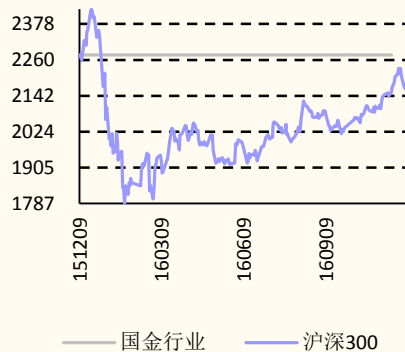


欧式家具龙头，募资加速产能渠道布局

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	7.79
发行 A 股数量(百万股)	54.75
总股本(百万股)	218.96
国金家用轻工指数	2276.99
沪深 300 指数	3475.75
上证指数	3222.24



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.44	0.47	0.28	0.34	0.45
每股净资产(元)	2.17	2.47	3.81	3.97	4.27
每股经营性现金流(元)	0.44	0.43	0.71	0.41	0.48
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-7.53%	6.13%	-21.09%	21.12%	32.24%
净资产收益率(%)	20.42%	19.04%	7.29%	8.49%	10.44%
总股本(百万股)	164.21	164.21	218.96	218.96	218.96

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司以沙发和橱柜作为核心业务：**目前公司主导产品为“亚振”、“亚振·利维亚”和“亚振·乔治亚”品牌系列欧式风格家具。近年来收入保持稳健上升，公司整体毛利率维持较高水平且略有小幅提升。
- 内外兼修，家具行业或迎双驱动时代：**公司所在家具制造行业，现阶段处于平稳增长阶段。根据发达国家居民收入与家具行业市场需求之间的关系来看，国内家具市场需求存在提升可能。加之，我国人均家具消费仅为 40 美元，与发达国家相比水平较低。因此，国内家具市场具备充足潜力，或家具企业攻坚重点。在出口方面，前 10 月，家具出口金额累计增速下滑明显得到缓解。目前人民币又已进入贬值周期，家具出口存在回暖可能。
- 消费升级促进行业转型，中产崛起提振欧式家具需求：**目前国内正经历第三次消费升级，消费者对于家具产品更加注重环保性和个性化。在此背景下，家具企业开始变革，一方面扩大品牌影响力。另一方面，全力改善自身生产能力和生产技术。同时，使用绿色材料大力提升家具产品环保属性。各公司通过快速开店、打造在线交易和设计平台等方法，实现线上线下交互模式。在行业转型的过程中，存在资源短缺的中小家具企业可能被淘汰，行业集中度有望得以提升。欧式家具作为家具产品的重要品类，因其设计出众、制作精良，且具有较高附加值，而深受中高收入人群喜爱。根据调查数据显示，中国富裕和中产群体拥有较大基数且增长明确。因此，今后欧式家具的需求也将伴随富裕和中产人数的增加而放量。并且欧式家具未来持续提升的环保属性，以及更加时尚年轻的设计风格，也将有可能扩大潜在消费群体。
- 家具行业平稳增长，欧式家具前景看好：**今年十一期间，地产行业迎来调控，楼市开始降温。但作为地产后周期行业，调控对于家具行业的影响，目前仍需传导时间，短期将不会显现。另一方面，家具行业市场需求已有向“二手房”和翻新房领域转换趋势，行业中长期仍有充足市场需求。此外，婚姻登记对数增加，延展了行业潜在需求，城镇化推进也将间接催生新的市场需求。
- 公司品牌优势突出，制造工艺精湛，渠道铺设广泛。**亚振家居多次获得国内家具行业重要奖项，并数次亮相国际“舞台”，品牌知名度较高。目前公司正阶段性开拓海外市场。凭借精准产品定位，公司全面覆盖中高端欧式家具市场。公司依靠“机械+人工”的制造模式，在保证产品独特性的同时，也使得附加价值得到大幅提升。渠道推广方面，公司采取了“以点带面”的策

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

略。在控制销售成本的前提下，将品牌影响力和渠道覆盖范围最大化。目前公司已覆盖全国 80 多个城市，共开设店面 170 余家。未来，公司希望借助资本市场，实现销售网络加密，并打造信息化家具生产销售模式。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.28/0.34/0.45 元/股。公司是欧式家具领先品牌，IPO 募投项目达产后将大幅扩充公司产能，进一步巩固竞争优势，公司估值应参考上市家居龙头公司。我们给予公司 2017 年 PE 40 倍，对应目标价为 13.5 元/股。

风险

- 上游原材料价格波动；新房和二手房交易量大幅减少；生产模式导致工期延长；IPO 募投项目建设和达产进度不达预期。

内容目录

中国欧式家具先驱	4
主营欧式家具设计、制造和销售	4
公司收入稳健增长，整体盈利能力良好	4
家具行业平稳增长，欧式家具前景看好	5
家具行业具备短中长期增长条件	5
公司品牌优势突出，制造工艺精湛，渠道铺设广泛	9
盈利预测	11
关键假设	12
盈利预设	12

图表目录

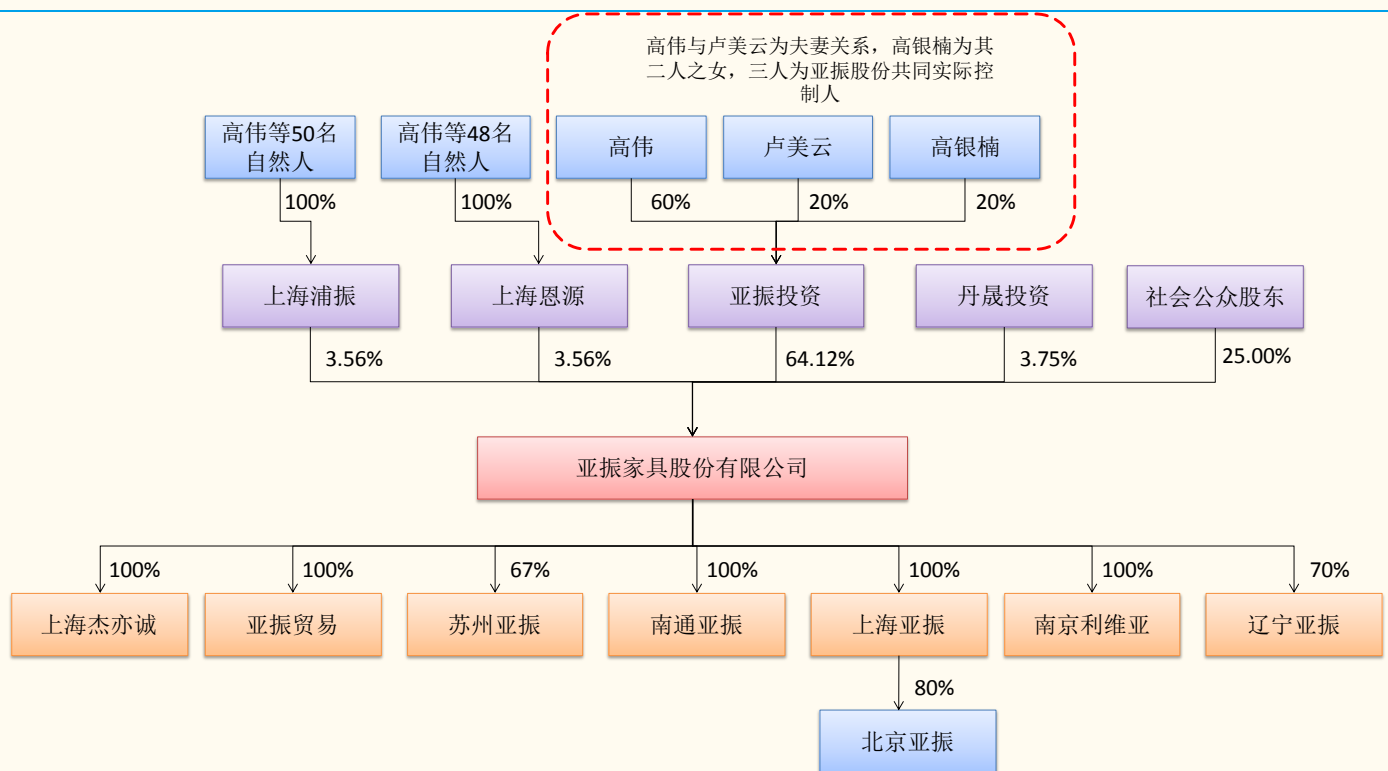
图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司收入增速放缓	5
图表 3：公司净利润情况	5
图表 4：主营业务丰富结构清晰	5
图表 5：毛利率维持高水平，净利率基本平稳	5
图表 6：家具行业收入情况	6
图表 7：全国居民人均可支配收入情况	6
图表 8：人均家具消费情况（美元）	6
图表 9：家具出口金额（美元）	6
图表 10：消费升级背景下，家具行业发展趋势	7
图表 11：三大主要家具风格对比	7
图表 12：中国大众富裕阶层人数	8
图表 13：地产“黄金十年”带来巨大翻新房市场	8
图表 14：家具行业市场结构	8
图表 15：近五年婚姻登记对数皆超千万	9
图表 16：城镇化将间接催生市场需求	9
图表 17：公司所获部分奖项	9
图表 18：产品亮相国际“舞台”	9
图表 19：公司主要产品定位	9
图表 20：公司独特的“机械+人工”制造模式	10
图表 21：公司产品兼具欧式和海派设计风格	10
图表 22：公司销售渠道覆盖区域	11
图表 23：公司 IPO 拟募投项目	11
图表 24：亚振家居盈利预测	12

中国欧式家具先驱

主营欧式家具设计、制造和销售

- 公司以沙发和橱柜为核心业务。“亚振”最早成立于1992年，是国内最早涉足欧式家具的专业制造商及销售商之一，目前已经发展成为集家具设计研发、生产制造、营销以及家居文化研究于一体的企业集团。公司的主导产品是“亚振”、“亚振·利维亚”和“亚振·乔治亚”品牌系列欧式风格家具。沙发和橱柜业务是公司的核心业务，同时公司兼具其他桌椅和床组的设计生产能力。
- 本次发行前，公司总股本为16,421.05万股，公司拟发行5,474.95万股，发行后公司总股本为21,896万股。公司的控股股东是亚振投资，持股占公司发行总股本的64.12%。高伟、卢美云和高银楠分别通过亚振投资间接持有公司38.47%、12.82%和12.82%股份，是公司的共同实际控制人。

图表 1：公司股权结构

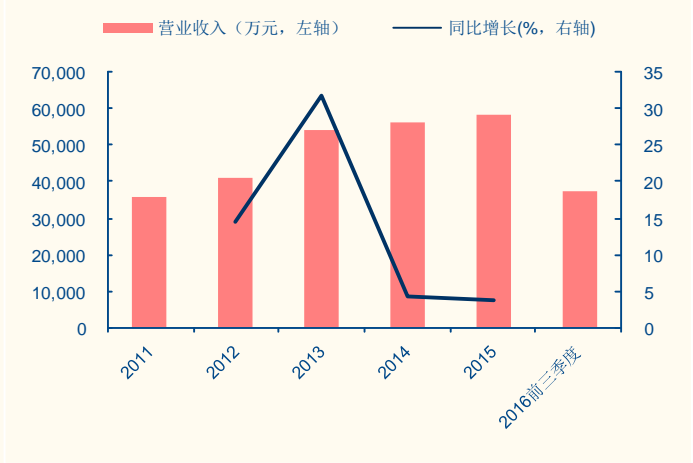


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司收入稳健增长，整体盈利能力良好

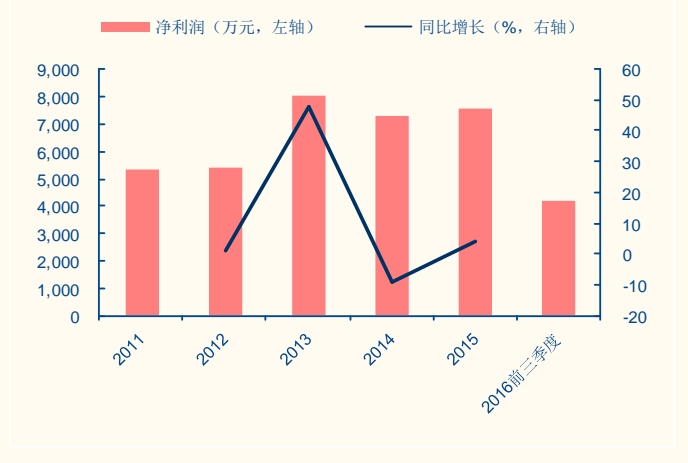
- 收入增速稳健，主营业务核心突出，整体盈利能力良好。2011-2015年，公司整体营业收入和净利润复合增长率分别为10.22%和7.22%，公司收入增长较为稳健。根据公司最新招股意向书显示，公司预计2016年实现主营收入为54,100万元至57,000万元，较2015年减少7.27%至2.30%，预计实现净利润6,670万元至7,350万元，较2015年减少12.36%至3.42%。由于公司销售采取直营和经销两种销售模式，2014至2016年公司新增直营店面处在市场培养期和管理提升期，以及受2016年部分经销商店面关停等因素影响，从而导致公司收入同比增速有所下降。从主营结构上看，公司以沙发和橱柜销售为主，桌椅、茶几和床组等其他家具产品为辅，整体主营结构清晰核心业务突出。2011至2016年前三季度，公司毛利率维持高水平并有显著提升，净利率小幅下降但依旧保持10%的水平之上，公司整体盈利能力良好。

图表 2：公司收入增速放缓



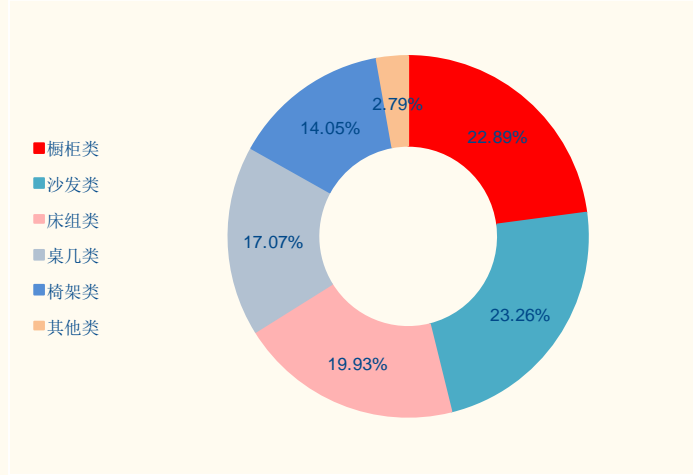
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司净利润情况



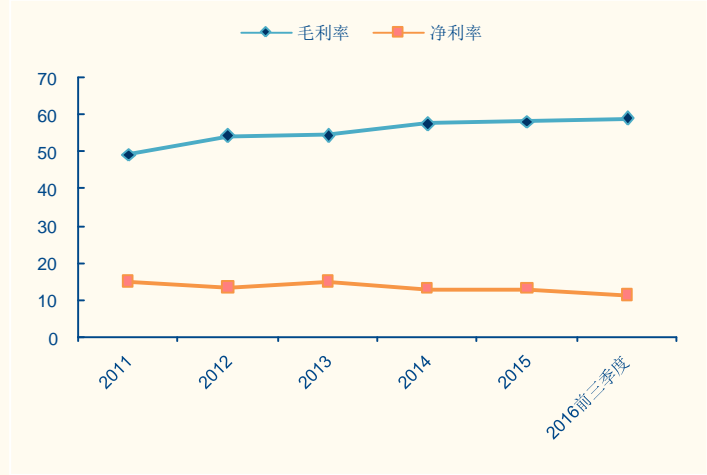
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：主营业务丰富结构清晰



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：毛利率维持高水平，净利率基本平稳



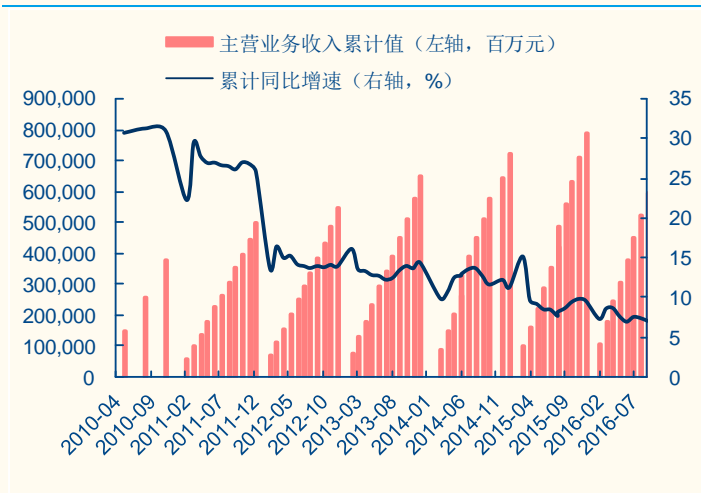
来源：wind，国金证券研究所

家具行业平稳增长，欧式家具前景看好

家具行业具备短中长期增长条件

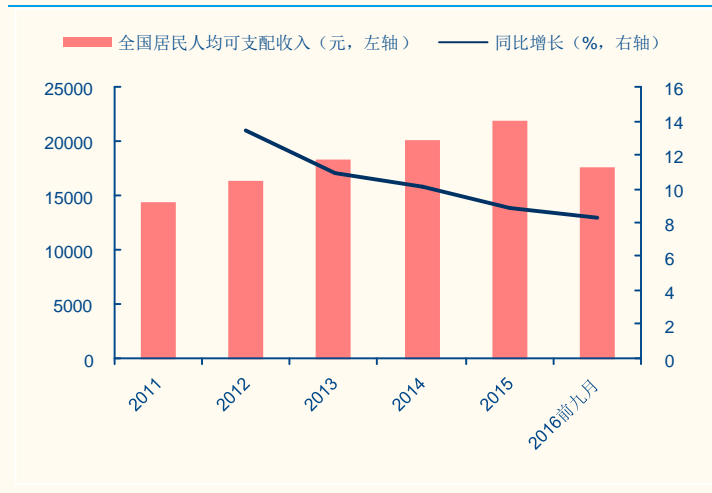
- 居民收入增加有望提振家具需求，人民币贬值周期或将改善出口情况。我国家具制造行业于 2004 年突破千亿大关，自此开启了行业的高速成长期，增速曾一度突破 30%。但受到宏观经济等因素影响，从 2010 年开始，家具制造行业收入增速开始回归稳健增长。今年前 9 月，行业实现累计主营业务收入为 5,950.7 亿元，累计同比增速为 6.99%。2015 年，我国居民人均可支配收入已达 21,966.18 元（约合 3,184 美元），同比增速为 8.92%。从发达国家经验来看，当人均收入达到 3,000 美元之后，家具消费水平将显著提高，且这一趋势将维持较长时间。目前，我国人均家具消费金额仅为 40 美元左右，与德国人均家具消费 371 美元和新加坡的 233 美元相比，消费水平明显较低。因此，我国居民家具消费需求还有较大提升空间。在出口方面，2016 年前 10 月，我国家具累计出口金额为 389.19 亿美元，同比累计增速为 -9.10%。较之年初的超过 -20% 也有显著缓解。受美元加息预期增强等因素影响，人民币已经进入贬值周期，对于家具等轻工行业产品出口较为有利，预计出口金额增速跌幅将有可能进一步收窄，未来行业出口将出现回暖。

图表 6: 家具行业收入情况



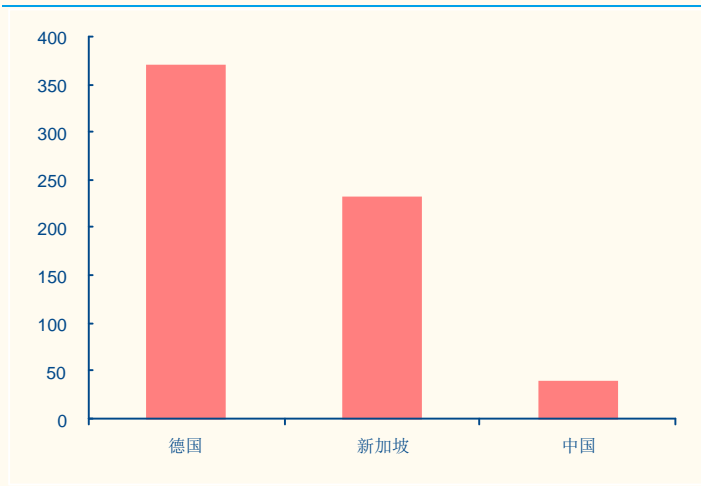
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 全国居民人均可支配收入情况



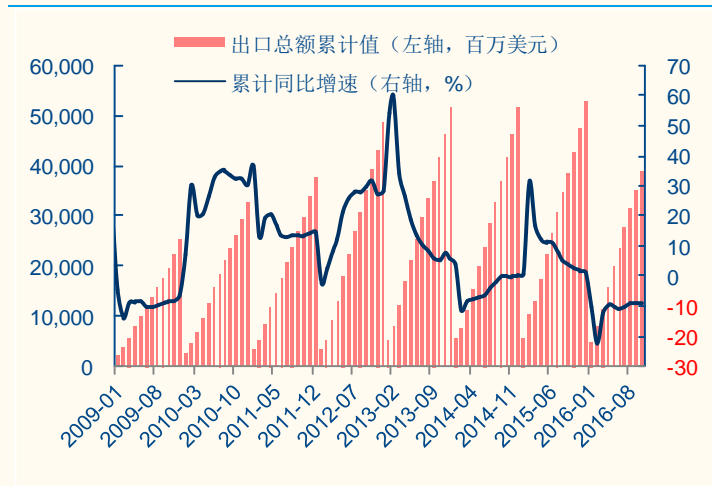
来源: wind&新华网, 国金证券研究所

图表 8: 人均家具消费情况 (美元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 9: 家具出口金额 (美元)

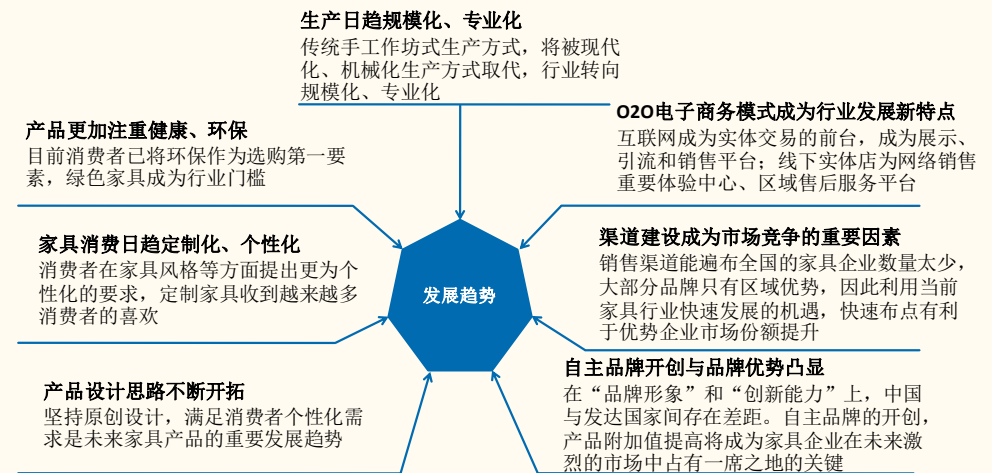


来源: wind, 国金证券研究所

消费升级促进行业转型, 中产崛起提振欧式家具需求

- **消费升级催化企业革新, 行业集中度有望提升。** 目前我国正在经历第三次消费升级, 居民正从保障性消费转向改善型和享乐型消费。对于家具产品, 消费者已经从传统的实用性追求, 转变为整体性、协调性、环保性和个性化追求。在这一过程中, 具备良好品牌优势, 以及杰出设计能力的家具公司, 将更易获得消费者青睐, 从激烈的市场竞争中脱颖而出。因此, 大部分上市家具企业开始利用自身各类资源优势谋求转型。借助公众媒体, 加大品牌宣传力度, 提升企业品牌影响力和知名度。通过信息化平台搭建和产线升级, 全面协同家具生产、销售和原材料采购等环节。大力改良和提高工厂生产能力和生产技术, 以确保产品制造效率和产品质量。同时, 家具公司也加大了对绿色材料的使用量, 全面提升家具产品的环保属性。在渠道拓展方面, 各公司通过快速开店加密销售网络覆盖, 并借助互联网技术, 打造线上交易与设计平台, 形成良好交互模式, 全面提升客户体验度。我们认为, 消费升级催化了家具行业的变革升级, 在生产链、供应链和资金链等环节处于弱势地位的中小家具企业, 其所占市场份额将进一步被优势龙头企业蚕食, 家具行业集中度继续提高将是大概率事件。

图表 10: 消费升级背景下, 家具行业发展趋势



来源: wind, 国金证券研究所

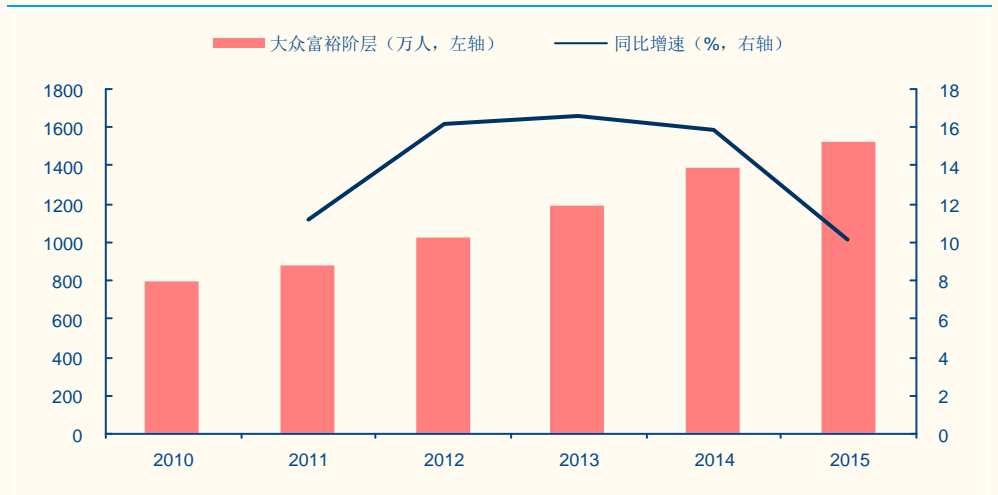
- 中产阶级崛起将进一步增加对欧式家具的市场需求。**通常情况下, 消费者将表面装饰雕琢较为复杂的家具归为欧式风格。与现代风格家具相比, 欧式家具整体设计风格更加华贵和庄重。在材料使用方面, 欧式家具加入了更多的金属和皮革材料, 提高了家具的耐用性, 同时也使得制作工艺要求更高。在市场份额上, 现代风格家具市场占有率最高, 欧式家具位居其次。目前来看, 欧式家具以其个性化设计、精细的制作工艺和高附加值, 深受中高收入人群喜爱。根据《中国大众富裕阶层财富白皮书》统计数据显示, 2015年, 我国大众富裕阶层(即个人可投资资产在60万至600万人民币之间人群)人数已有1,528万。而根据波士顿咨询集团中国消费者洞察智库发布的最新调查研究数据显示, 2015年中国中产阶级家庭已达8,100万户, 预计2020年将突破1亿达到1.42亿户。从两项调查数据来看, 我国无论是大众富裕阶层还是中产阶级家庭, 都已经具备较大基数并且仍在快速成长。中高收入者作为欧式家具的主要消费人群, 其未来群体人数的扩大将会进一步催生新的消费需求。此外, 根据新浪家居的《欧式家具十大设计趋势》来看, 未来欧式家具将以提升环保属性为首要任务。在设计方面, 欧式家具也将加入更多东方时尚元素, 产品也将更加年轻化并符合东方审美。因此, 欧式家具潜在消费群体正在快速扩大。

图表 11: 三大主要家具风格对比

	欧式	美式	现代
特点	产品色彩较深, 具有浓厚历史色彩和艺术气息, 整体设计高贵、典雅	设计较为粗犷大气, 更加强调舒适和实用性。整体色调较为柔和	设计简约时尚, 整体色调明亮, 设计感较强, 舒适感和装饰性结合的恰到好处
用材	多采用橡木、核桃木、桃花心木等, 大量加入皮革和金属材料, 甚至使用镀金镀银的配件	桃花木、樱桃木、枫木及松木制作, 也会加入皮革和金属材料	以人造板材为主要材料, 会使用塑胶、钢化玻璃等新材料
生产	大量加入手工雕刻, 零部件较多, 制作工艺复杂, 工期较长	以机械生产为主, 部分高端和设计较复杂的产品会采用人工制作	自动化、柔性线制造, 生产效率较高, 工期短
风格展示			

来源: 根据美乐乐、新浪家居和齐家网等互联网资料整理, 国金证券研究所

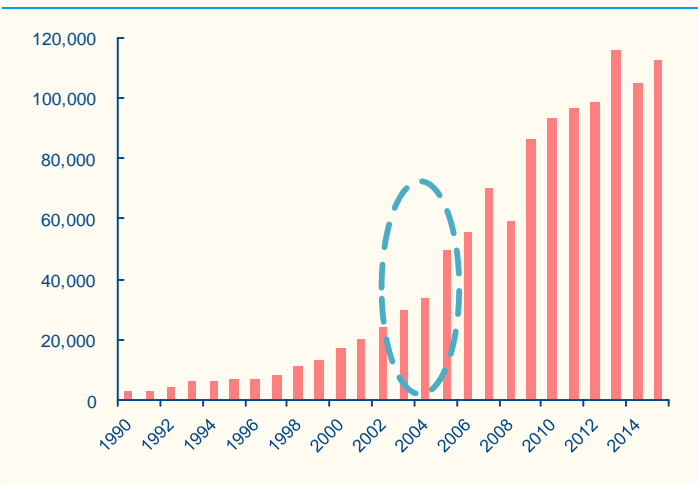
图表 12: 中国大众富裕阶层人数



来源:《中国大众富裕阶层财富白皮书》, 国金证券研究所

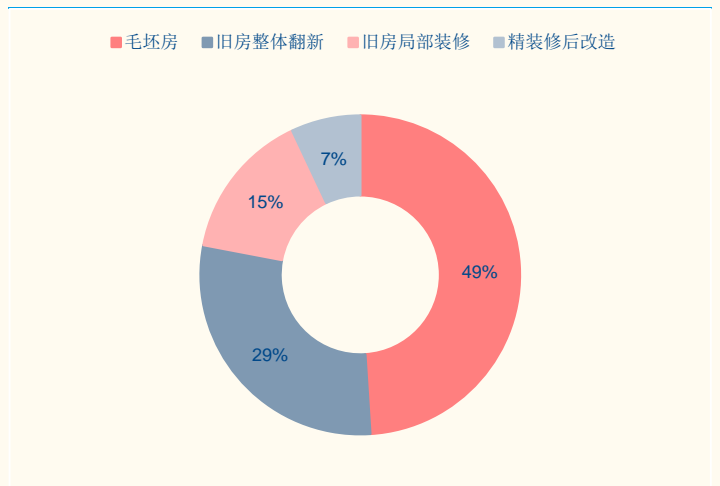
- **家具需求结构转变, 婚姻登记对数上升释放刚性需求。**今年十一期间, 全国超过 20 个大中城市相继出台了加码地产调控措施, 自去年开始出现的地产“热潮”已经开始“降温”。家具作为典型的地产后周期性行业, 通常落后地产周期约 6 至 12 个月。因此, 地产调控短期内对家具行业尚未造成明显影响。同时, 我国自 2005 年开启了地产行业“黄金十年”, 期间累计住宅销售面积达 94.2 亿平方米。根据行业一般规律, 居住 5 年以上房屋即出现翻新需求, 居住 10 年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看, 今年起旧房翻新的市场需求或将逐渐放量。因此, 家具行业的整体市场需求有可能从新房领域, 逐渐转向“二手房”和翻新房领域。中长期来看, 行业依旧保有充足的市场需求。另一方面, 在过去 5 年中我国每年新增结婚对数都超过千万, 新组家庭及置换房产所带动的刚性配置需求延展了家具行业的潜在市场。

图表 13: 地产“黄金十年”带来巨大翻新房市场



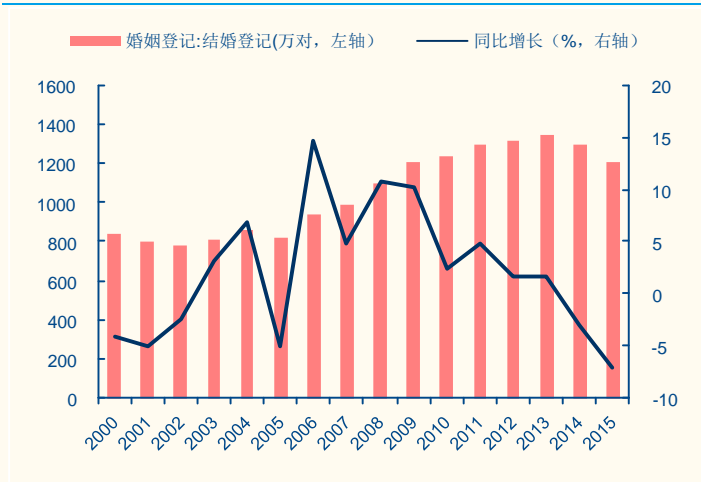
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 家具行业市场需求结构



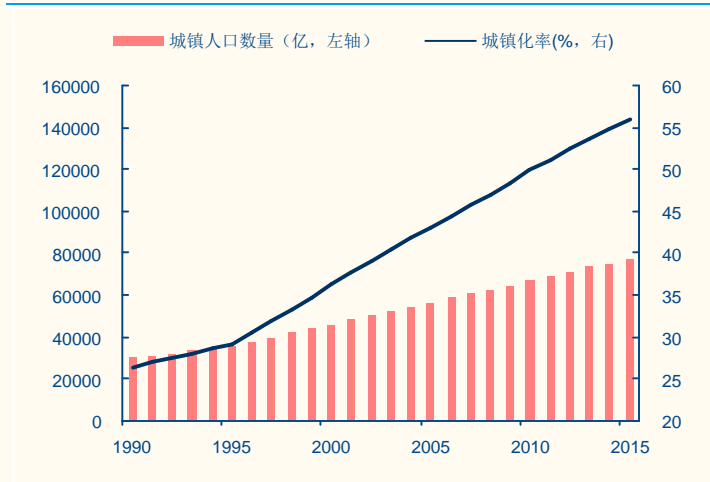
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 近五年婚姻登记对数皆超千万



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 城镇化将间接催生市场需求



来源: wind, 国金证券研究所

公司品牌优势突出, 制造工艺精湛, 渠道铺设广泛

- 品牌影响力大, 产品定位精准。**公司“亚振”品牌已经历经 20 多年发展, 历史较为悠久。公司多次获得上海市以及全国重要奖项, 产品也曾数次出现在国际交流“舞台”。2001 年 6 月, 公司的宫廷沙发被苏州新苏国际大酒店选用, 作为国家领导人接见外宾的座椅。2005 年, 公司沙发类家具入选人民大会堂上海厅。2008 年, 成为《人类文明的共享与弘扬》高峰论坛全球五大博物馆馆长嘉宾宝座。2010 年, 成为上海世博会上海馆合作伙伴和世博会议中心家具供应商。多次亮相国际级高端场合, 不仅扩大了公司的品牌影响力, 同时也证明了公司产品的卓越品质。公司还被授权经销意大利顶级家具品牌“Chelini”, 开拓高端家具市场。公司也授权部分经销商在海外进行“亚振”、“亚振·利维亚”和“亚振·乔治亚”等品牌产品的销售和推广, 积极开拓海外市场。在产品定位上, 公司采取了多品牌矩阵策略。通过四大核心品牌, 全面覆盖中高档欧式家具市场。品牌之间相互补充、相互促进, 使公司得以最大限度地开拓市场, 降低了公司的经营风险。

图表 17: 公司所获部分奖项

日期	奖项
1996 年 01 月	上海市“金斧杯”家具设计大赛荣获金奖
2001 年 01 月	上海家具行业授予的“著名生产企业”称号
2003 年 09 月	上海市质量协会评为“三满意”企业
2007 年 01 月	2006 年度上海家具行业“优秀产品奖”
2010 年 01 月	第三届中国家具行业年度总评榜被评为“2009 中国十大古典家具品牌”
2012 年 09 月	中国质量检验协会评为“全国质量诚信倡议先进典型企业”
2014 年 12 月	上海市家具行业协会授予上海家具行业“卓越贡献奖”

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 产品亮相国际“舞台”



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 19: 公司主要产品定位

类别	亚振	亚振·利维亚	亚振·乔治亚	Chelini
创立时间	1992	2007	2013	百年历史 2011 年引入中国
产品风格	西式	西式	西式	意大利进口
主要消费人群	审美能力强、注重品味的高收入人群	注重品质、时尚的白领阶层、精英人士	追求精致生活、注重产品性价比、中高收入阶层	具有海外生活经历、追求进口家具品质的高收入人

类别	亚振	亚振·利维亚	亚振·乔治亚	Chelini
产品特点	经典纯正、华美厚重、雕刻繁复，适合大户型和别墅	优雅简约，形体精巧，雕刻清新明朗，适合各式户型	雅致休闲，精致生活与传统手工艺想结合，适合大户型	群 纯进口家具、百年历史、手工工艺
销售渠道	直营+经销	直营+经销	直营+经销	直营(授权经销)

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 独特生产模式造就公司产品独树一帜。**公司在生产模式上，将传统高级手工雕刻与现代机械加工进行融合。利用加工中心、五轴仪等先进设备，对木材进行初步造型，再通过雕刻工人进行手工雕刻，以此确保每一件产品的“独一无二”并满足消费者对家具的个性化追求。为了避免手工雕刻可能引发的产能瓶颈，公司建立了“院校委托培养+社会招聘”制度，并聘请和培养了熟练的手工雕刻团队。正是公司“机械+人工”的独特生产模式，造就了公司产品兼具传统欧式和海派设计风格。同时，由于在生产环节加入了人工雕刻，使得公司产品区别于其他普通欧式家具，具备了更高的产品附加价值和艺术观赏价值。

图表 20：公司独特的“机械+人工”制造模式



来源：国金证券研究所

图表 21：公司产品兼具欧式和海派设计风格



来源：国金证券研究所

- 直营、经销双管齐下，全国销售网络初步建成。**公司于 2001 年起开始拓展全国销售市场，主要采取直营店和经销店两种模式，通过开设旗舰店和入驻大型家具卖场等形式进行全国扩张。截至 2016 年前三季度，公司销售渠道已经成功覆盖全国 80 余个城市，共开设 165 家店面，其中独立店面 30 余家，成功进驻居然之家、红星美凯龙和第六空间等家具卖场。在渠道管理方面，公司将全国市场进行了精细化区分，根据不同市场分类采取针对性渠道拓展策略，并借助旗舰店的开设，辐射当地以及周边城市市场。在卖场入驻方面，公司通过与优质渠道商达成战略合作的方式，谋求在其体系内进行“系统内扩张”策略，实现从一个门店开始建立合作关系，逐渐形成整体性销售渠道合作。总结来看，在渠道拓展方面，公司主要实行“以点带面”战略，在控制销售费用的同时，将品牌影响力和渠道影响力最大化。

图表 22：公司销售渠道覆盖区域



注：黄色区域为公司已经覆盖的省市区域。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

IPO 募投扩充销售渠道，打造信息化生产家具企业

- 公司首次公开发行股票募集的资金，扣除发行费后，将用于营销网络扩建项目、沙发及家具等扩产项目、家具生产线技改项目、信息化系统建设项目和家居服务云平台项目。

图表 23：公司 IPO 拟募投项目

序号	项目名称	总投资额	拟投入募集资金 (万元)	项目备案文件
1	营销网络扩建项目	41,571.50	41,571.50	东发改投备[2014]5号
2	沙发及家具等扩产项目	9,836.00	9,836.00	如东县发展改革委员会 3206231205582
3	家具生产线技改项目	5,799.03	5,799.03	东发改技 2014 备案 027 号
4	信息化系统建设项目	2,976.00	2,976.00	东发改投备[2013]3号
5	家居服务云平台项目	3,080.50	3,080.50	东发改投备[2015]34号
	合计	63,263.03	63,263.03	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 目前，公司销售渠道虽已经基本覆盖全国，但店面仍主要集中在江浙沪一带，且全国开设店面数量较少。本次 IPO 以营销网络扩建作为核心项目，力图实现开店数量的快速增长，加密全国销售网络覆盖，为公司业绩提供更多增长点；产能扩充和产线升级项目着眼于应对公司在销售网络拓展过程中所带来的新的市场需求，避免了因产能不足而导致订单流失的情况；信息化平台和云服务平台的搭建，则服务于协同销售、采购和生产等环节，将提升公司内部管理能力，降低公司存货风险。

盈利预测

关键假设

- 公司所有 IPO 募投项目在 2017 年启动建设。
- 营销网络扩建项目预计建设期 3 年，于 2019 年建设完毕。项目全面建设完成后，将会为公司带来整体营业收入为 41,832.50 万元。2017-2019 年，项目达产率分别为 38%，70%和 100%。
- 沙发及家具等扩产项目建设期 2 年，于 2019 年开始运营，2021 年实现全面达产。2019-2021 年，项目达产率分别 50%、80%和 100%。
- 生产线技术改造项目建设期 1 年，2018 和 2019 年达产率分别为 50%和 100%。
- 家居云服务平台项目和信息化系统建设项目，建设期分别为 2 年和 3 年，2017 年内完成首期建设。两大平台开始运营后，2017-2019 年将分别为公司主营业务收入带来 5%、10%和 15%的增长，同时期间内每年降低营业成本 5%。

盈利预设

图表 24：亚振家居盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	26,258.0	35,098.0	37,448.0	37,685.0	33,827.0	35,873.6	43,141.4
沙发类	8,182.0	11,157.0	12,924.0	13,456.0	11,841.3	12,788.6	15,985.7
橱柜类	10,840.0	14,001.0	14,428.0	13,159.0	11,579.9	12,158.9	14,590.7
床组类	7,236.0	9,940.0	10,096.0	11,070.0	10,405.8	10,926.1	12,565.0
桌几类	6,672.0	9,833.0	9,523.0	10,478.0	9,954.1	10,451.8	12,542.2
椅架类	5,786.0	7,624.0	7,948.0	8,151.0	7,335.9	7,702.7	9,628.4
其他	2,320.8	1,444.8	1,246.5	2,025.4	2,430.5	2,914.2	3,491.2
营业成本 (万元)	0.0	15,843.0	15,552.0	15,528.0	14,110.7	15,161.2	18,479.5
沙发类	0.0	5,019.0	5,518.0	5,650.0	4,997.0	5,499.1	7,033.7
橱柜类	0.0	6,406.0	5,888.0	5,387.0	4,805.7	5,106.7	6,170.4
床组类	0.0	4,418.0	4,146.0	4,491.0	4,308.0	4,555.4	5,275.4
桌几类	0.0	4,352.0	3,810.0	4,140.0	4,121.0	4,389.8	5,393.1
椅架类	0.0	3,768.0	3,813.0	3,719.0	3,411.2	3,602.4	4,528.6
其他	NA	544.4	528.1	900.6	1,069.4	1,288.1	1,571.1
业务利润 (万元)	26,258.0	19,255.0	21,896.0	22,157.0	19,716.3	20,712.3	24,661.9
沙发类	8,182.0	6,138.0	7,406.0	7,806.0	6,844.3	7,289.5	8,952.0
橱柜类	10,840.0	7,595.0	8,540.0	7,772.0	6,774.3	7,052.2	8,420.3
床组类	7,236.0	5,522.0	5,950.0	6,579.0	6,097.8	6,370.7	7,289.6
桌几类	6,672.0	5,481.0	5,713.0	6,338.0	5,833.1	6,062.0	7,149.0
椅架类	5,786.0	3,856.0	4,135.0	4,432.0	3,924.7	4,100.3	5,099.8
其他	NA	900.4	718.4	1,124.9	1,361.1	1,626.1	1,920.2
毛利率 (%)	100.0	54.9	58.5	58.8	58.3	57.7	57.2
沙发类	100.0	55.0	57.3	58.0	57.8	57.0	56.0
橱柜类	100.0	54.2	59.2	59.1	58.5	58.0	57.7
床组类	100.0	55.6	58.9	59.4	58.6	58.3	58.0
桌几类	100.0	55.7	60.0	60.5	58.6	58.0	57.0
椅架类	100.0	50.6	52.0	54.4	53.5	53.2	53.0
其他	NA	62.3	57.6	55.5	56.0	55.8	55.0
增速 (%)	36.8	33.7	6.7	0.6	-10.2	6.1	20.3

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
沙发类	16.2	36.4	15.8	4.1	-12.0	8.0	25.0
橱柜类	11.5	29.2	3.0	-8.8	-12.0	5.0	20.0
床组类	196.0	37.4	1.6	9.6	-6.0	5.0	15.0
桌几类	-	47.4	-3.2	10.0	-5.0	5.0	20.0
椅架类	-	31.8	4.2	2.6	-10.0	5.0	25.0
其他	-	-37.7	-13.7	62.5	20.0	19.9	19.8

来源: wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 0.61/0.74/0.98 亿元, CAGR 为 8.12%, 摊薄后每股收益为 0.28/0.34/0.45 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	541	563	583	535	569	688	货币资金	113	112	112	607	624	668
增长率		4.1%	3.6%	-8.2%	6.3%	20.8%	应收款项	30	37	44	34	36	43
主营业务成本	-246	-238	-243	-227	-244	-300	存货	152	192	202	163	176	215
%销售收入	45.4%	42.3%	41.7%	42.4%	42.9%	43.6%	其他流动资产	12	19	26	11	11	14
毛利	295	325	340	308	325	388	流动资产	307	360	384	814	847	940
%销售收入	54.6%	57.7%	58.3%	57.6%	57.1%	56.4%	%总资产	62.2%	62.9%	63.6%	81.0%	80.3%	80.7%
营业税金及附加	-6	-6	-7	-7	-7	-7	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	固定资产	119	134	134	149	162	174
营业费用	-110	-126	-138	-133	-134	-152	%总资产	24.1%	23.4%	22.1%	14.8%	15.3%	14.9%
%销售收入	20.3%	22.4%	23.7%	24.8%	23.5%	22.1%	无形资产	56	62	69	40	45	49
管理费用	-70	-91	-100	-99	-105	-123	非流动资产	186	213	220	192	208	224
%销售收入	13.0%	16.2%	17.1%	18.5%	18.5%	17.9%	%总资产	37.8%	37.1%	36.4%	19.0%	19.7%	19.3%
息税前利润 (EBIT)	109	101	96	69	79	106	资产总计	494	573	604	1,006	1,055	1,165
%销售收入	20.2%	18.0%	16.5%	12.9%	13.9%	15.4%	短期借款	20	35	30	0	0	0
财务费用	-3	-2	-2	7	13	13	应付款项	105	126	124	121	129	157
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	-1.2%	-2.2%	-1.9%	其他流动负债	30	34	25	48	54	68
资产减值损失	-1	-2	-5	0	0	0	流动负债	154	195	178	168	183	225
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	16	18	19	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	170	214	198	168	183	226
营业利润	106	97	89	76	92	119	普通股股东权益	318	356	405	835	869	934
营业利润率	19.6%	17.2%	15.3%	14.2%	16.1%	17.3%	少数股东权益	5	3	1	2	3	4
营业外收支	3	1	4	2	2	2	负债股东权益合计	494	573	604	1,006	1,055	1,165
税前利润	109	98	93	77	93	121	比率分析						
利润率	20.1%	17.4%	15.9%	14.5%	16.4%	17.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-28	-25	-16	-15	-19	-22	每股指标						
所得税率	26.0%	25.5%	17.8%	20.0%	20.0%	18.5%	每股收益	0.48	0.44	0.47	0.28	0.34	0.45
净利润	80	73	76	62	75	99	每股净资产	1.94	2.17	2.47	3.81	3.97	4.27
少数股东损益	2	0	-1	1	1	1	每股经营现金净流	0.65	0.44	0.43	0.71	0.41	0.48
归属于母公司的净利润	79	73	77	61	74	98	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.09	0.11	0.15
净利率	14.5%	12.9%	13.2%	11.4%	13.0%	14.2%	回报率						
							净资产收益率	24.70%	20.42%	19.04%	7.29%	8.49%	10.44%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.94%	12.70%	12.77%	6.06%	6.99%	8.38%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	23.16%	18.89%	17.99%	6.62%	7.27%	9.21%
净利润	80	73	76	62	75	99	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	31.79%	4.13%	3.60%	-8.21%	6.34%	20.83%
非现金支出	24	31	40	18	21	24	EBIT 增长率	35.21%	-7.20%	-5.16%	-27.87%	14.50%	33.86%
非经营收益	2	-3	1	10	-2	-2	净利润增长率	56.43%	-7.53%	6.13%	-21.09%	21.12%	32.24%
营运资金变动	1	-28	-46	66	-5	-15	总资产增长率	12.34%	16.10%	5.49%	66.41%	4.91%	10.36%
经营活动现金净流	107	73	71	155	89	106	资产管理能力						
资本开支	-38	-51	-35	0	-36	-38	应收账款周转天数	16	17	19	17	17	17
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	227	263	296	262	262	262
其他	0	1	1	0	0	0	应付账款周转天数	76	78	86	85	85	85
投资活动现金净流	-37	-50	-35	-1	-36	-38	固定资产周转天数	76	76	78	93	95	83
股权募资	0	0	0	389	-15	0	偿债能力						
债权募资	-15	15	-5	-47	0	1	净负债/股东权益	-28.87%	-21.39%	-20.18%	-72.45%	-71.54%	-71.05%
其他	-7	-39	-31	-1	-20	-24	EBIT 利息保障倍数	43.5	58.3	45.9	-10.5	-6.3	-8.0
筹资活动现金净流	-22	-24	-36	341	-36	-23	资产负债率	34.46%	37.30%	32.72%	16.75%	17.33%	19.39%
现金净流量	47	-2	0	495	17	44							

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD