

# 高端实木家具王牌进入发展新阶段

## 增持维持

### 投资要点:

- 📖 打造品牌能力一流, 进一步丰富旗下品牌层级
- 📖 直营渠道建设初具规模, 启动加盟商业模式

### 报告摘要:

- **三度资本市场融资, 打造高端实木家具全产业链企业。**美克集团 94 年涉足家具制造, 逐步发展成国内最大的松木家具出口企业。2000 年 A 股首发上市, 向家具上下游产业延伸。2002 年成立“美克美家”家具连锁以直营模式开拓内销渠道。2007 年和 2010 年公司通过两次增发将集团内制造和内销渠道全部股份收归旗下, 自此成为了覆盖全产业链的家具企业。目前拥有新疆、内蒙两个木材加工物流中心, 新疆、天津两地占地 1200 亩的十余个家具制造工厂和 72 家终端零售门店。
- **高端实木家具分享消费升级, 企业成长空间大。**中国家具消费基数低, 美日德发达国家的家具人均消费额分别为 236、371 和 255 美元, 大幅高于我国的 30 美元。随着消费升级推进, 对实木家具和品牌家具的消费意愿和消费能力都将增强。作为公司学习标杆的国外家具品牌伊森艾伦, 2011 年实现销售收入 7.62 亿美金, 相比于美克美家年销售 13.84 亿人民币, 品牌的成长空间还非常大。
- **战略转型带动三次发展, 丰富品牌和渠道模式。**公司历史上有三次转型调整: 在出口最好的时候开展内销业务打造了实木家具第一品牌“美克美家”; 由 OEM 向批发制造商的转型, 通过收购国外批发企业优化了出口业务; 目前, 公司正在开展第三次转型: 开发第二品牌和引入 A.R.T., 用多品牌延伸覆盖面, 并引入加盟商模式开发渠道。
- **给予“增持”评级。**预计 2012-14 年公司收入分别为 28.17, 32.39 和 38.87 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.26, 0.36, 0.58 元。短期行业不景气业绩依然承压, 中长期看好公司的品牌、渠道价值和推新品牌及加盟渠道带来的新的发展机遇, 给予“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2415	2561	2817	3239	3887
增长率(%)	29%	6%	10%	15%	20%
归属母公司净利润	92	196	163	225	365
增长率(%)	102%	114%	-17%	38%	62%
每股收益(EPS)	0.18	0.31	0.26	0.36	0.58
PE			28	20	12

### 造纸轻工研究组

#### 联系人:

曾知

电话: 021-51782235

Email: zengzhi@hysec.com

#### 分析师:

赵曦 (S1180511010008)

### 市场表现



### 相关研究

- 1 《宏源证券 \* 公司中报简评 \* 美克股份(600337): 休养生息等待市场好转 \* 600337 \* 造纸轻工行业 \* 曾知》, 2012.8
- 2 《宏源证券 \* 行业深度 \* 家具行业: 内销烽烟起, 品牌定乾坤 \* 造纸轻工行业 \* 曾知》, 2012.5

## 目录

一、公司背景：高端实木家具第一品牌 .....	5
(一) 制造出口转零售的家具全产业链企业 .....	5
(二) 多次增发巩固基础，实际控制人稳定 .....	6
二、高端家具行业：帷幕刚刚拉开 .....	7
(一) 消费升级促增长 .....	7
1、中国家具行业发展迅速，消费基数低 .....	7
2、五大因素引爆家具行业成长 .....	9
3、高端家具增长潜力大 .....	11
(二) 高端实木家具竞争格局：高端市场国外品牌占比高，中低端市场份额大 .....	12
1、实木家具概况 .....	12
2、实木家具竞争格局：国外品牌占据高端市场，中低端市场份额大 .....	12
3、透过伊森艾伦的发展史来看美克美家 .....	15
(1) 伊森艾伦简介和发展简史 .....	15
(2) 伊森艾伦的成功经验 .....	17
三、业绩回顾：战略前瞻，多品牌发展，直营+加盟快速扩张 .....	17
(一) 战略前瞻 .....	18
1、在外销最好的时候开拓内销市场 .....	18
2、出口 OEM 转批发 .....	18
3、加盟模式推广 A. R. T. 和第二品牌 .....	19
(二) 内销特点：多品牌发展，直营+加盟快速扩张 .....	20
1、多品牌发展 .....	20
2、渠道策略 .....	20
3、设计与人才优势 .....	22
(三) 出口结构调整 .....	23
1、外销业务增长乏力，不能带来利润来源 .....	23
2、出口转批发 .....	23
3、ERP 流程改造，降低成本 .....	24
四、财务特点：高毛利高费用高库存 .....	24
(一) 三项期间费用高居不下 .....	24
(二) 毛利率居同行业上市公司第一 .....	25
(三) 直营店占比高库存高 .....	26
五、盈利预测和投资建议 .....	27
(一) 盈利预测 .....	27
(二) 投资建议 .....	28
六、风险分析和问题提示 .....	29
(一) 房地产调控继续，影响家具消费 .....	29
(二) 新增门店较多，费用率不断攀升，业绩低于预期 .....	29
(三) 出口市场受美国经济的影响 .....	30

(四) 毛利率被第二品牌摊薄 ..... 30

## 插图

图 1: 美克股份大事记 .....	5
图 2: 近年营业收入及增速 .....	6
图 3: 近年净利润及增速 .....	6
图 4: 上市公司控股子公司结构 .....	7
图 5: 中国家具行业生产总值快速增长 .....	8
图 6: 家具出口额及增速 .....	8
图 7: 家具行业零售额增速 .....	8
图 8: 我国城镇与农村居民人均收入 .....	9
图 9: 我国城镇化进程 .....	9
图 10: 中国星际饭店数、客房数、床位数稳步增长 .....	9
图 11: 家具行业零售额与房地产销售增速对比 .....	10
图 12: 保障性安居工程建设计划与进度 .....	10
图 13: 我国历年结婚登记数 .....	10
图 14: 高资产净值消费群体不断壮大 .....	11
图 15: 高端公寓、别墅投资快速增长 .....	11
图 16: 实木家具价格决定因素 .....	12
图 17: 国内品牌实木家具市场格局 .....	13
图 18: 公司历年来市值及市盈率 .....	16
图 19: 公司历年销售收入及净利润 .....	16
图 20: 公司历年净利润及净利率 .....	17
图 21: 公司历年毛利及毛利率 .....	17
图 22: 伊森艾伦成功经验 .....	17
图 23: 内销占比不断上升 .....	18
图 24: 国内销售额快速增长 .....	18
图 25: 出口与批发销售收入对比 .....	19
图 26: 出口与批发毛利率对比 .....	19
图 27: 公司各个品牌的市场定位 .....	20
图 28: 门店数快速增长 .....	21
图 29: 销售额快速增长 .....	21
图 30: 美克美家平效 .....	21
图 31: 子品牌“馨赏家”快速扩张 .....	22
图 32: “馨赏家”淘宝店 .....	22
图 33: 外销业务增长乏力 .....	23
图 34: 三项期间费用高居不下 .....	24
图 35: 国内家具三项期间费用率对比 .....	24
图 36: 三大业务占比及增速 .....	25
图 37: 三大业务毛利率情况 .....	25
图 38: 皇朝和美克国内毛利率对比 .....	25
图 39: 宜华木业和美克国外业务毛利率对比 .....	25
图 40: 美克毛利率居同行业上市公司第一 .....	26
图 41: A/H 股公司存货与销售收入 .....	26

图 42: 近年房地产实际完成投资额和商品房销售额情况 ..... 29  
图 43: 三项期间费用随门店数增加而不断攀升 ..... 30  
图 44: 出口业务营业收入及增长率 ..... 30

## 表格

表 1: 2010 年 11 月增发前后股权结构变化..... 6  
表 2: 各国人均家具消费量及占收入比重 ..... 9  
表 3: 国内实木家具代表品牌 ..... 14  
表 4: 公司主要品牌 ..... 18

## 一、公司背景：高端实木家具第一品牌

美克国际家具股份有限公司前身为美克国际家私制造有限公司，成立于1995年8月，系成立于新疆的中外合资企业，成立之初以出口木质家具为主。

公司于1994年进入家具制造业，以年均71.4%的增长率发展成为中国最大的家具制造企业之一，成长为世界家具行业中一个不可忽视的商业力量，建成了新疆、天津，占地1200亩的两大家具生产基地，拥有十余家家具制造工厂和新疆、内蒙两个木材加工物流中心。建立起了覆盖美洲、欧洲、亚洲、大洋洲、非洲等世界六大洲，多层次、全方位的国际营销网络。

公司于2000年在A股首发上市。上市后，公司利用募集资金发展上下游业务，通过自建和收购逐渐拓展壮大业务广度和深度。

图1：美克股份大事记

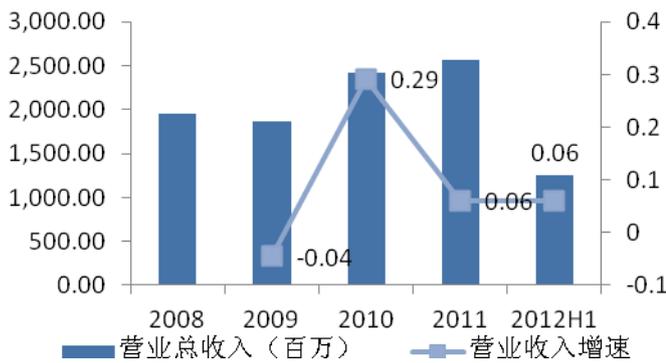


资料来源：公司公告，宏源证券

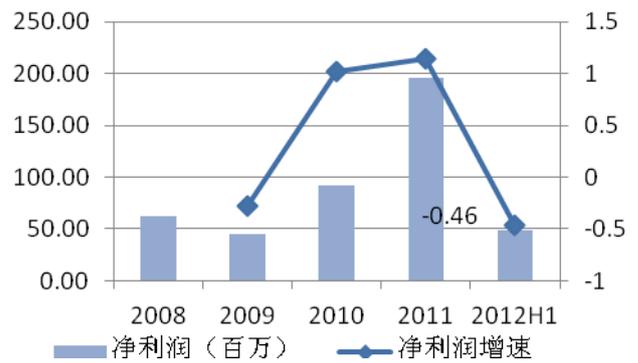
### （一）制造出口转零售的家具全产业链企业

公司目前三大业务包括家具制造业务、家具零售业和国际木业三大领域。目前，家具制造领域公司拥有天津和新疆两个生产基地；家具零售旗下分为自有品牌和代理品牌，共用渠道。其中3个自有品牌分别是美克美家、Caracole两个家具品牌和馨赏家家居品牌，代理品牌包括Ralph Lauren等国外名牌为主。

从2002年公司以“美克·美家”品牌涉足国内品牌家具零售业务，截止于2011年底，零售业务占据54%，已转型为以零售为主的国内最大的高档家具销售企业。家具市场低迷出口业务下滑的情况下，零售业务近两年保持了30%左右的增长。截止于2011年底在全国34个城市拥有69家门店，2012年计划再新增30-35家。

**图 2: 近年营业收入及增速**


资料来源: 公司公告, 宏源证券

**图 3: 近年净利润及增速**


资料来源: 公司公告, 宏源证券

## (二) 多次增发巩固基础, 实际控制人稳定

2000 年公司首次发行 4000 万股募集资金 5.1 亿元后, 公司先后在 2007 和 2010 年增发 4392 万股和 1.2 亿股, 完成了对美克国际家私(天津)制造有限公司和美克美家家具连锁有限公司全部股权的收购, 此外分别募集资金 5.2 亿和 11.6 亿。

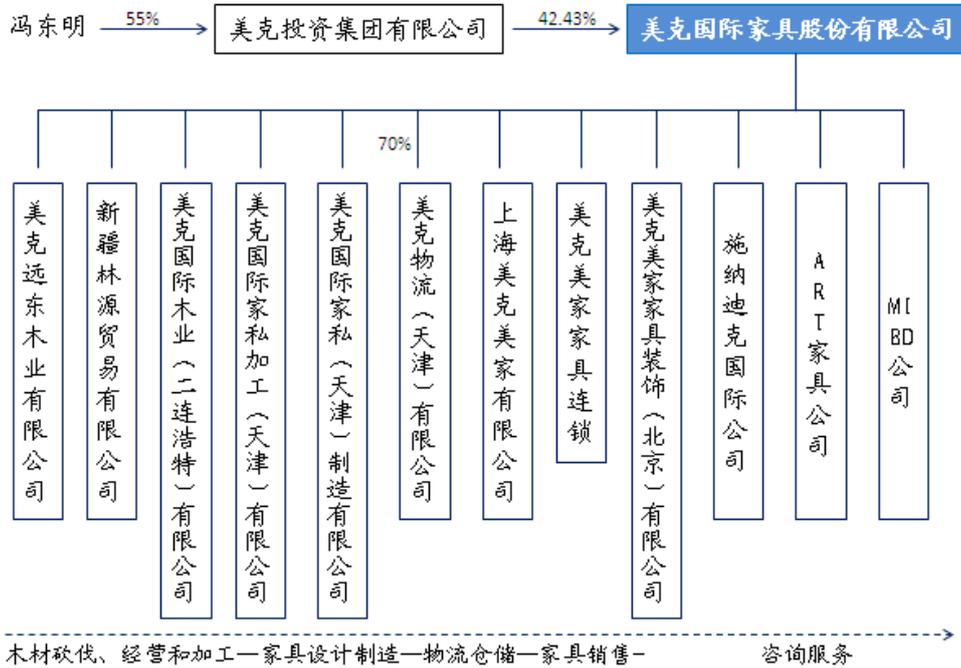
**表1: 2010年11月增发前后股权结构变化**

2011 年增发前股权结构		增发后股权结构 (2011A)	
美克投资集团有限公司	42.43%	美克投资集团有限公司	41.56%
香港博伊西家具有限公司	6.85%	香港博伊西家具有限公司	5.32%
公众投资者	50.72%	高运控股集团有限公司	2.37%
		公众投资者	50.75%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

两次增发整合了旗下主要负责制造和零售子公司的全部股权, 有利于公司的股权集中, 募集资金为公司发展增厚的基础。公司实际控制人从上市之初即为集团创始人之一冯东明先生, 增发前通过美克投资集团公司控制上市公司 42.43% 的股份, 增发后增发前通过美克投资集团公司控制上市公司 41.56% 的股份。冯现年 54 岁, 美术家出身下海经商, 美克集团从经营家具到产品设计风格基础均由其奠定。实际控制人稳定, 有利于集团的长远规划, 延续经营管理思路风格的一致性。

图 4：上市公司控股子公司结构



注：未标明股权比例的均为 100% 控股

资料来源：公司公告，宏源证券股份有限公司

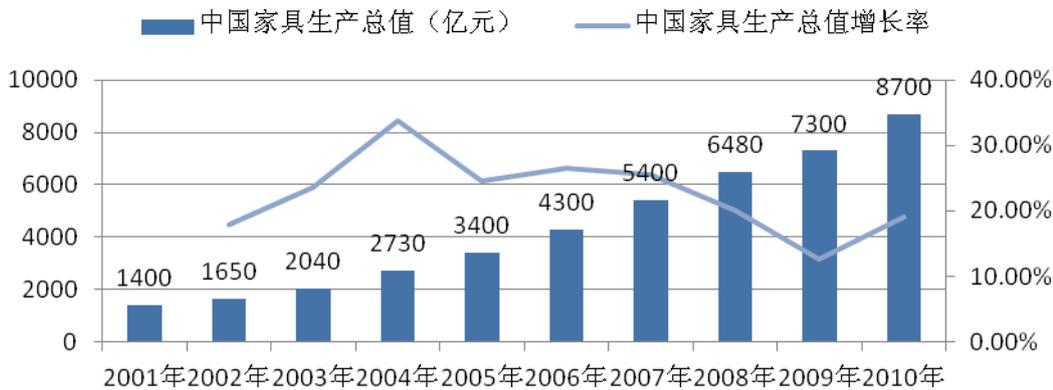
## 二、高端家具行业：帷幕刚刚拉开

### (一) 消费升级促增长

#### 1、中国家具行业发展迅速，消费基数低

中国家具行业经过近 20 年的高速发展已使中国成为世界上最大的生产制造及出口国，保持着年 20% 以上的增长速度。中国家具业已经历了从传统手工业向现代工业的转变，成为支撑国民经济、丰富国民生活的重要产业。中国家具协会公布的数据显示，2010 年，家具行业规模以上企业累计完成工业总产值 4487.65 亿元，同比增长 32.43%，全行业完成工业总产值 8700 亿元，同比增长 19.18%。同年，家具行业累计出口 337.24 亿美元，同比增长 29.95%。借助“十一五规划”的推动，中国家具行业迎来了高速增长的时期，预计“十二五”期间，家具行业的生产将保持 15% 左右的年均增速。

图 5: 中国家具行业生产总值快速增长

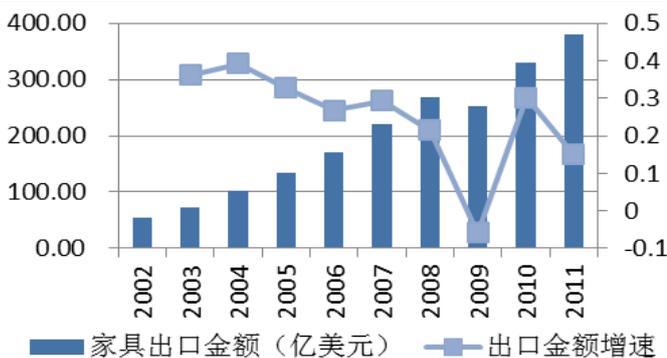


资料来源: 根据中国家具协会资料整理, 宏源证券

随着中国经济的持续快速发展, 人均收入水平不断提高, 人们对居住、工作环境的要求也越来越高, 促进家具消费市场日益繁荣。2011 年家具零售额达到 1200 亿元, 近三年增速稳定在 30% 以上, 2011 年房地产调控有所减速。2012 年一季度家具零售额同比增长 32.8%, 增速比去年同期放缓 4.4 个百分点, 由于今年春节较早, 春节长假使得一季度销售受到一定影响, 但是增速仍快于 2011 年全年水平, 家具消费回暖迹象明确。多重利好因素刺激内需增长, 短期房产调控等波动不改长期上升趋势。

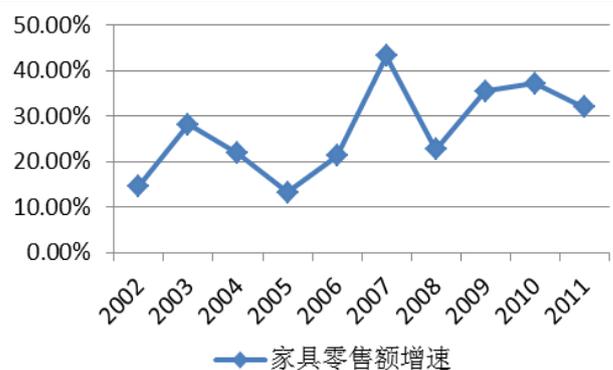
在经历了 20 多年的快速成长和行业繁荣后, 2009 年由于全球金融危机出口受到重挫, 打破了出口依赖型的行业增长神话, 随后而来的汇率改革、中国跨过刘易斯拐点又进一步打击了过去以低成本为核心竞争力的劳动密集型行业, 2011 年出口占比首次低于 50%, 家具行业和公司都面临全新的机遇和挑战, 行业变革序幕拉开。

图 6: 家具出口额及增速



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

图 7: 家具行业零售额增速



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

中国家具消费基数低, 成长空间大。2008 年, 美国人均年消费家具 236 美元、德国人均年消费家具 371 美元, 日本人均年消费家具 255 美元, 我国 2010 年人均消费约合 30 美元, 处于较低发展水平, 我国家具消费空间很大。随着我国人均可支配收入增长, 城市化进程的加快, 将刺激中国家具市场消费增量, 人均家具消费也将同步增长。

表 2: 各国人均家具消费量及占收入比重

国家	人均家具消费量	人均国民收入	家具消费占比 (%)
美国	236	47580	0.50
德国	371	42440	0.85
日本	255	38210	0.67
韩国	164	19890	0.82
泰国	30	4210	0.71
印度	25	1340	1.87
中国	30	4260	0.70

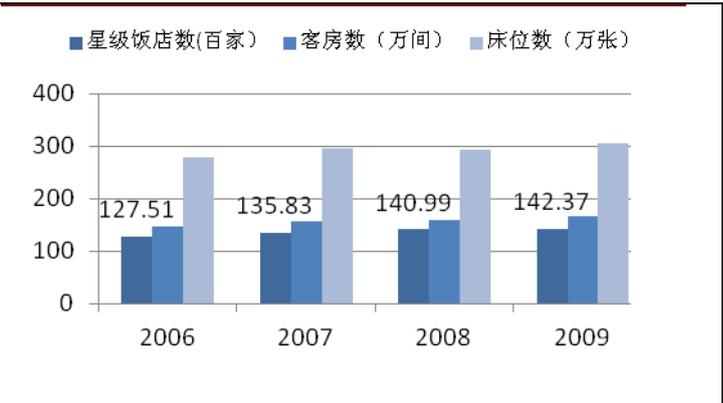
注: 美、德、日为 2008 年数据, 其他为 2010 年数据, 单位全部为美元

资料来源: Bloomberg, 宏源证券研究所整理

## 2、五大因素引爆家具行业成长

驱动因素	核心阐述	图表分析
我国进入品牌消费时代	<ul style="list-style-type: none"> <li>国际经验表明, 当一国或地区人均 GDP 突破 3000 美元, 城镇化、工业化进程将加快, 居民消费类型和行为也会发生重大转变, 推动消费升级。</li> <li>中国在 2008 年人均 GDP 首次突破 3000 美元, 2011 年突破 5000 美元消费进入品牌消费时期。</li> </ul>	<p><b>图 8: 我国城镇与农村居民人均收入</b></p> <p>资料来源: 国家统计局, 宏源证券</p>
城镇化率不断提高	<ul style="list-style-type: none"> <li>我国城市化率虽以每年约 1 个百分点的速度递增, 2011 年首次突破 50%, 标志着我国城镇居民数超过农村居民, 从发达国家经验来看, 城镇化率在 80% 左右。</li> <li>学者研究认为, 一个国家在城镇化水平达到 70% 以后, 城镇化进程开始放缓, 我国预计在 2050 年达到 70% 的水平。由此可见, 近十年城镇化进程的持续前进不断创造出新城市人, 这一人群在生活方式上经历转型, 将持续拉动家具消费。</li> </ul>	<p><b>图 9: 我国城镇化进程</b></p> <p>资料来源: 国家统计局, 宏源证券</p>
旅游市场发展	<ul style="list-style-type: none"> <li>据统计, 目前我国拥有星级酒店 16000 家, 其中五星级酒店 463 家、四星级酒店 2000 家左右, 整个中国各类酒店、宾馆等接待设施的总量为 30 万家左右。</li> <li>有关专家预测, 到 2015 年中国的</li> </ul>	<p><b>图 10: 中国星级酒店数、客房数、床位数稳步增长</b></p>

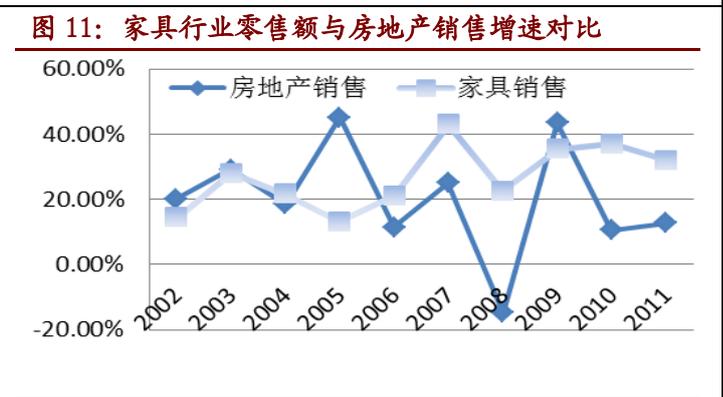
高星级酒店将新增一倍，整个酒店行业将新增 20 万家宾馆等接待设施。步入高速发展阶段的酒店业建设将成为家具行业增长的又一有力支撑。



资料来源: 中国旅游业统计公报, 宏源证券

房地产市场快速发展

- 根据国家统计局的数据, 2001 年至 2010 年间我国房地产开发企业商品房销售面积从 2.24 亿平方米增至 10.43 亿平方米, 年复合增长率为 18.64%。以此保守估算, 假设商品房每年销售 10 亿平方米, 迁新居用户中有 40% 购买新家具, 每平方米商品房推销家具消费 100 元, 那么, 我国每年的商品房销售将至少带动 400 亿元的家具消费。
- 家具销售大概滞后房地产销售一年半至两年, 今年以来刚需成为市场回暖的中坚力量, 经过测算, 十二五期间每年商品住宅的潜在刚需基本在 1000 多万套, 潜在刚需依然强大。



资料来源: 全国商业信息中心, 宏源证券

年份	建设计划: 保障性安居工程 (万套)	实际执行: 保障性安居工程 (万套)
2009	387	333
2010	580	590
2011	1,000	

资料来源: wind, 宏源证券

新婚消费

- 70-90 年代, 中国经历了最大的生育高峰, 这 20 年中国总共约有 4 亿人出生, 随着婴儿潮逐渐进入适婚年龄, 结婚登记数保持在较高水平。中国传统有结婚三大件的习俗, 如今随着生活水平的提高, 新婚装饰新居购置新家具更是结婚的必须消费。
- 我国 13 亿人口中, 每年有约 2,000 万人进入婚育年龄, 这 2,000 万人组建 1,000 万个家庭, 假定每对新

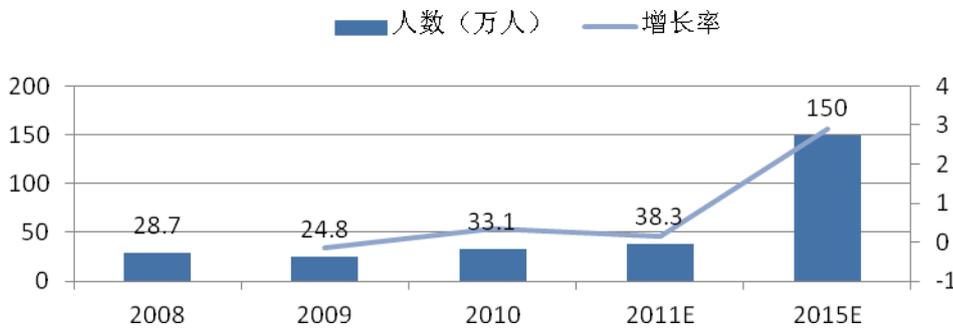


<p>婚夫妇家具消费 1000 元, 仅此项每年将带来 100 亿元的销售额。</p>	<p>资料来源: 民政局, 宏源证券</p>
---	------------------------

### 3、高端家具增长潜力大

高资产净值消费群体壮大促进高端家具消费增长。有数据显示, 中国高资产净值人士(可投资资产 1000 万人民币以上) 在 2011 年或达 58.5 万, 有机构预测在 2015 年末这一群体数量将达 140 万, 持有超过 8.76 万亿美元财富。胡润联合兴业银行发布《2012 中国高净值人群消费需求白皮书》, 称中国个人资产在 600 万元以上的高净值人群达到 270 万人, 亿万资产以上的高净值人群数量约 6.35 万人。高资产净值消费群体的快速增长将会促进高端家具消费的增长。

图 14: 高资产净值消费群体不断壮大



资料来源: 《2010 中国私人财富白皮书》, 《2012 中国高净值人群消费需求白皮书》, 宏源证券

高端公寓、别墅投资快速增长带动高端家具高速增长。2010 年高档公寓、别墅投资完成额达 2829.81 亿元, 同比增长 36.49%。高档家具消费增速与高档公寓、别墅销售增速呈现较高拟合度。高档公寓、别墅销售对高档家具消费的影响较大, 家具消费相对房屋成交具有 3-6 个月滞后期。随着高档公寓、别墅等不断投入市场, 高档家具消费将保持较快增长。

图 15: 高端公寓、别墅投资快速增长



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

国家对进口家具提税, 缓解国内高端家具企业竞争压力。4 月 15 日起, 我国将对进口家具征 10% 关税, 这是继以旧换新后的又一刺激家具内需的举措。由于进口家具一般为高端家具, 提税后国内高端家具(如美克)的竞争力将进步一提升。进口家具关税增长

10%，终端价格涨幅一般会更高，进口家具较高幅度提价或引发部分消费者转向美克等国内产品，这将提升门店盈利能力，缓解来自其他国际家具品牌的竞争压力。

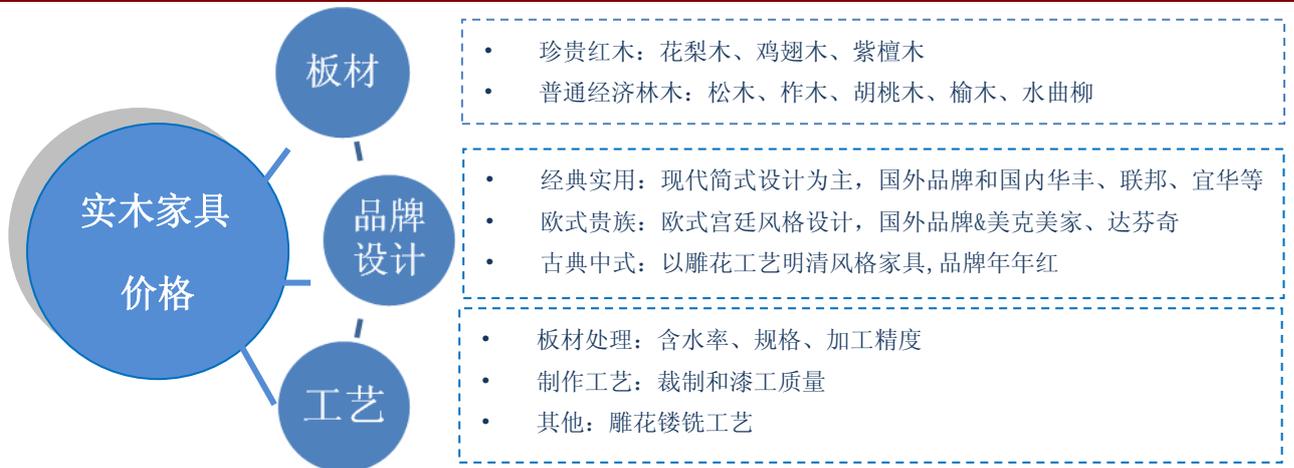
## （二）高端实木家具竞争格局：高端市场国外品牌占比高，中低端市场份额大

### 1、实木家具概况

实木家具包括纯实木家具和实木材质家具，前者是指所有材料都是未经再次加工的天然材料，不使用任何人造板制成的家具，在这里我们也把主板材用料为天然实木的家具归类为实木家具。

实木家具相对于板材家具价格高昂，使用寿命长，板材、工艺、品牌设计都有很大差异，价格差异也非常大，有些实木家具甚至作为收藏艺术品，价值不可估量。

图 16：实木家具价格决定因素



资料来源：宏源证券

我国实木家具行业自 1999 年北方实木家具兴起发展至今已有近 13 年的时间，特别是最近几年发展迅速。国内实木家具行业 2004 年总产值尚不足 200 亿元，近几年均已 30% 左右的速度递增。国家林业局公布的统计数据显示，2006 年实木家具行业产值达到 320 亿元，2007 年超过 400 亿元，2008 年达到 500 亿元。2009 年，受世界金融危机的影响，众多行业的发展均出现程度不一的下滑，而实木家具行业独善其身，仍然保持了 30% 的增长速度，产值超过 600 亿元，2010 年更是超过了 700 亿元。

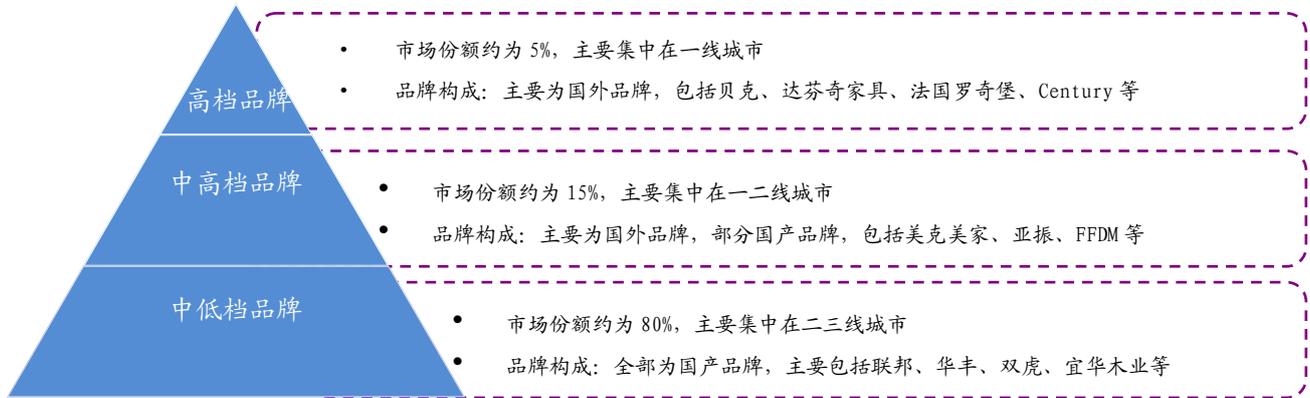
我国每年完成房屋建筑面积大约在 15 亿平方米至 20 亿平方米。按照比例计算，门的面积约为 10%，再以实木家具约占 2/3 对推算，每年将会有 1 亿多平方米的实木家具潜在市场。强大的市场需求，将拉动我国实木家具生产迅猛发展。据报道国家林业局已将复合门等木制建材推荐纳入“建材下乡”产品目录。在建材下乡工程的启动下，未来 3 到 5 年，中国实木家具行业将迎来又一个高速发展期。

### 2、实木家具竞争格局：国外品牌占据高端市场，中低端市场份额大

全国实木家具生产企业 10000 余家。具备一定规模、以机械化生产为主的实木家具生产企业 3000 多家，在全国形成泛珠三角、长三角、东北三省、大京津地区、西南、西北地区六大生产基地。近两年，中原腹地实木家具生产企业也在蓬勃发展。

实木家具品牌可以分为三个档次；中低端、中高端和高端。中低端全部为国产品牌，价格相对较低；中高端主要以国外品牌为主，部分国产，价格相对较高；高端主要以国外品牌为主，价格最高，品牌价值大。

图 17: 国内品牌实木家具市场格局



资料来源：宏源证券

### 中低端实木家具

- 消费群特征：25 岁以上的中等收入人群，一般为私营业主、大中型企业的中层管理者、医生、律师、教授、艺人、乐师、职业股评人等。这一部分人数众多，基数大，生活稳定。
- 市场竞争情况：企业主要集中在二三四线城市，数量众多，规模较大，同质产品过多，竞争最激烈，代表品牌包括华丰、双虎、宜华等。
- 品牌特征：全部为国产品牌，自主创新较少，价格中等，特色品牌产品较少，品牌成立时间较短，具有简约、实用、温馨的风格。

### 中高档实木家具

- 消费群特征：主要是 35 岁以上，房子在 200 平米以上、房价价位 5 万以上的房主，一般都有多套住宅。单笔客单在 5-6 万左右，但是同一个消费者一般会反复购买，按人头算在十几万左右。这部分人生活品质较高，生活较西化，追求品质，敢于尝试新事物。
- 市场竞争情况：主要集中在一二线城市，企业数量较多，规模也比较大，代表品牌包括美克美家、亚振、FFDM 等。
- 品牌特征：具有较强设计能力的国产品牌为主，风格为欧式、美式家具，价格一般为中低档实木家具的 2~3 倍。部分企业以前为木业制造，现在转为家具零售，品牌成立的历史相对较短，设计国际化。

### 高档实木家具

- 消费群特征：主要面向资产上亿，35 岁以上的高端收入人群，一般为民营企业、大中型企业的高层管理者、明星等。这一部分人主要集中于北京、上海以及沿海经济发达的一线城市。
- 市场竞争情况：企业数量比较少，规模较小，只服务于小范围超高收入人群，集中度较低，竞争不激烈，代表品牌包括贝克、达芬奇家具、法国罗奇堡、Century 等。

➤ 品牌特征: 一种为国内品牌代理的国外高端家具品牌, 另外一种为国外品牌在国内直营, 产地为国外, 主要为欧式、美式家具, 价格非常昂贵, 一般为中高端实木家具的 2~3 倍, 品牌价值大。历史悠久, 艺术底蕴深厚, 设计独特, 融入了当前国际最前沿的时尚风潮。

**表 3: 国内实木家具代表品牌**

档次划分	品牌名称	门店数量	优势区域	品牌特色	产品特点
高端	贝克	2	北京 (2)	古董家具真品复制的开创者, 精彩的设计、精湛的手工、细致的定制服务, 以及从选材到手工的严苛细节把握, 主要面向中国五星酒店的总统套房和豪华套房	产品价格 (六尺床): 100000-200000, 集中在 160000 左右 产品种类: 卧室、书房、客厅、餐厅、沙发等系列家具。 设计能力: 贝克与多位世界顶尖室内设计师合作, 包括 Barbara Barry 和 Thomas Pheasant 等, 不断推出极具时尚感的产品系列。Baker 设计师 Barbara 是世界上最杰出、最富才华的设计师之一, 她的设计经典时尚又富有变化; 而设计师 Thomas Pheasant 的作品, 现代与古典并行。 备注: Baker 是白宫御用家具, 被誉为美式家具中皇冠上的宝钻。
	达芬奇家具	11	北京、上海、杭州、深圳、广州、重庆、成都、中国香港	高贵、典雅和舒适, 代理世界顶级家具品牌	产品价格 (六尺床): 50000 到 200000, 集中在 100000 左右 品牌构成: Armani Casa、Blumarine Home、Bottega Veneta Home、Cappelletti、Jumbo、Jc Passion、Riva、Baldi、Armando Rho、Colombo Mobili、C G Capelletti、Medea、Bazzi、Henredon、Theodore Alexander、Maitland Smith 等, 以上品牌由达芬奇在中国大陆范围内独家代理。
	法国罗奇堡	5	北京 (2)、上海 (2)、深圳 (1)	独有、手工、自然、限量, 不仅注重产品的品质, 而且将时尚前沿的元素, 融入到家具之中	产品价格 (六尺床): 70000 左右。 产品种类: 客厅、餐厅、卧室、书房、饰品等系列家具 设计能力: 罗奇堡每两个月到三个月就会有一款新产品推出, 每款家具都出自于欧美知名家设计师之手, 共有 18 名顶尖设计师
中高端	美克美家	69	北京、上海、天津、重庆、广州、杭州、武汉、成都等各大中城市	荟萃世界各地不同国家和不同时期的家居风格, 为城市公寓、乡村别墅、花园洋房等不同户型提供针对性的家居解决方案	产品价格: 国产六尺床 10000-30000, 集中在 13000 左右; 代理品牌伊森艾伦六尺床 20000-40000, 集中在 30000 左右 产品种类: 包括客厅、卧房、餐厅、书房、儿童、床垫、饰品、庭院等系列家具 品牌构成: 馨赏家、美克美家、代理品牌伊森艾伦、caracole
	亚振 (zenith)	173	集中一、二线城市 (各地省会城市及经济较发达的地级市)	在欧洲经典家居生活提供者舞台上, 传承欧洲家居理念, 演绎欧洲文化气息, 典雅高贵, 面向国内欧典家具消费金字塔顶端人群	产品价格 (六尺床): 8000-50000, 集中在 20000 左右 产品种类: 包括客厅、餐厅、卧室、书房、单品、饰品等系列家具。 品牌构成: 卡帝亚与利维亚两大系列品牌。 设计能力: 中高级专业技术人员和中高级管理人员 180 余名, 各类专长的技能员工 700 余名。首席设计师高伟先生被国家表彰授予“全国轻工行业劳动模范”的光荣称号。 备注: 2010 年世博会上海馆合作伙伴, 成为世博会议中心

贵宾厅指定家具供应商。

	FFDM	3	北京（1）、上海（2）	纯正而高档的美国家具品牌,出众的美式原创设计及卓越的产品质量,以制作精制家具为主	产品价格（六尺半床）：10000-30000,集中在25000左右。 产品特色：精细制作,贴面和木材的紧密结合,精湛地雕刻工艺以及不同主题风格的图案。 产品种类：包括卧房、餐厅、办公、起居室等系列家具。
中低档	华丰家	222	集中一、二线城市(各地省会城市及经济较发达的地级市)	集古典而现代、实用、观赏、保值为一体的高档实木配套家具。	产品价格（六尺床）：6000-15000,集中在10000左右 产品种类：包括客厅、餐厅、卧室、办公等系列家具。 设计能力：每年都派出数十人的开发设计销售骨干到欧、美、日本等地进行产品设计、开发方面的研修、考察、学习东西方的先进设计款式,多次花高价从国外请来高级设计师到大连华丰授课并现场指导设计,投入7-8个亿人民币从德国、意大利、日本、台湾等国家和地区购进了当今世界最先进的木工机械。
	双虎	2000	各地省会城市及经济较发达的地级市	把握时代潮流并善于将多元、灵活、实用、美观、典雅、安全、环保、健康等消费理念融为一体	产品价格（六尺床）：6000-20000,集中在8000左右 产品种类：拥有板式、实木、金属、沙发、软体等几大类别数十个系列的家具。 设计能力：公司研发中心是由董事长亲自率领,多名经验丰富、设计理念和审美意识超前的国内外著名设计师组成。
	宜华木业	208	各地省会城市及经济较发达的地级市	第一个将国际高端时尚家居与空间概念设计完美结合,带来“导购、设计、配置、安装、售后服务”的五位一体的消费体验。	产品价格（六尺床）：7000-15000,集中在8000左右 设计能力：北京宜华家居体验馆整体设计力邀国内空间视觉大师—崔华峰主笔,主张“当代·东方”,追求没有风格的设计风格。

资料来源：宏源证券

### 3、透过伊森艾伦的发展史来看美克美家

美克美家于2002年开始,联合美国著名家具品牌“伊森艾伦”,在中国构建国际家具连锁零售网络。美克美家以伊森艾伦为标杆,在产品设计、服务理念和销售渠道等方面借鉴和学习伊森艾伦。

- 在产品设计方面,伊森艾伦为顾客提供免费室内设计服务,而美克美家在中国的零售店也提供了设计顾问提供免费入户家访服务,量身打造最适合的家居解决方案。
- 在服务理念方面,伊森艾伦信贷服务和本地配送使公司成为一站置家资源的引领者;美克美家联合合作银行,在全国连锁店面提供“免息分期付款”的资金服务,提供预约配送安装服务-规定范围内免费配送至家,完美呈现“一站式家居解决方案”的零售理念。
- 在销售渠道方面,伊森艾伦主要通过直营店和特许加盟店的形式进行销售和发展;美克美家专卖店选择不进入如红星美凯龙、居然之家等家具大卖场,选择直营的形式进行销售,未来A.R.T和第二品牌将以加盟的形式进行扩张。

#### (1) 伊森艾伦简介和发展简史

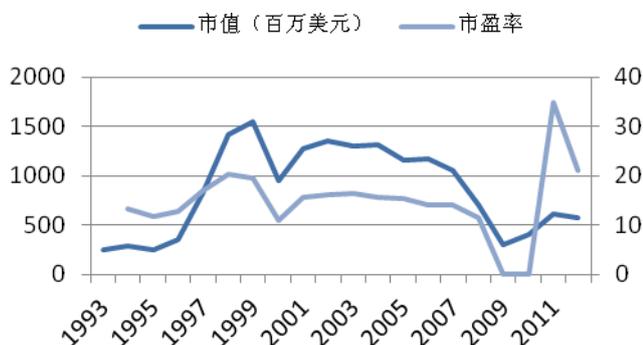
伊森艾伦全球有限公司 (NYSE: ETH) 是提供室内设计及高品质的家具制造商及零售商中的领航者。公司成立于 1932 年，至今已有 80 年历史。伊森艾伦免费为其顾客进行室内设计服务，并销售全套风格多样、功能齐全、品质优良的家具及家饰产品，并拥有全球性的采购渠道。

如今的伊森艾伦公司在全球拥有 280 个设计中心，对家具高品质的追求让它成为人人向往的美国品牌。在北美区域，伊森艾伦拥有并管理 7 个制造基地，包括位于美国的 5 家制造厂，1 家锯木厂以及 1 家位于墨西哥的制造厂，始终以为消费者提供美观、舒适的家居环境。

### 伊森艾伦的发展简史:

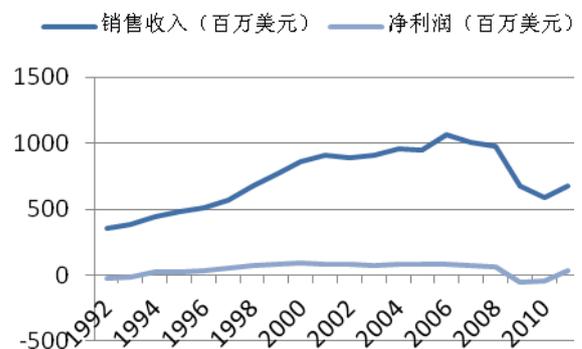
- 1) 1932 年，企业家 Nathan Ansell 和 Theodore Baumritter 在纽约创办了伊森艾伦的前身——Baumritter Corporation。
- 2) 20 世纪 40 年代，公司赢得了三个 Army-Navy “E” Awards for excellence in the manufacturer of assorted military materials。
- 3) 20 世纪 60 年代，公司引进了 the furniture gallery concept，以房屋布置设计展示为特色。
- 4) 20 世纪 70 年代，公司走向了国际化，在日本横滨开了第一家海外零售店。
- 5) 20 世纪 80 年代，浪漫风格的 Princess Diana 风靡全世界。The Country French Collection (具有欧洲浪漫主义风格) 首次露面。1988 年，Farooq Kathwari 成为了伊森艾伦的主席兼 CEO。
- 6) 20 世纪 90 年代，公司重新设计产品风格、商标。1993 年，伊森艾伦在纽交所主板上市，募集资金 \$156.9 百万美金。1999 年，伊森艾伦的市值达到了 15.44 亿美元的峰值，实现收入 7.62 亿美元，净利润 8128.9 万美元。
- 7) 20 世纪初，Ethanallen.com 成立，纽约的旗舰店开在了 1010 Third Avenue。2002 年，伊森艾伦与美克合作，通过美克美家代理伊森艾伦开始了在中国的业务。2008 年，公司的门店数达到了历史最高值 295 家。
- 8) 2011 年，公司市值为 5.81 亿美元，实现收入 6.79 亿美元，净利润 4969 万美元。

图 18: 公司历年来市值及市盈率



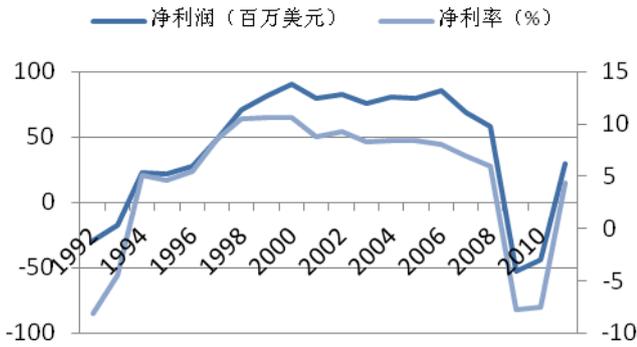
资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 19: 公司历年销售收入及净利润



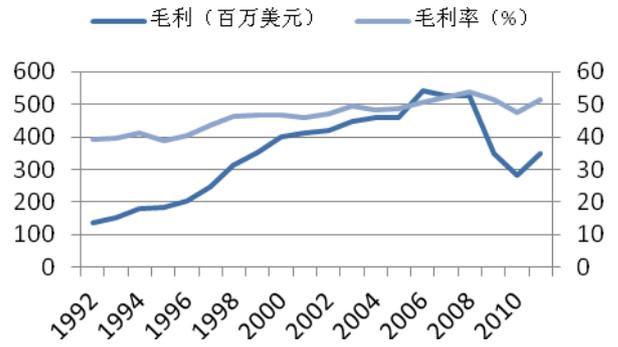
资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 20: 公司历年净利润及净利率



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 21: 公司历年毛利及毛利率

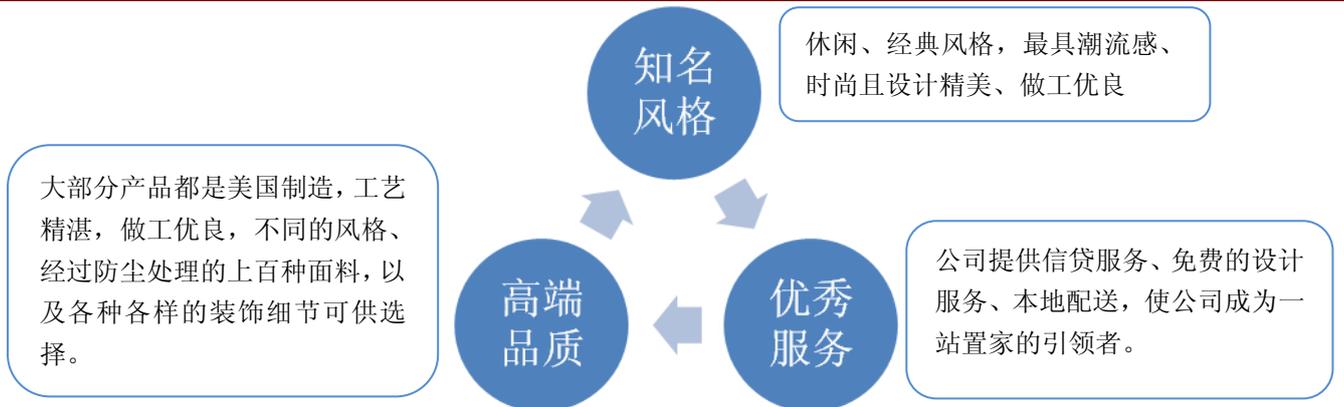


资料来源: Bloomberg, 宏源证券

## (2) 伊森艾伦的成功经验

凭借知名的风格、高端的品质、优秀的服务，伊森艾伦已成为消费者渴望拥有的品牌，也赢得并保持了美国前大家具零售商的地位。同时，通过与消费者的紧密联系，伊森艾伦在吸引更多消费群，拓宽顾客基础的同时，成功地保持了其品牌的权益及核心价值，并最终成为广受赞誉、获得众多奖项、实力雄厚的家居行业领头人。

图 22: 伊森艾伦成功经验



资料来源: 宏源证券

## 三、业绩回顾：战略前瞻，多品牌发展，直营+加盟快速扩张

2011年，公司实现营业收入 256,067.30 万元，较上年增长 6.02%，主要原因为公司零售业务增长所致；实现营业利润 20,913.91 万元，较上年同期增长 59.58%，主要原因为零售业务收入贡献的营业利润较上年同期有较大增幅；实现归属于母公司所有者的净利润 19,638.27 万元，较上年同期增长 114.43%。

公司目前三大业务包括家具制造业务、家具零售业和国际木业三大领域。目前，家具制造领域公司拥有天津和新疆两个生产基地，新疆有一个工厂，天津有 8 个工厂，其中，天津生产能力占比在 90% 左右。家具零售旗下分为自有品牌和代理品牌，共用渠道，其中 3 个自有品牌分别是美克美家、Caracole 两个家具品牌和馨赏家家居品牌，代理品牌包括 Ralph Lauren 等国外名牌为主；公司营销与批发业务的品牌包括 Schnadig 及

A. R. T, 目前已成功开发了 Caracole、Lauren 等产品, 并取得自 2009 年以来最好销售成绩。

表 4: 公司主要品牌

产品分类	品牌名称	经营模式	市场定位
产品品牌	美克美家	自营(美克美家连锁店)	中高端, 城市经济实力雄厚的中产阶级
	Caracole	自营(美克美家连锁店)	时尚、现代、不拘一格的成功人士
代理品牌	馨赏家(家居)	自营(美克美家连锁店)	家居配饰
	伊森艾伦	代理(美克美家连锁店)	高端
渠道品牌	A. R. T	加盟	中高端
	名称未定	加盟家具第二品牌	中低端, 非传统的中产阶级消费者和年轻消费者阶层

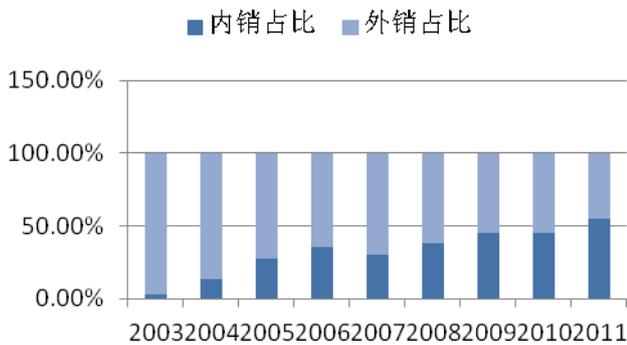
资料来源: 公司公告, 宏源证券

## (一) 战略前瞻

### 1、在外销最好的时候开拓内销市场

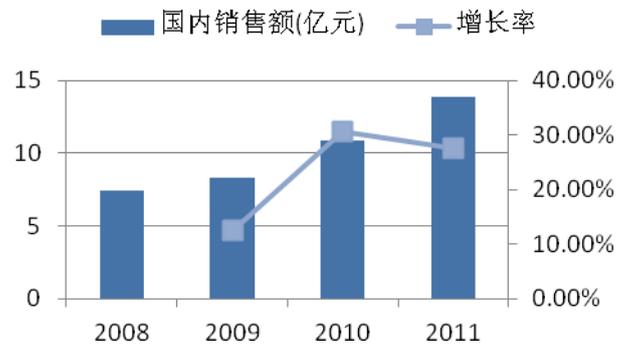
2000 年, 公司几乎全部以外销为主, 公司产品主要为餐桌椅、茶几和橱柜, 产品全部出口美、欧等国, 公司是美国最大几家家具商在亚洲采购松木家具的首选工厂。在外销做的最好的时候, 企业开始开拓内销市场。当时经济已经发展到一定水平, 市场规模和消费能力也培养出来了, 一二线城市消费能力比较强。2000 年上市的时候, 募集资金一半投在了国内零售业务, 开拓内销市场。

图 23: 内销占比不断上升



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 24: 国内销售额快速增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券

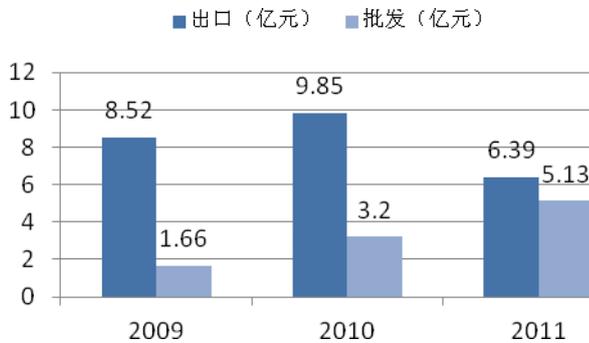
### 2、出口 OEM 转批发

“出口家具”主要指的是 OEM 直接出口, “批发家具”主要指的是通过 Schnadig 和 A. R. T 批发出口。2009 年之前, 公司外销主要以出口 OEM 为主, 由于 2008 年美国金融危机的爆发, 公司的出口业务收入 08 年同比下降了 13.01%, 11 年公司出口业务更是下降了 35.17%。出口业务不断下滑, 受国外经济影响较大, 毛利率较低, 出口 OEM 面临瓶颈。

2009 年通过收购美国业界享有盛誉的 Schnadig 公司建立了自己的营销渠道, 同时吸引了世界著名品牌 Ralph Lauren 的战略合作, 国际业务得到进一步拓展, 摆脱了公司业

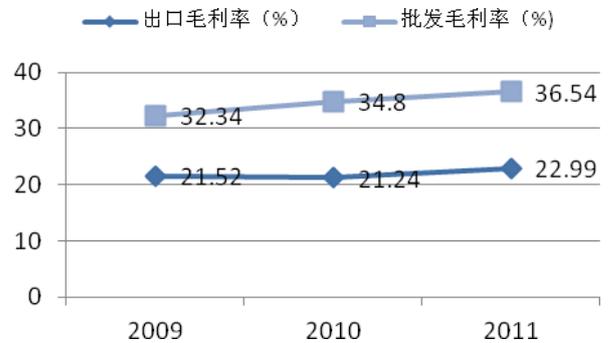
绩下滑的风险。近年来，公司逐步降低 OEM 业务，批发占外销比例不断上升，公司整体毛利率得到提升，外销收入稳步增长。

图 25: 出口与批发销售收入对比



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 26: 出口与批发毛利率对比



资料来源: 公司公告, 宏源证券

### 3、加盟模式推广 A. R. T. 和第二品牌

美克美家主品牌定位于中高端用户，在一二线城市以直营店形式推广。为了补充商业模式的单一性和拓宽面向的客户群，公司在今年推出了 A. R. T 和针对中端市场年轻人的第二品牌，并计划用加盟模式推广。

公司前期一直用直营模式推广主品牌美克美家，但是随着城市化进程的推进和消费升级，三四线城市的消费能力提升空间较大。公司把握这一行业机会，将在下半年针对三四线城市推出面向年轻消费群的第二品牌，产品定位于中端，满足城市新兴人群的追求时尚的需求，并且这为公司未来业绩的高速增长提供了保障。

上半年 A. R. T 在乌鲁木齐、西安、上海、广州开出了 4 家试点店，试点效果达到预期后，预计在明年进行推广。下半年将在上海推出第二品牌的试点店，后续计划用加盟模式向全国推广。

## (二) 内销特点: 多品牌发展, 直营+加盟快速扩张

### 1、多品牌发展

公司积极的实行多品牌战略，在不同时期，根据消费者的需求，推出和引入不同层次品牌，包括主品牌“美克美家”、代理品牌“伊森艾伦”、家居用品品牌“馨赏家”、Schnadig 旗下品牌 Caracole、美国自有品牌 A. R. T 和预计推出的第二品牌。

2002 年，推出主品牌“美克美家”，定位于中高端市场。2000 年上市，募集资金一半投在了国内零售业务，市场定位城市中产阶级。当时经济已经发展到一定水平，市场规模和消费能力逐渐形成，一二线城市的消费能力最强，国外品牌已开始进入中国市场，中高端市场的企业和品牌还不是很多。2002 年 12 月 28 日美克美家第一家连锁店在天津开业，经营“美克美家”品牌的中高端实木家具。

2002 年，公司同时代理“伊森艾伦”品牌，定位于高端。当时公司希望借鉴美国知名品牌的模式打开国内市场，联合美国著名家具品牌“伊森艾伦”，在中国构建国际家具连锁零售网络。

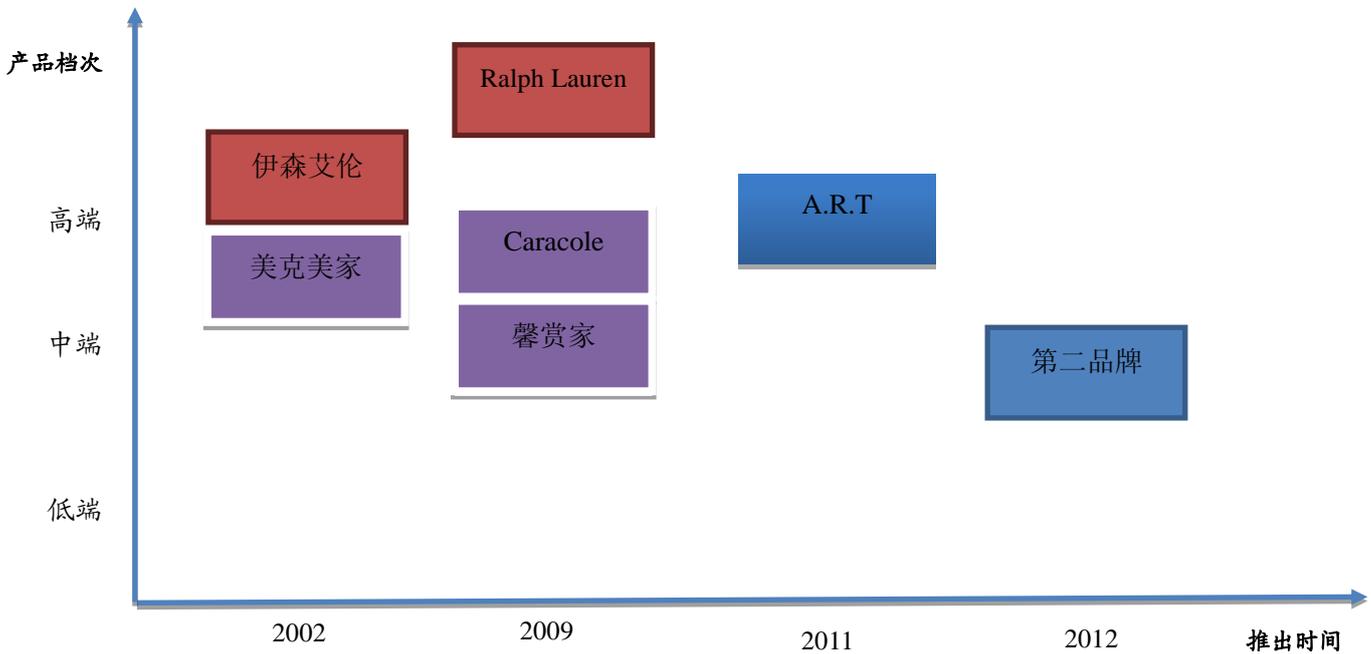
2009 年，美克推出了全新的旗下家居用品品牌“馨赏家”。随着住宅、家居的升级换代，配饰、家居用品市场必将迎来高速增长的周期。这种新业务模式的推进，填补了美克美家现有商品种类组合的空白，加大了其与行业竞争者距离，成为美克美家向设计型公司跨越的重要标识，也是美克实施多品牌战略的重要举措。

2009 年，引入 Caracole 品牌，提供设计感很强的家具搭配小件。该品牌来自于 2009 年收购的美国 Schnadig 公司，目前主要是在大城市的标准店里以专区形式推出 Caracole 产品。2011 年借助全资子公司 Schnadig 所具备的开发和设计优势，在北京、上海、广州等大中城市推出其旗下的 Caracole 产品品牌进入现有美克美家渠道，强化美克美家店面竞争力。

2011 年，美国自有品牌 A.R.T 回归中国，定位于高端。公司利用在中高端家具市场的影响力，使美国自有品牌 A.R.T 回归中国，报告期完成了 A.R.T 品牌故事，加盟策略，盈利模型，确定了销售的产品系列。

2012 年，上半年推出了 4 家 A.R.T. 试点店，下半年计划推出定位于中端市场的家具第二品牌试点。针对大众的刚性需求，将市场向中低端延伸，公司将在年内推出加盟家具第二品牌，开发适合的商品组合和销售方式，借助加盟渠道，进入家居卖场；同时以时尚的姿态、合适的价格和更为现代的产品，推动直营家具第二品牌，吸引非传统的中产阶层消费者的关注，开拓年轻消费者阶层。

图 27: 公司各个品牌的市场定位



注：■ 表示加盟品牌，■ 表示自营品牌 ■ 表示代理品牌

资料来源：公司公告，宏源证券

总体而言，公司通过多品牌有针对性地覆盖了从高端到中端各个层次的消费者。

## 2、渠道策略

家具零售旗下分为自有品牌和代理品牌，自有品牌包括美克美家、Caracole、馨赏家、

A. R. T 和年内将要推出的第二品牌，代理品牌包括伊森艾伦。公司的渠道策略主要包括直营和加盟两种形式。公司在不同时期，根据公司的经营目标和品牌定位特点，选择不同的渠道策略。美克美家、Caracole、馨赏家、伊森艾伦共用渠道，都在美克美家连锁店进行销售，而 A. R. T 和第二品牌主要以加盟的形式推出。

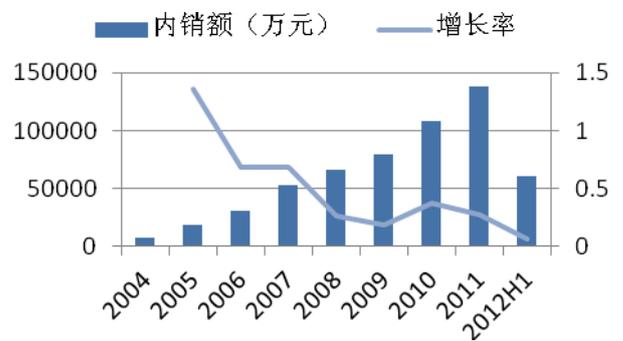
“美克美家”主要以直营店的形式经营。公司直接管理，有助于公司获取最有效的市场信息，提高运营效率，产生较高的毛利率，有利于公司进行品牌管理。近年来，公司实行门店群战略，扩张步伐加速。2011 年，完成了石家庄、江阴、无锡、南京、昆明、南宁等 24 家店面的开业计划，2011 年末在全国 34 个城市共拥有 69 家美克美家店。截止于 2012 年上半年公司共拥有门店数 75 家。

图 28: 门店数快速增长



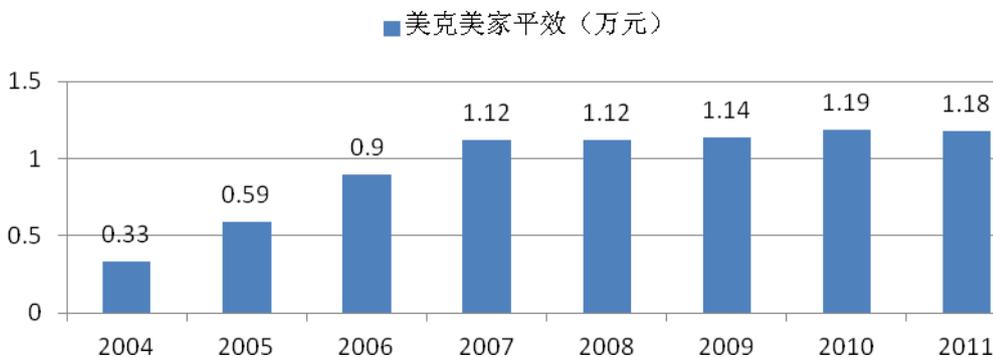
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 29: 内销额快速增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 30: 美克美家平效

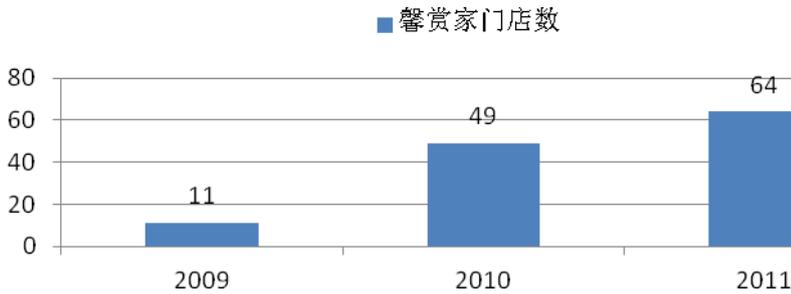


资料来源: 公司公告, 宏源证券

2002 年，代理品牌“伊森艾伦”主要通过美克美家连锁店进行销售。“伊森艾伦”是美国著名的家具零售品牌，全球家具行业内高品质产品的主要制造商和零售商。“伊森艾伦”通过美克美家连锁店进行销售有助于塑造美克美家高端家具品牌形象，提升美克美家的竞争力。

2009 年，“馨赏家”开始以店中店的形式在美克美家连锁店展开。相对于传统的货架陈列，店中店更容易彰显品牌个性，塑造“馨赏家”的品牌形象，同时可以提供针对性的完善的促销活动和售后服务。店中店的形式还能降低“馨赏家”的营业成本，能充分分享美克美家带来的客流量，与“美克美家”产生互补效应。“馨赏家”扩张较快，由最初的 11 家已经发展到了 64 家。馨赏家开创了网店销售的先河，在淘宝网、当当网等电子商务网站开旗舰店，这为今后美克美家顺利进入电子商务领域形成了良好的开端。

图 31: 子品牌“馨赏家”快速扩张



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 32: “馨赏家”淘宝店



资料来源: 公司网站, 宏源证券

2009 年, Caracole 产品品牌主要通过美克美家连锁店进行销售, 强化美克美家店面竞争力。2011 年 Caracole 产品品牌展示店面已达到 41 家, 2012 年 Caracole 品牌商品将在 36 个城市 60 家店面进行展示和销售。

收购的 A. R. T 未来将主要以加盟商的形式进行渠道拓展。A. R. T 定位于中高端, 纯美式家具, 通过加盟的形式, 公司希望与美克美家区分开, 独立作为一个针对纯美式中高端实木家具品牌来运作。近年来, 引入加盟的形式, 能使 A. R. T 快速打开市场, 以最小的风险和最大的机会获得成功。2012 年上半年, 公司在北京、上海、广州、西安分别建立了 A. R. T 加盟测试模型店。2012 年全年设定为测试期, 将完成全国加盟计划的前期准备。

2012 年, 以加盟的形式推出第二品牌。加盟店的形式能使公司产品快速覆盖三四线城市, 占领销售网点, 为公司迅速赢得市场。

### 3、设计与人才优势

#### 设计优势

- 免费设计服务-店面设计顾问免费入户家访、免费设计, 为客户提供针对性的家居解决方案。
- 全程置家顾问-美克美家专业设计顾问, 会根据消费者的置家需求, 进行个性化的组合搭配, 关于空间、风格、色彩、预算等置家环节对消费者给与全程协助。

公司可以在美国收购的全资子公司 Schnadig 为主体,以其无形资产-适销对路的产品开发能力,美国管理团队所积累的知识和经验以及其客户结构为基础,建立了一个职业化的专注于产品创新方面的人才团队,设计能力得到了大幅度的提升。

2011 年 9 月“设计·家”协会正式成立,这标志着设计师俱乐部真正成为由更多优秀设计师自发参与和交流合作的平台,进一步发挥了公司设计优势。

### 人才优势突出

美克非常重视通过系统的内部培训体系对人力资源进行储备训练,并于 2006 年 7 月成立了美克美家管理学院,作为人才孵化器。公司对设计顾问、企业管理者、员工进行定期培训,同时开展支持美克美家持续发展的人力资源计划,启动员工职业生涯规划项目,明确美克美家人才发展的业务序列和管理序列,为公司未来发展提供人才保障。

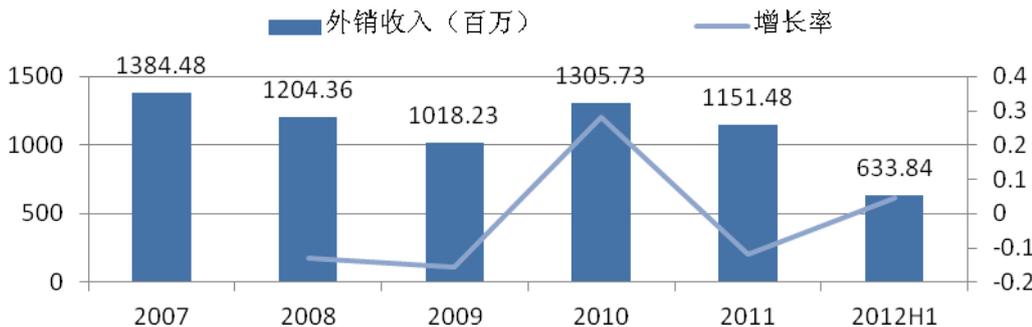
## (三) 出口结构调整

### 1、外销业务增长乏力,不能带来利润来源

金融危机爆发以来,公司外销业务增长乏力,并有业绩不断下滑的趋势。公司外销业务最近四年有三年出现负增长,2011 年外销收入为 11.51 亿元,与 2007 年 13.84 亿元相比,同比下降 16.83%。

2011 年公司外销收入虽占总主营业务收入比重为 45.42%,但是对公司的利润几乎没有贡献。美克美家家俱连锁有限公司、美克美家家俱装饰(北京)有限公司 2011 年的净利润分别为 2 亿、0.23 亿,两家分公司占据公司总利润的 98.67%,内销业务对公司的利润贡献大,外销业务对公司利润基本没有贡献。12 年上半年出口业务处于亏损状态。

图 33: 外销业务增长乏力



资料来源:公司公告,宏源证券

### 2、出口转批发

面对出口业务的不景气,公司通过收购改变出口业务结构,OEM 转批发。2009 年通过收购美国业界享有盛誉的 Schnadig 公司建立了自己的营销渠道,同时吸引了世界著名品牌 Ralph Lauren 的战略合作,Schnadig 取得了其全球品牌代理权,并在北美、南美、欧洲、中东、东南亚等全球市场进行销售。2011 年,公司完成了对 A.R.T 家具公司的股权收购,拥有了在国外的首个自有家具品牌。

Schnadig 和 A.R.T 被收购之后,均实现了业绩的增长。施纳迪克国际公司经过了 2009 年的过渡、整合,2010 年实现了扭亏为盈,并且开发了超过 200 个新客户,接单量实现

75%的增长。2011年，Schnadig及A.R.T克服外部环境的不利影响，成功开发了Caracole、Lauren等产品，并取得自2009年以来最好销售成绩。

通过收购Schnadig及A.R.T，公司逐步降低OEM业务，批发占外销比例不断上升，公司整体毛利率得到提升。

### 3、ERP流程改造，降低成本

2012年，公司统一实施的ERP信息系统，降低供应链的整体运作成本。公司将强化战略采购管理，构建适于中长期发展战略的采购组织，建立完善的供应商评价及管理体系。通过流程的改善、组织体系的构建、人力资源的配置、统一实施的ERP信息系统，为战略采购目标的实现提供强有力的支撑，降低供应链的整体运作成本。

## 四、财务特点：高毛利高费用高库存

### （一）三项期间费用高居不下

费用高一直是压制公司业绩增长的重要原因，因店面租赁费、人工工资、折旧摊销、广告等刚性费用占比较高，费用率继续大幅攀升。2012年一季度，三项期间费用占营业收入比重为46.70%。2011年，销售费用同比增长25.38%，主要原因为公司全资子公司美克美家提升开店速度，致使本期人工费用、办公费用、折旧费用以及资产使用费用较上年同期有所增加；2011年，管理费用同比增长16.62%，主要原因为公司零售业务以及批发业务增长相应管理人员的工资、办公费用较上年同期有所增加；2011年，财务费用同比下降5.95%，主要原因为汇兑损失较上年同期有所降低，同时存款利息收入增长对冲了财务费用支出。

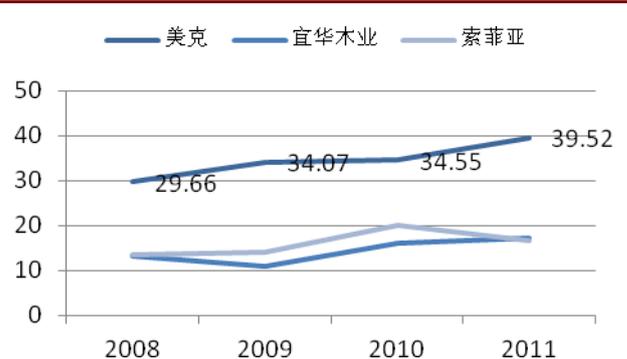
2011年，索菲亚、宜华木业的三项期间费用率分别为16.6%、17.05%，而美克的三项期间费用率达到了39.52%，超过了宜华木业和索菲亚三项期间费用率之和。

图 34：三项期间费用高居不下



资料来源：wind，宏源证券

图 35：国内家具三项期间费用率对比



资料来源：wind，宏源证券

**提高管理效率。**三费高已经成为阻碍公司利润增长的原因之一，2012年公司规划方面从几个方面提高经营效率。

- 公司利用实施ISCO集成供应链营运优化项目的契机，在端对端的供应链管理一体化、集约化和最优化方面，为有效驾驭不断上涨的制造成本，创新性的开拓发展思

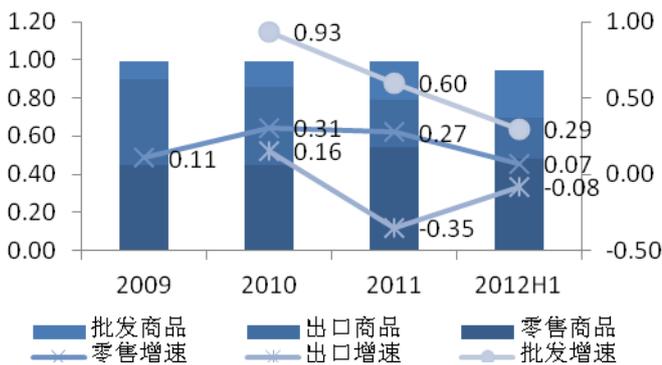
路，提出要采用“大规模定制生产方式”。

- 公司持续推进 SF0 战略中心型组织—HIM 柔性化管理—COSO 内部控制的管控体系的建设，通过持续的管理创新和构建战略中心型组织（SF0）的目标，实现组织资源的协同和聚焦，通过“治理+管理+控制”来实现对公司的有效运作
- 2012 年，公司将强化战略采购管理，构建适于中长期发展战略的采购组织，建立完善的供应商评价及管理体系，加强对市场的研究和分析，提升采购寻源能力，通过流程的改善、组织体系的构建、人力资源的配置、统一实施的 ERP 信息系统，为战略采购目标的实现提供强有力的支撑，降低供应链的整体运作成本。

## （二）毛利率居同行业上市公司第一

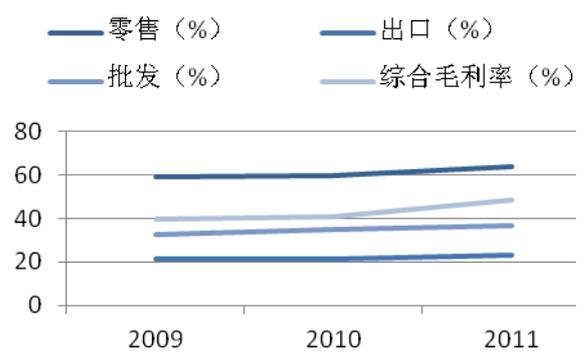
公司目前三大业务包括零售、出口、批发。零售业务收入占比呈逐年提高的趋势，一方面原因是公司重视美克美家的发展，另一方面原因是出口业务增速低迷。公司零售业务毛利率近几年基本处于 60% 的水平，2011 零售业务毛利率达到 63.68%。而出口业务毛利率一直在 25% 以下，批发业务毛利率近几年一直在 30% 以上，近几年有不断上升的趋势，2011 年达到了 36.54%。

图 36: 三大业务占比及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

图 37: 三大业务毛利率情况



资料来源：公司公告，宏源证券

对比 A/H 股可比公司，皇朝定位于中端，毛利率较低；美克在国内市场定位高端，具备产品设计和品牌优势，议价能力较强，能将成本转嫁至消费者，毛利率远高于皇朝。在出口市场，美克议价能力较弱，并不占据优势，毛利率相对也比较低。

图 38: 皇朝和美克国内毛利率对比

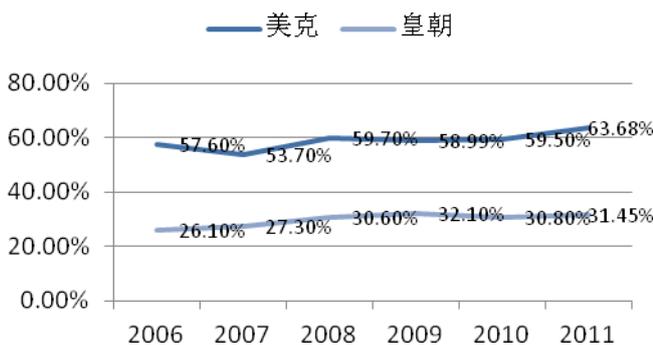
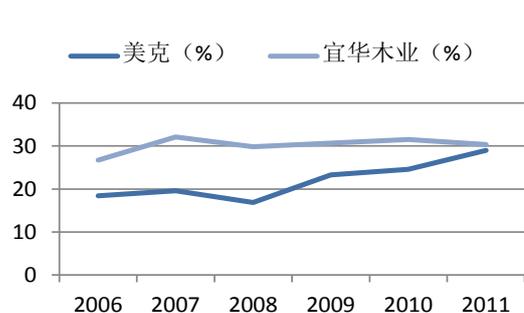


图 39: 宜华木业和美克国外业务毛利率对比

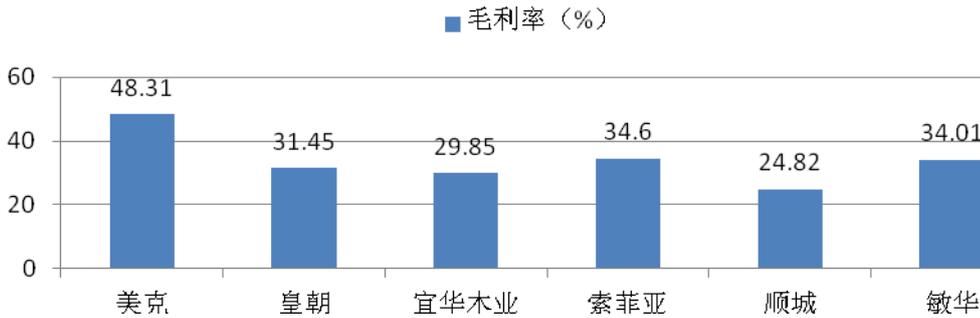


资料来源: wind, 宏源证券

资料来源: wind, 宏源证券

公司家具制造的原材料木材从俄罗斯和新西兰进口。公司在俄罗斯建成了木材供应加工基地,在天津和新疆两个生产基地,新疆有一个工厂,天津有8个工厂,天津生产能力占比在90%左右,具有原材料加工、制造和物流完整产业链。今年来木材上涨较快,家具企业的原材料成本不断上升,家具企业的毛利率容易受到影响,美克出口OEM毛利率中期下滑到历史低点。

图 40: 美克毛利率居同行业上市公司第一



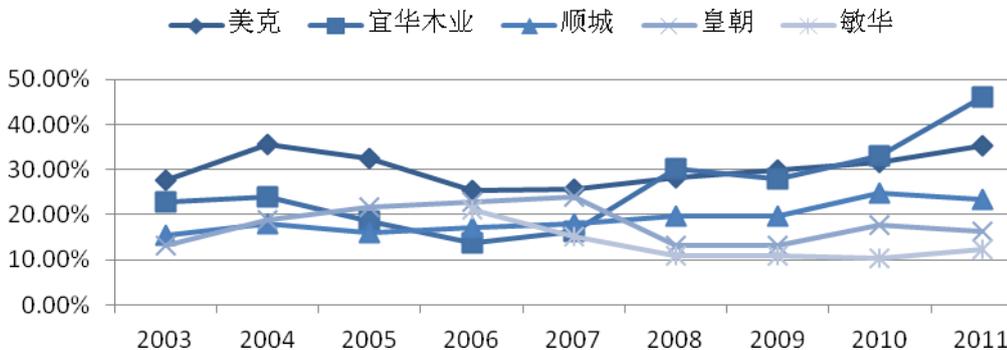
资料来源: wind, 宏源证券

### (三) 直营店占比高库存高

➤ **直营店扩张产生高库存。**美克的存货与销售收入之比一直保持在20%以上,2011年达到了24.56%,高于同期的顺城、皇朝、敏华,比宜华木业稍低,而10年之前,美克的存货与销售收入一直高于宜华木业。一般来讲,加盟店数量占店面总量的比例越高,其反映在企业的存货就相对较少,而美克全直营模式即为企业高库存特点。美克库存过高,存货周转率低,即存货变现能力差,资产运营效率较低。

➤ **加盟店、网店将消化高库存。**A.R.T在2012年全年设定为测试期,将完成全国加盟计划的前期准备,并在广州、上海、北京、西安等地完成10家店面的建设和试运行;年内将推动直营家具第二品牌,吸引非传统的中产阶级消费者的关注,开拓年轻消费者阶层。2012年,随着A.R.T、第二品牌加盟店的运营,公司专卖店网店的铺开,同城多店库存集中共享,高库存将得到一定的改善空间。

图 41: A/H 股公司存货与销售收入



资料来源: wind, 宏源证券

## 五、盈利预测和投资建议

### （一）盈利预测

上半年国内地产市场成交量回升，家具销售的地产后周期性预期在下半年有所体现；另一方面美国地产持续复苏预计对我国家具出口有所带动，出口量价齐升可期。具体来看：

- 零售业务：上半年销售额比上年同期增长 7%，二季度美克美家销售较一季度明显回升，我们预计全年收入增长 12%。另一方面，零售毛利率较去年同期提升 2.27%到 62.42%；
- 出口批发业务：上半年收入逆势增长 30%，随着美国地产和经济的持续复苏预计下半年销售量和价格都有望提升，毛利率维持去年的水平；
- 出口 OEM 业务：上半年收入下滑-8%，毛利率降至近几年最低点 16.84%。今年以来，OEM 业务订单量有较大回升，但是价格仍处于低位，业务整体处于亏损。下半年随着美国市场持续复苏，订单价格上有望好转，盈利能力回升。

综合来看，上半年综合毛利率提升 0.84%，预计全年整体毛利率稳中有升。费用方面，与一季度相比，二季度销售费用得到控制，下半年将调整新门店扩张速度，预计全年销售费用略有上升，管理费用和财务费用与去年持平。

分产品营业收入预测(单位: 百万)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务</b>						
收入	1849.57	2390.99	2535.19	2798.91	3217.63	3879.99
YOY		29.27%	6.03%	10.40%	14.96%	20.59%
营业成本	1122.02	1424.05	1319.8	1448.50	1612.66	1875.73
毛利率	39.34%	40.44%	47.94%	48.25%	49.88%	51.66%
<b>零售</b>						
收入	831.34	1085.26	1383.7	1549.74	1828.70	2285.87
YOY		30.54%	27.50%	12.00%	18.00%	25.00%
占主营收入比	44.95%	45.39%	54.58%	55.37%	56.83%	58.91%
门店数	34	46	69	90	110	130
单店销售	24	24	20	17	17	18
营业成本	340.91	439.21	502.52	573.41	658.33	800.06
毛利率	58.99	59.53	63.68	63%	64%	65%
<b>出口</b>						
收入	1018.23	1305.73	1151.49	1249.16	1388.93	1594.12
YOY		28.24%	-11.81%	8.48%	11.19%	14.77%
<b>OEM</b>						
收入	852.19	984.89	638.54	587.46	528.71	475.84
YOY		15.57%	-35.17%	-8.00%	-10.00%	-10.00%
占出口收入比	83.69%	75.43%	55.45%	47.03%	38.07%	29.85%
营业成本	668.76	775.66	491.75	458.22	412.39	371.16
毛利率	21.52	21.24	22.99	22%	22%	22%
<b>批发</b>						
收入	166.04	320.84	512.95	661.7055	860.22	1118.28
YOY		93.23%	59.88%	29.00%	30.00%	30.00%
占出口收入比	16.31%	24.57%	44.55%	52.97%	61.93%	70.15%
营业成本	112.35	209.18	325.53	416.87	541.94	704.52
毛利率	32.34	34.8	36.54	37%	37%	37%
<b>期间费用率</b>	34.07	34.55	39.52	43.5	43.5	43.5
销售费用率(%)	20.43	23.26	27.5	31	31	31
管理费用率(%)	10.92	9.4	10.34	10.5	10.5	10.5
财务费用率(%)	2.72	1.89	1.68	2	2	2

## (二) 投资建议

中国家具消费基数低, 2010 年人均家具消费为 30 美元, 家具消费还有巨大的成长空间。随着居民人均可支配收入不断增加, 城镇化率不断提高, 旅游市场的发展, 房地产市场快速发展, 新婚消费, 将引爆家具行业成长。高资产净值消费群体壮大、高端公寓和别墅投资快速增长、提税将带动高端家具高增长。

家具行业处于高速成长期, 我们预测国内家具市场在未来 10 年将维持 20%-30 以上的强劲增长。而美克正处于这个良好的外部环境中, 行业机会将保证公司的增长速度, 作为

高端家具行业龙头美克将有望最大程度地分享行业红利。

公司于1994年进入家具制造业,以年均71.4%的增长率发展成为中国最大的家具制造企业之一。2011年,公司实现营业收入256,067.30万元,实现营业利润20,913.91万元,较上年同期增长59.58%,实现归属于母公司所有者的净利润19,638.27万元,较上年同期增长114.43%。

美克家具定位于高端,议价能力强,能将原材料成本上升通过价格上涨传递给消费者,2011年毛利率达到了48.31%,毛利率居国内同行业第一。2011零售业务毛利率达到63.68%,随着零售业务的快速增长,未来公司的毛利率将保持在50%以上。

**我们认为,美克依托其在高端家具行业龙头的优势,加上一流的品牌管理能力和准确把握行业机遇的战略眼光,将充分分享家具行业未来增长空间。**

家具零售旗下分为自有品牌和代理品牌,3个自有品牌分别是美克美家、Caracole两个家具品牌和馨赏家家居品牌,代理品牌包括Ralph Lauren等国外名牌。公司稳步推进多品牌战略,Caracole产品品牌进入现有美克美家渠道,美国自有品牌A.R.T回归中国,推出加盟家具第二品牌。

公司通过直营店和加盟店快速扩张。截止于2011年底在全国34个城市,美克美家拥有69家门店,2012年计划再新增30-35家;自有品牌A.R.T主要以加盟商的形式进行销售,2012年将在广州、上海、北京、西安等地完成10家店面的建设和试运行;2012年,以加盟的形式推出第二品牌,使公司产品快速覆盖三四线城市。

7月5日和7月26日公司控股股东美克投资集团通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计增持公司股份40万股,表明大股东看好公司未来发展前景。二季度房地产销量大幅反弹,公司反映内销零售业务回暖明显。此外,公司所在产业为西部大开发鼓励类产业,国税局批准美克美家家具连锁有限公司减按15%的税率缴纳企业所得税,优惠期间为2011年1月1日至2020年12月31日。

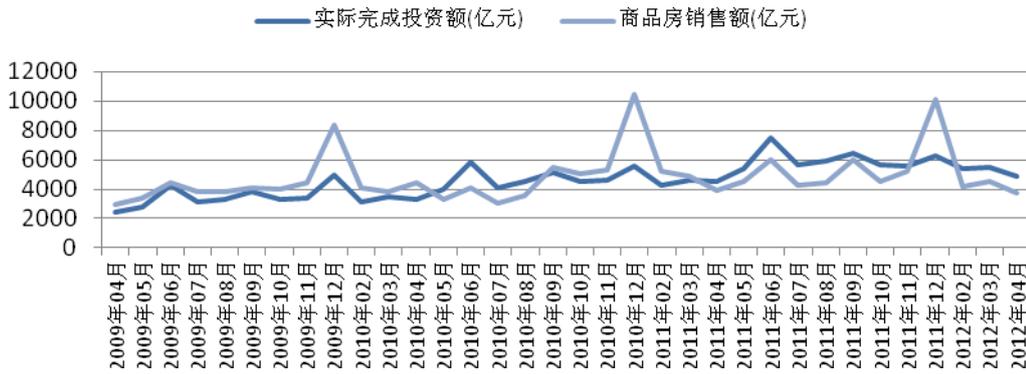
预计2012-14年公司收入分别为28.17,32.39和38.87亿元,对应的EPS分别为0.26,0.36,0.58元。短期行业不景气业绩承压,中长期看好公司的品牌、渠道价值,给予“增持”评级。

## 六、风险分析和问题提示

### (一) 房地产调控继续,影响家具消费

作为房地产的下游产业链,家具消费受房地产调控影响较大。在房地产调控的影响下,近年来家具行业的增速放缓。房地产政策的变化对民用家具行业的影响较大,房产限购之后,市场对于家具的需求就会减小。虽然今年国家继续加强经济适用房等保障房的建设,但这类住户群受经济条件的限制,对于家具的需求集中在中低档及实用型家具为主,会更多考虑租用或买卖二手家具,这对家具行业的需求拉动不大。

图 42: 近年房地产实际完成投资额和商品房销售额情况

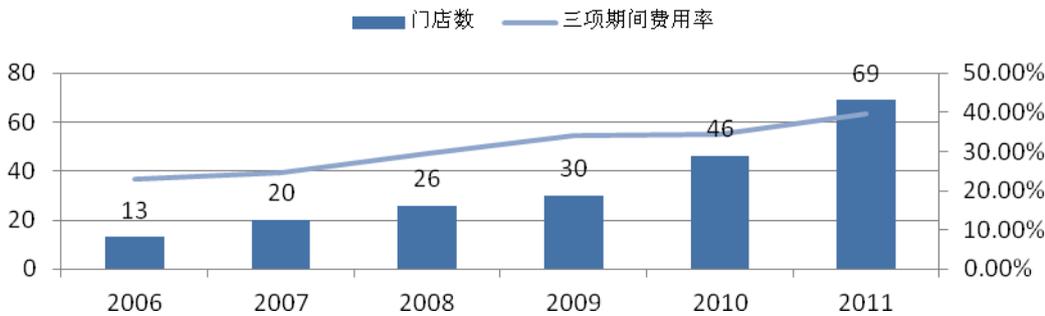


资料来源: wind, 宏源证券

## (二) 新增门店较多, 费用率不断攀升

2011 年末在全国 34 个城市共拥有 69 家美克美家店, 2012 年美克美家将在全国开设 30-35 家门店。美克美家提升开店速度, 致使本期人工费用、办公费用、折旧费用以及资产使用费用较上年同期有所增加, 会是销售费用急剧上升。2011 年增加了 23 家门店数, 销售费用同比增长了 25.38%, 而美克全年的销售收入只增加了 6.03%。2012 年一季度, 三项期间费用再创新高, 占营业收入比重为 46.70%。费用率难以下降, 会使业绩再次低于市场预期

图 43: 三项期间费用随门店数增加而不断攀升

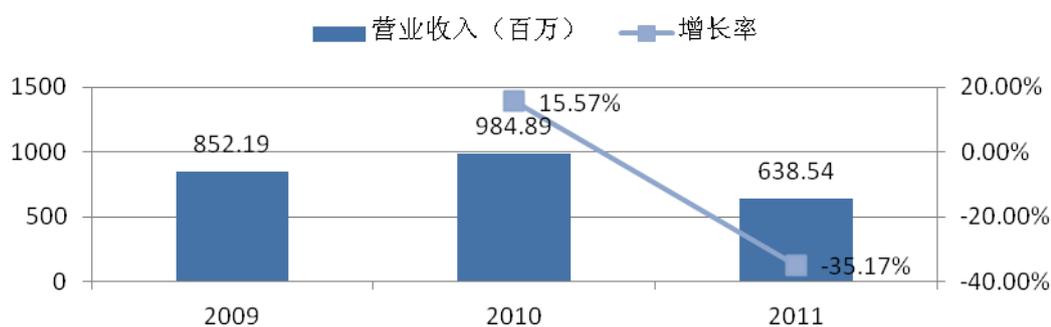


资料来源: 公司公告, 宏源证券

## (三) 出口市场受美国经济的影响

受欧美经济危机、消费低迷以及中国家具出口产品价格竞争优势弱化等因素的影响, 家具出口增幅明显放缓, 2011 年家具出口 379 亿美元, 增长 15%, 增幅较上年回落 15.3%。2011 年, 是美国经济回升缓慢的一年, 也是美国家具市场 25 年来最艰难的一年。2011 年, 美克出口业务为 6.39 亿元, 同比下降了 35.17%, 而 2010 年同比增长了 15.57%, 出口业务波动较大, 容易受美国经济的影响。

图 44: 出口业务营业收入及增长率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

#### (四) 毛利率被第二品牌摊薄

第二品牌定位于中端, 可能拉低全年的毛利率水平。公司在稳步发展原有中高端品牌的同时, 针对大众的刚性基本需求, 将市场向中低端延伸, 公司将在年内推出加盟家具第二品牌, 开发适合的商品组合和销售方式, 借助加盟渠道, 进入家居卖场; 同时以时尚的姿态、合适的价格和更为现代的产品, 推动直营家具第二品牌, 吸引非传统的中产阶级消费者的关注, 开拓年轻消费者阶层。低毛利品牌产品销售规模的迅猛增长可能拉低全年的毛利率水平, 量的增长将加大管理难度, 较低的毛利率水平或影响整体的盈利空间。



**联系人简介:**

**曾知:** 宏源证券研究所造纸轻工行业研究员, 上海交通大学安泰经济与管理学院本硕, 2012 年加盟宏源证券研究所, 此前任职于光大证券研究所。

目前主要研究覆盖轻工品牌消费类公司: 索菲亚、美克股份、星辉车模、高乐股份、齐心文具、劲嘉股份

**机构销售团队**

华北 区域	<b>牟晓凤</b>	<b>李倩</b>	<b>王燕妮</b>	<b>张瑶</b>	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	<b>张璐</b>	<b>赵佳</b>	<b>奚曦</b>	<b>孙利群</b>	<b>李岚</b>
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	<b>夏苏云</b>	<b>贾浩森</b>	<b>罗云</b>	<b>赵越</b>	<b>孙婉莹</b>
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jjahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18682185141 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	<b>覃汉</b>	<b>胡玉峰</b>			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。