2018.06.24

从品类和渠道看成品家具行业

——行业一般研究报告

	穆方舟（分析师）	吴晓飞（分析师）	林昕宇（研究助理）
	0755-23976527	0755-23976003	0755-23976212
	mufangzhou@gtjas.com	wuxiaofei@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880517080003	S0880116080319

摘要:

成品家具的发展进入成熟阶段，收入增速趋稳的背后是品类和渠道的推动，行业集中度不断提升，品牌公司迎来发展机会。成品家具公司成立时间较早，在全国各地均有布局。近年来随着定制家具高速成长带来的冲击，成品家具行业在收入和利润端的增速均逊于定制家具，但由于定制家具对成品家具不构成完全替代，因此仍存在一定的发展空间。

从品类看，实木家具板块仍然保持高增长和高毛利。上市公司中亚振家居和美克家居产品重叠度高，宜华生活主打产业链一体化，曲美家居的收入增长则主要来自其定制板块。对比各细分业务的毛利率情况，则中高端实木家具产品的毛利率达到甚至超过 60%，居各板块之首。并且成本拆分中人工成本占比相对大，体现出实木家具高附加值的特征。

从渠道看，美克和曲美门店扩张速度较快，驱动收入增长。直营和加盟是成品家具商采取的主要渠道模式。除美克家居外，其他公司加盟收入占比更大。美克家居凭借直营渠道 70%左右的高毛利，占据一定的渠道优势。美克家居和曲美家居的门店数在 5 年内增加 2 倍，单店提货额也在业内居前。

从品牌、产品和渠道三方面对成品家具公司进行对比，各公司具备不同竞争优势。品牌上，亚振家居和美克家居主打多品牌战略定位不同细分人群，宜华生活和曲美家居则致力于拓展品类，向软体和定制进军；产品上，曲美家居研发人员占比高，其成品设计能力为延伸至定制领域打下了基础；渠道上，美克家居在大店的自营领域有多年经验，自有物业门店全部为大店，因此具备出色的独立大店运营能力。

相关报告

林纸产品:《寻找细分领域超速增长龙头》

2018.05.30

林纸产品:《细分领域龙头竞争优势凸显，行业格局将进一步优化》

2018.05.21

林纸产品:《兼顾成品与定制家具，关注包装纸的新一轮提价行情》

2018.05.14

林纸产品:《建议重点关注成品家具，废纸进口加码有望提供涨价催化剂》

2018.05.07

林纸产品:《收入高速增长叠加原材料大幅回落，建议重点关注软体家具》

2018.05.02

目 录

1. 核心观点 4
2. 成品家具发展成熟，集中度正逐步提升 4
2.1. 收入端稳步增长，品牌厂商受益于集中度提升 4
2.2. 多重因素下各公司收入稳中有增，定位不同费用分化 5
3. 三、品类定位略有区分，实木业务高增长高毛利 6
3.1. 主营既有区分又有重叠，公司竞争仍存 6
3.2. 实木业务发展良好，收入毛利均呈亮点 7
3.3. 原材料是主要成本，产品定位决定人工成本占比 8
4. 直营加盟各有涉及，渠道扩张仍在进行中 10
4.1. 加盟仍是主流渠道，直营毛利更胜一筹 10
4.2. 美克曲美开店节奏稳步推进，单店销售额稳居前列 12
5. 从核心竞争优势来看，各公司各具特点 13
5.1. 亚振美克多品牌，宜华曲美拓品类 13
5.2. 成品设计能力奠定基础，曲美延伸定制领域 14
5.3. 直营大店经验丰富，美克渠道运营占优 16

图表目录

图 1: 成品家具公司收入利润增速相对平稳 4
图 2: 成品家具公司 2016 年起收入增长较快（亿元） 5
图 3: 成品家具公司净利润增速略微下降（亿元） 5
图 4: 成品家具公司销售费用率出现分化 6
图 5: 成品家具公司管理费用率相对稳定 6
图 6: 曲美家居主营人造板类和综合类家居 6
图 7: 宜华生活家具为主，兼具地板和原木 6
图 8: 美克家居主营实木家具和沙发 6
图 9: 亚振家居以沙发、橱柜和床组为主 6
图 10: 亚振家居各业务收入增速略有放缓 7
图 11: 宜华生活家具业务 2015 年起加速增长 7
图 12: 美克家居实木产品在 2017 年实现加速增长 7
图 13: 曲美家居人造板和饰品家具增长最快 7
图 14: 亚振家居各业务毛利率为 60%左右 8
图 15: 宜华生活家具业务毛利率在 35%左右 8
图 16: 美克家居实木家具毛利率超出 60% 8
图 17: 曲美家居实木产品的毛利率最高 8
图 18: 成品家具公司原材料是主要的成本来源 8
图 19: 亚振家居中木材在原材料成本占比最大 9
图 20: 曲美家居原材料主要为木材和五金 9
图 21: 中国木材指数 CTI-原木在 2016 年初至 2017 年底上涨 19% 9
图 22: 中国木材指数 CTI-人造板 2016 年初至 2017 年底上涨 5% 9
图 23: 皮革价格指数 2016 年初至 2017 年底下降 5% 10
图 24: 五金价格指数 2016 年初至 2017 年底上涨 1% 10
图 25: 亚振家居加盟和直营模式平分秋色 10
图 26: 美克家居渠道中直营占比 75% 10

图 27: 美克家居直营单店提货额相对较高 10
图 28: 由于美克直营占比较高，各类门店平均提货额高于同行业水平 10
图 29: 亚振家居直营、加盟毛利率为 72%和 46% 11
图 30: 美克家居直营、加盟毛利率为 70%和 41% 11
图 31: 宜华生活外销占比达 75% 11
图 32: 内外销毛利率在 30%-38%之间 11
图 33: 亚振家居门店略有减少 12
图 34: 宜华生活经销为主，门店数量略增 12
图 35: 美克家居直营为主，门店数量增长较快 12
图 36: 曲美家居经销为主，门店数量明显增加 12
图 37: 加盟店单店提货额小于直营店（2017） 13
图 38: 宜华生活和亚振家居对大商依赖性较强 13
图 39: 美克家居旗下八大渠道品牌定位不同 14
图 40: 宜华生活主打 Y+生态系统 14
图 41: 曲美家居主推三大品类 14
图 42: 宜华生活研发支出占比最低 15
图 43: 美克家居外观设计专利数量最高 15
图 44: 美克家居单店销售额较高 16
图 45: 美克家居直营店坪效较高 16

表 1: 成品家具和定制家具各具特点 5
表 2: 宜华生活和曲美家居分别于保利地产和恒大集团展开合作 11
表 3: 亚振家居品牌定位于中高端市场 13
表 4: 亚振、美克和曲美各具设计优势 15
表 5: 曲美家居在拓展定制业务方面领先 15
表 6: 美克自营大店占优势 16

1. 核心观点

成品家具的发展进入成熟阶段，收入增速趋稳的背后是品类和渠道的推动，行业集中度不断提升，品牌公司迎来发展机会。成品家具公司成立时间较早，在全国各地均有布局。近年来随着定制家具高速成长带来的冲击，成品家具行业在收入和利润端的增速均逊于定制家具，但由于定制家具对成品家具不构成完全替代，因此仍存在一定的发展空间。

从品类看，实木家具板块仍然保持高增长和高毛利。上市公司中亚振家居和美克家居产品重叠度高，宜华生活主打产业链一体化，曲美家居的收入增长则主要来自其定制板块。对比各细分业务的毛利率情况，则中高端实木家具产品的毛利率达到甚至超过 60%，居各板块之首。并且成本拆分中人工成本占比相对大，体现出实木家具高附加值的特征。

从渠道看，美克和曲美门店扩张速度较快，驱动收入增长。直营和加盟是成品家具商采取的主要渠道模式。除美克家居外，其他公司加盟收入占比更大。美克家居凭借直营渠道 70%左右的高毛利，占据一定的渠道优势。美克家居和曲美家居的门店数在 5 年内增加 2 倍，单店提货额也在业内居前。

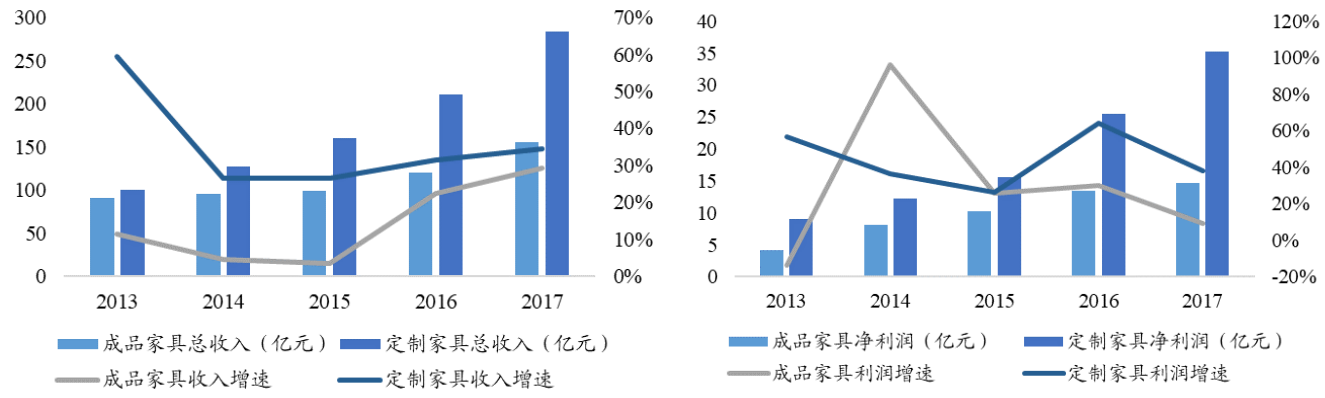
从品牌、产品和渠道三方面对成品家具公司进行对比，各公司具备不同竞争优势。品牌上，亚振家居和美克家居主打多品牌战略定位不同细分人群，宜华生活和曲美家居则致力于拓展品类，向软体和定制进军；产品上，曲美家居研发人员占比高，其成品设计能力为延伸至定制领域打下了基础；渠道上，美克家居在大店的自营领域有多年经验，自有物业门店全部为大店，因此具备出色的独立大店运营能力。

2. 成品家具发展成熟，集中度正逐步提升

2.1. 收入端稳步增长，品牌厂商受益于集中度提升

成品家具收入利润增速相对平稳。选取 A 股上市公司为代表分别计算成品家具和定制家具厂商的收入利润增速，发现成品和定制家具公司的收入增速上升，定制家具收入增速略显优势；成品家具的利润端增长则相对稳定。

图 1：成品家具公司收入利润增速相对平稳



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究 注：定制家具选取欧派、索菲亚、金牌、尚品、皮阿诺、我乐家居、志邦、好莱客

定制家具和成品家具各有优劣。近几年定制家具高速发展，充分满足消费者的个性化设计以及提升空间使用率的需求；成品家具在装饰风格、产品设计等方面也具备自己的优势，部分品牌通过品类扩张、渠道下沉等方式也实现加速增长，并有望实现集中度的不断提升。

表 1：成品家具和定制家具各具特点

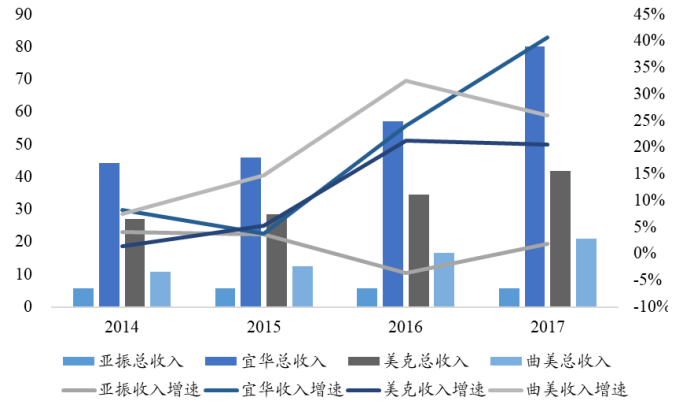
	成品家具	定制家具
优点	家具风格多样， 产品设计能力较强	满足消费者定制化需求； 提高空间利用率； 减少厂商库存积压
缺点	渠道环节多导致终端加价高 与室内空间尺寸可能不匹配	制作周期较长 实际成交价与终端定价区别明显

数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 多重因素下各公司收入稳中有增，定位不同费用分化

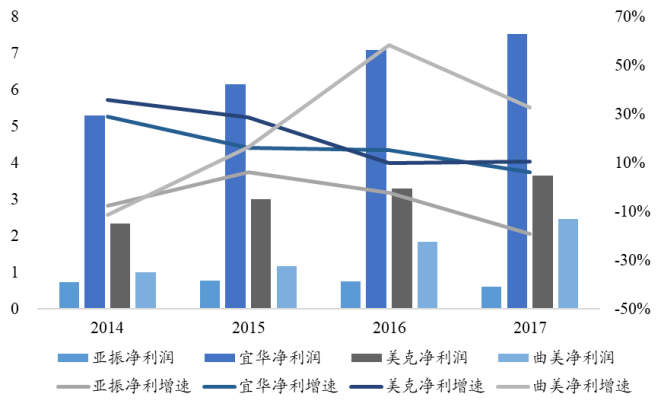
分公司看，成品家具公司收入总体自 2016 年起实现加速增长。自 2016 年起，成品家具公司收入增速均在 20%左右，曲美家居更是超过 30%，其主要原因为渠道扩张、价格带下沉以及从部分企业从成品到定制的延伸。从净利润的角度分析，由于单位成本的上升，成品家具公司净利润增速略微下降，其中，美克家居由于成本和费用控制实现平稳增长，同时曲美家居也由于费用率的降低，其 2017 年净利润增速超过收入增速。

图 2：成品家具公司 2016 年起收入增长较快（亿元）



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

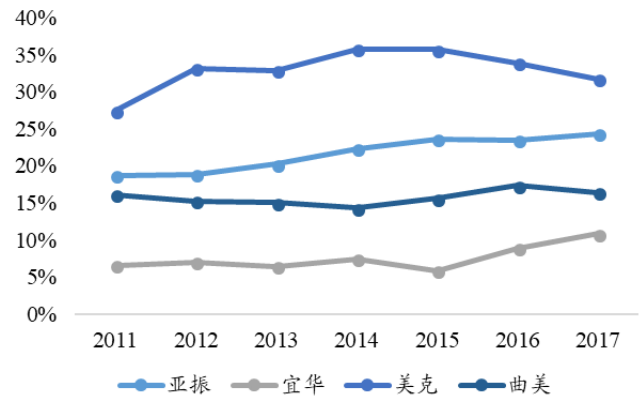
图 3：成品家具公司净利润增速略微下降（亿元）



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

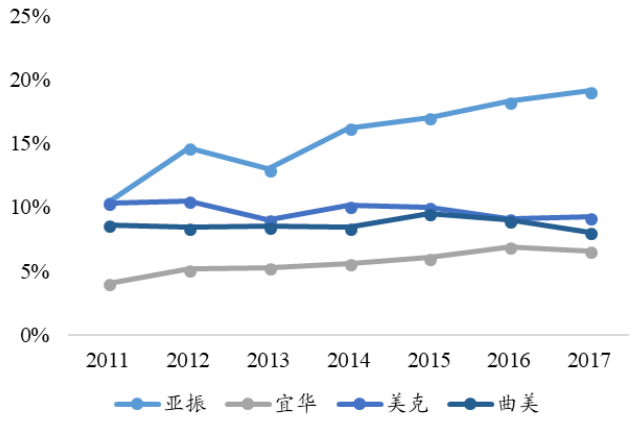
从费用端比较来看，上市公司销售费用率出现分化。销售费用方面，成品家具公司的主要投入包括职工薪酬、租赁费和广告宣传。对比发现，直营渠道占比大的公司租赁费率高，美克家居以每年 30%左右的销售费用率处行业内最高水平，原因在于其职工薪酬占比高，且人均薪酬水平远超行业均值。管理费用方面，各公司平均保持在 6%-10%管理费用率。

图 4：成品家具公司销售费用率出现分化



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 5：成品家具公司管理费用率相对稳定



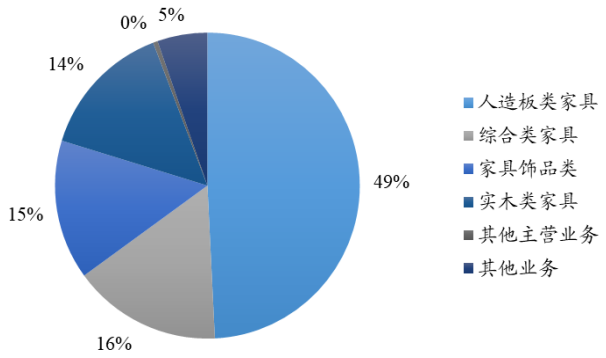
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

3. 品类定位略有区分，实木业务高增长高毛利

3.1. 主营既有区分又有重叠，公司竞争仍存

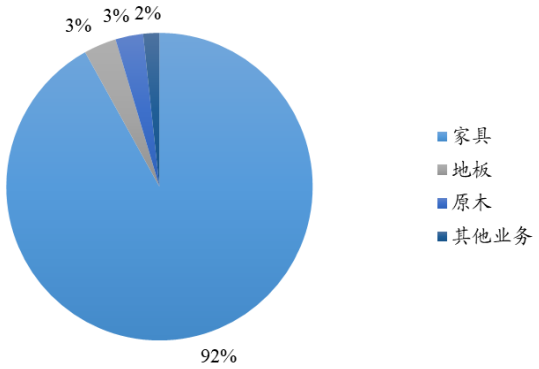
各公司的主营业务各具特色，亚振家居和美克家居的产品类型接近。从主营业务来看，宜华生活相比于其他成品家具公司，在销售家具的同时也涉足地板和原木业务，具有产业链型一体化的经营模式。而从业务延伸的角度出发，曲美家居的人造板类家具增量主要来自于定制系列产品。从产品类型来看，定位于中高档欧式家具市场的亚振家居和美克家居更为接近。

图 6：曲美家居主营人造板类和综合类家居



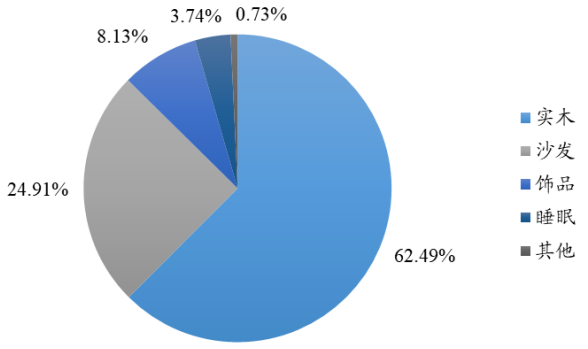
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 7：宜华生活家具为主，兼具地板和原木



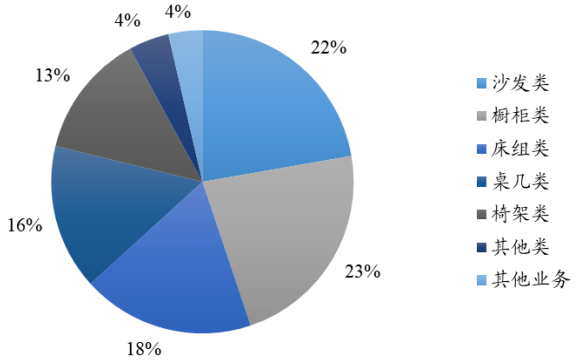
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 8：美克家居主营实木家具和沙发



数据来源：公司年报（2017 年数据），国泰君安证券研究

图 9：亚振家居以沙发、橱柜和床组为主

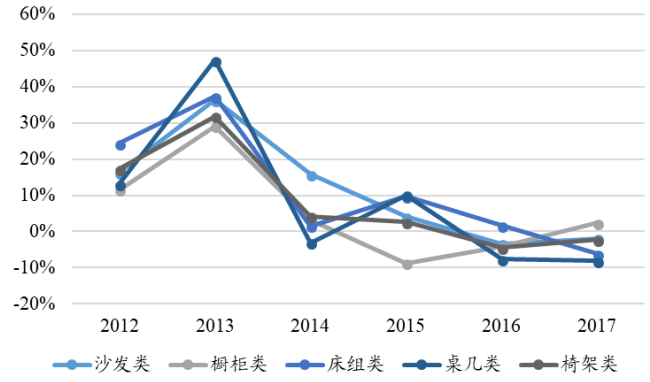


数据来源：公司年报（2017 年数据），国泰君安证券研究

3.2. 实木业务发展良好，收入毛利均呈亮点

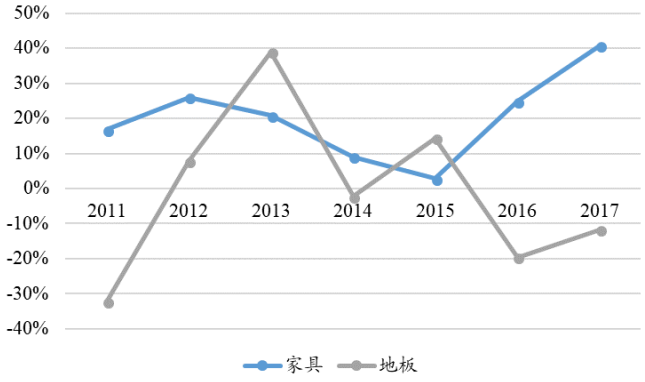
分板块比较，人造板、实木和饰品家具增长更为迅速。从美克家居和曲美家居的细分业务增长情况来看，实木家具、家具饰品近三年始终保持增长势头，2017 年增速分别为 20%和 30%左右。而曲美家居的人造板主要针对其定制产品，近三年收入复合增速达 33%，体现出家具公司定制板块的高速增长。

图 10：亚振家居各业务收入增速略有放缓



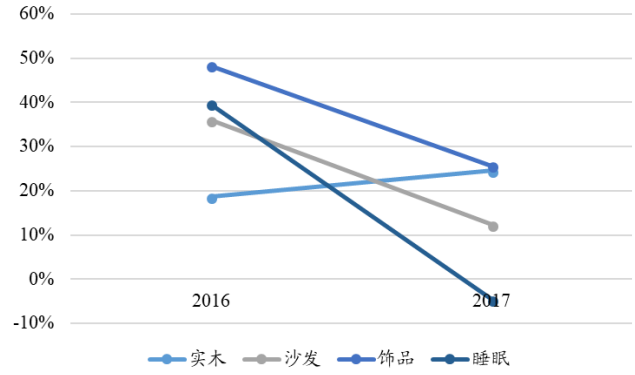
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 11：宜华生活家具业务 2015 年起加速增长



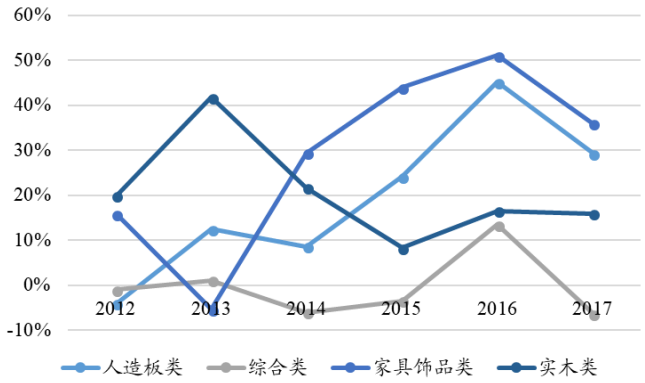
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 12：美克家居实木产品在 2017 年实现加速增长



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

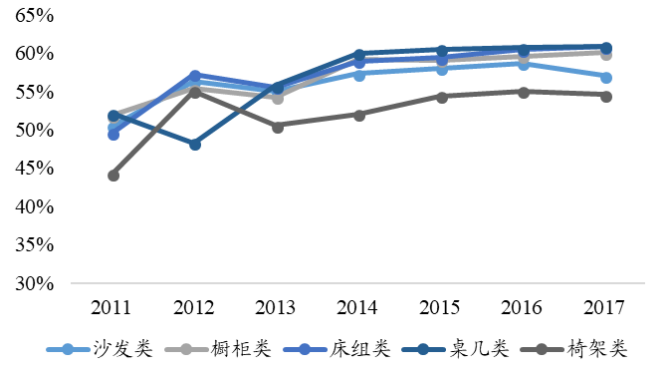
图 13：曲美家居人造板和饰品家具增长最快



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

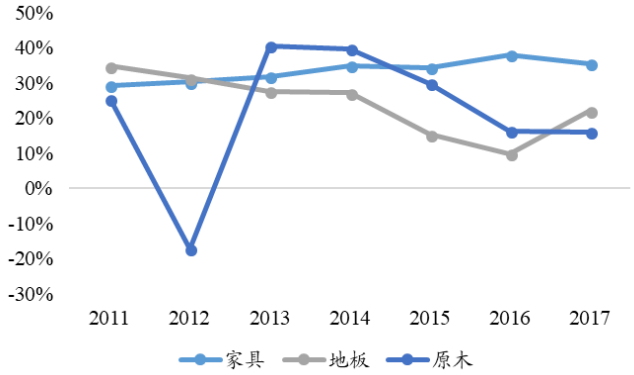
实木家具毛利率较高，中高端实木家具产品毛利率达 60%。在各家成品家具上市公司的细分业务中，亚振家居以实木和综合家具为主，各产品毛利率接近，均为 60%左右。同样美克家居的实木家具毛利率也达到 63%。相比于实木家具，人造板和综合家具的毛利率较低为 40%。其中一方面原因在于实木的毛利率较高，另一方面也由于各家公司直营收入占比较高。

图 14：亚振家居各业务毛利率为 60%左右



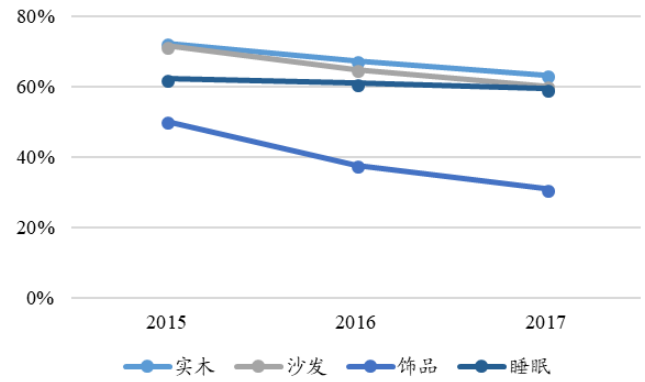
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 15：宜华生活家具业务毛利率在 35%左右



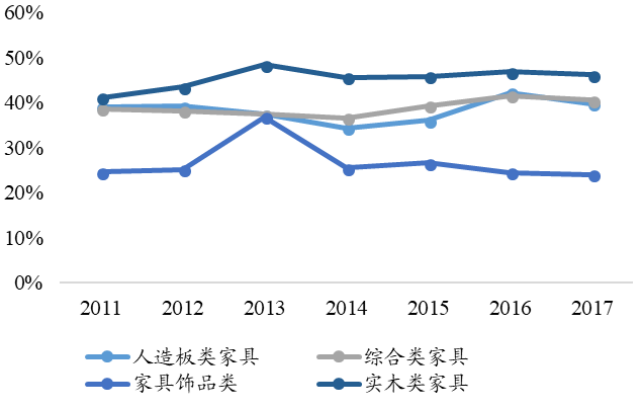
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 16：美克家居实木家具毛利率超出 60%



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 17：曲美家居实木产品的毛利率最高

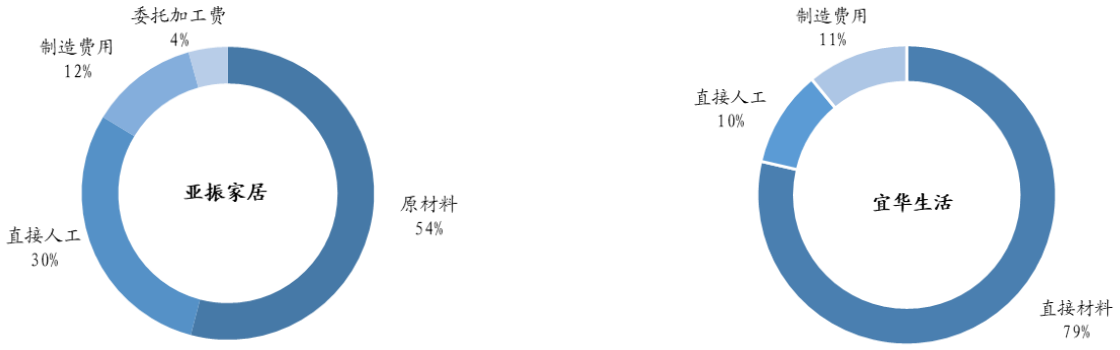


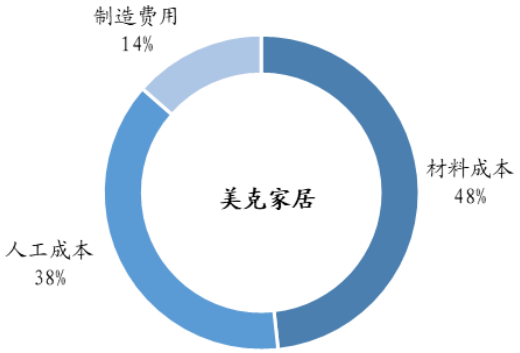
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

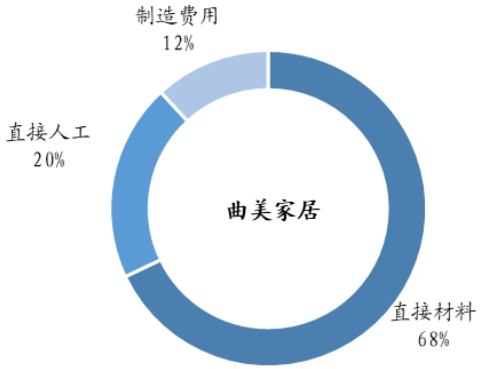
3.3. 原材料是主要成本，产品定位决定人工成本占比

成品家具成本构成中原料为主，美克和亚振人力成本占比相对较高。在成品家具公司中，原材料是主要成本，亚振家居和美克家居的人工成本占比相对较高，分别为 30%和 38%。宜华生活和曲美家居以直接材料成本为主。原因在于亚振和曲美致力于高端欧式家居，产品工序复杂，因此带来较高的人工制造成本。

图 18：成品家具公司原材料是主要的成本来源



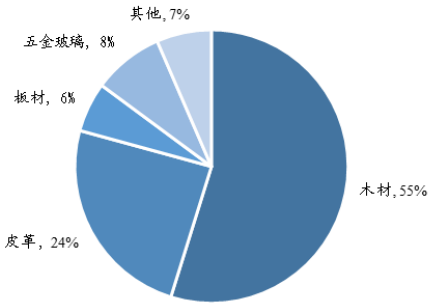




数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。注：亚振为 2016Q3 数据，曲美为 2014 数据，其余为 2017 年数据，美克为出口数据

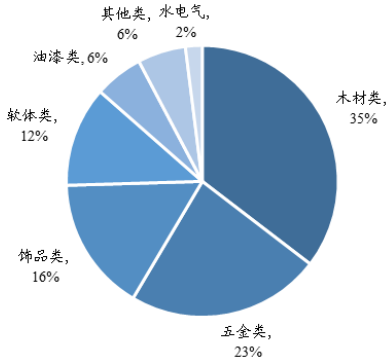
原材料中木材、板材、皮革和五金占比较大，成本波动对毛利率影响有限。成品家具公司的原材料主要由木材构成，其次分别为板材、皮革、五金等。2016 年至 2017 年除原木价格有小幅上涨，其余原材料价格相对平稳。

图 19：亚振家居中木材在原材料成本占比最大



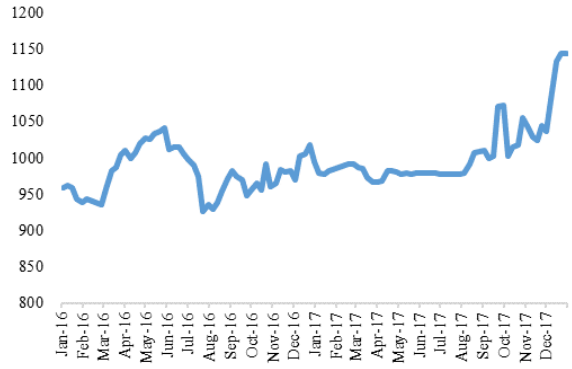
数据来源：亚振家居招股说明书，国泰君安证券研究

图 20：曲美家居原材料主要为木材和五金



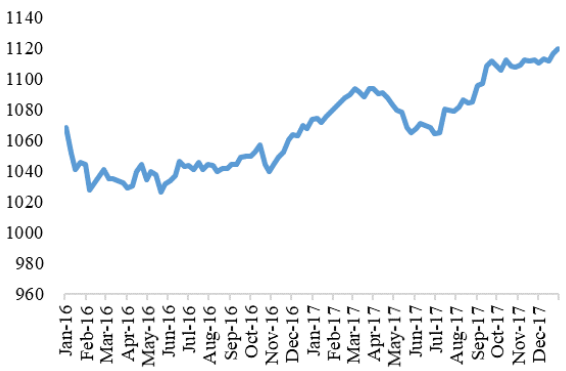
数据来源：曲美家居招股说明书，国泰君安证券研究

图 21：中国木材指数 CTI-原木在 2016 年初至 2017 年底上涨 19%



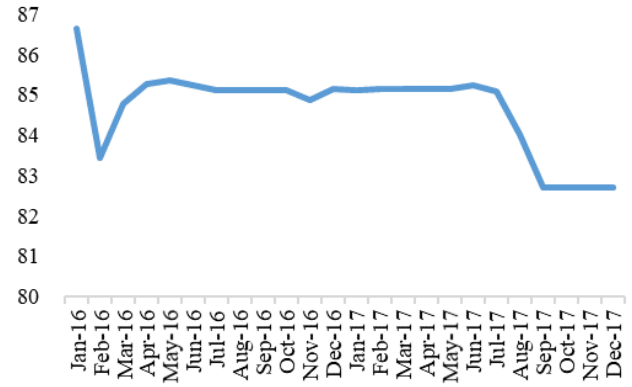
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 22：中国木材指数 CTI-人造板 2016 年初至 2017 年底上涨 5%



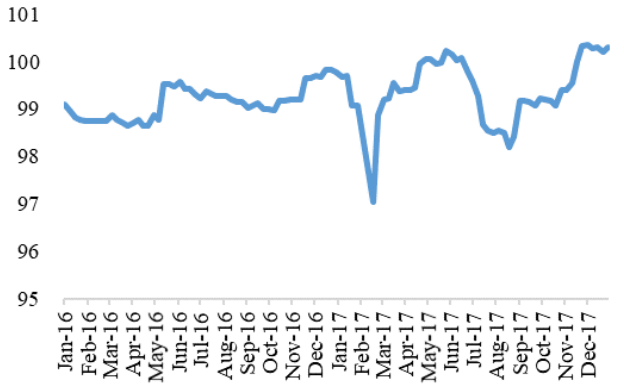
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 23：皮革价格指数 2016 年初至 2017 年底下降 5%



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 24：五金价格指数 2016 年初至 2017 年底上涨 1%



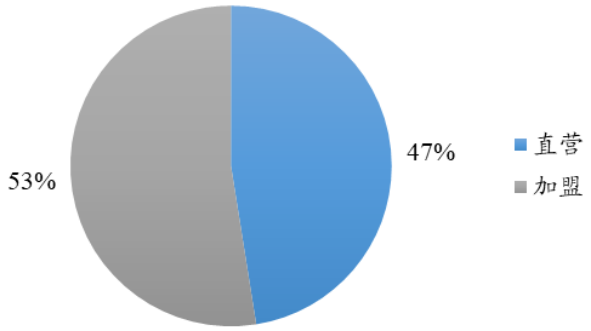
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

4. 直营加盟各有涉及，渠道扩张仍在进行中

4.1. 加盟是渠道扩张的主要方式，直营毛利更胜一筹

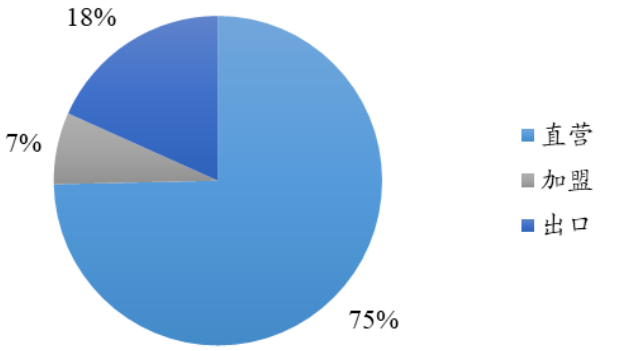
三家公司以加盟为主，美克家居直营占比较高。美克家居作为成品家具中典型的以直营渠道销售的公司，其直营模式收入占比达 75%，亚振家居次之，占比 47%；宜华生活和曲美家居则主要通过经销商进行销售。美克家居由于发展旗下 A.R.T.品牌，因此在加盟渠道实现较快增长。

图 25：亚振家居加盟和直营模式平分秋色



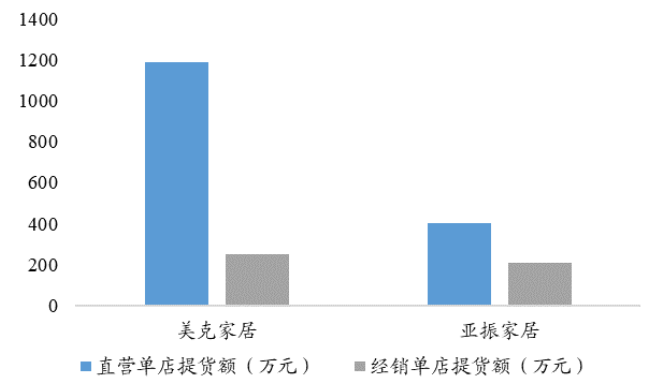
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 26：美克家居渠道中直营占比 75%



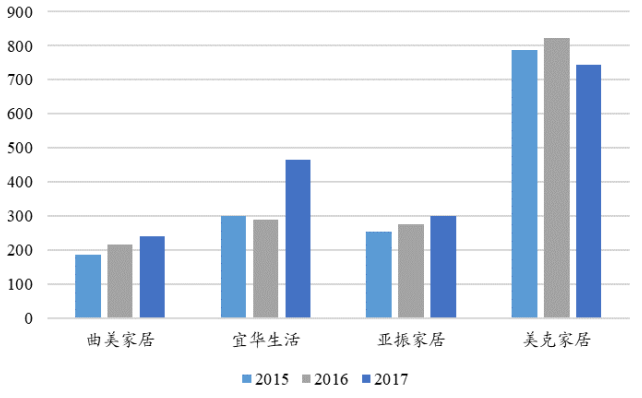
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 27：美克家居直营单店提货额相对较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

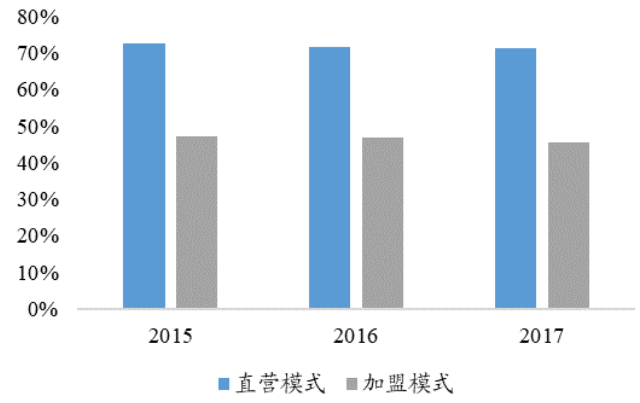
图 28：由于美克直营占比较高，各类门店平均提货额高于同行业水平



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

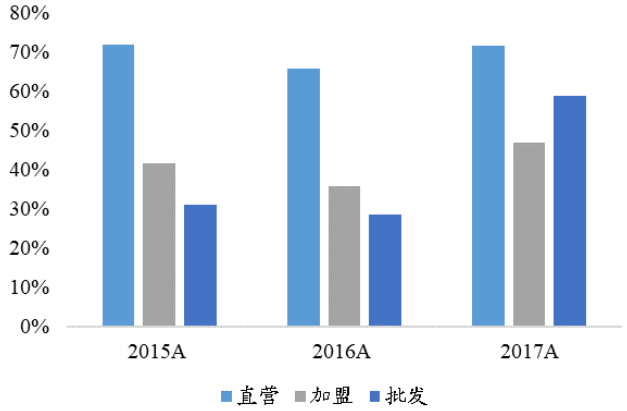
直营渠道毛利率 70%，加盟渠道毛利率 41%~46%。在直营模式中，厂商自行投资经营专卖店或者商场店，直接将产品销售给终端消费者，因此毛利率较高。综合亚振家居和美克家居，分析得出直营和加盟的渠道毛利率分别在 70%~72%及 41%~46%的区间内。

图 29：亚振家居直营、加盟毛利率为 72%和 46%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

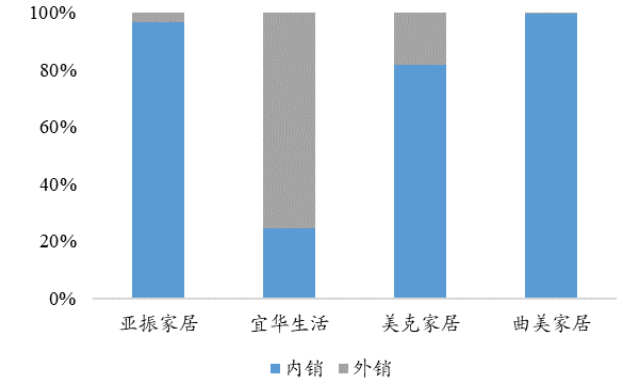
图 30：美克家居直营、加盟毛利率为 70%和 41%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

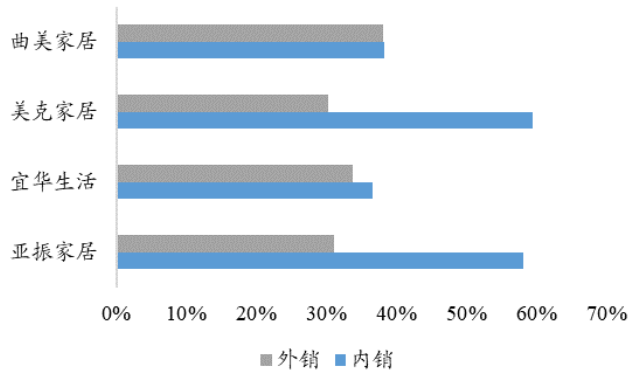
宜华生活主要销售渠道为国外，内销外销毛利率差别不大。宜华生活外销渠道占比最高，达到 75%；美克家居其次，为 18%。从毛利率角度，除美克家居和亚振家居因直营渠道占比相对高导致毛利较高外，内外销毛利率在各公司相差不大，均在 30%-38%之间。

图 31：宜华生活外销占比达 75%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 32：内外销毛利率在 30%-38%之间



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

宜华生活和曲美家居在大宗业务开发方面有所进展。宜华生活表示 2018 年将重点关注 B 端市场，涵盖办公场所、高端星级酒店、长短租人才公寓、养老及医疗家居五大领域；曲美家居则已与万科、恒大、业之峰、金螳螂装饰、百安居等公司展开业务合作，并与恒大合作推出品牌家具券兑换。

表 2：宜华生活和曲美家居分别于保利地产和恒大集团展开合作

公司名称	和大宗客户的合作
宜华生活	和保利地产就家居软装配套解决方案达成一致,约定在为期 5 年的合作期内,宜华生活为保利地产开发的房地产、

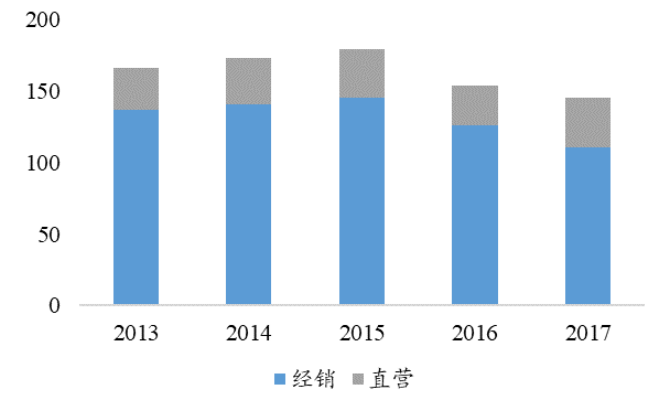
	酒店、公寓项目提供多达 30 万套公寓(或住宅)的软装配套、5000 间酒店客房的家具配套和 1000 万平方米地板。
曲美家居	与河南恒大家居产业园签订了《家居企业合资合同》，拟在河南省兰考县共同设立河南恒大曲美家居公司，总投资 2.3 亿元，曲美方将累计出资 1.38 亿元; 恒大集团与包括曲美家居在内的 15 名品牌企业联盟，通过该家居联盟，业主在购买恒大楼盘后，就可以免费获得最高 20 万的“品牌家居券”。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 美克曲美开店节奏稳步推进，单店销售额稳居前列

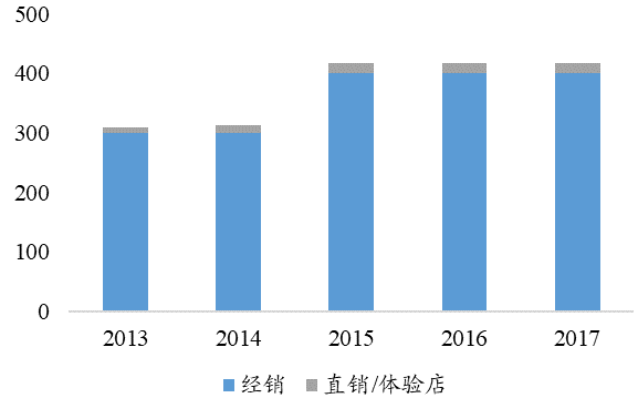
曲美家居门店最多，近五年多数成品家具商开店节奏加快。横向对比四家成品家具公司，曲美家居于 2017 年以 861 家的门店数遥遥领先于成品家具行业的其他公司。纵向来看各公司的开店节奏，则除亚振家居 2016 年关店调整结构外，其他成品家具公司的门店数目都有所增加，尤其是美克家居和曲美家居，五年内门店数量明显增加。

图 33：亚振家居门店略有减少



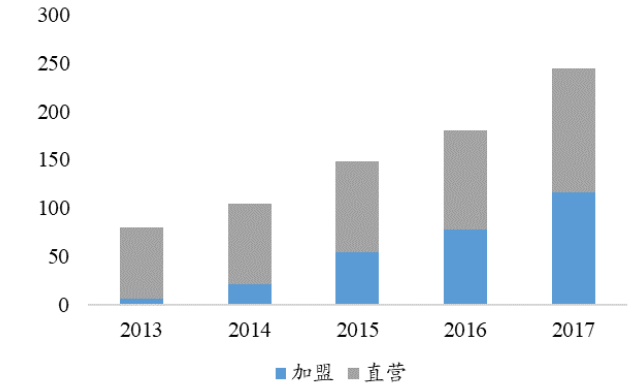
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 34：宜华生活经销为主，门店数量略增



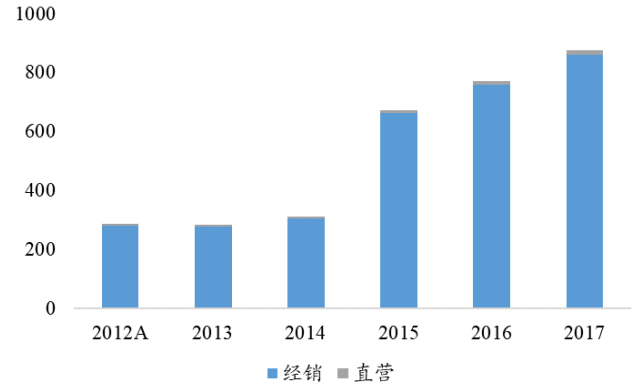
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 35：美克家居直营为主，门店数量增长较快



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 36：曲美家居经销为主，门店数量明显增加

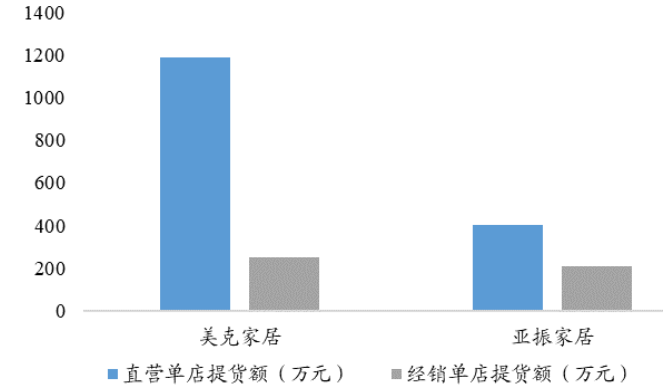


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

美克家居单店提货额相对较高。通过计算单店销售额分析发现，美克家居的单店提货额较高，2017 年为 744 万元，而亚振家居和曲美家居的单店提货额在 240 万元-300 万元之间，并且美克单店提货额 2017 年略微下降，主要由于其近年来开店速度加快所导致。与此同时，考虑直营店 2 倍的折算系数后，加盟店的单店提货额远小于直营店。

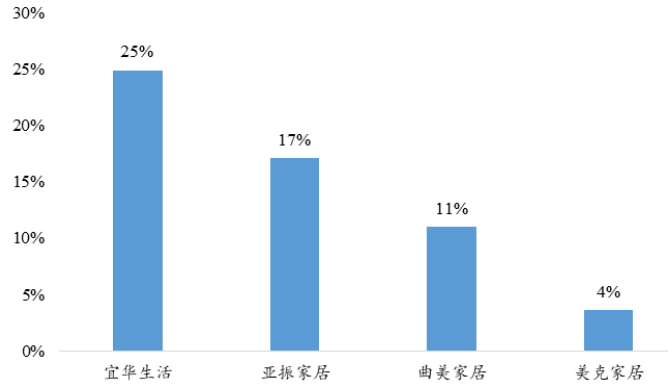
宜华生活和亚振家居销售更加依赖大商。从公布的 2017 年成品家具前五大客户收入占比的情况看，宜华生活前五大客户占比达到 25%，亚振家居次之，美克家居则仅有 4%，说明宜华生活和亚振家居对于大商的依赖性更强。

图 37：加盟店单店提货额小于直营店（2017）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 38：宜华生活和亚振家居对大商依赖性较强



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

5. 从核心竞争优势来看，各公司各具特点

5.1. 亚振美克多品牌，宜华曲美拓品类

亚振家居和美克家居主打多品牌战略，各品牌定位不同消费群体。作为竞争关系最直接的两家公司，亚振家居和美克家居都实施了多品牌战略。其中亚振家居历经品牌整合后，形成“亚振”和“亚振·利维亚”两大品牌，分别定位高端和中高端，后者消费人群主要为年轻白领。美克家居旗下则有 8 个渠道品牌，将多品牌细分领域做到极致。

美克家居品牌发展较为成熟，亚振家居尚处调整期。美克家居多品牌战略已经经过一段时间的发展，从 2010 年收购 A.R.T.家具公司并对其实施中国化，到 2015 年发展 YvvY 年轻化品牌，再到 2017 年 Zest 在线定制品牌问世，加之国外家具商的经销权，目前多品牌的体系较为成熟。亚振家居由于品牌整合近年来门店数有所减少，仍处在调整期。

表 3：亚振家居品牌定位于中高端市场

类别	亚振	亚振·利维亚	亚振·乔治亚	Chelini
创立时间	1992 年创立	2007 年创立	2013 年创立	百年历史 2011 年引入中国
产品风格	西式风格家居	西式风格家居	西式风格家居	意大利进口 奢侈品家具
主要消费人群	有较强审美能力、注重生活品位的高收入人群	注重品质、讲求时尚的白领阶层、精英人士	追求精致生活、注重性价比、中高收入阶层	有海外生活经历、追求进口家具品质的高收入人群
产品特点	经典纯正、华美厚重、雕刻繁复、适合大中户型和别墅	优雅简约，形体精巧，雕刻清新明朗，适合各式户型	雅致休闲，精致生活月传统手工艺相结合，适合大中户型	纯进口家具、百年历史、手工工艺
销售渠道	直营+经销	直营+经销	直营+经销	直营（授权经销）

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究。 注：亚振·乔治亚品牌目前已合并至亚振主品牌下

图 39：美克家居旗下八大渠道品牌定位不同

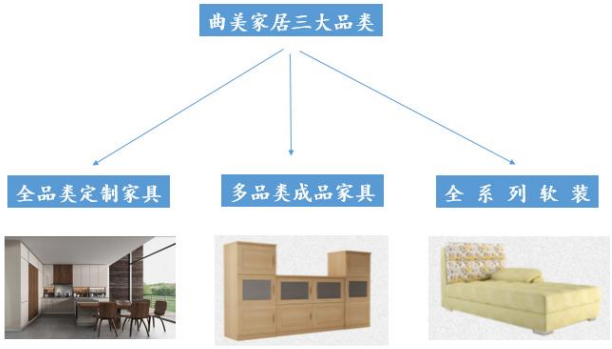
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

宜华生活和曲美家居主打多品类战略。宜华生活旨在打造“泛家居”一体化服务商，其主推的 Y+生态系统涵盖软体家具（华达利）、O2O 电商（美乐乐）、工装（海尔家居）、定制家具（沃棣家居）等，2016 年其收入增长部分来源于华达利的并表。曲美家居则是“全品类定制家具+多品类成品家具+全系列软装”的多品类、多层级产品矩阵。

图 40：宜华生活主打 Y+生态系统

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 41：曲美家居主推三大品类

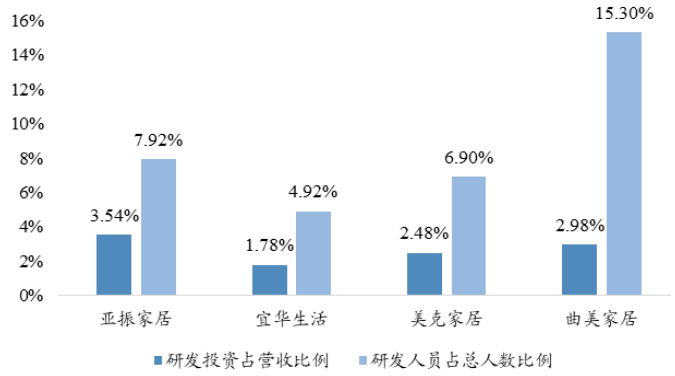


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

5.2. 成品设计能力奠定基础，曲美延伸定制领域

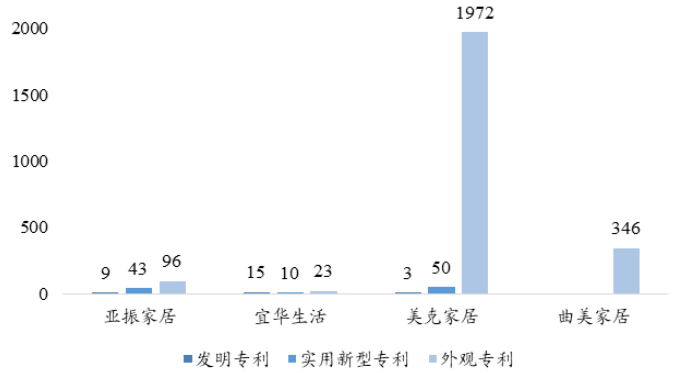
宜华生活研发相对较少，美克家居强于外观设计。以研发投入和专利数量为指标，可发现宜华生活在研发支出和研发人员培养方面略逊，曲美家居的研发人员占比超过 15%，在业内处于较高水平。此外，美克家居以 2025 项专利水平远超其他成品家具公司，主要归功于其强大的外观设计能力。

图 42：宜华生活研发支出占比最低



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 43：美克家居外观设计专利数量最高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究 注：曲美为 2015 年数据

各大成品家具公司设计风格各具特色，投入持续加大。亚振家居在海派艺术家具设计领域具有领先优势，由于欧式家具设计复杂，因此在设计过程中还加入了大量手工雕刻；美克家居则建成了国家级工业中心，美国的 MAC 设计研发中心建设也在进行不断的投入；曲美家居引进国内外优秀团队和设计师，注重产品设计的原创性，其定制业务也对设计提出了更高的要求。

表 4：亚振、美克和曲美各具设计优势

公司名称	设计优势
亚振家居	拥有一支本土设计团队，还与法国、意大利、加拿大、比利时等知名设计师长期合作；曾荣获行业最高设计奖项“金斧杯”金奖
美克家居	创立的国家级工业设计中心通过绿色制造工业园区的认证；美国 MAC 研发设计中心计划总投资 3791 万美元，以吸引国内外设计师
曲美家居	与丹麦设计公司合作开发曲美 Living 系列产品；与国内知名设计师如吴其华、刘轶楠、吴桐等合作推出设计产品

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

成品家具开始涉足定制领域，曲美家居领先。成品家具公司中具有较强设计能力的企业开始顺应消费趋势，布局定制家居领域。目前亚振家居和美克家居类似，均属于大部分产品标准化生产，少部分产品定制。而相比之下曲美家居于 2012 年便成立了以定制为主的 B8 家居，目前已拥有可提供 B8 定制服务的专卖店 460 多家，在成品家具厂商中处于领先水平。

表 5：曲美家居在拓展定制业务方面领先

公司名称	设计优势
美克家居	1.主打互联网定制，以 C2M 模式为消费者提供专属的定制化产品和线上体验，目前采取线上运营+线下体验店的经营模式 2.2018 年并表的 Rowe 公司旗下拥有美国定制沙发高端品牌 Robin Bruce，增强公司在中高端定制沙发业务的竞争力
曲美家居	1.全品类产品开放定制

	2.新增 B8 定制产能，新开店中店 87 家，独立店 13 家
亚振家居	1.成立了亚振定制事业部，负责全屋定制项目
	2.新建生产线预计将于 2018 年第四季度预生产，该条生产线主要设备由德国、意大利引进

数据来源：公司年报，招股说明书，国泰君安证券研究

5.3. 直营大店经验丰富，美克渠道运营占优

渠道多点布局，模式各有不同。亚振家居目前直营店 34 家，经销店 111 家，并将在未来增加“合作店”的经营模式；宜华生活同时布局传统和互联网渠道，并将重点关注 B 端市场；美克家居主品牌以直营零售为主，同样在线上线下发力布局；曲美家居则采取经销商专卖店、直营专卖店、电商平台直营店以及大宗业务相结合的复合渠道模式。

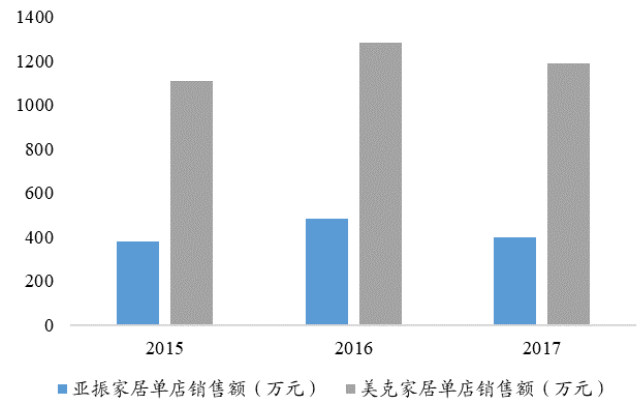
曲美家居大店更多，美克家居自营大店运营存优势。以经营面积超过 1000 ㎡作为大店的衡量标准，曲美家居的大店共 212 家，占店面总数的 24.23%。但其直营专卖店仅 14 家，因此相当一部分大店为经销商运营。相比之下，美克家居 129 家直营店的平均占地面积为 1847 m2，且自有物业门店全部为大店，加上租赁门店数则至少有 30 家。同时亚振家居也建立了 30 余家独立店，但其单店销售额和坪效相比美克仍有差距。

表 6：美克自营大店占优势

公司名称	门店分类	门店数	总面积/m²	单个门店面积
亚振家居	-	34	31804	935
美克家居	自有物业	11	27600	2509
	租赁物业	118	210700	1786

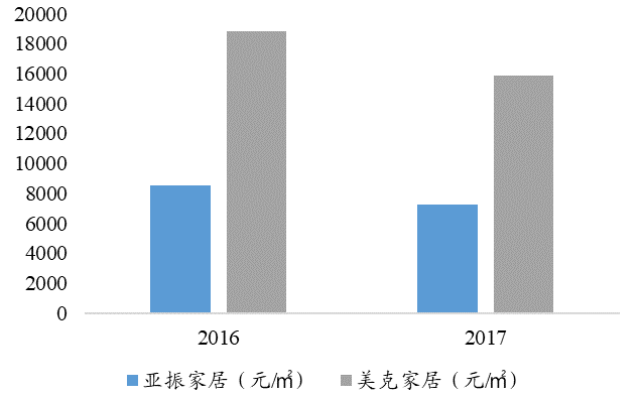
数据来源：公司年报，招股说明书，国泰君安证券研究

图 44：美克家居单店销售额较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 45：美克家居直营店坪效较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com