

“多品牌”+“全渠道”进展顺利，业务结构向好

- 业绩总结:** 2015H1 公司实现营业收入 12.9 亿元, 同增 1.9%; 实现归母净利润 1.3 亿, 同增 37.1%。扣非后净利润增长 39.9%, 企业处于业务结构调整期, 业绩增长符合预期。利润分配方案为向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元(含税)。
- 营收、净利增幅不同步在于: 1) 业务结构调整, 营收增长平稳。** 公司停止 OEM 业务, 其产能满足自有品牌, 多品牌零售业务与 OEM 业务增减相抵, 综合营收增长平稳。**2) 业务结构向好, 毛利率提升。** 受益于业务结构调整, 低毛利 OEM 业务停止, 高毛利多品牌业务放量, 公司综合毛利率提升, 净利增幅大, 15H1 毛利率和净利率创历史新高(分别为 60.3%和 10%)。未来公司收入主要靠零售业务拉动, 美克美家目前同店收入增速近 20%, 零售业务未来三年有望保持 25% 的增速。
- “多品牌”和“全渠道”稳步推进。** 公司渠道以直营为主, 卖场依赖性低、品牌定位高、议价能力强。重资产直营模式不适用于多品牌扩张, 故公司转型轻资产+主品牌直营以保持强势议价能力的同时提高扩展速度, 保证高毛利的前提下以加盟/卖场独立店/店中店等方式快速构建多品牌渠道体系。其中, 预计 A.R.T15H2 新增 20 家, 共 54 家, 今年贡献收入预计 2.5 亿, 逐渐开始发力; Rehome、YVY、Zest 品牌均处于测试运营和品牌完善期。随着子副品牌加盟店的快速推进, 直营+加盟+电商的全渠道模式亦构建完成。
- 多拳组合提升经营效率。1) 电商线下引流+无缝零售模式。** 公司 4 月在天猫开店以来流量持续上升(目前 3 万+), 目前线上主要清理打折产品; 同时, 借助互联网、微信、微博等工具, 实现网络/APP+实体店+电商的无缝零售, 升级客户体验。**2) 供应链一体化改革+智能制造。** 费用成本方面, 公司进行供应链一体化改革, 删减冗杂机构, 实现中心化管理, 降低三费; 同时, 公司以“德国工业 4.0”思维推进智能制造项目(MC+FA), 实现实木家具的自动化大规模生产, 降低人工成本。
- 盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.49 元、0.62 元、0.77 元, 对应动态 PE 为 26 倍, 20 倍和 16 倍, 业内可比公司 PE 为 42 倍, 考虑大盘不稳给 20% 的折价空间, 目标价 16.5 元, 首次给予“买入”评级。
- 风险提示:** 多品牌扩张放缓的风险; 实体端低迷的风险; 费用大幅上升的风险。

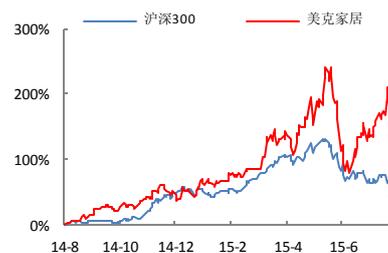
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2713.77	2970.53	3559.79	4292.06
增长率	1.44%	9.46%	19.84%	20.57%
归属母公司净利润(百万元)	233.57	314.96	403.41	497.76
增长率	35.79%	34.85%	28.08%	23.39%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.49	0.62	0.77
净资产收益率 ROE	8.19%	10.29%	12.27%	13.99%
PE	35	26	20	16
PB	2.85	2.66	2.48	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn
联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.46
流通 A 股(亿股)	6.42
52 周内股价区间(元)	6.66-23.99
总市值(亿元)	81.37
总资产(亿元)	42.91
每股净资产(元)	4.46

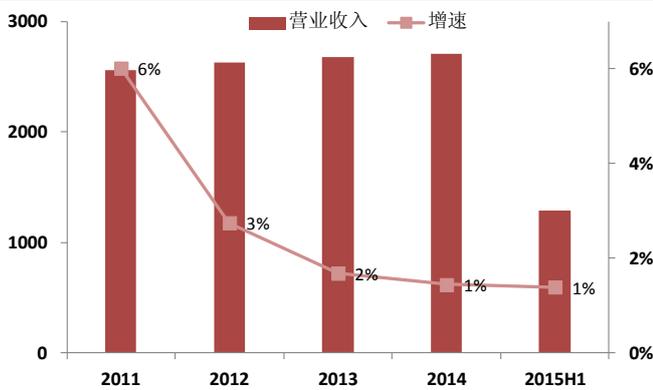
相关研究

1. 收入结构改善，盈利能力进一步提高

2015H1 公司实现营业收入 12.9 亿元，同增 1.9%；实现归母净利 1.3 亿，同增 37.1%。

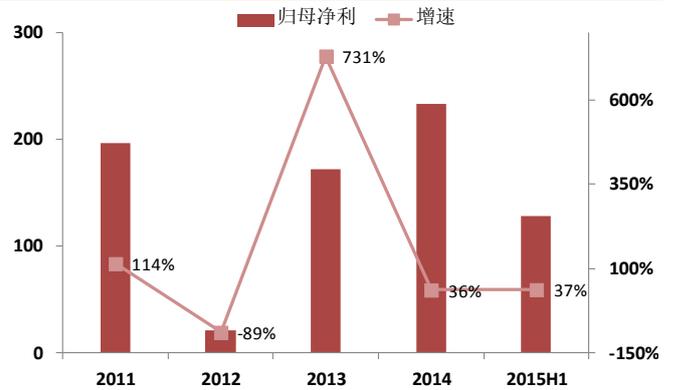
2013 年来，公司缩减 OEM 代工业务，其产能用以满足自有品牌，零售品牌业务放量：1) 多品牌零售业务与 OEM 业务收入增减相抵，综合营收平稳增长；2) 低毛利 OEM 业务停止（毛利率仅 16%），高毛利多品牌业务放量（零售业务毛利率 70%），业务结构向好，毛利率提升，归母净利增幅大。未来公司收入主要靠零售业务拉动，美克美家目前同店收入增速近 20%，零售业务未来三年有望保持 25%的增速。

图 1: 2011-2015H1 营收（百万元）及增速



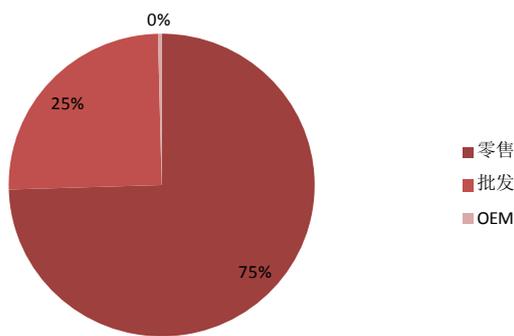
数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 2011-2015H1 归母净利（百万元）及增速



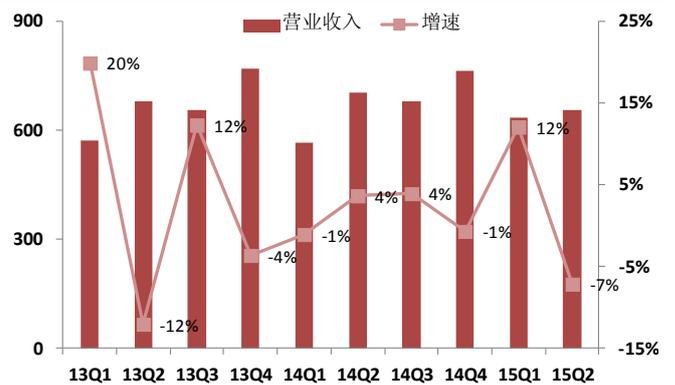
数据来源: 公司公告、西南证券

图 1: 2015H1 公司业务分布



数据来源: 公司公告、西南证券

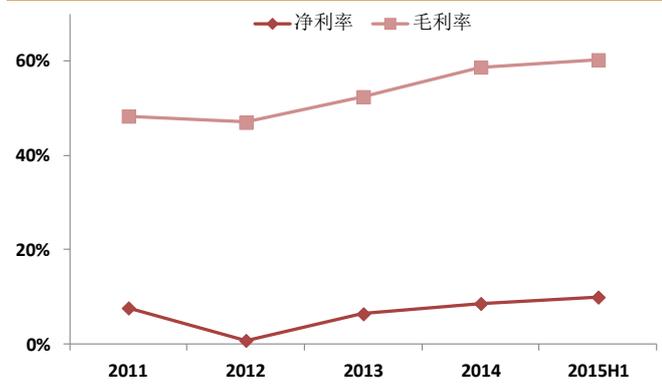
图 2: 2013 年以来单季营业收入（百万元）及增速



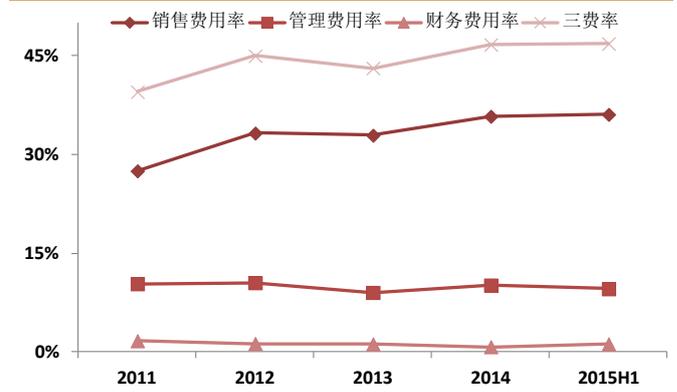
数据来源: 公司公告、西南证券

我们判断明年收入会增量上涨的原因在于公司另一重点发展品牌 ART 将在明年逐渐放量。ART 定位中高端，在 2010 年被公司收购，但去年开始才在国内销售。该品牌延续美式设计风格，在公司品牌架构中自成一系。为实现 ART 品牌在国内的快速扩张，ART 采用与美克美家不同的渠道模式，即加盟。截至 6 月底，ART 共开店 34 家，全年预计开店 54 家。ART 发展势头良好，一年期以上老店的销售收入约 1000 万，预计今年将为公司贡献 2.5 亿营收，未来每年实现约 25%-30%的增长，是公司新的利润增长点。

公司的弱势在于费用率高，一方面是采用直营模式经营，另一方面是公司管理效率不够高。公司目前正着手内部结构调整，删减事业部，实行中心化管理，同时引进德国的智能制造项目，以实现实木家具的自动化大规模生产，减员生效，降低成本。我们认为当前公司三费率处于高位，控制空间大，一旦有效控制费用，利润增长将更为显著。

图 3: 2011 年以来公司净利率和毛利率


数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 2011 年以来公司三费率


数据来源: 公司公告、西南证券

2. 盈利预测

公司牵手苹果、IBM 接入 MobileFirst 平台，品牌形象和议价能力进一步提升；轻资产+强势议价能力助力“多品牌”+“全渠道”快速构建，业务结构向好；同时，电商引流+无缝零售+智能制造等多拳出击，从线下流量、客户体验、三费及人工多方面提升经营效率。关键假设如下：

假设 (1): 公司当前同店收入增速 20%，由于 A.R.T、Rehome、YVYVY、Zest 等子副品牌的落地及放量，公司零售业务增速平稳上升，预计 2015-2017 年收入增速分别为 23%、25%和 25%。

假设 (2): 公司批发业务不再是公司发展重点，增长缓慢，预计 2015-2017 年收入增速为 3%、3%和 3%。

假设 (3): 公司 2015 停止 OEM 业务，预计 15-17 年地板收入增速为 -100%、0%和 0%。

假设 (4): 公司其他业务保持未来三年保持稳定。

表 1: 分业务收入及毛利率

万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	2,713.77	2,970.53	3,559.79	4,292.06
yoy	1.44%	9.46%	19.84%	20.57%
营业成本	1,120.90	1,089.82	1,253.91	1,466.39
毛利率	58.70%	63.31%	64.78%	65.83%
零售商品				
收入	1,852.70	2,278.82	2,848.53	3,560.66

万元	2014A	2015E	2016E	2017E
yoy	18.06%	23.00%	25.00%	25.00%
成本	528.17	644.91	797.59	996.98
毛利率	71.49%	71.70%	72.00%	72.00%
批发商品				
收入	632.73	651.71	671.26	691.40
yoy	-1.24%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	413.94	424.92	436.32	449.41
毛利率	34.58%	34.80%	35.00%	35.00%
出口商品				
收入	190.68	0.00	0.00	0.00
yoy	-55.29%	-100.00%	0.00%	0.00%
成本	159.86	0.00	0.00	0.00
毛利率	16.16%	16.00%	16.00%	16.00%
其他				
收入	37.66	40.00	40.00	40.00
成本	18.93	20	20	20

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.49 元、0.62 元、0.77 元, 对应动态 PE 为 26 倍, 20 倍和 16 倍, 业内可比公司 PE 为 42 倍, 考虑大盘不稳给 20% 的折价空间, 目标价 16.5 元, 首次给予“买入”评级。

3. 风险提示

多品牌扩张放缓的风险; 实体端低迷的风险; 费用大幅上升的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2713.77	2970.53	3559.79	4292.06	净利润	233.57	314.96	403.41	497.76
营业成本	1120.90	1089.82	1253.91	1466.40	折旧与摊销	142.81	189.37	207.72	226.66
营业税金及附加	21.86	24.66	30.26	37.34	财务费用	20.77	27.25	33.10	36.18
销售费用	971.16	1069.39	1306.44	1588.06	资产减值损失	7.08	10.00	14.00	17.00
管理费用	275.30	311.91	380.90	472.13	经营营运资本变动	-502.83	55.77	-189.02	-219.31
财务费用	20.77	27.25	33.10	36.18	其他	61.79	-9.62	-13.99	-17.07
资产减值损失	7.08	10.00	14.00	17.00	经营活动现金流净额	-36.82	587.73	455.22	541.22
投资收益	-0.48	0.00	0.00	0.00	资本支出	13.23	-450.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-224.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-211.29	-450.00	-250.00	-250.00
营业利润	296.22	437.50	541.19	674.95	短期借款	7.94	-55.75	64.46	45.73
其他非经营损益	12.07	11.70	11.48	11.65	长期借款	100.00	150.00	0.00	0.00
利润总额	308.29	449.21	552.67	686.61	股权融资	7.38	0.00	0.00	0.00
所得税	74.72	134.25	149.26	188.85	支付股利	-97.02	-131.74	-177.65	-227.55
净利润	233.57	314.96	403.41	497.76	其他	-23.21	-0.05	-33.10	-36.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.91	-37.55	-146.29	-217.99
归属母公司股东净利润	233.57	314.96	403.41	497.76	现金流量净额	-250.40	100.18	58.93	73.23
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	196.88	297.05	355.98	429.21	成长能力				
应收和预付款项	456.84	440.27	527.59	620.74	销售收入增长率	1.44%	9.46%	19.84%	20.57%
存货	1441.91	1401.32	1613.65	1888.71	营业利润增长率	36.88%	47.70%	23.70%	24.72%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	35.79%	34.85%	28.08%	23.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.32%	42.26%	19.55%	19.92%
投资性房地产	22.59	22.59	22.59	22.59	获利能力				
固定资产和在建工程	1317.16	1573.66	1618.81	1652.02	毛利率	58.70%	63.31%	64.78%	65.83%
无形资产和开发支出	382.57	411.68	440.80	469.91	三费率	46.70%	47.42%	48.33%	48.84%
其他非流动资产	178.55	188.57	191.59	187.61	净利率	8.61%	10.60%	11.33%	11.60%
资产总计	3996.50	4335.14	4771.00	5270.78	ROE	8.19%	10.29%	12.27%	13.99%
短期借款	157.78	102.03	166.49	212.22	ROA	5.84%	7.27%	8.46%	9.44%
应付和预收款项	711.24	747.33	881.85	1051.28	ROIC	8.16%	9.77%	11.57%	13.01%
长期借款	200.00	350.00	350.00	350.00	EBITDA/销售收入	16.94%	22.02%	21.97%	21.85%
其他负债	76.80	74.69	85.82	100.23	营运能力				
负债合计	1145.82	1274.05	1484.16	1713.72	总资产周转率	0.70	0.71	0.78	0.85
股本	646.81	646.34	646.34	646.34	固定资产周转率	2.33	2.52	2.97	3.53
资本公积	950.10	950.57	950.57	950.57	应收账款周转率	17.93	18.56	18.85	19.16
留存收益	1280.96	1464.17	1689.93	1960.15	存货周转率	0.87	0.76	0.83	0.83
归属母公司股东权益	2850.67	3061.09	3286.85	3557.06	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	112.79%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2850.67	3061.09	3286.85	3557.06	资产负债率	28.67%	29.39%	31.11%	32.51%
负债和股东权益合计	3996.50	4335.14	4771.00	5270.78	带息债务/总负债	31.22%	35.48%	34.80%	32.81%
					流动比率	2.22	2.32	2.20	2.16
					速动比率	0.69	0.80	0.78	0.77
					股利支付率	41.54%	41.83%	44.04%	45.71%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	459.80	654.13	782.00	937.80	每股收益	0.36	0.49	0.62	0.77
PE	34.84	25.84	20.17	16.35	每股净资产	4.41	4.74	5.09	5.50
PB	2.85	2.66	2.48	2.29	每股经营现金	-0.06	0.91	0.70	0.84
PS	3.00	2.74	2.29	1.90	每股股利	0.15	0.20	0.27	0.35
EV/EBITDA	17.80	12.49	10.46	8.69					
股息率	1.19%	1.62%	2.18%	2.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn