

美克家居 (600337.SH)

转型平台商，成长有望进入快车道

核心观点：

- **向平台商转型路径：依托原有强大的直营零售体系，核心品牌逐渐开放加盟，帮助设计师拓展 S2B2C 模式，增加寄售产品比例，开店速度有望加速。**公司 2002 年由制造商向零售商转型，2014 年向品牌商转型，当前公司逐渐由零售品牌商向平台商转型。2019 年公司直营业务实现营收 36.53 亿元，占比 66%，并拥有 12 万+会员，积累了大量的消费者，拥有较多的潜在消费者基础是转型平台商的基础。未来公司核心品牌将逐渐放开加盟，拓展设计师驻店等新形式，并且增加配饰产品展示与销售、利用全渠道数字化优势，推动全渠道平台转型，可降低单店展示成本，开店速度有望加速，将有助于公司成长进入快车道。
- **剥离亏损业务与品牌，突出核心品类，净利润率有望提升。**公司当前拥有 7 个国内渠道品牌以及 4 个国际批发品牌，公司实施多品牌战略，聚焦核心品牌规模化发展。根据公司 2019 年年报，未来公司将对业务进行瘦身，对闲置、不良及低效资产进行处置，削减国内亏损品牌及亏损业务。这将极大地集中公司资源发展核心品牌，提升运营效率。同时，类直营模式的轻资产拓店模式，将有助于优化存货成本，提升门店运营效率。
- **预计 20-22 年业绩分别为 0.17、0.30、0.36 元/股。**我们预计公司 2020-2022 年分别实现营收 52.06、66.30、78.96 亿元，分别同比变动-6.8%、27.4%、19.1%，归母净利润 2.92、5.23、6.39 亿元，分别同比变动-37.1%、79.2%、22.1%。结合公司历史估值与同行业可比估值水平，给予公司 2021 年 22xPE 估值，对应合理价值 6.6 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**开店速度不及预期，行业竞争加剧，模式转型不及预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,261	5,588	5,206	6,630	7,896
增长率 (%)	25.9	6.2	-6.8	27.4	19.1
EBITDA (百万元)	775	864	408	663	785
归母净利润 (百万元)	451	464	292	523	639
增长率 (%)	23.5	2.8	-37.1	79.2	22.1
EPS (元/股)	0.25	0.26	0.17	0.30	0.36
市盈率 (P/E)	15.54	16.92	35.85	20.00	16.37
ROE (%)	9.4	10.0	5.7	9.4	10.7
EV/EBITDA	9.77	10.45	28.82	17.25	14.14

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

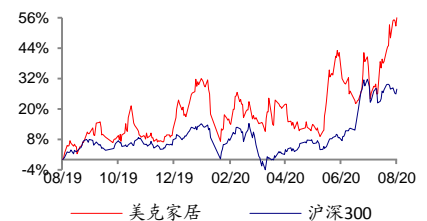
公司评级

公司评级	买入
当前价格	5.92 元
合理价值	6.6 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-17

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1767/1728
总市值/流通市值 (百万元)	9982/9765
一年内最高/最低 (元)	5.65/3.70
30 日日均成交量/成交额 (百万)	31/158
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	40/30

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

目录索引

一、本文核心逻辑.....	4
二、强大的零售经营系统，开放加盟成长有望加速.....	5
（一）借鉴 WAYFAIR：直营模式研究消费者喜好，是快速扩张的基础.....	5
（二）开放加盟，展店速度有望加速.....	7
（三）数字化营销，多角度布局新零售.....	8
三、梳理品牌与品类，运营效率有望继续提升.....	10
（一）梳理品牌与品类，突出核心品牌.....	10
（二）加强供应链管理，运营效率提升.....	11
（三）工厂布局趋于合理，物流费用有望下降.....	13
四、净利率提升+类直营模式有望提升 ROE.....	14
五、盈利预测与估值.....	15
六、风险提示.....	18

图表索引

图 1: Wayfair 营业收入增长情况	5
图 2: Wayfair 国内国际收入占比	5
图 3: Wayfair 为消费者提供精确地产品信息	6
图 4: Wayfair 精准推荐商品与购物组合	6
图 5: 美克家居直营、加盟店单店收入对比	6
图 6: 公司直营店坪效高	6
图 7: 加盟开店有望加速	8
图 8: 薇娅为公司做直播	9
图 9: 美克美家心选小程序提供多种方案选择	9
图 10: 美克家居实木家具产量和销量	12
图 11: 美克家居沙发产量和销量	12
图 12: 美克家居仓储、物流总支出	13
图 13: 美克家居物流费用率	13
图 14: 美克家居存货周转率 (次)	14
图 15: 美克家居固定资产周转率 (次)	14
图 16: 美克家居净资产收益率 (%)	14
图 17: 美克家居净利率	15
图 18: 公司近 5 年 PEband	18
表 1: 公司会员数量持续增加 (个)	7
表 2: 公司直营门店布局 (2019 年)	7
表 3: 美克家居各主要子公司 2019 年运营情况 (百万元)	11
表 4: 美克家居 ROE 拆分	15
表 5: 美克家居分渠道毛利率 (%)	16
表 6: 美克家居分渠道收入 (万元, 家, %)	16
表 7: 可比公司估值	17

一、本文核心逻辑

成长性：直营模式占比较高，零售运营能力强，深刻了解消费者需求是轻资产扩张的基础；加速向平台型企业转型，核心品牌逐渐开放加盟，轻资产快速扩张，成长有望进入快车道。公司2019年直营、加盟、批发业务分别实现营收36.53、4.69、13.98亿元，分别占比66%、8%、25%，直营业务是公司营收的重要组成部分。2019年直营店单店收入2000万元+，坪效达1.53万元/平米，运营效率较高。直营占比较高有助于公司了解消费者偏好以更好地满足消费者需求，帮助产品研发，增强消费者粘性，截止2019年公司共拥有会员122174个。直营模式展店速度较慢，未来公司核心品牌将逐渐开放加盟，赋能头部设计师完成S2B2C模式、增加配饰产品展示与销售、利用全渠道数字化优势，推动全渠道平台转型，可降低单店展示成本，开店速度有望加速。由“品牌零售商”向“渠道平台商”转型，将有助于公司成长进入快车道。

盈利性：剥离亏损业务与品牌，突出核心品类，净利率有望提升；产能布局更加合理，费用率有望降低。公司当前拥有7个国内渠道品牌以及4个国际批发品牌，公司实施多品牌战略，聚焦核心品牌规模化发展。根据公司2019年年报，未来公司将对业务进行瘦身，对闲置、不良及低效资产进行处置，削减国内亏损品牌及亏损业务。这将极大地集中公司资源发展核心品牌，提升运营效率。另外，公司计划将部分产能转移至赣州，产能布局更加合理，运输费用率有望降低。

多角度尝试布局全渠道，提升运营效率。在我们2020年3月4日外发报告：《疫情激发变革，决胜电商、s2b2c与零售标准化》中提到：疫情吹响家居业效率变革的号角，家居业运营逻辑需要重新审视。在该报告中我们总结了当前家居市场衍生出的新商业模式，并分析了相应的优势及局限。（1）前置接触模式（入驻小区等）；（2）电商模式（直播模式）；（3）S2B2C模式；（4）平台生态布局。美克家居结合自身核心竞争力，多角度尝试布局全渠道，提升运营效率。

盈利预测与估值：我们认为公司核心品牌开放加盟，展店速度有望加速，成长有望进入快车道；剥离亏损业务和品牌聚焦核心，未来净利率有望提升。我们预计公司2020-2022年分别实现营收52.06、66.30、78.96亿元，分别同比变动-6.8%、27.4%、19.1%，归母净利润2.92、5.23、6.39亿元，分别同比变动-37.1%、79.2%、22.1%。结合公司历史估值与同行业可比估值水平，给予公司2021年22xPE估值，对应合理价值6.6元/股，维持“买入”评级。

风险提示：开店速度不及预期，行业竞争加剧，模式转型不及预期

二、强大的零售经营系统，开放加盟成长有望加速

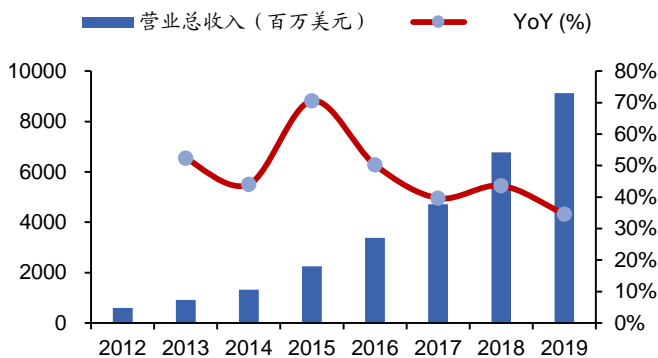
公司直营模式运营效率较高，有助于了解消费者喜好，但展示成本较高，开店速度较慢。推进线上+线下全渠道，由品牌商逐渐转型平台商，开放加盟后轻资产模式扩张，开店速度有望加速。

（一）借鉴 Wayfair：直营模式研究消费者喜好，是快速扩张的基础

我们于 2020 年 3 月 25 日外发报告：《美国家具电商 Wayfair 给国内泛家居的启示》中曾表示：积累目标客户群体，收集顾客需求、喜好数据并根据数据挖掘精准运营对于家居企业十分重要。

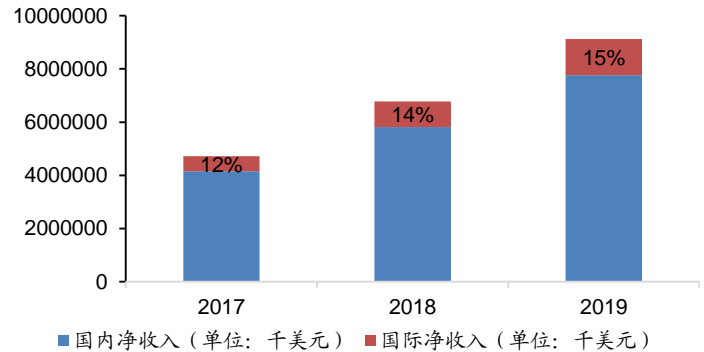
Wayfair 是美国互联网家居电商巨头，由 2002 年两名康奈尔大学的学生创立的网站集群 CSNstore 发展而来，2011 年统一品牌更名为 Wayfair，2014 年 10 月在美国纽交所上市。根据公司 2019 年报，Wayfair 迄今总共收录近 1,800 万种产品，打造了 90 余个自有品牌，在全球有超过 12,000 家的供应商为其提供产品和服务，业务范围覆盖美国、加拿大、澳大利亚、英国、德国、法国等世界各国。

图1: Wayfair营业收入增长情况



数据来源：Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

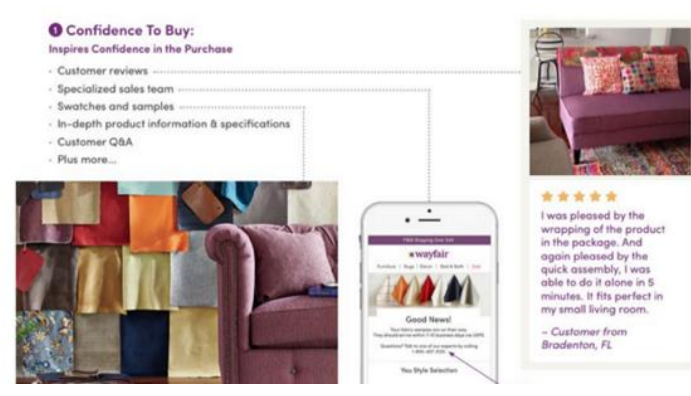
图2: Wayfair国内国际收入占比



数据来源：Wayfair2019 年报、广发证券发展研究中心

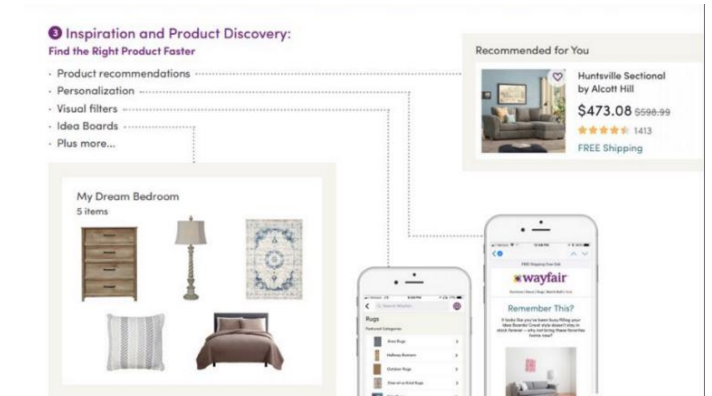
积累目标客户群体，精准数据挖掘运营。2015年以前，Wayfair针对消费者“线上浏览，线下购买”的消费习惯，推出“Get it near me”计划，为用户推荐意愿购买商品的附近商店，满足其线下体验的需求。Wayfair拓展佣金收入的同时扩大了目标客户群体，建立起消费者对于平台的信任与购物依赖，为自有品牌培育与电商发展营造沃土。在推荐模式方面，Wayfair高效地收集挖掘用户信息，根据用户喜好和消费习惯创建定制化的主页和推荐组合，并适时调整产品价格赢得竞争优势。在用户体验方面，Wayfair为消费者提供带有精确尺寸、材质的产品图片和3D可视化家居布景，帮助用户建立线上消费信任。

图3: Wayfair为消费者提供精确地产品信息



数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

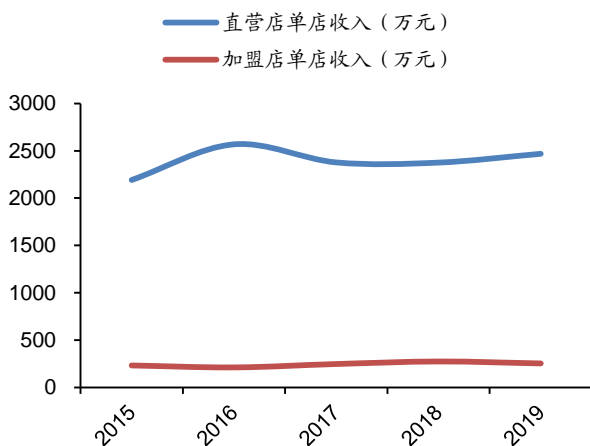
图4: Wayfair精准推荐商品与购物组合



数据来源: Wayfair2019Q4 业绩报告、广发证券发展研究中心

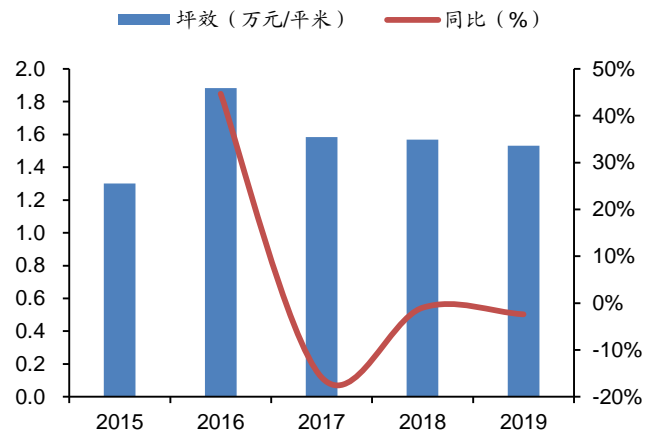
美克家居: 直营模式优势巨大, 单店收入2000多万元; 坪效1.5万元/平米, 运营效率高; 展示成本较高, 展店速度较慢。根据公司年报, 2019年公司直营、加盟、批发营收占比分别为66%、8%、25%, 直营是公司主要的收入来源。2015-2019年, 直营店单店收入稳定在2000万元以上, 远高于加盟店单店收入的200多万元。同时, 公司直营门店坪效高, 2019年公司直营坪效达1.53万元/平米, 运营效率高。另一方面, 由于公司直营占比较高, 展览产品较多, 库存较高, 因此造成直营门店展店速度较慢, 2015-2019年, 公司直营门店数量由95家增长至148家, 平均每年净增加13.25家, 展店速度较慢。

图5: 美克家居直营、加盟店单店收入对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图6: 公司直营店坪效高



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

美克家居: 直营模式积累会员数量增长, 规模优势渐显, 单位获客成本下降。美克家居直营店铺形式有利于了解消费者偏好以更好地满足消费者需求, 帮助产品研发, 增强消费者粘性。根据公司年报, 2015年-2019年会员由70000增长至122174, CAGR14.94%; 广告费用由1.08亿增长至1.38亿, CAGR6.32%, 说明单位获客成本下降, 规模化优势渐显。

表1: 公司会员数量持续增加(个)

	2015	2016	2017	2018	2019
会员数量	70,000	87,815	106,000	110,182	122,174
会员增速(%)	/	25.45	20.71	3.95	10.88

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

升级会员政策, 有助于吸引更多消费者入会。2019年12月, 美克家居推出全新会员政策, 消费者在美克美家、Rehome和YVVY三个品牌的消费可以累计并计算晋级, 会员积分的互通意味着会员可以同时享受三个品牌的积分福利, 帮助公司品牌间共同增收。同时, 会员可拥有更加丰富的产品折扣和线上权益, 注册流程简单, 有利于进一步增加会员数量。

(二) 开放加盟, 展店速度有望加速

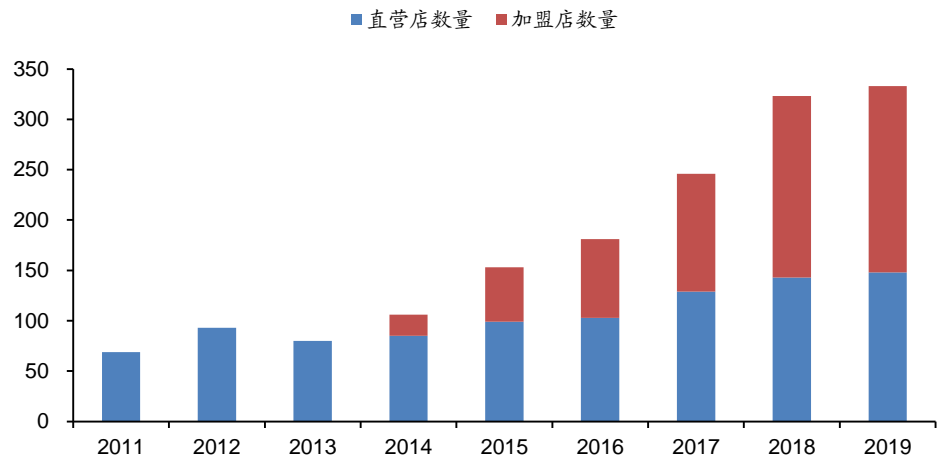
直营门店库存高, 平台化转型有助于优化库存。2019年, 公司存货账面价值共计20.90亿元, 其中, 原材料、库存商品分别为1.12、18.69亿元, 占存货比例分别为5.36%、89.43%, 库存商品较多是公司存货高的主要原因。公司直营门店多以300平米+的大店为主, 因此展示商品较多, 造成库存商品高。未来公司提升直营门店中寄售产品, 同时加速加盟门店开店速度, 库存结构有望优化。

表2: 公司直营门店布局(2019年)

省份	自有物业门店		租赁物业门店		省份	自有物业门店		租赁物业门店	
	数量	建筑面积 (万平方米)	数量	建筑面积 (万平方米)		数量	建筑面积 (万平方米)	数量	建筑面积 (万平方米)
安徽	-	-	2	0.49	江西	-	-	1	0.27
北京	1	0.58	7	0.57	辽宁	3	0.37	5	0.94
福建	-	-	6	0.84	山东	-	-	9	1.35
甘肃	-	-	1	0.24	山西	-	-	1	0.22
广东	-	-	9	2.48	陕西	-	-	4	0.93
广西	-	-	1	0.14	上海	-	-	16	2.21
海南	-	-	2	0.38	四川	-	-	10	1.63
河北	-	-	3	0.56	天津	1	0.4	5	1.04
河南	-	-	3	0.66	新疆	1	0.51	-	-
黑龙江	-	-	2	0.38	云南	1	0.12	1	0.28
湖北	-	-	6	1.76	浙江	1	0.24	16	2.95
湖南	-	-	4	0.94	重庆	-	-	4	0.85
吉林	1	0.2	-	-	内蒙古	-	-	1	0.24
江苏	2	0.34	16	3.31	贵州	-	-	2	0.25
安徽	-	-	2	0.49	江西	-	-	1	0.27

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图7: 加盟开店有望加速



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

类直营扩张: 核心品牌开放加盟, 加强设计师合作, 赋能开展S2B2C模式。

2019年, 美克美家全新引入享誉全球的Kelly Hoppen MBE设计, 正式作为签约设计师品牌进驻店面, 并且公司首度引入设计师品牌首饰品类, 丰富产品矩阵。2020年公司继续赋能设计师开展S2B2C, 将设计师驻店的形式复制拓展, 在中高端一站式购买的赛道上增强自身设计优势的同时, 降低了展店成本, 提升门店经营效率。公司将赋能设计师开出美克美家设计工作室, 单店面积较旗舰店小, 有助于加速开店速度, 同时公司指导设计师开店, 提供物流等服务, 全方位赋能门店。

积极推进地产、酒店业务合作。2019年公司启动了To B业务+地产商合作, 通过与全国优秀的地产公司、硬装公司合作, 实现软硬装整体交付。我们认为, 公司可以提供一站式套餐产品销售服务, 一站配齐降低了地产商管理供应商的难度, 同时产品风格一致可以提升整体性, 公司在地产、酒店等To B业务具备较强优势, 未来有望成为营收增长的主要动力。

轻资产扩张: 核心品牌开放加盟, 加强头部设计师合作、增加寄售产品品牌比例, 利用全渠道数字化优势, 推动全渠道平台转型, 可降低单店展示成本, 开店速度有望加速。根据公司2019年年报, 公司美克美家品牌将全方位推进设计师营销合作; A.R.T.将持续推进加盟商分级管理策略, 扩大专营商数量。另一方面, 公司将利用其在数字化的优势, 赋能内外部设计师完成S2B2C模式, 同时增加门店中寄售品牌的销售, 即以自有品牌门店为平台, 设计师的设计工作室入驻平台, 增加店内产品展示的类型, 同时开拓地产商、硬装公司及楼盘的营销合作。由“品牌零售商”向“渠道平台商”转型, 将有助于公司加速开店。

(三) 数字化营销, 多角度布局新零售

多平台开设店铺, 借助电子商务实现销售增长。根据公司年报, 2019年, 公司品牌分别在天猫、京东、寺库、小红书等电商平台拥有8家店铺, 较2018年新增2个店铺。线上营业收入较上年增长2,700万元, 同比增长35.53%。美克美家天猫旗舰店2019年浏览量达到6,507万人次, 同比增长37%; 支付人数1.4万

人，同比增长40%；共计产生 2.1 万个订单，其中移动端订单量占比达到 96%。京东旗舰店销售同比也实现了较大幅度增长。

试水直播业务，尝试新零售。公司品牌在双十一活动期间开展直播业务，拓展现有营销方式，实现品牌与客户的即时交流。2019年6月24日，美克家居旗下公司美克美家开启“韬韬宠爱，薇你推荐”直播专场，首创家居行业进店走播的新营销形式。当晚，直播参与人数突破1600万，累计订单额超1200万，“谁把家搬进薇娅直播间”等热门话题抢占微博热搜。

与华为、腾讯合作，推动数字化转型。公司与华为、腾讯等公司在基础网络、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。通过全面落地线上服务，推动实现门店业务在线展示、在线咨询、在线设计、在线下单、在线预约配送、在线售后客服。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，帮助消费者有更多选择的渠道，全方面推动数字化转型。

图8：薇娅为公司做直播



数据来源：淘宝，广发证券发展研究中心

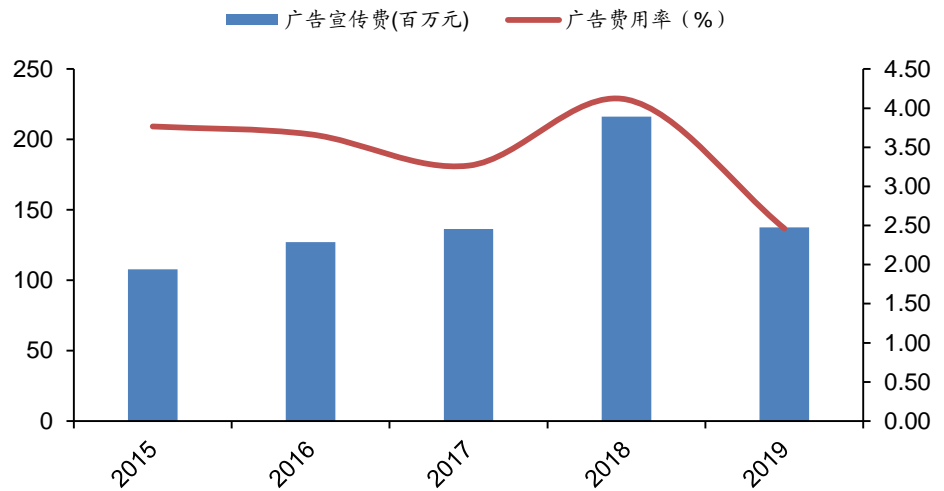
图9：美克美家心选小程序提供多种方案选择



数据来源：美克美家心选小程序，广发证券发展研究中心

大力投入广告宣传，提高品牌知名度。2015-2019年，公司持续投入大量的广告宣传费用，2019年广告宣传费13756.14万元，2015-2019年广告费用率始终维持在2%+的较高水平。对广告宣传的大力投入，有利于进一步提高品牌知名度，增强消费者印象。

图19: 美克家居广告宣传费及费用率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

疫情将推动行业逐渐走向线上，公司多维度提升企业运营效率。在我们2020年3月4日外发报告：《疫情激发变革，决胜电商、s2b2c与零售标准化》中提到：疫情吹响家居业效率变革的号角，家居业运营逻辑需要重新审视。疫情是问题的放大器，更深远的问题是消费者变化、渠道流量变化在倒逼家居产业变革。在该报告中我们总结了当前家居市场衍生出的新商业模式，并分析了相应的优势及局限。

(1) 前置接触模式(入驻小区等)：优势体现在能够比竞争对手更早触达潜在消费者；但局限也很明显，“快闪店”模式扩大了流量入口但无法提升转化率，且同质化营销竞争增多。(2) 电商模式：优势在于透明、去中介化，局限在于天然匮乏构建必要沟通场景的能力(直播电商等逐渐改善短板)。(3) S2B2C模式：为B端改善效率，也为C端提升消费体验，局限在于对核心综合能力要求较高。(4) 平台生态布局：以阿里为代表，利用巨大的资源力量形成完整的产业链闭环，这种模式的完全复制无疑存在难度，但是对于家居零售及制造类企业均有较好的指导意义。疫情推动行业逐渐走向线上，美克美家结合自身优势，顺应家具行业变革，探索尝试类直营拓展、直播电商、S2B2C等多种模式，提升企业运营效率。

三、梳理品牌与品类，运营效率有望继续提升

(一) 梳理品牌与品类，突出核心品牌

2019年10月，公司聘任牟莉为总经理，将重新梳理产品、渠道、供应链，公司经营能力有望改善。

削减亏损品牌与亏损业务，集中资源发展核心品牌。根据公司2019年年报，公司当前拥有7个国内渠道品牌以及4个国际批发品牌，公司实施多品牌战略，聚焦核心品牌规模化发展。具体来看，公司核心品类贡献销售较高，未来公司将对业务进行瘦身，对闲置、不良及低效资产进行处置，削减国内亏损品牌及亏损业务。这

将极大地集中公司资源发展核心品牌，提升运营效率。

表3: 美克家居各主要子公司2019年运营情况 (百万元)

主要子公司	净资产	净利润
北京美克家居用品有限公司	364.73	12.19
施纳迪克国际公司	223.29	4.32
A.R.T 家具公司	107.77	0.18
美克国际家私(天津)制造有限公司	743.80	38.78
新疆林源贸易有限公司	15.87	0.17
美克国际木业(二连浩特)有限公司	-4.56	-1.43
美克远东木业有限公司	8.71	-1.32
上海美克家居用品有限公司	159.09	14.33
美克国际事业贸易有限公司	641.45	1.08
新疆美克家居投资有限公司	83.21	0
M.U.S.T.公司	40.78	-12.45
天津美克家居销售有限公司	13.87	13.87

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

表4: 美克家居部分品牌布局 and 定位

品牌	价格主张	客群定位	店面面积	全套定价	销售渠道
美克美家	高定位、经典、浪漫、优雅	定位于对高品质生活有所追求的、中产经营以上的中高端人群	90-450 平米	12-120 万	纯直营+线上
A.R.T.经典	新传统、建筑(感)、原汁原味、(可)传承	定位于钟情原汁原味的美式家居风格的高端收入人群	120-300 平米	13-30 万	加盟为主+直营
A.R.T 西区	新锐、不羁、多样、自然	代表浪漫、自由、艺术家气息的品牌，群体定位为热爱生活、崇尚自由、追求生活品质并始终保持年轻心态的中等收入群体	60-150 平米	10-13 万	加盟为主+直营
Rehome	温馨、雅致、愉悦、便捷	定位为雅致的装饰品品牌，涵盖原创设计的家具产品套系，群体定位为中高端收入群体	90-150 平米	10-14 万	高端购物中心
YVVY	潮、酷、惊喜、独特	对超酷文化有独到理解、敢于冒险、注重极致生活和消费体验，愿意为喜爱买单的潮酷一族	90-120 平米	12-20 万	高端购物中心
恣在家 Zest Home	个性、多彩、时尚、百搭	具有时尚差异化和宣扬个性的线上品牌，覆盖有个性化定制需求的、中小户型的、首次置家的、追求品质生活的年轻人及改善型住房的中年群体	80-120 平米	5-10 万	线上为主
Jonathan Richard	英伦、尊贵、工匠、荟萃	定位为钟情英伦经典与历史情怀、崇尚贵族品质的高端消费群体	120-450 平米	40-60 万	加盟+直营

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 加强供应链管理, 运营效率提升

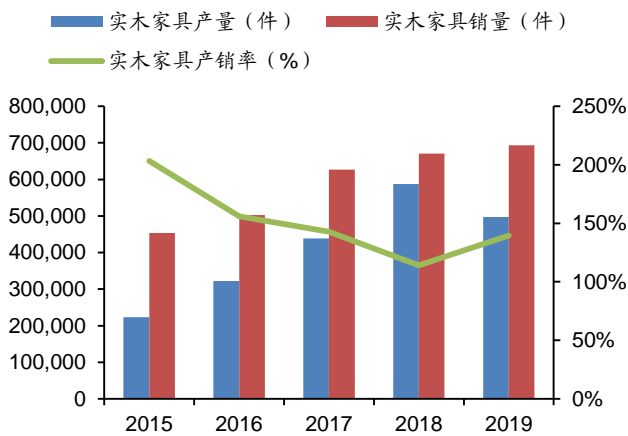
国内制造基地多举措提升整体效率。根据公司年报, 公司天津制造基地为了实现在年度产值目标, 强化分解管控, 各领域积极协同; 制造基地以客户为中心, 精准服务销售前端, 在全国建立40余个质量管理APP系统服务站点, 连通工厂到服务中

心、零售店面、配送客服全环节；2018年，国内制造基地完成了MES（制造执行）等信息系统的搭建和集成，实现生产进度的实时查看；依托VF多工厂联合管理精益项目，建立基于效率、品质、设备、人员的全方面绩效评价体系。

智能制造项目逐步落地，升级效果显著。根据公司2019年年报，智能工厂运营条件已初步形成，信息系统软硬件运行趋于稳定，数据流和数据驱动初见成效，基于MC（大规模定制）业务模式的标准化产品已进入试生产阶段。从试运行的工厂单元情况来看，改造之后的人工效率提高了一倍，产能翻了一番，交付周期从行业平均的120天缩短至5周。

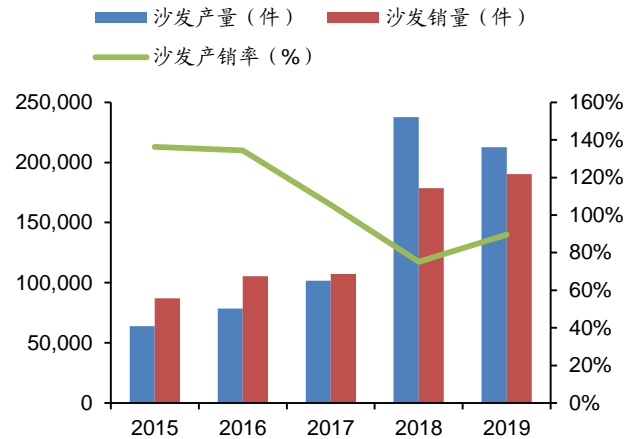
库存管理能力增强。根据公司年报，美克家居2015年后实木家具、沙发销量均逐年上升，2019年实木家具销量693,652件，同比增长3.47%；沙发销量190,376件，同比增长6.64%。2019年公司实木家具、沙发产销率均提升，库存管理能力增强。

图10: 美克家居实木家具产量和销量



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

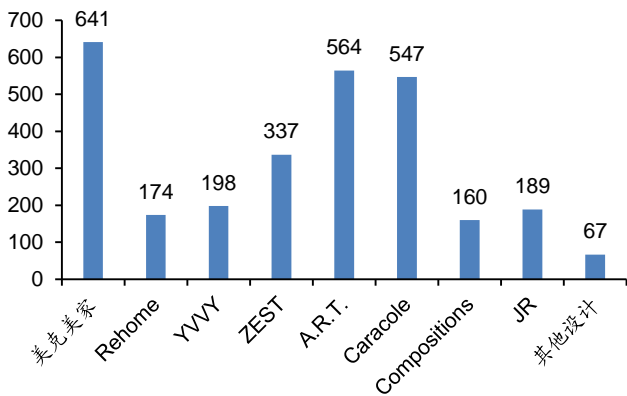
图11: 美克家居沙发产量和销量



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

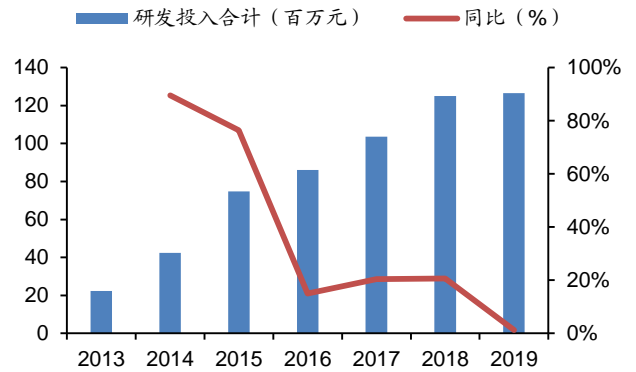
加大研发投入，专利数量较多。2018年美克家居提出“开启软装新模式，享受艺术新生活”的理念，注重产品设计与研发。根据公司年报，截至2019年末，公司累计拥有授权专利2,954件，其中发明专利14件，实用新型专利63件，外观设计专利2,877件。公司研发投入逐年增长，研发投入力度加大，2019年公司研发投入合计1.27亿元，同比增长1.22%。

图12: 美克家居实外观专利数量 (2019年)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 美克家居研发投入合计及增速

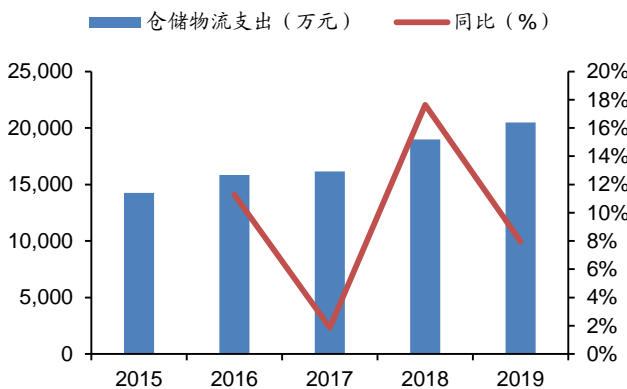


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 工厂布局趋于合理, 物流费用有望下降

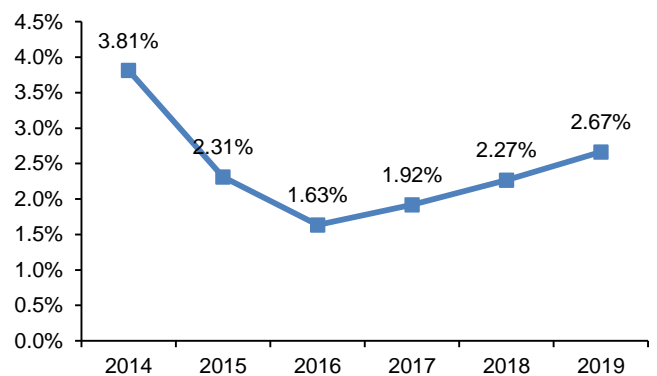
将于赣州建设工厂, 物流费用率有望下降。根据公司年报, 2019年公司物流费用率2.67%, 较上年增长0.40pct。2020年1月18日公司发布公告:《关于与赣州市南康区人民政府等各方签订战略合作协议的公告》: 将逐步将生产能力调整、投资至赣州, 进一步完善公司国内供应链的配置, 降低生产成本、物流成本, 提升制造能力和竞争优势, 打造公司国内第二个供应基地。根据公司2020年4月30日公告, 该工厂将耗资3亿元。将部分产能转移至赣州将增强公司对南方市场的供应能力, 工厂布局趋于合理, 物流费用率有望下降。

图14: 美克家居仓储、物流总支出



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图15: 美克家居物流费用率

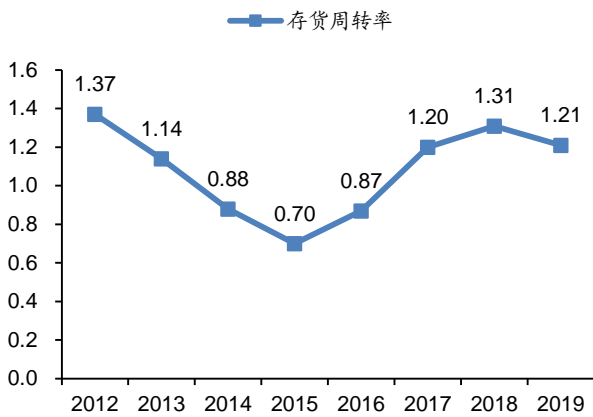


数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

近年来存货周转率、固定资产周转率整体提升。根据wind资讯, 2015年美克家居存货周转率到达低谷0.7次, 随后随着公司供应链改革, 管理效率提升以及销售战略转变, 存货周转率开始提升, 2019年受到贸易战影响, 公司存货周转率略有下降, 达到1.21次, 同比下降7.36%。美克家居固定资产周转率整体呈现上升趋势, 2018年达到了3.70次, 2019年由于固定资产增加, 有所回落, 达到3.36次,

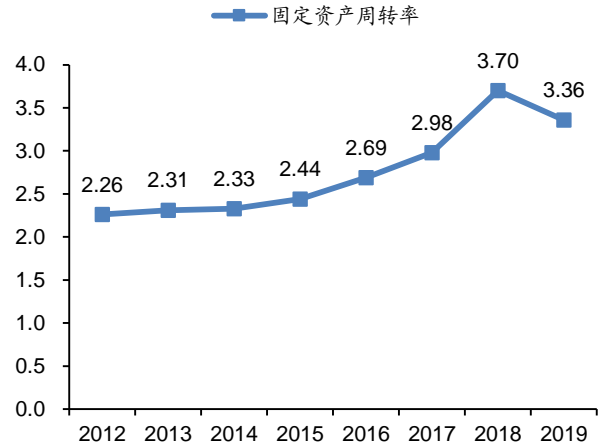
同比下降9.19%。

图16: 美克家居存货周转率(次)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图17: 美克家居固定资产周转率(次)

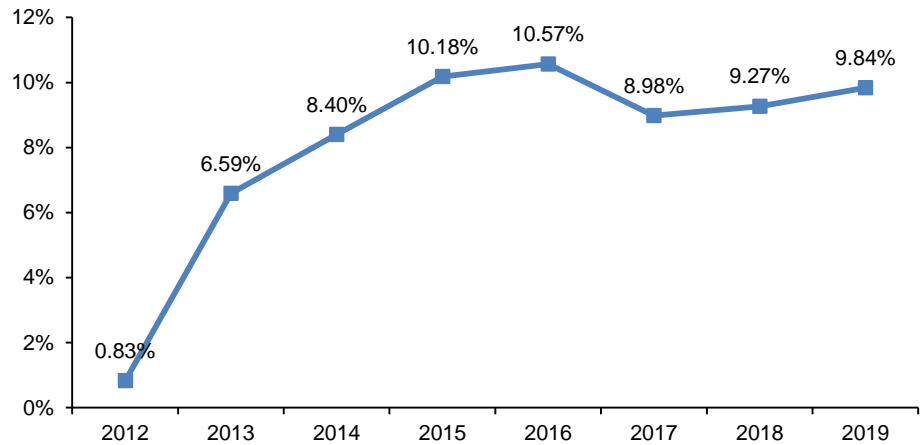


数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

四、净利率提升+类直营模式有望提升 ROE

当前ROE维持在10%左右的较低水平。美克家居当前ROE水平相对较低,主要是因为直营为主的业务模式导致资产周转率较低,近三年美克家居ROE低速增长,2019美克家居净资产收益率9.84%,较上年提升了0.57pct。

图18: 美克家居净资产收益率(%)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

根据杜邦分析法拆分 $ROE = \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$, 分析公司的盈利能力:

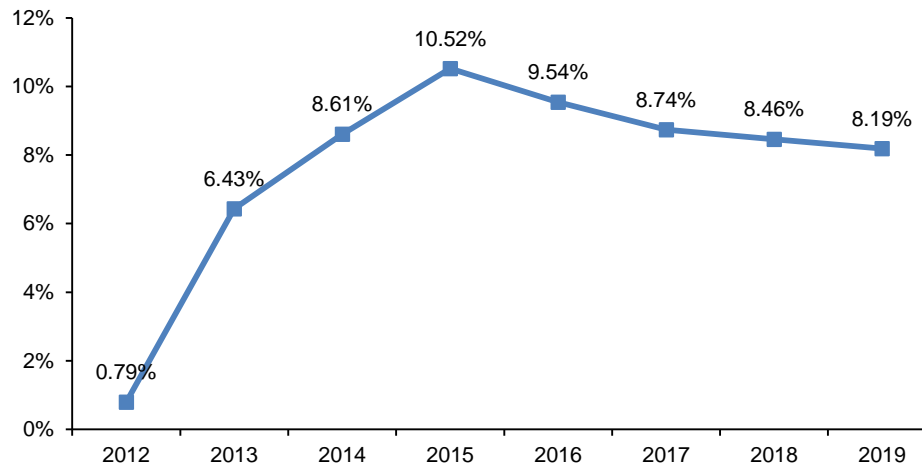
表5: 美克家居ROE拆分

年份	ROE	销售净利率	权益乘数	资产周转
2016	10.57%	9.54%	1.59	0.70
2017	8.98%	8.74%	1.48	0.69
2018	9.27%	8.57%	1.61	0.67
2019	9.84%	8.30%	1.79	0.66

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

当前净利率处于较低水平, 削减国内亏损品牌及亏损业务后, 净利率有望提升。美克家居近年来净利率呈现低速下降趋势, 根据wind资讯, 2019年公司净利率8.19%, 较上年下降了0.27pct。公司直营模式毛利率始终维持在50%+的较高水平, 核心品牌美克美家与A.R.T.净利率较高, 预计未来公司在剥离亏损品牌和业务后, 整体净利润率有望提升。

图19: 美克家居净利率



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

随着类直营模式的推广, 周转率有望提升。根据wind资讯, 美克家居资产周转率近年来逐年下降, 2019年资产周转率0.66次, 同比下降1.49%。随着公司逐渐向平台型公司转型, 提升店面中寄售品类产品的销售降低店面展示成本, 能够有效降低库存, 提升周转率。

五、盈利预测与估值

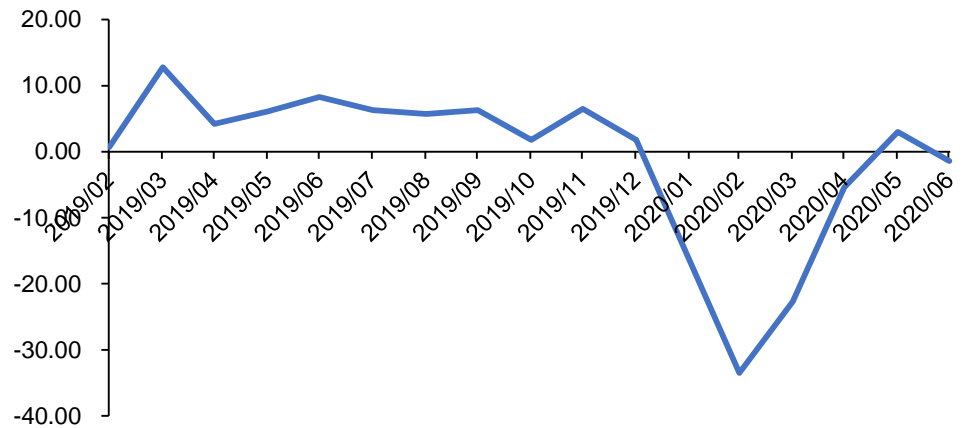
我们认为公司开放加盟将有助于成长进入快车道; 剥离亏损业务和品牌聚焦核心, 未来净利润率有望提升。

直营: 展店速度加速, 毛利率小幅下行。我们预计今年受疫情影响, 公司直营业务营收小幅下滑, 未来随着轻资产模式的持续推进, 开店持续加速, 预计2020-2022年净新增直营门店5、12、25家, 单店营收增速分别为-10%、8%、-1%, 预计分别实现营收33.99、39.59、45.13亿元。并且随着增加配饰产品以及寄售产品展示比例, 预计直营业务毛利率将小幅下滑, 预计2020-2022年直营业务毛利率分别为60.89%、63.19%、62.69%。

加盟：轻资产模式推行，开店加速，盈利能力提升。未来公司将赋能头部设计师完成S2B2C模式，预计2020-2022年净新增加盟门店30、130、150家，单店营收增速分别为-16%、35%、8%，预计分别实现营收4.58、9.91、15.36亿元。并随着设计师S2B2C模式的拓展，预计2020-2022年加盟业务毛利率分别为32.97%、34.17%、33.97%。

预计20-22年业绩分别为0.17、0.30、0.36元/股。2020年一季度，公司实现营收4.37亿元，同比大幅下滑58.99%；归母净利润-2.67亿元，受疫情影响，今年一季度家居行业受到较大冲击，公司直营占比较高，因此亏损面较大。4、5月份以来，全国经济活动逐渐放开，家具消费回暖显著，公司直营将贡献较大利润弹性。我们预计公司2020-2022年分别实现营收52.06、66.30、78.96亿元，分别同比变动-6.8%、27.4%、19.1%，归母净利润2.92、5.23、6.39亿元，分别同比变动-37.1%、79.2%、22.1%。结合公司历史估值与同行业可比估值水平，给予公司2021年22xPE估值，对应合理价值6.6元/股，维持“买入”评级。

图20：二季度全国家具零售额同比回暖明显（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表6：美克家居分渠道毛利率情况与未来假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整体毛利率	52.69%	52.75%	48.89%	50.73%	49.75%
直营	62.53%	63.39%	59.79%	63.09%	62.59%
加盟	33.68%	33.97%	31.77%	34.77%	34.57%
批发	32.98%	31.24%	31.24%	31.24%	31.24%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表7：美克家居分渠道收入（万元，家）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
分渠道收入	511,067.96	552,032.59	520,588.48	662,990.33	789,645.79
收入增速	24.41%	8.02%	-5.70%	27.35%	19.10%

直营	339,702.28	365,342.92	321,032.75	394,681.44	449,936.84
收入增速	10.77%	7.55%	-12.13%	22.94%	14.00%
门店数量	143.00	148.00	153.00	165.00	190.00
门店新增数量	14.00	5.00	5.00	12.00	25.00
单店营收	2,375.54	2,468.53	2,098.25	2,392.01	2,368.09
单店营收增速	-0.07%	3.91%	-15.00%	14.00%	-1.00%
加盟	49,325.47	46,879.33	45,764.36	99,138.38	153,621.39
收入增速	70.56%	-4.96%	-2.38%	116.63%	54.96%
门店数量	180.00	185.00	215.00	345.00	495.00
门店新增数量	63.00	5.00	30.00	130.00	150.00
单店营收	274.03	253.40	212.86	287.36	310.35
单店营收增速	10.87%	-7.53%	-16.00%	35.00%	8.00%
批发	122,040.21	139,810.34	153,791.37	169,170.51	186,087.56
增速	62.30%	14.56%	10.00%	10.00%	10.00%

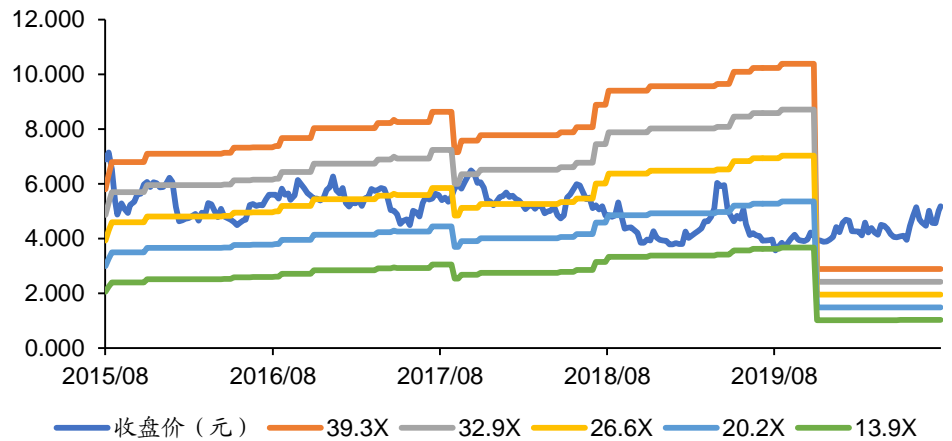
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表8：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	当前股价(元) (2020/08/14)	EPS(元)			PE(x)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603818.SH	曲美家居	10.54	0.17	0.34	0.54	62	31	20
603833.SH	欧派家居	105.91	4.38	4.82	5.51	24	22	19
603816.SH	顾家家居	64.49	1.93	2.18	2.56	33	30	25
300616.SZ	尚品宅配	68.69	2.66	2.76	3.14	26	25	22

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图21: 公司近5年PEband



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

六、风险提示

开店速度不及预期: 截止2019年底, 公司共拥有直营连锁门店148家, 加盟门店185家, 未来门店拓展速度依旧为公司营收增长的动力之一, 若开店速度不及预期, 则对公司收入、利润增长产生不利影响。

行业竞争加剧: 行业竞争加剧将对公司盈利能力造成不利影响。

模式转型不及预期: 公司近年推动自身由品牌零售商向平台运营商转型, 若转型不及预期, 则对公司未来发展产生不利影响。

疫情影响消费者习惯: 2020年一季度, 受疫情影响, 家居行业景气度大幅下行, 若疫情改变消费者习惯, 则可能对公司发展产生不利影响。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,560	4,254	3,822	4,567	5,300
货币资金	2,058	1,027	805	1,214	1,647
应收及预付	684	590	584	714	860
存货	2,299	2,090	1,895	2,059	2,174
其他流动资产	519	547	537	580	619
非流动资产	3,203	3,858	4,711	4,784	4,879
长期股权投资	0	135	135	135	135
固定资产	1,442	1,910	2,453	2,787	2,926
在建工程	450	432	665	322	176
无形资产	666	606	684	765	866
其他长期资产	646	775	775	775	775
资产总计	8,763	8,112	8,533	9,351	10,178
流动负债	2,994	2,644	2,529	2,920	3,333
短期借款	1,344	752	634	732	835
应付及预收	914	905	915	1,133	1,370
其他流动负债	736	986	980	1,054	1,128
非流动负债	948	831	831	831	831
长期借款	832	772	772	772	772
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	116	59	59	59	59
负债合计	3,942	3,475	3,360	3,751	4,164
股本	1,775	1,771	1,767	1,767	1,767
资本公积	1,270	1,264	1,264	1,264	1,264
留存收益	2,043	2,175	2,712	3,135	3,542
归属母公司股东权益	4,802	4,621	5,154	5,576	5,984
少数股东权益	19	16	19	24	31
负债和股东权益	8,763	8,112	8,533	9,351	10,178

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,261	5,588	5,206	6,630	7,896
营业成本	2,517	2,649	2,661	3,267	3,968
营业税金及附加	60	64	57	73	87
销售费用	1,576	1,668	1,606	2,009	2,329
管理费用	473	474	469	590	679
研发费用	72	97	94	119	142
财务费用	85	150	87	86	90
资产减值损失	-5	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	30	36	46	55
营业利润	537	550	342	625	766
营业外收支	2	12	11	8	7
利润总额	539	562	353	633	773
所得税	94	104	58	104	127
净利润	445	458	295	528	645
少数股东损益	-6	-6	3	5	6
归属母公司净利润	451	464	292	523	639
EBITDA	775	864	408	663	785
EPS (元)	0.25	0.26	0.17	0.30	0.36

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-125	605	591	548	711
净利润	445	458	295	528	645
折旧摊销	211	228	88	91	95
营运资金变动	-764	-164	214	-44	11
其它	-16	84	-6	-27	-39
投资活动现金流	-635	-487	-509	117	40
资本支出	-443	-444	-546	71	-16
投资变动	-211	-62	0	0	0
其他	19	19	36	46	55
筹资活动现金流	1,033	-1,258	-304	-256	-318
银行借款	2,512	1,991	-118	98	103
股权融资	0	0	-4	0	0
其他	-1,479	-3,250	-182	-355	-421
现金净增加额	275	-1,140	-222	409	433
期初现金余额	1,783	2,058	1,027	805	1,214
期末现金余额	2,058	917	805	1,214	1,647

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	25.9%	6.2%	-6.8%	27.4%	19.1%
营业利润增长	20.4%	2.4%	-37.9%	83.0%	22.6%
归母净利润增长	23.5%	2.8%	-37.1%	79.2%	22.1%
获利能力					
毛利率	52.2%	52.6%	48.9%	50.7%	49.7%
净利率	8.5%	8.2%	5.7%	8.0%	8.2%
ROE	9.4%	10.0%	5.7%	9.4%	10.7%
ROIC	6.3%	7.6%	3.7%	6.1%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	42.8%	39.4%	40.1%	40.9%
净负债比率	81.8%	74.9%	65.0%	67.0%	69.2%
流动比率	1.86	1.61	1.51	1.56	1.59
速动比率	0.97	0.70	0.63	0.72	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.69	0.61	0.71	0.78
应收账款周转率	15.50	20.89	20.28	21.47	21.47
存货周转率	2.29	2.67	2.75	3.22	3.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.25	0.26	0.17	0.30	0.36
每股经营现金流	-0.07	0.34	0.33	0.31	0.40
每股净资产	2.71	2.61	2.92	3.16	3.39
估值比率					
P/E	15.54	16.92	35.85	20.00	16.37
P/B	1.46	1.70	2.03	1.88	1.75
EV/EBITDA	9.77	10.45	28.82	17.25	14.14

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

张兆函：研究助理，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。