为国外家居品牌做 OEM,后转型为自有品牌销往海内外。2008 年起,公司为应对世界经济形式变化与国内劳动力、原材料价格不断攀升,公司逐渐降低 OEM 业务比重,转型重视自有品牌建设,同时对多品牌战略进行测试;2014 年,公司初步完成品牌布局,国外业务形式从 OEM 业务逐步转为出口自有品牌的批发业务。截至 2019 年公司国内营收 41.22 亿元,同比增长 5.96%,占总营收 68.3%,国外营收 13.98 亿元,同比增长 14.56%,占比 30.59%。

图 34: 美克家居国内与国外营收与同比增速 (亿元, %)

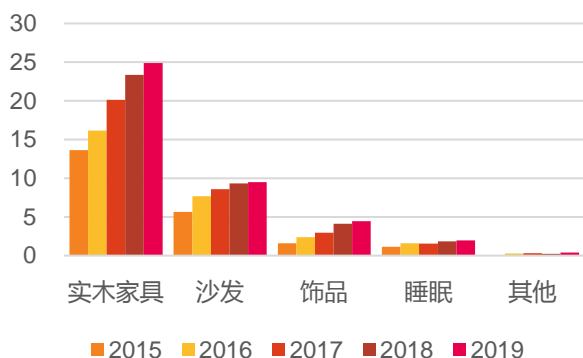


资料来源: Wind, 天风证券研究所

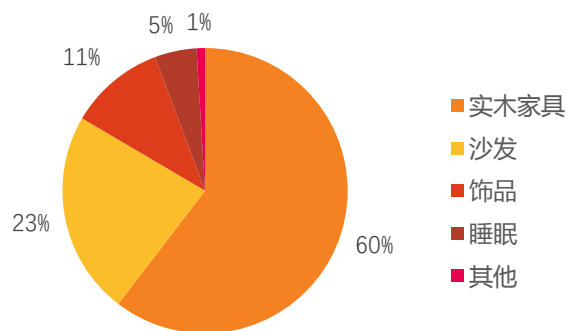
- 产能全球布局以支持全球市场供货。公司目前拥有 10 个国内制造能力领先的中高端家具制造工厂、越南以及美国制造基地,2019 年合计生产 70.97 万件,同比减少 20.13% (中美贸易摩擦导致部分出口订单转移至越南生产,越南公司业绩目前不在合并报表范围内),其中,实木家具占 70.05%,沙发及软包产品占 29.95%。
- 具有全品类家具的研发能力,产品覆盖实木成品家具、沙发、家饰、睡眠、其它等等。

图 35: 美克家居历年零售家居业务营收结构 (亿元)

图 36: 美克家居 2019 年零售业务各家居品类占比 (%)



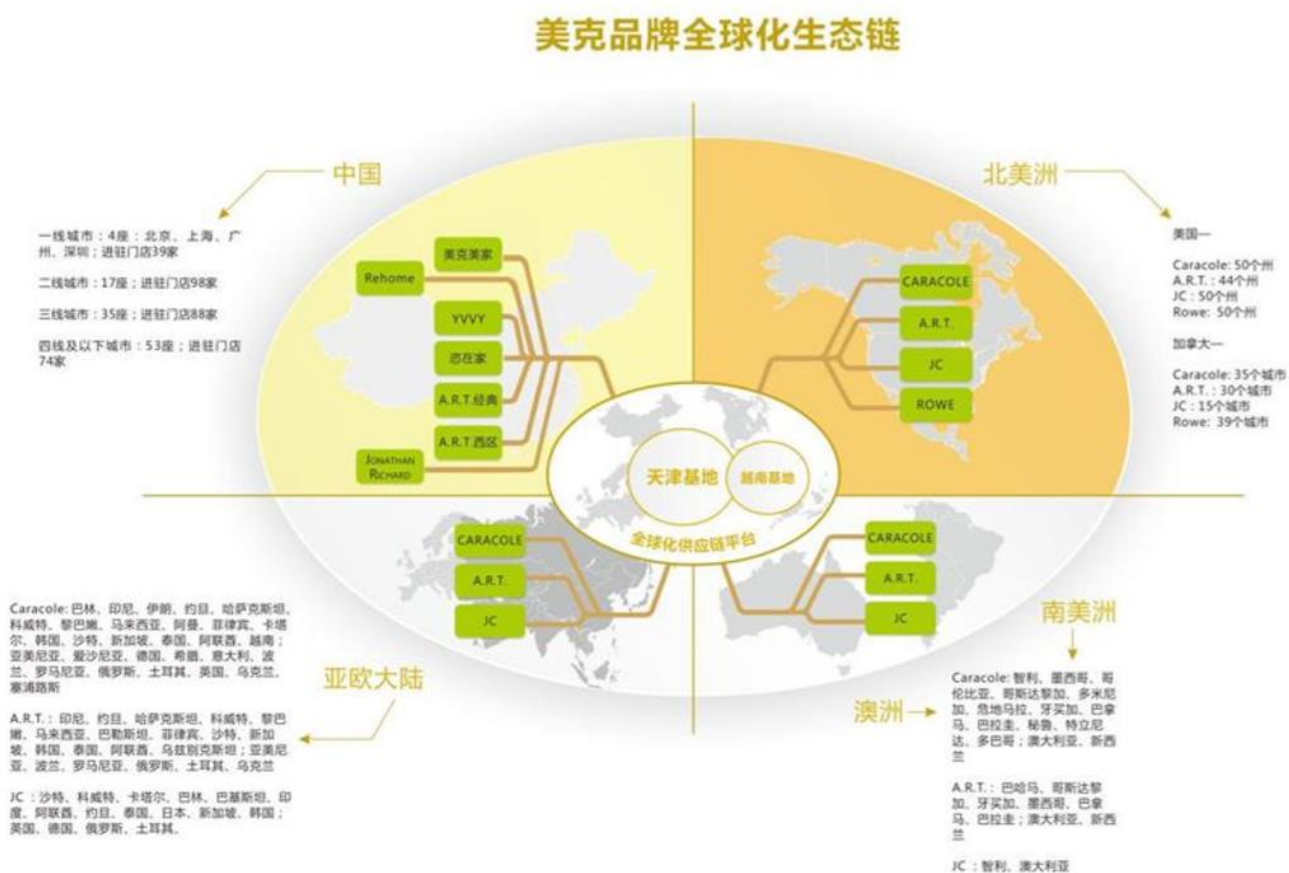
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

- **营销渠道遍布全球，对应地区市场投放合适品牌。**根据 2020 年半年报，国内已覆盖一到四线上百个城市，共进驻门店 300 余家；国外已进入 60 多个国家的 3900 余家门店，包括北美洲的美国与加拿大、南美洲诸国以及澳大利亚、以及欧亚大陆个国家，其中不同地区市场投放适合当地消费者的品牌产品，如北美洲投放了 CARACOLE、A.R.T、JC、ROWE；在南美洲、澳洲、亚欧大陆以主要投放了 CARACOLE、A.R.T、JC。

图 37: 美克品牌全球化生态链



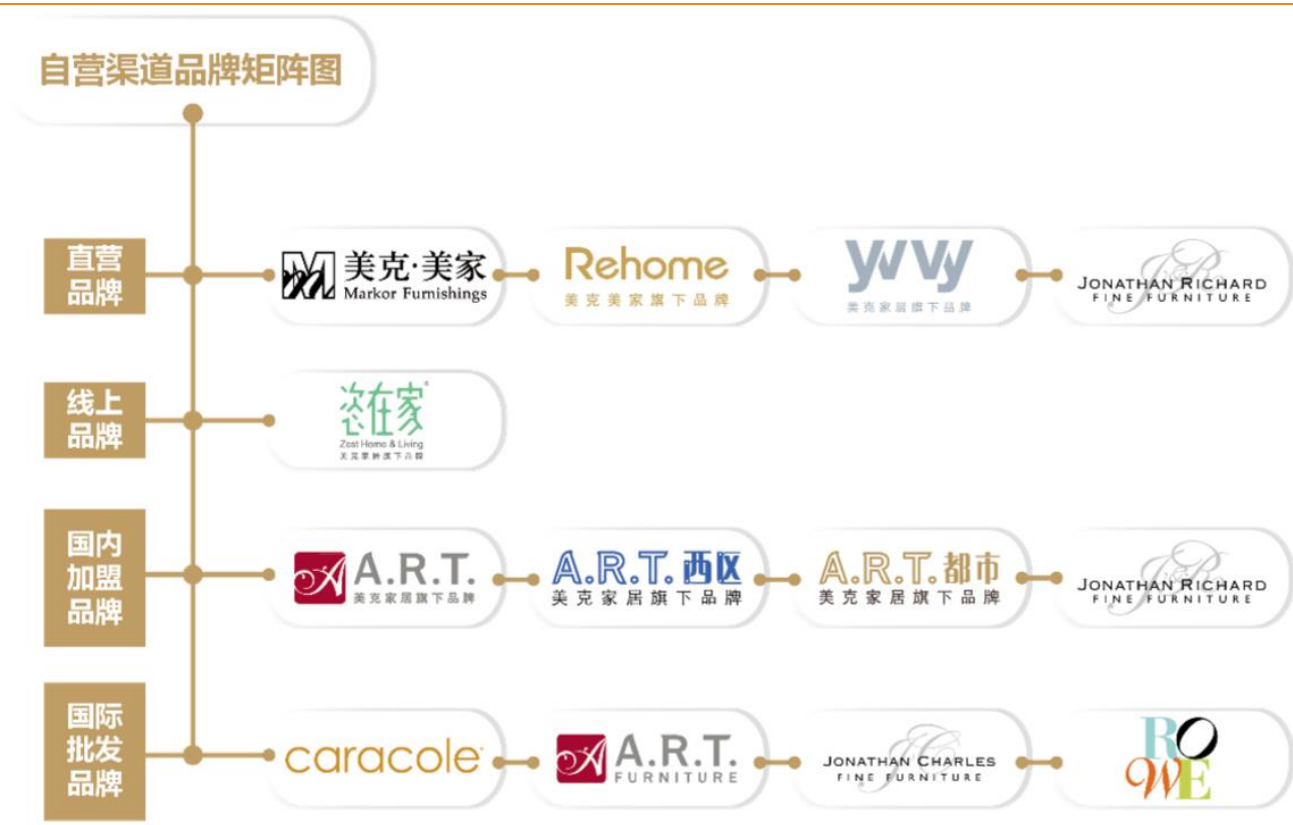
资料来源: 美克家居 2020 年半年报, 天风证券研究所

4.2. 零售店重体验，全方位打造美好生活沉浸式场景

公司通过多种渠道组合完成对旗下品牌的生产和营销，以触及更广泛的消费者。公司目前直营品牌主要是美克美家、Rehome、YVYV；国际品牌在国内通过加盟方式营销的有 A.R.T、A.R.T.西区、A.R.T.都市以及 Jonathan Richard (Jonathan Charles 母品牌)；国际批发品牌

包括 caracole、A.R.T.、Jonathan Charles、ROWE；线上品牌为恣在家 Zest Home。

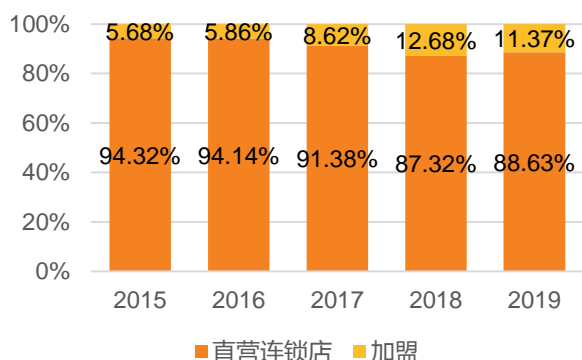
图 38：美克家居自营渠道品牌矩阵图



资料来源：美克家居 2020 半年报，天风证券研究所

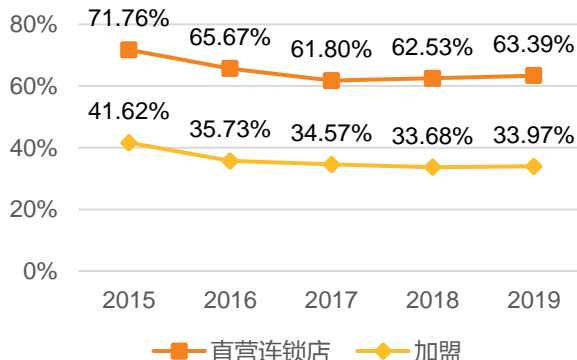
公司主要的营销方式是零售，主要分为直营和加盟两种模式，截至 2019 年，公司业绩主要来源仍为直营连锁，该模式当年贡献国内营收占比为 88.63%，加盟为 11.37%；从二者对营收贡献比例的变动趋势来看，近年来加盟店贡献营收比例持续增加，同时二者的盈利能力也逐渐趋于稳定。

图 39：直营、加盟所获营收占比结构 (%)



资料来源：美克家居历年年报，天风证券研究所

图 40：直营、加盟所获毛利率对比 (%)



资料来源：美克家居历年年报，天风证券研究所

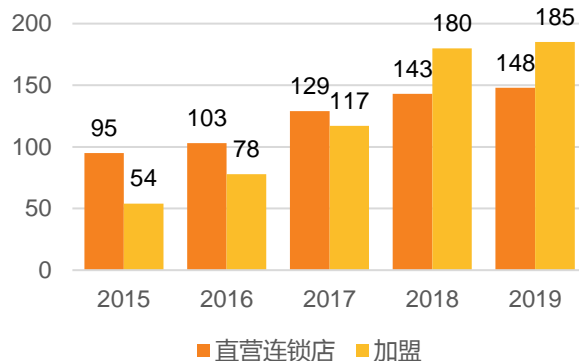
- **开设直营店以建立便于消费者触达的零售网络。**公司于 2002 年开设美克美家第一家直营零售连锁店，其直营店策略为在市场规模具备条件的城市和区域，以标准店为中心、概念店为辐射，环绕布署社区店、商场店、馨赏家，快速完成各大城市网络布局。至 2013 年，美克美家家具连锁网络已成为我国最大的家具零售网络之一，广泛覆盖环渤海、长三角、沿长江经济带等地区，截至 2019 年，公司拥有直营店 148 家，较上年新增 5 家。
- **赋能加盟商建立复合营销体系，快速打开新市场。**公司的加盟策略落地始于 2011 年，

公司使美国自有品牌 A.R.T. 回归中国，并在乌鲁木齐建立了 A.R.T. 加盟测试模型店，此后公司主要通过 A.R.T. 品牌开始构建自营+加盟的营销渠道体系。2014 年，A.R.T. 加盟店数量为 21 家，运营体系已初具规模，此后加盟店数量快速增长，2018 年首次超过直营店数量，达到 180 家，5 年间完成实现对上百个加盟商的吸引，可见公司品牌吸引力。截至 2019 年底，公司加盟商数量为 185 家。

图 41：美克家居国内门店布局示意图



图 42：直营连锁与加盟业务历年门店数量（家）



资料来源：美克家居 2018 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

公司为全面展示旗下品牌的多种家居产品，在门店的基础上还开设了城中大型体验厅，并通过种类形式上的逐渐升级，现已建立 3 层体验入口：从最初的体验店，到现在的品牌馆，再到未来的生活体验式购物中心，每一层体验入口的建立都将为消费者带来更加完整、更加趋紧真实的一站式高端家居体验，加速消费者从体验到下单的行为转化：

- **体验入口 1.0：体验店，由表及里的获客转化入口。**公司目前拥有数家千平米级的体验店，多分布于一、二线城市，均具有如下特点以多维度助力消费者缩短从体验到做出购买决策的进程：1) **良好的区位便于吸引消费者**：位于城市商圈中心区，交通便利；2) **集中多个品牌为消费者提供个性化选择**：汇聚旗下多个家居品牌，使消费者一次性完成对多种风格产品的全方位浏览；3) **全面的高端家居体验带给消费者沉浸式体验**：超大面积展示多个生活真实场景，通过多元素运用，除家具本身的摆设外，还融合了建筑、布景、色彩、灯光、音乐、香氛等软硬装元素，配合茶点等服务，为消费者营造出五感全面满足的体验环境。

表 2：美克家居部分体验店情况一览

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

图 43：美克美家南京新街口旗舰店



资料来源：中国网地产，天风证券研究所

图 44：美克美家宁波旗舰店



资料来源：宁波嘉亿，天风证券研究所

- **体验入口 2.0：品牌馆，还原生活场景，用真实的高端家居体验激励消费者为美好生活付费。**公司现有两间万平方米级的品牌馆。美克美家+美克家居成都品牌馆于 2018 年 3 月完成升级并开业，面积达 10000 平方米，是公司在成都最大的单一品牌馆，馆内聚集了公司多品牌产品，代表公司品牌价值新高度的生活美学力作；2019 年 3 月，公司 15000 平米武汉品牌馆开业，是在成都品牌馆基础上升级的“2.0 版本”，也是目前公司旗下规模最大的线下品牌馆。公司除展示原有品牌外，还包括新购的品牌、以及世界顶级室内设计师合作品牌产品，使国内外高端家居品牌在此汇聚和交流，生活和艺术的碰撞与融合造就了美克美家品牌馆的整体气质——一个跨品牌+跨生活方式的集合地。

图 45：美克美家+美克家居成都品牌馆



资料来源：美克家居 2017 年年报，天风证券研究所

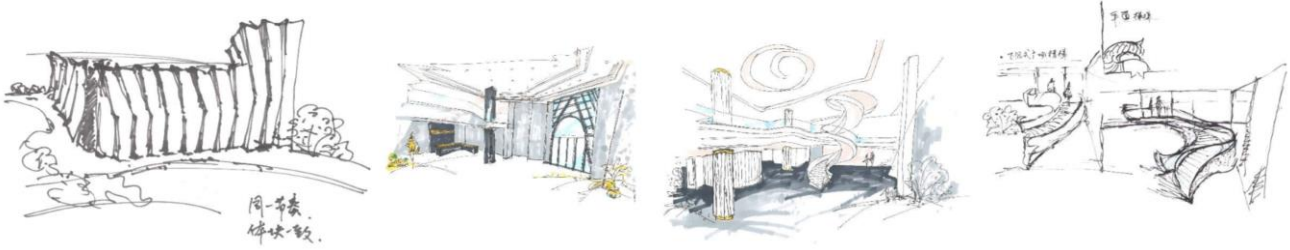
图 46：美克美家武汉品牌馆



资料来源：美克家居 2019 年年报，天风证券研究所

- **体验入口 3.0：生活体验式购物中心，通过极致体验场景为消费者带来与传统家居购物的强烈反差，激发消费者对美好生活的迫切渴求。**根据公司 2019 年年报，公司将 2019 年启动“北京生活体验购物中心”项目，将购物中心打造成 3.0 升级版的新零售业态。北京生活体验式购物中心功能业态由學居艺术、时尚餐饮和文化休闲三部分组成，并为消费者提供极致的生活体验营销环境和居室文化的“五感”艺术体验。具有文脉主义的独特性，深度吸引中高端消费者的好奇心，从而产生巨大的文化艺术价值，以满足人们对文化休闲更高品位的要求。项目建设正在有序进行中。

图 47：美克家居生活体验式购物中心（设计草图）



资料来源：美克家居 2018 年年报，天风证券研究所

2019 年，公司首次将体验馆开出国门—MAC 设计研发中心在美启幕。2019 年 4 月 4 日，公司 MAC 设计研发中心在美国北卡罗来纳州高点市盛装启幕。该设计研发中心旨在展示公司家具产品，同时也将作为在美国北卡罗来纳州高点的家居艺术中心，吸引来自世界各地的优秀设计师和艺术家进行交流。该项目的投入使用一方面将提升了 Caracole 和 A.R.T. 品牌的知名度和影响力，另一方面将帮助公司优化全球品牌形象，推进国际化战略，增加公司全球品牌竞争力。

图 48：美克家居美国北卡罗来纳州高点 MAC 设计研发中心



资料来源：美克家居 2019 年年报，天风证券研究所

4.3. 多品牌矩阵+强设计力，广泛满足中高消费需求

公司旗下品牌丰富，目前共经营 15 个品牌。其中重点品牌为国内的 8 个渠道品牌：美克美家、A.R.T.、A.R.T.西区、A.R.T.都市、YVVY、恣在家 Zest Home 及美克美家子品牌 Rehome、Jonathan Richard；国际的 4 个批发品牌：Caracole、A.R.T.、Jonathan Charles 以及 Rowe；其余品牌包括美国伊森艾伦（Ethan Allen）以及多个国际设计师品牌，公司拥有其在中国的特许经营权或独家销售权。

品牌覆盖价格带宽广，满足不同经济能力消费者需求。公司将旗下品牌分为顶级、高级、中级下/中/下 5 个等级，其中 Caracole Signature、美克美家“Black Label”、伊森艾伦、Caracole、Compositions、美克美家“Market Furnishings”品牌由美克美家自营渠道经销，覆盖从 12 万到 120 万的价格带，客户群定位中高端收入人群；A.R.T.经典、A.R.T.都市与 A.R.T.西区品牌分别覆盖 15 万到 40 万、10 万到 30 万与 5 万到 25 万的价格带，分别面向高端与中等收入人群；另有 Rehome、YVVY、Jonathan Richard 填补 10 万到 15 万、10 万到 20 万、40 万到 60 万的差异区间，定位愿意为原创设计买单的群体；最后是恣在家 Zest Home 覆盖了 3 万到 10 万的消费者需求，定位中年轻人。

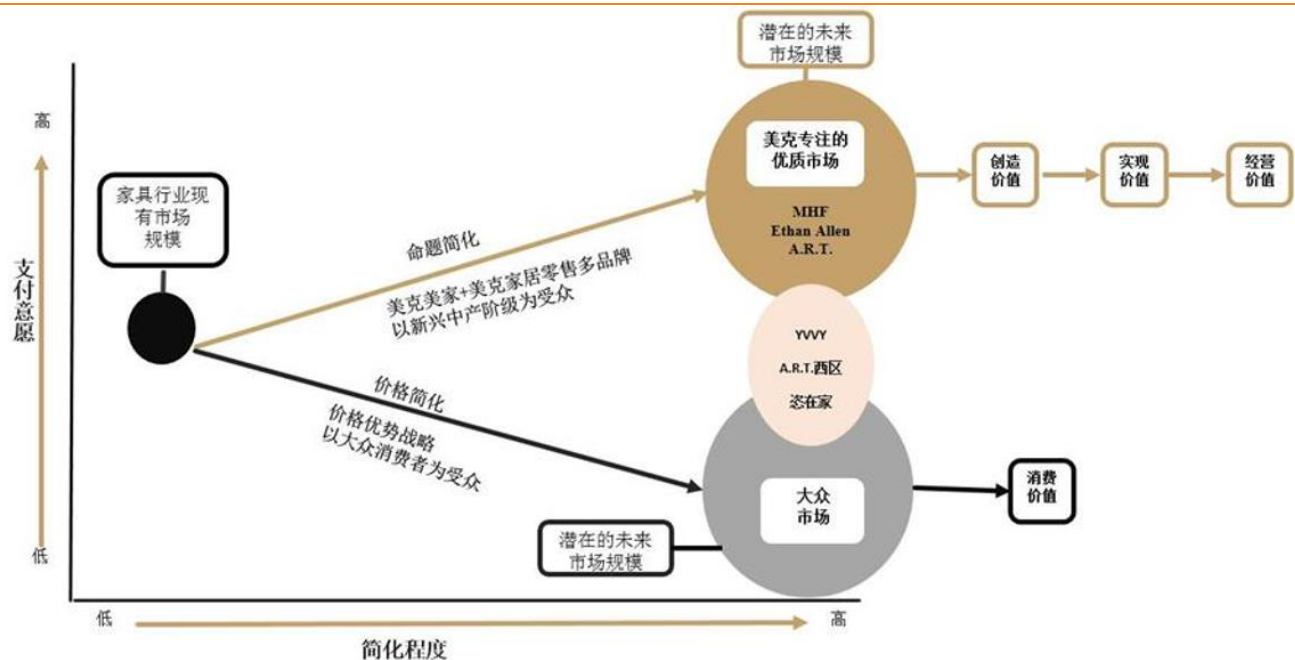
图 49：美克家居国内品牌价格布局



资料来源：美克家居 2020 半年报，天风证券研究所

多品牌使公司在家居领域占据重要战略位置，从高到低打通消费者下沉通道。根据公司公告，公司从消费者对个性化和性价比两个需求维度出发，以产品力为切入点，率先抢占以质优物美著称的中高端家居市场，然后再通过多品牌逐层下沉进入大众市场。我们认为，公司多品牌战略有利于助力公司产品实现对非目标消费者到目标消费者的转化，将消费者需求从更关注价格逐步转移至更追求个性化。这一点的实现同样依赖公司强大的产品力，以产品为价值载体，使消费者得以意识到家具不仅具有消费价值，也具有更多可实现消费者美好生活意愿的附加值。

图 50：美克家居定位中高端优质市场

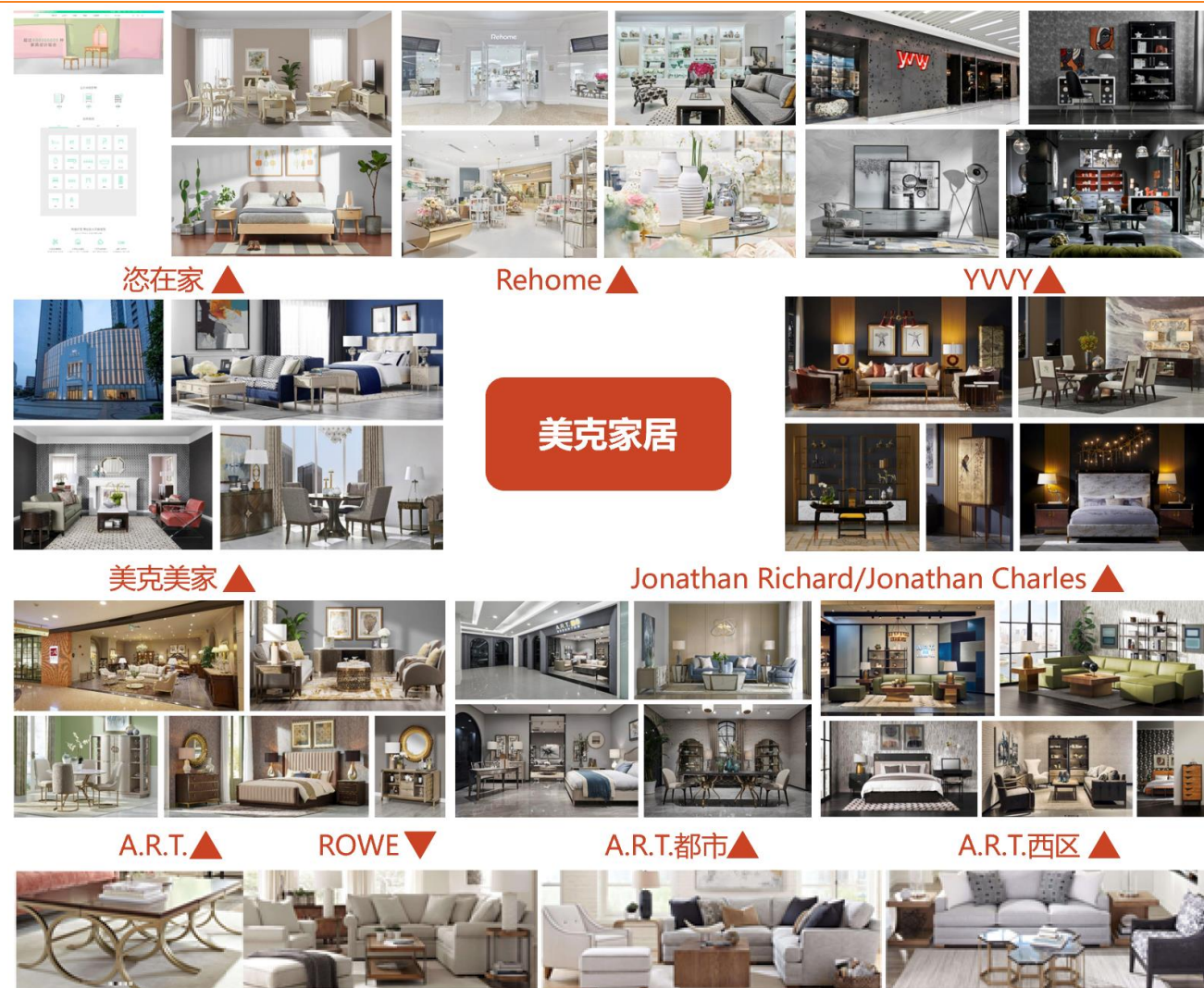


资料来源：美克家居 2017 年年报，天风证券研究所

支持公司多品牌矩阵成立的是公司产品风格的多样化。以公司国内的自营渠道品牌为例，美克美家店内品牌重在体现高品位、经典、浪漫、优雅，其具体的客户群定位是对高品质

生活有所追求的人群；A.R.T.经典店内品牌主要体现的是新传统、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人群；A.R.T.西区店内品牌主张新锐、不羁、多样、自然，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人群；A.R.T.都市强调都市、新奢、格调、融合，定位为追求简约和设计感的平衡的都市客群；Rehome 主张为消费者带来温馨、雅致、愉悦、便捷的体验；YVY 则是满足消费者对潮、酷、惊喜、独特的追求；Johathan Richard 面向钟情英伦经典与历史情怀、崇尚贵族品质的群体；恣在家 Zest Home 以个性、多彩、时尚、百搭的风格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。

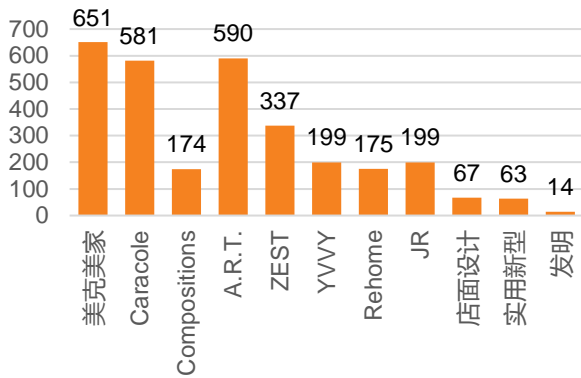
图 51：美克家居产品风格多样



资料来源：美克家居年报、Zest Home 官网、Rowe 官网，天风证券研究所

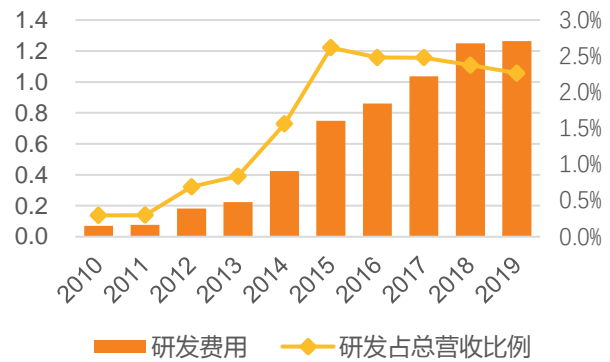
研发与创新实力是公司得以拥有强大产品力的保障。公司在产品设计上鼓励创新，并持续加大研发投入，公司研发费用占营收比例常年保持在 2%到 3%的区间，2019 年达到历史峰值为 1.27 亿元，2013-2019 年研发支出年复合增长率达 33.47%。公司拥有国家级工业设计中心，截至 2019 年，公司累计拥有已授权专利 2954 件，其中发明 14 件，实用新型 63 件，外观设计 2877 件。同时，公司持续参加国际大型展会，以掌握国际家居美学新趋势，确保公司产品设计持续有新鲜血液输入。

图 52：美克家居各品牌外观授权专利（个）



资料来源：美克家居 2020 半年报，天风证券研究所

图 53：美克家居研发支出&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：美克家居年报，天风证券研究所

5. 2020 转型启动年, 重整经营策略为 2021 年打下高速发展基础

根据公司 2020 年半年报, 2020 年下半年, 公司将通过增长战略和管理创新等手段使公司进入闪电式扩张阶段, 使公司的经营模式实现从产品经营向产业经营的转变:

一、在收入的增长上, 公司将:

- **拓展市场空间, 扩大目标客户群。**公司将根据后疫情时代的消费趋势变化, 在充分利用美克家居全品牌产品价格、风格、尺寸等差异化、多样性特征的基础上, 对公司目标客户定位、商品定价策略、渠道经营策略进行新规划: 1) 覆盖 85-90 后年轻一代消费人群, 获取更大市场份额; 2) 大力挖掘存量客户价值, 进一步利用品牌影响力扩大客户规模。发挥直营门店的渠道优势, 关注客户接待有效率、坪效、营销效率等关键指标的持续改善, 确保核心业务质量及门店经营水平的进一步提高。
- **创新渠道模式, 调整开店模式, 突破门店规模瓶颈。**1) 美克美家将尝试类直营模式, 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; 2) 调整 A.R.T. 加盟业务开店策略, 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; 3) 快速进行全渠道销售转化, 房地产合作及 ToB 业务渠道实现实质性突破; 4) 线上线下无缝协同, 实现数字化全渠道的进一步突破, 全力打开增长渠道。
- **多维度扩大流量入口, 精准定位+精准触达目标人群。**1) 开启创新业务引流模式。利用内部现有资源, 整合外部资源, 聚焦精准人群触达, 打开流量入口, 进一步提高转化率, 释放客户价值; 2) 针对中高端家装客群, 加大外部跨界合作实现精准引流。

二、在成本的优化上, 公司将从结构、效率、商务三个角度全面开展端到端的供应链总成本管理。在高收入贡献的核心单品、爆款商品领域引入成本倒推机制, 建立成本竞争力。继续深入推进复杂度管理, 在商品及原材料等领域持续挖掘价值。

三、在效率的提升上, 在管理方面:公司将建立新的能力体系, 快速进入到组织流程、人力资源效率提升及激励驱动模式的良性循环, 逐步建立能够驱动公司长期价值增长的驱动力; **在生产方面:**公司将推进数字化供应链, 加快从制造型供应链全面转型为零售乃至平台型供应链模式; 聚焦不良库存的入口管理, 加强楼面库存的管理, 优化并提升楼面展示效率; 盘活闲置资产, 剥离低质资产及亏损业务, 有效提升资产使用效率。

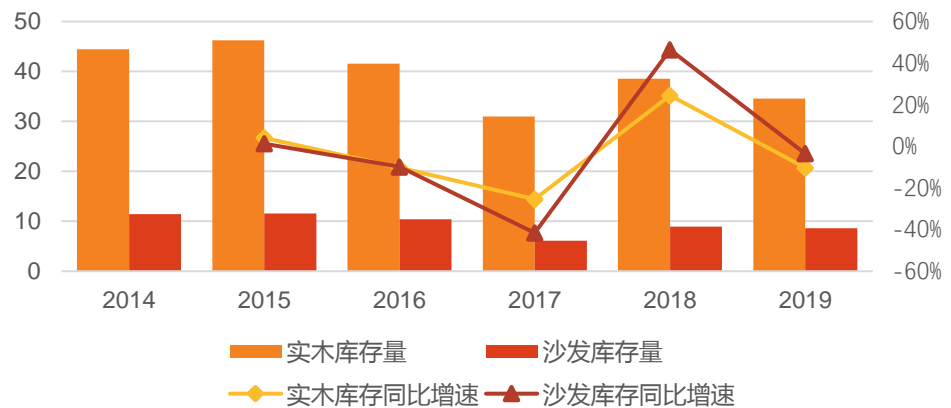
具体来看:

5.1. 成本优化再提升供应链效率

公司自 2016 年起持续推进供应链改革, 通过提高计划、生产、销售和物流的适应性来改善供应链的柔性, 至 2019 年存货控制已初显成效。

- 2016 年，公司通过在供应链端的七个主要环节中找到了 13 个收益大、见效快的改进举措进行设计和实施，将 2016 年零售全品类需求平均预测准确率提升了 20%，后备库存周转天数提升了 30%，配送周期下降到了 9 天，订单平均交付周期下降了 13%。
- 2017 年，公司建立了契约型供应商关系，实施差异化供应链管理，同时探索线上线下融合的渠道优势，从生产和营销端同时入手对供应链效率进行提升，进一步使库存降低。
- 2018 年，公司由于为新品迭代及品牌馆开业备货，年末后备库存大幅攀升，后于 2019 年中被消化。
- 2019 年作为供应链改革的攻艰之年，公司开展了全方位库存计划管理，将供应链管理作为最重要的经营痛点加以解决。开展供应链总成本及现金流管理，实行端到端供应链总成本的控制管理，对采购、物流、仓储及商品残次报废进行系统管理；打通供应链数字化信息孤岛，实现获利能力分析线上化、补货计划线上化、库存监控报表线上化，强化了全产业链获利能力分析。同时，支持美克全球供应链的 SAP 系统上线，实现中美越三地订单和库存数据集成，为美克全球供应链提供高效的数据分析支持，存货控制已初见成效，资产效率明显改善。

图 54：实木与沙发库存量及同比增速（万件，%）



资料来源：美克家居历年年报，天风证券研究所

2020 年，公司供应链改革重点聚焦成本控制，主要从三个维度入手：

- **费用端：1、销售费用。**公司自 2019 年起持续推进数字化精准营销及线上营销，减少了品宣类广告业务投入。2019 年公司广告宣传费降至 1.38 亿元，同比下降 36.11%。2020 年上半年公司广告宣传费支出 0.45 亿元，同比下降 45.60%；**2、管理费用。**2020 年，公司将着手开展组织优化和激励体系重塑，通过组织授权调整，缩短决策流程，提高组织决策效率。目前公司组织瘦身政策已初见成效，公司薪酬支出、办公业务费等管理费用支出有所降低，截至 2020 年半年报，公司管理费用同比减少 4.8%。
- **生产端：降低产品复杂度。**2020 年以来，公司持续推进供应链改进战略，通过提高订单预测准确性，降低商品复杂度。同时，公司还对家具产品进行瘦身，使产品风格、尺寸更符合国内主流市场需求，以打开市场空间；
- **渠道端：不断优化业务结构，对低质加盟商淘汰置换，坚决调整低效门店。**2018 年、2019 年公司分别关闭 3 家、17 家低效益门店。2020 年上半年，公司加大调整力度，关闭了 4 家 Rehome 店，3 家 YVYV 店，3 家 A.R.T.直营店，实现了库存结构的快速优化和止损，释放了市场资源及增长空间。根据 2020 年半年报，公司下一步将聚焦不良库存的入口管理，加强楼面库存的管理，优化并提升楼面展示效率；盘活闲置资产，剥离低质资产及亏损业务，提升资产使用效率。

5.2. 数字化推动全渠道平台建设

2020 年，公司将依托线下优质的门店资源和优秀的设计顾问资源，以及多年累积的深厚的中、后台能力，通过数字化的落地和实践，加快向“全渠道平台”的转型：

- **美克美家品牌：设计工作室铺开新模式，探索由全直营向“类直营”转型。**公司于 2018 年开始试水设计工作室模式，首批设计工作室于 2018 年底在深圳、上海、福州、珠海、济南五城联动开业。截至 2020 年，美克美家设计工作室已陆续在全国 12 个重点一、二城市及部分发达三、四线城市铺开，并在各大城市快速完成网络布局。**设计工作室门店面积多在 250-900 平方，配备专业设计顾问，主打家装设计体验“0 距离”，或将成为美克美家除旗舰店、标准店、体验店以外的第四种业态。**2020 年，美克美家将尝试“类直营”模式，根据 2020 年半年报，公司将以设计工作室的方式迅速完成门店扩张及轻资产运营，实现品牌价值变现。

图 55：深圳设计师工作室门店



资料来源：美克美家公众号，天风证券研究所

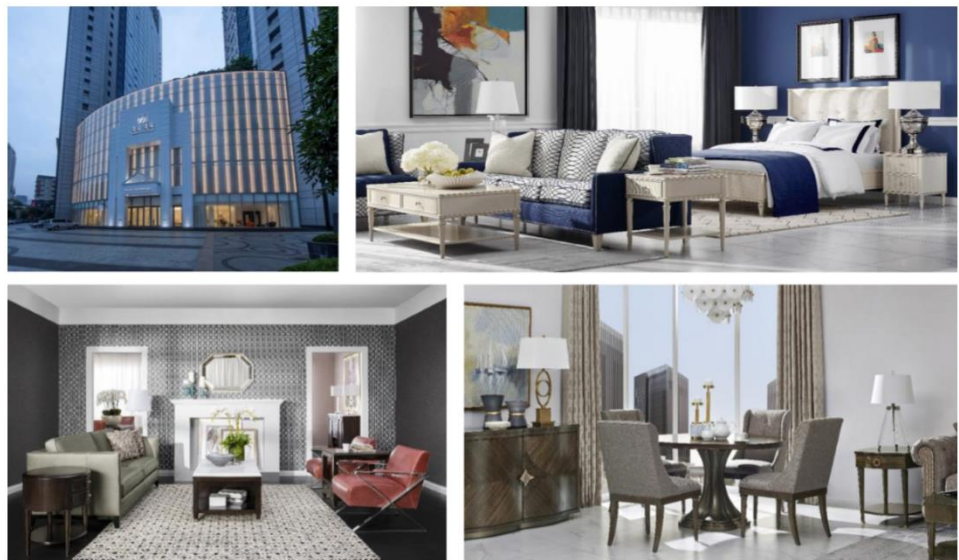
- **A.R.T.品牌：调整加盟业务开店策略。**A.R.T.在国内主要采取直营+加盟相结合的经营模式。截至 2019 年年底，在 A.R.T.在国内拥有近 200 家门店、分布于 100 多个城市、店面总面积超过 137,000 m²。2020 年，公司强化精细化管理，调整 A.R.T.红线触底加盟商，对低质加盟商进行淘汰置换，**扩大专营商数量，提升整体经营品质**；进一步地，公司还推出了 A.R.T.双品牌的 3.0 混合店。2020 年，公司将持续推进加盟商分级管理策略，在加盟商内部引入竞争机制，按套系、风格开店，完成线下网络的密集建设。这将与线上渠道进行无缝协同，实现数字化全渠道的进一步突破，全力打开增长渠道。
- **To B 业务：加强与房地产商、酒店合作。**2019 年起，公司开始积极推进地产、酒店业务合作，利用多年来积累的丰富制造资源、强大的品制造能力和顶级的产品设计研发能力，启动了 To B 业务+地产商合作，与碧桂园、融创等地产公司、硬装公司合作，实现软硬装整体交付。2020 年公司快速进行全渠道销售转化，房地产合作及 ToB 业务渠道实现实质性突破。
- **与华为、腾讯等信息技术与互联网科技公司在基础网络、数字化应用等方面结为战略合作伙伴，推动数字化转型落地。**根据公司 2020 年半年报，公司与合作伙伴利用已建成的零售大中台系统，实现快速线上化，推动全面平台化，**成功向“全渠道平台”转型。**公司整合营销策略，打通线上线下传播渠道，对各类消费者进行个性化触达，以消费者需求为导向进行定向营销投放，实现低成本精准获客。公司通过全面落地全方位线上服务，利用 VR 技术还原真实门店场景、布展及商品，消费者可通过移动端在线全景逛店浏览；2020 年 3 月上线的“美家心选”小程序，完成了线上购买、支付等全流程功能，打通线上购物闭环的“最后一公里”，全渠道快速交付、以及赋能内外部设计师完成 S2B2C 模式，打造家居一站式体验和服务平台。

5.3. 品牌年轻化营销新策正试水

纠偏品牌认知，扩大目标客户群，“品牌年轻化”策略正推进。长期以来，公司主品牌主要定位中高端家具市场，传统消费者多为 45 岁以上的高端人群。事实上，公司拥有多个品牌线也主打青年群体，主要包括 A.R.T.西区、YVVY、恣在家 Zest Home 三大品牌。市场对美克家居品牌的传统认知影响了公司客户群覆盖和发展空间。根据公司 2019 年年报，2020 年公司将进行品牌认知纠偏，通过全渠道推进对年轻客户群体的覆盖与激活。2020 年，公司具体采取了如下手段推进“品牌年轻化”：

- 1) **开设面向年轻群体的居家文化体验店。**2019 年，美克美家推出休闲文化子品牌“美克美家下午茶/轻爵”。轻爵集下午茶/咖啡、健餐、酒吧和书舍为一体，围绕着“年轻化”的方向、“体验感”的途径，使顾客通过同时阅读、品茶、品酒、享用简餐的途径享受轻松惬意的时光和全新的美学生活方式。根据 2020 年半年报，美克美家下午茶/轻爵现已成为城市的新地标，一个拥有五感体验的网红打卡地。

图 56：美克美家下午茶/轻爵品牌店示意图



资料来源：美克家居 2020 年半年报，天风证券研究所

- 2) **与腾讯合作，通过恋爱综艺节目扩大年轻群体对品牌认知度。**2020 年，公司与腾讯共创、共建、共用 IP，将营销内容延伸至年轻人喜闻乐见的多元场景。公司与腾讯合作了以高甜恋爱为主题的综艺节目《心动的信号 3》，公司针对该档综艺在节目中打造了配色轻盈、线条简约的家居场景，以提升年轻消费群体对品牌的关注度。同时，公司还在全国上百家门店中还原节目同款心动家居空间，增强进店消费者的代入感和购物体验。根据《证券日报网》，双方合作的《心动的信号 3》，上线后单集平均播放量超过 1 亿，并迅速占据各大影视/综艺平台热度榜首。在此带动下，美克家居线下门店客流同比增长 37.9%，节目同款产品销售额同比增长 43.1%。
- 3) **直播带货模式常态化，辅以与顶流 IP 合作方式持续推高品牌热度。**2019 年，公司开始通过线上直播带货的模式吸引年轻客群。**淘宝天猫方面**，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。**抖音方面**，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 57：美克美家电商直播示意图



资料来源：美克美家官网，美克美家天猫旗舰店，天风证券研究所

6. 携手赣州发展，立足南康实木家具产业基地，有望再造一个“美克”

美克集团转让 10% 股权，携手赣州发展谋求双赢。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。根据 2020 年 9 月发布的《简式权益变动报告书（美克集团）》，上市公司将充分利用南康区已形成的千亿家具产业聚集效应，和由此产生的产业化成本洼地，借助赣州发展的资源及区位优势，通过政府推进和市场化运作的方式，加快产业布局，调整优化上市公司国内供应链的配置，提升供应链柔性。

赣州南康——中国中部家具产业基地，集群产值超 1800 亿元。中国有江西南康、山东宁津、四川崇州、浙江玉环四大木质家具主产区，南康作为中部地区集加工制造、销售流通、专业配套、家具基地等为一体的全产业链集群。根据《2020 年中国家具年鉴》，南康是全国最大的实木家具制造基地，被国家林业局授予“中国实木家居之都”称号。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%，千亿元级家具产业聚集效应突出。

南康痛点——研发&设计水平待提升、品牌影响力待提高。2019 年来，南康推出“南康家具”区域品牌，与居然之家、红星等家具商贸综合体达成减租合作，积极组织品牌走出去，加快南康家具品牌进入国内一二线市场，可见南康欲将“南康家具”打造为优质品牌的决心。目前来看，南康的挑战在于：原有家具厂商全部为中小企业，规模以上企业较少，整体研发设计水平较低，风格相对老旧，设计多抄袭模仿。根据《证券日报》记者走访，一套实木沙发的售价仅在 5000 元上下，普通产品售价大多在几千元。

图 58：“南康家具”区域整体品牌



图 59：“南康家具”现有整体设计风格



资料来源：涂界公众号，天风证券研究所

资料来源：赣州市南康区家具协会官网，天风证券研究所

优势资源正匹配，美克与南康有望相互赋能打造共赢未来：

南康之于美克：千亿家具产业资源集聚，有助美克实木优化生产效率及国内资源布局

- **国家政策扶持。**南康家具产业是国务院国发〔2012〕21号《国务院关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见》中重点支持产业。同时，当地还享受西部大开发、中央苏区等多种优惠政策。
- **低成本优势。**南康作为全国最大实木家具产业集群地，拥有良好的经济发展水平、完备的家居产业链、突出的物流区位优势以及深厚的家居产业基础等优质条件。该地区现有从业人员近50万，入驻物流企业550余家，物流、市场、辅料、电商等配套产业完备。对美克而言，在南康投建国内第二个生产基地，可在较大程度上节约其制造成本。
- **物流交通便利。**南康背靠赣州港和中欧班列，南康区或将成为“全国乃至世界的家具集散地”。南康为全国性综合交通枢纽，有1个内陆港口、1个机场、3条铁路、3条国道、4条高速。目前，截至2020年8月底，以赣州港为起点，南康已开行中欧班列127列、铁海联运“三同”班列927列，南康家具企业已从世界50多个国家和地区进口木材，家具产品销往全球100多个国家和地区。同时，南康拥有“实现家门口报关”等优惠政策的支持，若按2019年消耗进口木材1000万立方米，在赣州国际陆港的辐射下，港口直接为南康家具企业节省了近100亿元。

图 60：南康中欧双向货物班列



资料来源：南昌铁路企业号，天风证券研究所

美克之于南康：南康引进美克高端品牌，有助升级整体研发设计水平

美克家居作为主打高端家具的生产制造与零售的中国实木家具龙头，产品设计曾获多个国际知名家具奖项，以家居艺术美学为导向，产品力、渠道力及品牌力领先。公司的进驻有望从产业链各环节为南康实木家具产业赋能，从根本上解决问题，使南康家具产业走上高质量的良性发展道路。我们认为，此次南康引进并持股美克家居，或将产生良好的协同示范效应，通过培育地区领军品牌带动整体研发能力的提升，促进南康由“产业资源型经济”向“品牌型经济”转型。

公司拟在南康设美克数创智造园区，预计明年正式投产。2020年初，公司着手在南康区规划建设集“大数据+智能化+新模式”于一身的美克数创智造园区，这将成为公司在国内的第二个生产基地，旨在形成S2B2C的智能商业平台，优化供应链总成本。项目整体规划600亩土地，投资总额12亿元，共分三期投资。根据《证券日报》，“美克数创智造工厂”一期占地182亩，厂房建筑面积为6万平米，初步投资金额3亿元人民币，**预计于2021年投产，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。**一期项目将采用当今最先进的智能制造技术，打造从研发设计、制造到成品的以数字化、信息化运营的“全流程”智能工厂。

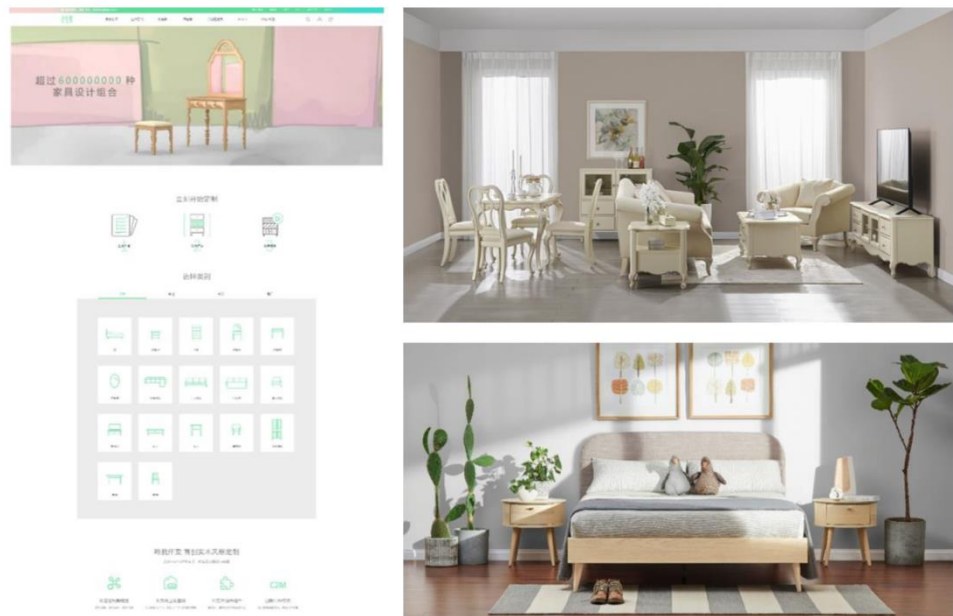
图 61: 美克数创智造园区规划示意图



资料来源: 证券日报网, 天风证券研究所

对于公司未来对美克数创智造园区的产能规划, 我们注意到, 美克旗下的恣在家 Zest Home 品牌或与公司在南康的发展路径不谋而合。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 62: Zest Home 品牌家居定制服务示意图



资料来源: Zest Home 官网, 天风证券研究所

值得注意的是, 由于该品牌产品的生产原本在公司旗下的天津工业 4.0 智能工厂里进行, 而该工厂也是全球首个实木家具智能制造的工业 4.0 智能工厂, 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, 公司有望将恣在家的产能扩建或转移至南康。由于公司目前主要业务仍以实木成品家具为主, 在当前定制家具概念火热的背景下, 公司实木定制家具有望与板式定制家具形成差异化竞争。若南康产能释放顺利, 或有助公司业绩再进高增长快轨。

图 63：美克家居智能工厂示意图

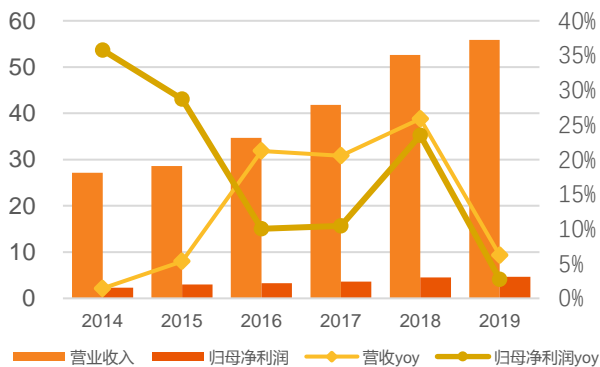


资料来源：美克家居年报、Zest Home 官网，天风证券研究所

7. 财务分析&建议关注：美克家居——2021 年新征程已启航！

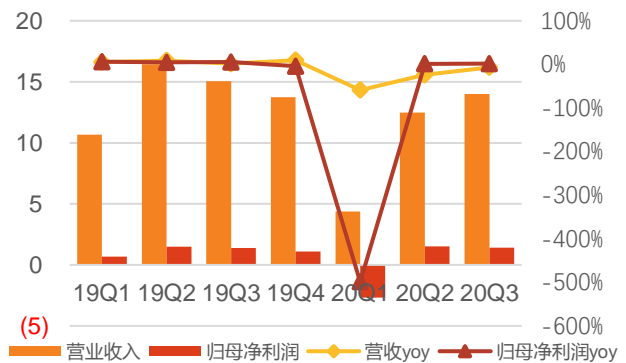
业绩多年稳增长，20Q1 受疫情影响业绩触底后已快速回升。近年来，公司以高端体验为入口，在保持一贯强产品力的同时不断下沉营销渠道，快速拓展市场，并已实现业绩的稳步提升。2019 年营收 55.88 亿，同比增长 6.21%，归母净利润 4.63 亿，同比增长 2.76%。2020 年，公司因销售渠道多布局于线下直营店，因此受疫情影响较大，其中在疫情形势最严峻的一季度，公司单季营收为 4.37 亿元，同比降 58.99%，归母净利润为 -2.67 亿元，同比降 499.05%。一季后，随疫情影响逐渐好转，公司经营能力快速恢复，后三季度净利润方面有望略好于同期。营收于二季度已恢复至 12.47 亿元，环比增 185.35%，达到上年同期的 76%，三季度进一步恢复至 14.00 亿元，环比增 12.27%，达到上年同期的 93%；归母净利润 Q2 与 Q3 分别为 1.51 亿元和 1.41 亿元，分别较上年同期增 1.45%和 1.70%。

图 64：美克家居营收&归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：美克家居单季营收&归母净利润及同比增速（亿元，%）

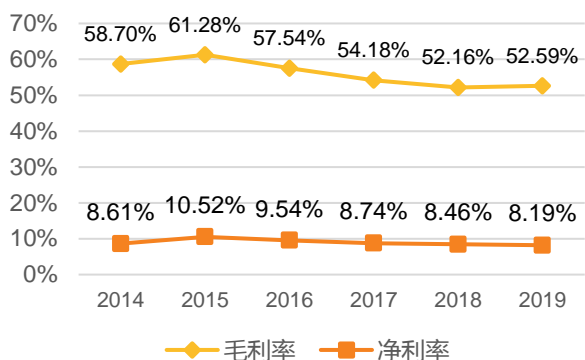


资料来源：Wind，天风证券研究所

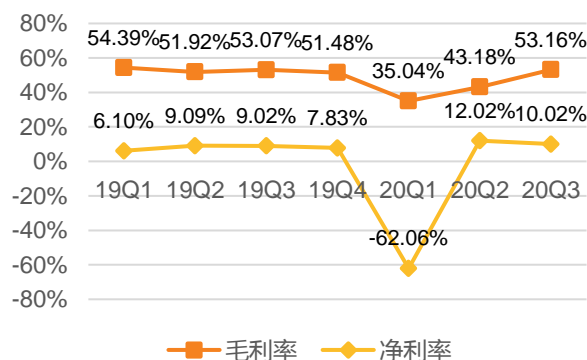
盈利能力长期稳健，为公司转型奠定基础。公司毛利率与净利率 2019 年分别为 52.59%与 8.19%，二者多年来保持约 40pct 的区间差。家具行业作为可选消费品行业，公司在产品定位为高端产品的情况下仍可使盈利能力保持在稳定区间，可见公司对营业成本与各项费用的控制能力。2020 年受疫情影响，一季度毛利率降为 35.04%，净利率降为 -62.06%，此后快速恢复至过往水平，我们认为这体现了公司应对突发危机时高效的管理能力，这是公司可持续发展的重要保障。

图 66：美克家居毛利率与净利率对比（%）

图 67：美克家居单季毛利率与净利率对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

建议关注：

综上所述，我们看好美克家居作为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，近年来持续提升供应链效率，推进从渠道到营销的转型新策，并于2020年携手赣州南康为其实木家具布局再添强援，随后疫情时代来临，“美好生活”重视度进一步提升，公司业绩有望受益产能增加、渠道扩展、市场份额扩大而快速增长。建议关注美克家居。

8. 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。**

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