

美克家居：高端美式生活方式引领者，多品牌共振增长进入加速通道

买入（维持）

2018 年 05 月 23 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,179	5,447	6,867	8,766
同比（%）	20.6%	30.3%	26.1%	27.6%
净利润（百万元）	365	481	617	796
同比（%）	10.4%	31.8%	28.2%	29.0%
每股收益（元/股）	0.20	0.27	0.34	0.44
P/E（倍）	29.56	22.44	17.50	13.57

投资要点

- **美的生活方式提供者，A.R.T.放量可期：**艺术出身的公司创始人冯东明先生是一位完美主义者，无论是品牌、产品还是渠道都力求极致，带领公司将艺术感和设计感融入自身的产品中，坚持“美克美家+美克家居”多品牌战略，致力于为消费者提供极致的居室文化体验，提供美的生活方式。公司为迎合不同消费群体的差异化需求，已形成六大品牌运营矩阵。美克美家保持调性不入卖场、不开加盟，品牌美誉度逐渐扩散，单店效益不断提高；A.R.T.提供纯正美式生活方式，价格带下移同时采取加盟方式迅速扩张，2014-2017 年收入 CAGR 高达 66.63%。我们认为，A.R.T.的品牌风格、价格定位和渠道策略为未来的放量奠定了扎实的基础，将助力公司进入增长“下半场”，美克家居已经迎来较好的投资时代。
- **定位高速增长的高端家具市场，乘消费升级之东风：**目前美克家居品牌定位偏高端，据我们测算，2017-2021 年高端家具市场需求规模分别为 448.28/526.06/616.63/729.77 /842.81 亿元，年复合增速 17.10%。国内高端家具主要品牌有美克家居、Harbor House、亚振、富邦等，其中上市企业只有定位欧式高端家具的亚振家居，17 年收入规模 5.7 亿，而美克在高端家具市场无论是品牌还是渠道均已经具有前期卡位优势。同时，二三线城市消费升级力度已经超过一线，当前美克正在深耕二三线城市门店布局，将显著受益于二三线城市消费升级，巩固行业地位。
- **多品类、多渠道发展，积极探索新模式：**通过 Rehome 品牌进军软装领域，产品品类实现软硬装全覆盖，为客户打造一站式购齐的购物体验，有利于客单价的提升。依托大店加密小店，开创设计工作室模式覆盖美克美家空白区域，美克美家 17 年新开直营大店 11 家，未来将继续推进门店群加密，同时新增设计工作室为消费者提供卓越的设计服务并向美克美家传统大店引流。A.R.T.有望延续 17 年渠道扩张的高力度，将在辐射能力较强的加盟城市完成同城二店或者多店的布局，预计 18 年 A.R.T.收入有望翻倍。第一家美克美家生活艺术馆将于 18 年落成，为中高端消费者提供愉悦的一站式配套服务和生活方式的艺术体验。
- **提升内功，供应链管理持续改善，智能工厂成果初显现：**公司针对供应链历史上存在的预测不准、库存控制不严、采购生产不及时等问题于 2016 年外部专业机构合作，在 6 大方面 13 个方向对供应链进行优化，针对不同的产品类别采取不同的供应链模式，截至 18 年一季度，公司库存商品周转天数已由 2015 年的 518 天下降至 330 天。同时针对线上定制品牌 Zest，公司天津智能工厂已经投产，运营效果初显现。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为高端美式生活引领者，多品牌发展遍地开花，供应链管理持续优化，我们预计 18-20 年收入 54.47 亿/68.67 亿/87.66 亿，归母净利润 4.81 亿/6.17 亿/7.96 亿，对应增速 32%/28%/29%，对应 PE22X/18X/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产调控超预期、渠道扩张低于预期、原材料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.98
一年最低/最高价	4.65/7.05
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	8870.78

基础数据

每股净资产(元)	2.77
资产负债率(%)	31.14
总股本(百万股)	1806.10
流通 A 股(百万股)	1483.41

相关研究

- 1、《Q3 净利率稳增，多品牌战略逐步进入收获期》2017-10-27
- 2、《美克家居：Q2 收入增速环比提升，多品牌战略见成效》2017-08-29
- 3、《美克家居：发布股权激励预案，深度绑定核心管理团队》2017-05-25

内容目录

1. 美克家居，美的生活方式提供者	5
1.1. 美克美家，高端定位打造极致优雅的生活空间	7
1.2. A.R.T.，用纯正美式生活方式拥抱大众	8
2. 高端家具行业增长显著受益于消费升级	10
2.1. 高净值家庭数量较快增长驱动高端家具行业需求规模扩张	10
2.2. 乘消费升级东风，美克行业地位持续巩固	12
3. 多品类、多渠道发展，增长进入快车道	13
3.1. 多品类开花，软装产品贡献新动力	14
3.2. 多渠道加速拓展，积极探索新模式	14
4. 提升内功，供应链管理持续改善，智能工厂成果初显 ..	15
4.1. 诊断供应链问题，供应链效率持续优化	16
4.2. 智能工厂稳步推进，开启 C2M 新模式	17
5. 盈利预测及估值	17
5.1. 核心假设	17
5.2. 估值及投资建议	18
6. 风险提示	18
7. 附录一：股权结构和股权激励	19
7.1. 股权结构集中，管理团队实现利益绑定	19
7.2. 股权激励+员工持股利益绑定，股价催化作用显著	20
8. 附录二：财务分析和同行业对比	22
8.1. 收入增长提速	22
8.2. 毛利率有所下滑	23
8.3. 加盟模式持续扩张，期间费用率逐步压缩	23
8.4. 净利率有望修复	24
8.5. 经营性现金流近年情况好转	25
8.6. 净资产收益率	25

图表目录

图 1: 美克家居品牌矩阵.....	6
图 2: 公司旗下品牌美克美家产品图.....	6
图 3: 公司旗下品牌 A.R.T 产品图.....	6
图 4: 公司旗下品牌 A.R.T 西区产品图.....	6
图 5: 公司旗下品牌 YVYY 产品图.....	6
图 6: 美克美家直营店外观.....	7
图 7: 美克美家客厅展示.....	7
图 8: 美克美家卧室展示.....	7
图 9: 美克美家餐厅展示.....	8
图 10: 美克美家书房展示.....	8
图 11: A.R.T. 直营店面外观.....	9
图 12: A.R.T. 客厅展示.....	9
图 13: A.R.T. 卧室展示.....	9
图 14: A.R.T. 西区客厅展示.....	9
图 15: A.R.T. 西区卧室展示.....	9
图 16: A.R.T. 加盟流程.....	15
图 17: 库存商品周转天数变化.....	16
图 18: 公司股权结构.....	19
图 19: 资本运作与公司的股价表现.....	22
表 1: 美克美家品牌渠道拆分.....	8
表 2: A.R.T. & A.R.T. 西区品牌渠道拆分.....	10
表 3: BCG 中国高净值家庭数量 (万户).....	11
表 4: 市场需求规模测算.....	12
表 5: 中高端家具品牌简介.....	12
表 6: 2017 年各线城市消费支出金额增长情况.....	13
表 7: 美克家居产品收入拆分 (百万元).....	14
表 8: 供应链管理改进方案.....	16
表 9: 智能工厂进展.....	17
表 10: 美克家居零售及批发收入拆分 (百万元).....	18
表 11: 行业可比公司估值 (单位: 亿元、百万元).....	18
表 12: 重要高管简介.....	20
表 13: 历次增发梳理.....	20
表 14: 股权激励梳理.....	21
表 15: 2017 年股权激励的解除禁售条件及情况.....	21
表 16: 两次员工持股计划一览.....	22
表 17: 可比公司营业收入对比 (百万元).....	23
表 18: 可比公司毛利率对比.....	23
表 19: 可比公司期间费用率对比.....	23
表 20: 美克家居三费率.....	24
表 21: 销售费用拆分 (单位: 百万元).....	24

表 22: 可比公司净利润对比情况 (单位: 百万元)	25
表 23: 公司经营性现金流情况 (单位: 百万元)	25
表 24: 可比公司近三年经营性现金流对比情况 (单位: 百万元)	25
表 25: 2013-2017 杜邦分析法同行业对比	26

1. 美克家居，美的生活方式提供者

美克家居在创造初期，就将自己定位为美的生活方式的创造者，在艺术出身的公司创始人冯东明先生带领下，秉承艺术 DNA，并通过对生活方式不断的迭代创新，打造出一个又一个受消费者尊敬和喜爱的居室文化品牌。冯东明先生作为一名完美主义者，始终保持着对品牌价值的追求，无论是产品还是渠道都力求极致和完美，力图将美克家居打造成充满艺术感的家居品牌零售商。美克家居将艺术感和设计感融入自身的产品中，坚持“美克美家+美克家居”多品牌战略，致力于为消费者提供极致的居室文化体验，提供美的生活方式。

六大品牌运营矩阵，铸造品牌护城河。自 2010 年公司提出多品牌发展战略以来，已经逐渐形成了六大品牌的运营矩阵。六大品牌定位覆盖中高端，目标人群由中老年延伸至青年，风格涵盖纯美式、传统、时尚等，进行了差异化经营的品牌布局，将合适的生活方式以最有力的方式呈现给合适的消费者，展现出极强的品牌力。

- **美克美家：**以“品位、经典、浪漫、时尚”为价值主张，旗下销售美克美家、美克美家黑标、伊森艾伦全线产品、Caracole 等几大产品套系。伊森艾伦为美国家具零售品牌，公司进口其产品并于美克美家门店中销售；Caracole 则是公司于 2008 年收购的美国高端家具品牌，具备引领时尚潮流的产品设计能力，深受年轻消费者喜爱。采用直营渠道和独立店面模式扩张，销售网络已基本覆盖全国，截至 17 年底门店数量达 93 家。
- **A.R.T.：**2003 年创立于美国加利福尼亚州，是美克家居在美自有品牌，2011 年随着多品牌战略的发展引进中国。推崇纯美式风格，采用直营+加盟模式，截至 17 年底数量已达 111 家（直营 8 家，加盟 103 家）。
- **A.R.T.西区：**公司 17 年新设立的 A.R.T 的副品牌，针对时尚个性的年轻人，17 年 Q4 开店数量达 17 家（直营 3 家，加盟 14 家），价格相较 ART 下移。
- **YvvY：**2015 年推出的针对年轻人群的中端家居品牌，定位潮酷风格，提供个性、有活力的家具方案，截至 17 年底全国已有 7 家门店。
- **Rehome：**2015 年推出美克美家的子品牌，主要销售家居用品比如餐厨、卫浴、床上用品、装饰品等。采用全直营模式，店面全部开在购物中心，截至 17 年底已经有 17 家店。
- **ZEST（恣在家）：**成品定制模式，17 年新发布的针对第一次置业的年轻人的中低端家具品牌，采用全线上销售的模式，打造全新的 C2M 线上商业模式：预约购买，按需生产。客户下单之后在线上拆分成零部件，需求传到工厂端，工厂生产后送达客户手中。通过产品的标准化、模块化，实现不同风格的定制。

图 1：美克家居品牌矩阵



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：公司旗下品牌美克美家产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 3：公司旗下品牌 A.R.T 产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 4：公司旗下品牌 A.R.T 西区产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 5：公司旗下品牌 YVY 产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 美克美家，高端定位打造极致优雅的生活空间

集美感和调性于一体，产品力呈现淋漓尽致。美克美家汇集了世界各地的装饰风格和设计元素，目标客户群体是需求高端家具、对价格不敏感的高净值家庭，持续聚焦消费者体验需求的变化，并针对不同人群推出传统风格、休闲风格、变迁风格、乡村风格、现代风格等不同风格定位。

图 6：美克美家直营店外观



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 7：美克美家客厅展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 8：美克美家卧室展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 9：美克美家餐厅展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 10：美克美家书房展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

酒香不怕巷子深，单店效益不断提高。为了保持产品的品牌力和调性，美克美家始终坚持开设直营独立门店，从未招募加盟商或进入家具卖场。随着品牌美誉度和口碑的不断扩散，美克美家赢得了越来越多有品位、识货的消费者的喜爱。根据我们测算，美克美家 2012-2017 年收入增速维持高增长，由 13.9 亿元增长至 30.23 亿元，复合增长率达 16.81%；单店销售额由 2012 年 1782 万元上升至 2017 年 3455 万元，复合增长率高达 14.16%；2017 年单店坪效受新开 11 家店影响略有下滑，但仍高达 2.3 万元/平方米。

表 1：美克美家品牌渠道拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
销售收入（百万元）	1389.98	1554.34	1786.62	2075.68	2622.79	3023.37
yoy		11.82%	14.94%	16.18%	26.36%	15.27%
店面数量（家）	87	73	75	84	82	93
单店销售额（万元）	1782.02	1942.93	2414.35	2610.92	3159.99	3455.28
yoy		9.03%	24.26%	8.14%	21.03%	9.34%
单店经营面积（平方米）				1347	1364	1501
坪效（万元/平方米）				1.94	2.32	2.30

注：计算单店销售额使用的门店数为年初年末平均数

数据来源：公司年报及公司公告，东吴证券研究所

1.2. A.R.T.，用纯正美式生活方式拥抱大众

传承欧美细致的建筑工艺，展现纯正的美式家居精髓。2011 年公司将旗下国际品牌 A.R.T. 引入国内市场，其富有建筑感、原汁原味、可传承的美式草原派风格满足了消费者对正统美式生活方式的向往。公司于 2017 年年初又推出了 A.R.T. 的子品牌，即融合了波西米亚与新现代风格，代表着浪漫、自由和具有艺术家气质的品 A.R.T. 西区，创造出独一无二的居室文化体验，深受年轻消费者喜爱。

图 11: A.R.T.直营店面外观



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 12: A.R.T.客厅展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 13: A.R.T.卧室展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 14: A.R.T.西区客厅展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 15: A.R.T.西区卧室展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

价格带下移，加盟渠道迅速扩张。与美克美家相比，A.R.T.经典定位中高端，其客单价较美克美家低，A.R.T.西区则在 A.R.T.经典的价格带基础上进一步下移，我们认为价格带的下移将助力公司的目标消费群体扩大至体量更大的中端消费者。不同于美克美家的纯直营渠道策略，2014 年 A.R.T.全面启动加盟业务，以实现渠道的快速全国化布局。2014-2017 年门店数量由 25 家开至 128 家（包括 A.R.T.西区），而收入端的高速增长也验证了加盟渠道快速扩张带来的成效。根据我们测算，2014-2017 年 A.R.T.销售收入由 6250 万增长至 2.89 亿元，复合增速高达 66.63%。开店速度较快致 2016 年单店销售额出现下滑，17 年在渠道端保持高增长的同时实现了同店 17.52% 的增长，单店销售额达到 273 万元左右。

表 2：A.R.T. & A.R.T. 西区品牌渠道拆分

	2013	2014	2015	2016	2017
销售收入（百万元）	12.00	62.50	125.34	164.83	289.19
yoy		420.83%	100.54%	31.51%	75.45%
店面数量（家）	6	25	58	84	128
其中 A.R.T.经典：直营	6	4	4	6	8
加盟		21	54	78	103
其中 A.R.T.西区：直营					3
加盟					14
单店销售额（万元）	200.00	250.00	302.01	232.15	272.82
yoy		25.00%	20.81%	-23.13%	17.52%
坪效（万元/平方米）	0.33	0.42	0.50	0.39	0.45

注：1. 计算单店销售额使用的门店数为年初年末平均数；

2. 13、14 年数据为根据 15-17 年表现测算值；

3. 测算坪效时假设 ART 单店面积均为 600 平米。

数据来源：公司年报及公司公告，东吴证券研究所

我们认为，美克美家的产品梯队已经建立、直营渠道布局较为成熟，未来依赖于单店效益的继续提高和新开门店预计增速维稳。**A.R.T.的价格定位和渠道策略将把公司的产品和美学理念推向更广阔的消费者群体，未来将成为公司业绩增长的最大看点，助力公司进入以增长为主题的“下半场”，美克家居已经迎来较好的投资时代。**

2. 高端家具行业增长显著受益于消费升级

2.1. 高净值家庭数量较快增长驱动高端家具行业需求规模扩张

定位高端家具市场，高净值消费群体壮大下行业保持稳定增长。目前美克家居主要品牌定位基本上仍然在偏高端层次，目标客户是高净值家庭消费群体。对于高端家具细分行业，我们对其市场需求规模进行了测算，公式如下：

市场需求规模 = (新增住房套数 + 翻新住房套数) * 高净值家庭渗透率 * 客单价

新增住房套数：我们采用每年的住房销售面积除以每套房的平均面积（约 100 平米）

得到每年新增住房的套数,其中 2017 年新增住房套数约 1447.89 万套,同比增长 5.27%。结合近年住房销售情况,对于 18-21 年新增住房套数的增长给予 5%的增长率。

翻新住房套数: 我们采用 2016 年城市、建制镇、乡村人均住宅建筑面积的平均值 34.24 平方米,乘以 17-21 年每年全国人口总数得到存量房面积。结合 100 平米/套房、1%翻新率的假设条件,得到每年的翻新住房套数。

高净值家庭数量: 我们采用 BCG 针对中国高净值家庭数量的调查数据,我们认资产为 100 万美元以上的家庭是美克的目标客户群,这个数字 17 年预计达到 244 万户,较之 2016 年增长 15%。同时,BCG 预测 2017 至 2021 年高净值家庭数量每年的增长率在 13%左右。可以看到,整个高净值家庭数量的增长目前仍然较快。

表 3: BCG 中国高净值家庭数量 (万户)

	100-500 万美元	占比	增长率	500-2000 万美元	占比	增长率	2000 万美元以上	占比	增长率	合计	增长率
2013	104.06	86%	-	14.52	12%	-	2.42	2%	-	121	-
2014	129.00	86%	23.97%	18.00	12%	23.97%	3.00	2%	23.97%	150	23.97%
2015	159.96	86%	24.00%	22.32	12%	24.00%	3.72	2%	24.00%	186	24.00%
2016	182.32	86%	13.98%	25.44	12%	13.98%	4.24	2%	13.98%	212	13.98%
2017E	207.40	85%	13.76%	29.28	12%	15.09%	7.32	3%	72.64%	244	15.09%
2018E	235.45	85%	13.52%	33.24	12%	13.52%	8.31	3%	13.52%	277	13.52%
2019E	266.90	85%	13.36%	37.68	12%	13.36%	9.42	3%	13.36%	314	13.36%
2020E	301.75	85%	13.06%	46.15	13%	22.48%	10.65	3%	13.06%	355	13.06%
2021E	336.00	84%	11.35%	52.00	13%	12.68%	12.00	3%	12.68%	400	12.68%

数据来源: BCG 《2017 中国私人银行报告》, 东吴证券研究所

高净值家庭渗透率: 结合国家统计局历年抽样家庭户数以及抽样比例,我们得到历年全国总家庭户数,其增长和我们假定的人口年增长率 0.5%保持一致,则:

$$\text{高净值家庭渗透率} = \text{高净值家庭数量} / \text{全国家庭数量}$$

客单价: 我们对不同资产规模的客户的客单价进行假设,其中 100-500 万美元净值家庭客单价为 40 万人民币、500 万至 2000 万美元净值家庭客单价为 50 万人民币、2000 万美元以上净值家庭客单价为 60 万人民币。

结论: 高端家具是显著受益于中产阶级及以上群体崛起的高速增长市场。根据我们的测算,高端家具市场 2017-2021 年市场需求规模分别为 448.28/526.06/616.63/729.77/842.81 亿元,年复合增速 17.10%,其中最主要的驱动因素是高净值家庭规模本身的迅速增长,这也为各个高端家具品牌收入规模打开天花板。

表 4：市场需求规模测算

		2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
全国家庭数量(万户)		43772.22	43991.08	44211.03	44432.09	44654.25
住房销售套数(万套)		1447.89	1520.28	1596.30	1676.11	1759.92
存量房套数(万套)		47600.97	47838.98	48078.17	48318.56	48560.16
翻新装修套数(万套)		476.01	478.39	480.78	483.19	485.60
新房+翻新套数(a)		1923.90	1998.67	2077.08	2159.30	2245.52
100-500 万美元	家庭数(万户)	207.40	235.45	266.90	301.75	336.00
	占比全国总家庭数(b)	0.47%	0.54%	0.60%	0.68%	0.75%
	购房套数(a*b)	9.12	10.70	12.54	14.66	16.90
	客单价(万元)	40	40	40	40	40
	需求规模(亿元)	364.63	427.89	501.57	586.57	675.85
500-2000 万美元	家庭数(万户)	29.28	33.24	37.68	46.15	52.00
	占比全国总家庭数(c)	0.07%	0.08%	0.09%	0.10%	0.12%
	购房套数(a*c)	1.29	1.51	1.77	2.24	2.61
	客单价(万元)	50	50	50	50	50
	需求规模(亿元)	64.35	75.51	88.51	112.14	130.75
2000 万 美元以上	家庭数(万户)	7.32	8.31	9.42	10.65	12.00
	占比全国总家庭数(d)	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%
	购房套数(a*d)	0.32	0.38	0.44	0.52	0.60
	客单价(万元)	60	60	60	60	60
	需求规模(亿元)	19.30	22.65	26.55	31.05	36.21
总需求规模(亿元)		448.28	526.06	616.63	729.77	842.81

数据来源：Wind，国家统计局，BCG《2017 中国私人银行报告》，东吴证券研究所

2.2. 乘消费升级东风，美克行业地位持续巩固

千亿市场中集中度较低，高端家具长尾市场本身存在分散性。目前国内高端家具领域主要有美克家居、Harbor House、亚振、富邦等，其中上市企业只有定位欧式高端家具的亚振家居，17 年收入规模 5.7 亿，其他家居品牌由于没有上市公司所以具体收入体量暂未可知，但是从其国内的渠道数量来看，除了亚振家居、北美之家以外基本没有超过 100 家的大品牌，高端家具行业整体竞争格局比较分散，其原因我们认为高端家具所代表的不同消费偏好细分人群数量有限，同时家居有其本身的美学概念这一点与服装相似，需要满足长尾客户需求所以天然的体量受限，所以行业内除了美克美家之外暂无较大竞争品牌。

表 5：中高端家具品牌简介

品牌	品牌 logo	简介	注册资本	店面数量
----	---------	----	------	------

Habor House		隶属于美国 E&E 集团旗下的家居品牌	1000 万美元	47
TAO		E&E 集团继 Harbor House 后又一家独立品牌。以“Less is More”为品牌设计理念，碰撞原始与现代，将东西方的文化进行融合。		15
亚振家居		始于 1985 年，成立于 1992 年，集家具设计研发、生产制造、营销及家居文化研究、企业管理咨询、投资贸易于一体的综合性企业。	2.19 亿人民币	145（直营 34 家，加盟 111 家）
富邦美品		前身为宁波木器家具一厂，始建于 1952 年，有 60 多年的家具制造经验。现拥有十个生产分厂，分设在浙江、安徽和印尼的泗水，占地面积 1000 余亩，年销售额可超过 15 亿元。	1 亿元人民币	54
精制家具		新加坡华裔 Laurence Moh 先生创建的国际集团 Fine Furniture Limited——伟业木业集团名下的品牌之一。目前在美国的 39 个州中的 300 个零售店中销售。2007 年，FINE Furniture Design 在上海建立第一家旗舰店，并将以品牌专卖的形式稳步向全国发展。	600 万美元	36
北美之家		东莞铭晋家具有限公司旗下的高端美式实木家具品牌，于 2002 年成立，现有员工 1000 余人	1400 万港币	126
艾芙迪		美国知名家具品牌(FD-艾芙迪)始创于 1984 年，是集设计、开发、生产、销售于一体的国际化家具集团，产品销往北美、欧洲、中东等世界各地。	100 万元人民币	32

数据来源：各公司官网，企查查，公司年报，东吴证券研究所

二三线城市消费升级力度更大，美克将赢得更多青睐。年轻人口回流、较快的中产化与较低的负债率等因素促成了二三线城市的消费升级。根据《2017 消费升级大数据报告》，各线城市消费支出增速出现分化，其中二、三线城市消费支出金额增速高达 57.7%、59.2%，高于一线城市。随着消费者对美观的要求变高以及消费能力增强，我们认为，美克家居源于艺术和设计的品牌和产品将赢得越来越多的青睐。与此同时，美克当前正深耕二三线城市门店布局，将显著受益于二三线城市消费升级，巩固行业地位。

表 6：2017 年各线城市消费支出金额增长情况

	一线	新一线	二线	三线及以下
金额同比	40.6%	49.5%	57.7%	59.2%
占比	41.2%	22.2%	17.8%	18.8%

注：根据《第一财经》2017 城市排行榜划分各线城市

数据来源：《2017 消费升级大数据报告》，东吴证券研究所

3. 多品类、多渠道发展，增长进入快车道

3.1. 多品类开花，软装产品贡献新动力

多品类发展，开设 Rehome 进军软装，收购 Rowe 延伸产品线。公司旗下的家具产品包括沙发、电视柜、鞋柜、床、衣柜、餐桌、书桌等，基本实现了客厅、厨房、卧室、书房家具的一站式购齐。同时，公司通过 Rehome 品牌进军软装领域，产品包括地毯、抱枕、收纳、香氛等。Rehome 除了在购物中心开店之外，其产品同时在美克美家专卖店进行展示，17 年店面数量增至 17 家。2018 年 3 月，公司完成对美国有着超过 70 年历史高端定制沙发品牌 Rowe 公司 100% 股权的收购，有利于公司拓展高端奢侈品家具品类，增强中高端定制沙发竞争实力，丰富现有品牌矩阵。公司产品品类实现软硬装全覆盖，并为顾客提供软硬装一站式解决方案。

沙发、实木类家具占比稳定，长尾商品增长收入提高。各个品类的产品中，实木类家具稳定贡献 60% 以上的收入，沙发贡献的收入稳定在 25% 左右，两大类产品收入稳中有增，对收入的贡献在 85% 以上。2016 年开始，公司聚焦窗帘等长尾商品的增长，当年实现了该品类 30% 以上的销售增长；同时公司饰品、床垫品类增长也较快，其中饰品发展迅速、占比不断提升，2017 年贡献收入 2.98 亿元，同比增长 25.62%，占零售业务总收入比重提升至 7.12%。我们认为，在实木家具、沙发两大核心品类稳步增长的前提下，公司坚持扩充产品品类，将有效引导消费者一站式购物，有利于客单价的提升。

表 7：美克家居产品收入拆分（百万元）

	2015	2016	2017
实木	1,836.70	2,081.74	2,566.85
占比	64.25%	60.05%	61.42%
沙发	701.14	914.06	1,023.18
占比	24.53%	26.37%	24.48%
饰品	159.87	237.04	297.77
占比	5.59%	6.84%	7.12%
睡眠	115.35	161.12	153.76
占比	4.04%	4.65%	3.68%
其他	7.46	30.02	66.34
占比	0.26%	0.87%	1.59%

注：其他类含批发饰品收入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

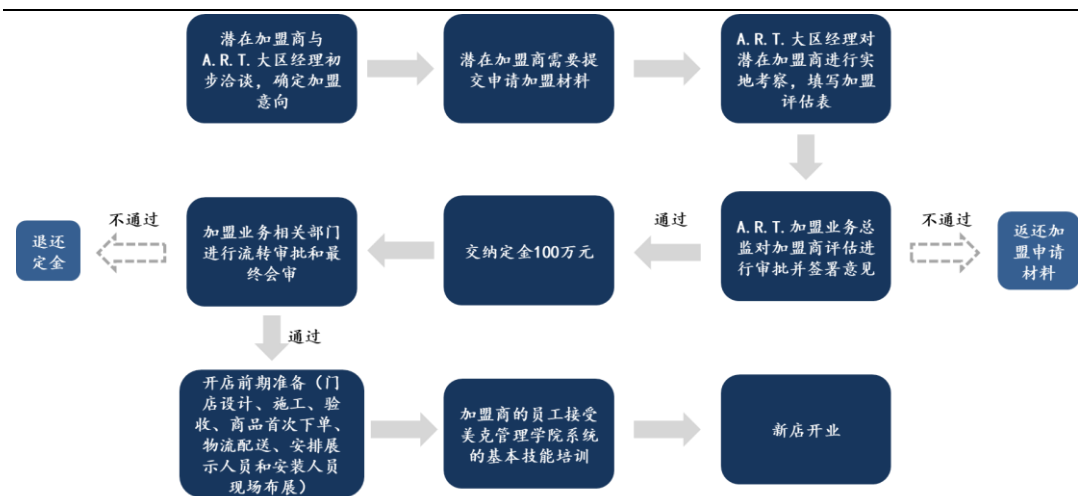
3.2. 多渠道加速拓展，积极探索新模式

依托大店加密小店，开创设计工作室模式覆盖美克美家空白区域。美克美家围绕成熟门店进行了加密布局，依托大店开设小店，提高开店效率，17 年新增 11 家直营大店，截至 17 年年底已开至 93 家，未来仍将继续推进门店群加密。与此同时，公司将在 18 年新增美克美家设计工作室，将触角以更快的速度伸向原有空白领域。设计工作室将以 250 平米小店的形式呈现，为消费者提供卓越的设计服务，兼具销售功能同时向美克美

家传统大店引流。

A.R.T.加盟模式迅速扩张为 18 年收入放量奠定基础。17 年是 A.R.T 品牌历年开店速度最快的一年，新增 44 家（包括 A.R.T.西区）。门店数量的增加为 18 年收入的增长奠定了基础，18 年一季度 A.R.T.国内零售端收入同比增长 170%。公司十分重视未来 A.R.T.渠道扩张在“下半场”增长中发挥的作用，计划未来在 30 个辐射能力较强的加盟城市完成同城二店或者多店的布局，我们预计 18 年渠道拓展有望延续 17 年的高力度；当前大部分 A.R.T.经销商已实现盈利，再开二店意愿强烈，将有力支持新开业的落地。我们认为 A.R.T.加盟模式高速扩张将贡献未来收入增速，预计 18 年 A.R.T.收入有望翻倍。

图 16: A.R.T.加盟流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

探索生活艺术馆新商业模式，打造极致消费体验。2018 年公司将在天津建立起第一家 25000 平方米的美克美家生活艺术馆，旨在提高家居消费者对居室文化的认知，为中高端消费者提供愉悦的一站式配套服务和生活方式的艺术体验。搭配服务、生活方式是美克美家的核心竞争优势，我们认为设计工作室和生活艺术馆新商业模式的升级是符合公司核心优势和消费升级大势的战略方向，将进一步拉大美克与竞争对手的差距，为进入“下半场”发力。

率先进行门店升级，客流量提升。公司于 2013 年开始对原有的美克美家门店进行调整优化，当年调整关闭了 13 家门店，其中以卫星店居多。近几年，公司不断地对原有店面进行调整，除了调整商圈位置外，还进行了一系列门店硬装改造和产品迭代，对客流量提升的作用显著。同时，**加强经销商培训和考核，挖掘内生增长空间。**公司利用内部管理学院，对 A.R.T 经销商进行从开业前选址、装修、展示到开业后营销活动的一系列培训，将美克美家积累多年的管理经验与 A.R.T 共享。同时，公司每年对经销商的销售额、提货额、坪效、展示进行考核，进一步提高了经销商积极性。

4. 提升内功，供应链管理持续改善，智能工厂成果初显

4.1. 诊断供应链问题，供应链效率持续优化

通过供应链优化项目，改进多品牌下供应链管理。2016 年，公司借助外部专业机构启动了供应链优化项目。针对存在的预测不准、库存控制不严，采购生产不准时交付、高存货与断货并存等诸多问题，用见效速度和潜在收益两个维度衡量，选择了 6 个方面 13 个收益最大、见效最快的改进举措进行设计和实施。

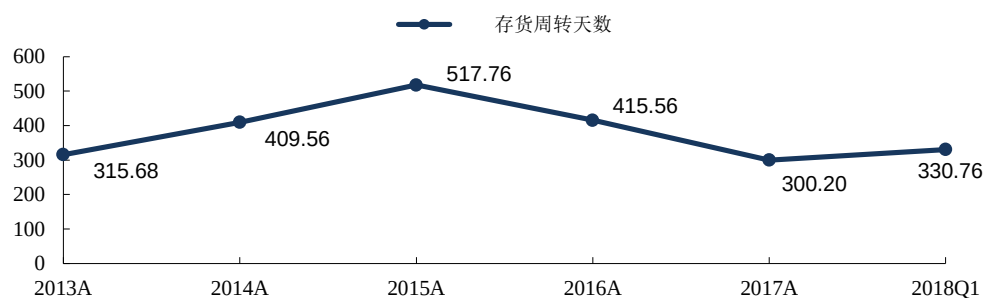
表 8：供应链管理改进方案

战略	● 差异化供应链战略设计
计划	● 新品需求预测机制设计
	● 成熟品需求预测机制优化
	● 计划流程规划
	● 产销协同机制优化
库存	● 成品库存策略优化
	● 成品补货机制优化
	● 成品库存控制流程优化
采购	● 原材料备货策略优化
	● 新材料/产品寻源流程优化
生产	● 生产部门参与新产品开发的机制优化
使能	● 供应链组织架构优化
	● 供应链绩效指标体系优化

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

通过项目的实施，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%，供应链绩效得到了明显的提升和改善。2017 年公司的供应链效率继续改善，加速产品库存消化，后备库存金额同比下降 20.12%，实木类家具库存量下降 25.35%、沙发库存量下降 41.58%。截至 2018 年第 1 季度，公司的库存商品周转天数已由 2015 年最高的 517.76 天下降至 330.76 天。

图 17：库存商品周转天数变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

收购海外资产，提升全球化供应链服务能力。2018 年 3 月，公司完成了对越南高端家具和装饰品制造知名企业 M.U.S.T.公司 60%股权，优化全球生产能力配置。M.U.S.T.公司的工厂设在越南，在原材料资源，劳动力成本以及能源成本等方面均具有显著优势，对公司在高端制造资源方面形成强有力的补足。

4.2. 智能工厂稳步推进，开启 C2M 新模式

全新 C2M 模式，客户个性化需求实时传达。C2M 模式是指减掉实体店中间环节，客户在网上设计并下单，其个性化消费需求在第一时间传递到生产端，并通过产品的模块化、标准化，使生产过程化为标准化零部件的生产和组装。C2M 模式能够让客户能够充分发挥想象力，定制个性化产品；同时从接单到交货的时间理想可缩短至 15 天，大大提高周转速度。2017 年 11 月，随着智能生产基地投产，公司正式上线 C2M，消费者可对 Zest 定制柜体的颜色、拉手、风格实现任意搭配。

表 9：智能工厂进展

时间	项目进展
2012	正式启动美克家居智能制造（MC+FA）项目，
2013	FA（家具制造自动化）项目历经反复论证及调研，进入了实质性的项目实施阶段，取得了多项重大突破，完成了工艺路线设计、整体布局规划、设备采购招投标以及人员技术培训工作。
2014	FA 项目完成了规划布局设计及物流自动化系统设计、信息系统总体架构设计，并实施了运营仿真验证，主要设备技术方案制定及订购完成率达 70%，部分到货设备正在安装调试，各项工作均在按计划推进中
2015	MC+FA 项目完成主要硬件设施改造、安装和信息系统的上线试运行，初步具备智能工厂运行的基础条件
2016	智能工厂运营条件已初步成就，信息系统软硬件总体运行趋于稳定，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研发已进入试生产阶段。智能制造正逐步构建数据驱动的生产模式，促进大规模定制和 C2M（客厂一体化）商业模式与信息技术的融合
2017	FA 工厂自动化项目进度已达 95.16%，已能满足当前 Zest 的定制订单的生产需求。智能工厂内已实现物流全自动、全工序跟踪、智能排产等，很大程度降低了对人工的需求，荣获“2017 年服务型制造示范项目”。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 核心假设

(1) 主品牌美克美家 18、19、20 年新开店 7、10、10 家，考虑设计工作室的引流效应及规模报酬递减，单店收入增速分别为 10%、5%、5%。

(2) ART&ART 西区采取加盟模式未来渠道扩张持续加速，我们预计 18、19、20 年渠道数量分别增至 251、366、491 家，单店收入稳步增长。

(3) 其他品牌：REHOME\YVVY 按照历史开店进度持续扩张，单店收入保持 10%

的年增速；生活艺术馆 18 年落成后将逐渐贡献收入，18-20 年预计贡献 0.5 亿、2 亿、5 亿收入；ZEST 定制 18-20 年预计贡献 1 亿、2 亿、4 亿收入。

(4) 批发收入每年维持 10% 增速。

表 10：美克家居零售及批发收入拆分（百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
收入	4179.42	5447.16	6867.23	8765.87
YOY	20.57%	30.33%	26.07%	27.65%
其中：				
零售收入	3355.94	4509.14	5807.70	7562.97
YOY	19.41%	34.36%	28.80%	30.22%
其中：				
美克美家	3023.37	3667.78	4190.39	4818.95
YOY	15.27%	21.31%	14.25%	15.00%
A. R. T	289.19	620.40	1111.00	1697.47
YOY	75.45%	114.53%	79.08%	52.79%
其他品牌	43.38	220.96	506.32	1046.56
YOY	89.6%	409.4%	129.1%	106.7%
批发收入	752.0	827.2	909.9	1000.9
YOY	22.6%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 估值及投资建议

公司作为高端美式生活引领者，多品牌发展遍地开花，供应链管理持续优化，我们预计 18-20 年收入 54.47 亿/68.67 亿/87.66 亿，归母净利润 4.81 亿/6.17 亿/7.96 亿，对应增速 32%/28%/29%，对应 PE22X/18X/14X，结合公司是 A 股家具行业高端品牌零售商稀缺标的，我们认为当前时点估值偏低，维持“买入”评级。

表 11：行业可比公司估值（单位：亿元、百万元）

股票名称	代码	最新 市值	净利润			PE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
美克家居	600337.SH	108	481.39	616.99	796.18	22.44	17.50	13.57
宜华生活	600978.SH	121	917.22	1128.09	1309.18	13.16	10.70	9.22
曲美家居	603818.SH	65	313.69	411.99	520.18	20.79	15.83	12.54

注：宜华生活为 Wind 一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

房地产调控超预期：家具属于房地产后周期行业，其市场需求易受房地产市场周期性波动影响。近年来各地房价均有较大幅度的涨幅，为遏制房价过快上涨，抑制投机性房地产需求，国家陆续出台了一系列房地产调控措施，加上房地产市场整体上供大于求，

致使我国房地产行业发展速度放缓。如果未来房地产市场持续低迷，将给家具消费带来一定的影响，导致公司未来销售情况具有一定的不确定性。

渠道扩张低于预期：公司未来增长的主要驱动因素在于 A.R.T.加盟渠道的提速扩张、美克美家在空白区域的门店布局，若未来开店不达预期，则公司收入和利润增长将面临较大不确定性。

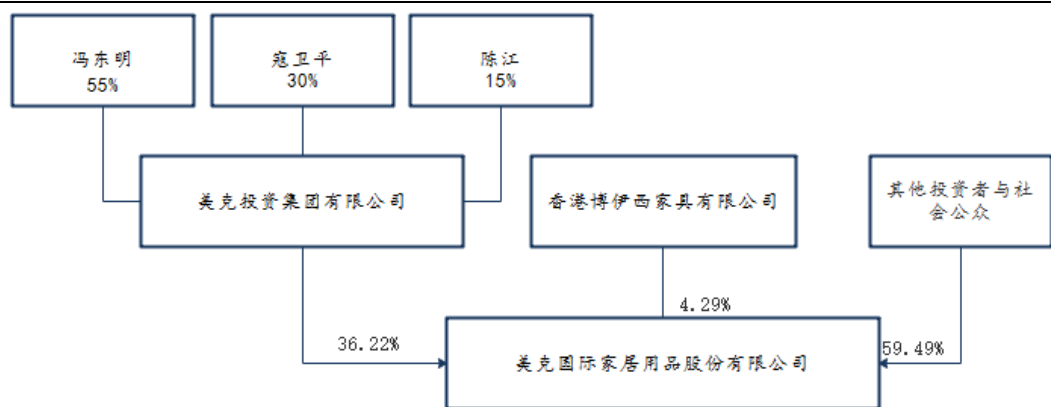
原材料价格上涨：公司实木类家具的主要原材料是原木，受国家林业产业政策以及生产基地周边国家地区政策、自然灾害及气候影响，木材采伐量存在调减的预期。沙发等软体家具的主要原材料是皮革、弹簧、填充物料、五金材料等，近年来原材料价格也逐步走高。未来若原材料价格进一步上涨，将导致公司原材料采购成本上升，从而对毛利率产生不利影响。

7. 附录一：股权结构和股权激励

7.1. 股权结构集中，管理团队实现利益绑定

实际控制人持有公司近 20% 股权，股权集中度较高。实际控制人冯东明先生通过持有美克投资集团 55% 股份间接持有上市公司 19.92% 股份（美克投资集团持有股份其中 2.3 亿股为非公开发行可交换债券质押专户持有，占总股 12.73%），上市 17 年来实际控制人未发生变化，股权结构稳定。

图 18：公司股权结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理团队深耕家具行业多年经验丰富。实际控制人冯东明先生自 2004 年 2 月至今任美克投资集团有限公司董事长，于 1990 年初与寇卫平先生共同创立了乌鲁木齐装饰

艺术研究所(美克前身),为后来创立美克美家等自有品牌奠定了良好的艺术基础。1992年底至1993年初,冯东明与寇卫平先后赴广东沿海一带,寻找从事家具制造的合作伙
伴,深耕行业近30年来公司管理层一直保持稳定,行业经验非常丰富,其产品所倡导
的美式生活方式也在高端家具市场中独树一帜。

表 12: 重要高管简介

姓名	职务	学历	出生年份	个人简历
冯东明	董事	硕士	1957	硕士研究生学历,高级工程师。曾任本公司董事长,现任美克投资集团有限公司董事长,本公司第六届董事会董事。
寇卫平	董事长	硕士	1958	硕士研究生学历,高级经济师。曾任本公司副董事长兼总经理,现任本公司董事长,美克国际家私(天津)制造有限公司董事长等职务,本公司第六届董事会董事。
陈江	副董事长、总经理	硕士	1963	硕士研究生学历,高级经济师。曾任本公司副总经理,总经理,现任本公司副董事长,总经理,本公司第六届董事会董事。
黄新	董事、董事会秘书	本科	1966	大学学历,工程师。曾在新疆水利厅和新疆美克实业有限公司从事技术管理工作和企业管理工作,现任本公司董事会秘书,本公司第六届董事会董事。
赵晶	董事、副总经理	专科	1976	大学专科学历。历任公司工厂工艺员,新品开发主管,企划部主任,零售事业部商品采购与展示部经理,家具制造事业部副总经理,现任公司营销开发中心总裁,本公司第六届董事会董事。
张莉	董事、财务总监	硕士	1975	硕士研究生学历,注册会计师。2008年至今在公司财务中心历任财务主管,副经理,副总监,现任本公司投融资总监。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

核心管理团队上下利益绑定一致,员工激励到位。冯东明、寇卫平、陈江分别持有美克投资集团 55%、30%、15%的股份,间接控制公司 19.92%、10.87%、5.43%表决权股份。黄新、赵晶、张建英、顾少军通过股权激励授予和员工持股计划持有公司股份。核心管理层均实现股权利益绑定。

7.2. 股权激励+员工持股利益绑定,股价催化作用显著

大股东多次参与定增,彰显对公司发展信心。公司大股东美克投资集团于 2007 年 10 月、2010 年 11 月、2017 年 9 月通过定增分别获配 6037.61、4630.80、3846.15 万股,分别积极参与了 07 年收购美克国际家私(天津)股权、10 年收购美克美家家居连锁公司 100%股权以及 17 年美克天津制造基地升级项目,控股股东对公司发展给予非常实际的支持,彰显对公司项目未来的发展信心。

表 13: 历次增发梳理

预案日	2016-08-13	2009-12-18	2007-03-20	2007-03-20
上市公告日	2017-09-14	2010-11-25	2007-10-16	2007-10-26
增发目的	项目融资	实际控制人资产注入	集团公司整体上市	融资收购其他资产
发行价格	5.20	9.50	12.82	21.50
增发上市日收盘价	5.76	10.82	25.68	25.48

自发行价涨跌幅（%后复权）	11.73	55.31	108.41	24.27
增发数量（万股）	30,769.23	12,207.64	6,037.61	2,440.00
实际募集总额（亿元）	16.00	11.60	7.74	5.25
发行费用（亿元）	0.34	0.20	-	0.13
实际募资净额（亿元）	15.66	11.40	7.74	5.12
发行对象	大股东,机构投资者	大股东,机构投资者	大股东	机构投资者
发行折价率（%）	16.80	24.84	52.02	11.16
大股东认购比例（%）	12.50	37.93	100.00	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

大股东旗下资产战略收缩，管理层精力聚焦家居主业。除了美克家居上市公司之外，大股东美克投资集团下属还有美克化工、新疆那美矿业等其他资产，其中美克化工已于2017年5月以20亿元价格转让52.63%的股权给中泰集团。我们预计未来公司将聚焦家居主业妥善运营安置其他资产，也将持续利好公司的未来发展。

两期股权激励前后相继绑定管理层，为业绩增长增添动力。13年公司首次做股权激励覆盖中层管理人员与核心技术人员共81人，业绩承诺均顺利完成。17年公司以2.61元/股的价格授予21名公司核心人员1500万股限制性股票（占授予时总股本1.01%）。解锁条件以2016年为基数，2017-2019年收入增长不低于22%、59%、106%，或净利润增长不低于16%、40%、75%。将员工利益与公司深度绑定，使公司未来发展得到保障。

表 14：股权激励梳理

公告日期	类型	授予价格	授予数量	占总股比例	目标人员
2017/6/15	限制性股票授予	2.61 元/股	1500 万股	1.01%	赵晶、黄新、张建英、顾少军及中层管理人员与核心业务（技术）人员共 21 人
2013/5/25	限制性股票授予	2.91 元/股	1460 万股	2.31%	黄新、张建英、戴建国及中层管理人员与核心业务（技术）人员共 81 人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 15：2017 年股权激励的解除禁售条件及情况

授予日期	第一个解除限售期	第二个解除限售期	第三个解除限售期
2017/6/15	以 2016 年度为基数，2017 年度营业收入增长率不低于 22%或净利润增长率不低于 16%。	以 2016 年度为基数，2018 年度营业收入增长率不低于 59%或净利润增长率不低于 40%	以 2016 年为基数，2019 年度营业收入增长率不低于 106%或净利润增长率不低于 75%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

通过员工持股计划，深度完善绑定机制。2017 年 7 月公司发布员工持股计划，员工筹集资金总额不高于 1 亿元，规模上限 3 亿元，按照 2:1 的比例设置优先级和劣后

级，覆盖范围具体包括公司董事、监事及高级管理人 6 人；公司其他员工约 744 人，对应持股比例董事、监事及高级管理人为 4.67%，公司其他员工为 95.33%。公司 2017 年员工持股计划截至 9 月 25 日，累计购买美克家居股票 4,753 万股，占当时公司总股本的 2.63%，成交均价为 6.14 元/股。

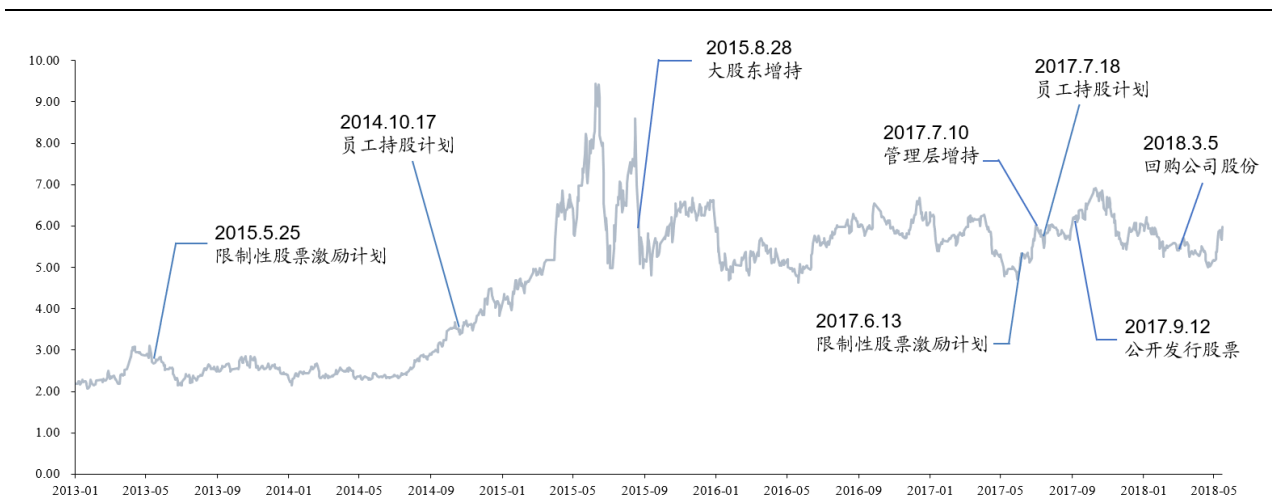
表 16：两次员工持股计划一览

年份	截至	累计股票购买量	成交均价	占总股本比例
2017 年员工持股计划	2017/9/25	4753.4 万股	6.14 元/股	2.63%
2014 年员工持股计划	2016/12/16	2383.7 万股		3.70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

回购股份，彰显发展信心。公司于 2018 年 3 月 3 日发布股份回购注销计划，拟以自有资金回购不超过 3571 万股，回购价格不超过 5.6 元/股。截至 4 月末，公司累计已回购股份 2175.5 万股，占总股本的 1.2%，回购均价 5.26 元/股，累计支付金额 1.14 亿元。本次回购有助于股价回归内在价值，彰显出管理层对未来发展的信心。

图 19：资本运作与公司的股价表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

8. 附录二：财务分析和同行业对比

8.1. 收入增长提速

公司 2014-2017 年实现销售收入 27.14 亿、28.6 亿、34.7 亿和 41.8 亿。2014-2015 年受房地产调控力度较大影响，公司增速较慢。2016 年以来随着公司新门店收入的释放和旧门店升级带来的增长，收入增长速度大幅提升，2016 同比增速达 21.26%；2017 年收入增速 20.6%，未达到股权激励解锁条件（收入增速 22%），原因是 17Q4 受环保限产、停工改造导致部分订单发货延迟从而到 18Q1 才确认收入，但实质上并未影响订

单量。将 17Q4 和 18Q1 结合起来看，合计实现收入 22.59 亿元，较 16Q4 和 17Q1 合计 17.91 亿元同比增长 26%。

表 17：可比公司营业收入对比（百万元）

公司名称	2014		2015		2016		2017	
	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率
曲美家居	1093.76	7.54%	1255.46	14.78%	1663.77	32.52%	2097.18	26.05%
宜华生活	4426.63	8.21%	4591.67	3.73%	5700.17	24.14%	8021.56	40.73%
亚振家居	563.15	4.13%	583.4	3.60%	561.96	-3.68%	572.71	1.91%
美克家居	2713.77	1.44%	2858.82	5.34%	3466.51	21.26%	4179.42	20.57%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8.2. 毛利率有所下滑

公司毛利率在 2015 年达到 61.28% 的历史高点，展现出极高的品牌附加值；2016 年、2017 年两年连续下滑至 54.18%，原因在于：1) 2016 年大面积库存的降价清仓及促销销售；2) A.R.T. 加盟模式毛利率较直营模式低，而两年来 A.R.T. 加盟模式快速扩张；3.) 2017 年公司对天津制造基地进行了大规模技术改造投入，增加了生产成本；4) 上游原材料价格上升提高公司采购成本。

表 18：可比公司毛利率对比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017
曲美家居	39.42%	36.48%	37.59%	40.54%	38.87%
宜华生活	31.57%	34.21%	32.75%	36.09%	34.21%
亚振家居	54.55%	57.65%	58.34%	58.77%	57.70%
美克家居	52.43%	58.70%	61.28%	57.54%	54.18%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8.3. 加盟模式持续扩张，期间费用率逐步压缩

公司期间费用率高于行业水平，近年费用率逐渐优化。公司除 A.R.T 及其副品牌外全部采用直营模式，投入的销售费用和管理费用较高。其中，销售费用率一直 30% 以上，是期间费用的主要来源。2016-2017 年，由于 A.R.T. 加盟模式的扩张，公司的期间费用率较 2015 年下降 4.64pct，其中销售费用率下降近 4pct。未来随着公司加盟模式的持续扩张、规模效应继续凸显，期间费用率有望进一步压缩。

表 19：可比公司期间费用率对比

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017
曲美家居	24.71%	23.73%	25.41%	26.26%	24.41%
宜华生活	18.67%	18.52%	15.97%	20.24%	22.60%
亚振家居	33.74%	38.92%	41.07%	41.97%	43.18%
美克家居	43.13%	46.70%	47.14%	45.00%	42.50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 20：美克家居三费率

	2013	2014	2015	2016	2017
销售费用率	32.91%	35.79%	35.73%	33.92%	31.76%
管理费用率	9.02%	10.14%	10.00%	9.11%	9.26%
财务费用率	1.20%	0.77%	1.42%	1.97%	1.48%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2014-2017 公司销售费用率连续降低，扩张战略有效。近年，公司加大了多品牌店面扩张和店面升级力度，致使资产使用费和工资及附加费用上升，17 年两项的增速分别为 22.96%和 20.78%，与收入增速相匹配，分别占比营业收入 8.16%和 11.20%。多品牌扩张投入的广告宣传费逐渐取得规模效应，17 年广告费年同比仅增加 7.33%，显著低于收入增速，说明公司近年的广告投放已经取得较好的效果，未来广告费用率有望进一步下降。

表 21：销售费用拆分（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
销售费用 (a)	880.51	971.16	1,021.45	1,175.82	1,327.35
YOY	0.67%	10.30%	5.18%	15.11%	12.89%
营业收入 (b)	2,675.16	2,713.77	2,858.82	3,466.51	4,179.42
YOY	1.68%	1.44%	5.34%	21.26%	20.60%
a/b	32.90%	35.80%	35.70%	33.90%	31.80%
工资及附加 (c)	272.57	315.23	336.59	387.4	467.91
YOY	-0.26%	15.65%	6.78%	15.10%	20.78%
c/b	10.19%	11.62%	11.77%	11.18%	11.20%
资产使用费 (d)	172.31	172.3	224.18	277.49	341.2
YOY	13.28%	0.00%	30.11%	23.78%	22.96%
d/b	6.44%	6.35%	7.84%	8.00%	8.16%
广告宣传费 (e)	118.8	96.6	107.66	127.05	136.37
YOY	-21.17%	-18.69%	11.45%	18.01%	7.33%
e/b	4.44%	3.56%	3.77%	3.67%	3.26%
折旧及摊销(f)	71.22	83.59	99.14	115.07	130.64
YOY	14.40%	17.36%	18.61%	16.06%	13.53%
f/b	2.66%	3.08%	3.47%	3.32%	3.13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8.4. 净利率有望修复

公司净利率在 2013-2015 年持续提升，2015 年高点达 10.52%。2016、2017 年公司转型升级过程中一次性投入较大（例如制造基地的建设和技改），导致生产成本上升、净利率有所下滑。我们认为随着公司在转型升级的“上半场”中已经取得良好成效，未来进入“下半场”增长期后成本投入规模效应将逐渐显现、内部管理能效将不断改善，净利率提升可期。

表 22：可比公司净利润对比情况（单位：百万元）

公司名称	2013		2014		2015		2016		2017	
	归母净利	净利率	归母净利	净利率	归母净利	净利率	归母净利	净利率	归母净利	净利率
曲美家居	113.62	11.12%	100.46	9.19%	116.94	9.31%	185.01	11.12%	245.65	11.71%
宜华生活	410.54	10.02%	529.77	11.91%	615.93	13.41%	709.44	12.45%	752.77	9.38%
亚振家居	78.67	14.87%	72.75	12.99%	77.2	13.04%	75.52	13.44%	61.05	10.79%
美克家居	172.01	6.43%	233.57	8.61%	300.62	10.52%	330.8	9.54%	365.36	8.74%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8.5. 经营性现金流近年情况好转

2014-2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增加，经营性现金流净额总体呈上升趋势。公司 2014-2017 年销售商品、提供劳务收到的现金与各期含税营业收入比值分别为 112.79%、111.41%、116.63%、113.4%，经营活动产生的现金流量净额与各期净利润比值分别为-15.76%、92.18%、177.65%和 187.36%，销售回款能力显著提升。

表 23：公司经营性现金流情况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
销售商品、提供劳务收到的现金(a)	3434.04	3060.82	3185.11	4043.11	4739.52
含税营业收入(b)	2675.16	2713.77	2858.82	3466.51	4179.42
a/b	128.37%	112.79%	111.41%	116.63%	113.40%
经营现金流净额(c)	315.67	-36.82	277.12	587.67	684.55
净利润(d)	172.01	233.57	300.62	330.8	365.36
c/d	183.52%	-15.76%	92.18%	177.65%	187.36%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司经营现金流状况近年有所好转，2017 年公司经营现金流净流入 6.85 亿，净额与净利润之比为 187.36%。

表 24：可比公司近三年经营性现金流对比情况（单位：百万元）

公司名称	2015			2016			2017		
	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润
曲美家居	1512.01	184.16	157.48%	1989.05	294.02	158.92%	2401.86	253.92	103.37%
宜华生活	4975.66	1047.35	170.04%	5848.52	1277.98	180.14%	8008.69	1307.61	173.71%
亚振家居	705.66	71.08	92.07%	711.18	128.59	170.27%	685.38	39.09	64.03%
美克	3436.89	277.12	92.18%	4106.11	587.67	177.65%	4848.26	684.55	187.36%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

8.6. 净资产收益率

资产周转率拖累净资产收益率。通过杜邦分析法可知，公司净资产收益率较低主要

是因为资产周转率低，近年来在 0.7 左右。

2014-2016 年公司净资产收益率逆行业总体向下趋势而持续上升。2014-2016 年净资产收益率分别为 8.40%、10.18%、10.57%。14-16 年公司净资产收益率的变化主要是因为权益乘数和销售净利率的上升，体现了一定财务杠杆效应。2017 年由于公司转型升级拖累净利率，同时定增募集资金使得权益乘数下降，ROE 有所下降，看好未来随着净利率的提升带动 ROE 提升。

表 25：2013-2017 杜邦分析法同行业对比

		2013	2014	2015	2016	2017
曲美家居	净资产收益率 (%)	21.95	16.79	12.63	14.21	16.52
	销售净利率 (%)	11.12	9.19	9.31	11.12	11.71
	资产周转率	1.1	1.12	1.03	1.02	1.08
	权益乘数	1.75	1.52	1.22	1.28	1.3
宜华生活	净资产收益率 (%)	9.11	9.6	9.32	9.96	9.79
	销售净利率 (%)	10.02	11.91	13.3	12.45	9.38
	资产周转率	0.49	0.47	0.4	0.4	0.49
	权益乘数	1.85	1.61	1.86	2.01	2.12
亚振家居	净资产收益率 (%)	27.96	21.57	20.28	12.06	7.05
	销售净利率 (%)	14.87	12.99	13.04	13.44	10.66
	资产周转率	1.16	1.06	0.99	0.69	0.55
	权益乘数	1.59	1.49	1.2	1.3	1.21
美克家居	净资产收益率 (%)	6.59	8.4	10.18	10.57	8.98
	销售净利率 (%)	6.43	8.61	10.52	9.54	8.74
	资产周转率	0.71	0.7	0.65	0.7	0.69
	权益乘数	1.39	1.4	1.58	1.59	1.48

数据来源：Wind，东吴证券研究所

美克家居三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	4227	4600	4870	5359	营业收入	4179	5447	6867	8766
现金	1794	1858	1879	1984	减:营业成本	1915	2504	3189	4118
应收账款	225	206	319	330	营业税金及附加	71	70	94	127
存货	1537	1802	1843	2079	营业费用	1327	1715	2122	2663
其他流动资产	671	734	829	965	管理费用	387	502	636	811
非流动资产	2698	2884	3189	3486	财务费用	62	69	75	76
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	6	6	7
固定资产	1403	1441	1447	1534	加:投资净收益	12	4	6	7
在建工程	220	243	362	405	其他收益	0	0	0	0
无形资产	500	522	566	583	营业利润	446	585	751	971
其他非流动资产	575	678	815	963	加:营业外净收支	1	4	3	3
资产总计	6925	7484	8059	8844	利润总额	447	589	755	974
流动负债	1309	1536	1756	2085	减:所得税费用	82	107	138	178
短期借款	111	100	90	81	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	258	435	507	670	归属母公司净利润	365	481	617	796
其他流动负债	940	1002	1160	1334	EBIT	550	726	921	1174
非流动负债	684	748	817	893	EBITDA	694	841	1036	1302
长期借款	631	694	763	839					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	54	54	54	54	标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1993	2284	2573	2978	每股收益(元)	0.20	0.27	0.34	0.44
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.73	2.88	3.04	3.25
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	4932	5200	5486	5866	股)	1806	1806	1806	1806
负债和股东权益	6925	7484	8059	8844	ROIC(%)	7.9%	9.9%	11.9%	14.1%
					ROE(%)	9.0%	9.5%	11.5%	14.0%
现金流量表（百万元）					毛利率(%)	54.2%	54.0%	53.6%	53.0%
经营活动现金流	685	689	911	1101	销售净利率(%)	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%
投资活动现金流	-593	-477	-548	-614	资产负债率(%)	28.8%	30.5%	31.9%	33.7%
筹资活动现金流	1300	-136	-342	-381	收入增长率(%)	20.6%	30.3%	26.1%	27.6%
现金净增加额	1390	75	21	106	净利润增长率(%)	10.4%	31.8%	28.2%	29.0%
折旧和摊销	143	115	115	127	P/E	29.56	22.44	17.50	13.57
资本开支	460	486	560	628	P/B	2.19	2.08	1.97	1.84
营运资本变动	35	-71	-19	-46	EV/EBITDA	15.57	12.85	10.42	8.30

数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>