

经典才能超越周期，美式家具第一股

美克股份（600337）深度报告

推荐（首次）

风险评级：低风险

2014年3月5日

蒋孟钢

SAC 执业证书编号：

S0340109121961

电话：0769-22110785

邮箱：JMG@dgzq.com.cn

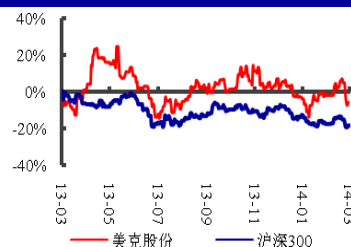
投资要点：

- 公司主攻国内美式、欧式家具豪装市场。公司为行业内唯一美式家具的龙头企业。而近几年，高端实木美式家具在 1、2 线城市成为高端人士首选，目标消费人群不断扩大。“后房地产”阶段，中高端需求有望继续被激发。内销成长性良好。
- 高端家具消费属性确定，引领行业刚性成长。近年来我国高净值人群数量保持约 18% 的较快增长。虽然遭遇近期反腐，但其更多是对房地产的层面的影响，而其对具有更新及装修刚性消费属性的相对中高端家具并没有什么影响，我们认为未来几年多因素将共同促使我国高端家具业较快增长中。
- 美克美家直营店通过“城市门店群”策略发力。其广泛布局国内一线城市和重点二线城市，具有品牌扩张效应。
- 前期投入完成，精益管理实现利润兑现。公司近期对之前粗放是管管理门店作出经营调整，实施精细化管理。未来公司放缓开设新店，上半年仅新增 3 家门店，单店销售水平从去年的 1586 万元/店企稳回升至 1733 万元/店，我们预计在 14 年有望上升到 2650 万元/店。
- 韩剧经久不衰引导欧美乡村田园风家具向前进。我国大部分 40 岁以下妇女基本都是对韩剧的忠实观众，女性还对韩剧主角居住的房间仔细研究，对美式乡村、美式古典奢华、欧式田园家具情有独钟。
- 公司重启股权激励，后续业绩保障高。
- 首次给予“推荐”评级。预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.28 元（+759.99%）、0.44 元（+58.93%）、0.58（+32.59%）元，对应 PE 为 21 倍、13 倍、10 倍。

主要数据 2014年3月3日

收盘价(元)	5.97
总市值(亿元)	38.64
总股本(百万股)	647
流通股本(百万股)	633
ROE(TTM)	5.03%
12月最高价(元)	8.27
12月最低价(元)	5.16

股价走势



资料来源：东莞证券研究所、wind

公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,631.06	2,827.99	3,291.68	3,832.91
同比%	2.75	7.48	16.40	16.44
归属母公司净利润(百万元)	20.71	178.11	283.07	375.32
同比%	-89.45	759.99	58.93	32.59
毛利率%	46.99	50.72	52.33	53.52
ROE%	0.82	6.65	9.79	11.83
每股收益(元)	0.03	0.28	0.44	0.58
每股净资产(元)	3.97	4.14	4.46	4.90
市盈率(倍)	179.32	21.33	13.42	10.12
市净率(倍)	1.48	1.42	1.31	1.20

资料来源：东莞证券研究所，wind

相关报告

目录

1. 二十年耕耘，成就国内高端家具龙头，	4
1.1 公司发展史回顾	4
1.2 公司股权结构合理，治理优秀	5
1.3 重启股权激励，后续业绩保障高	6
2. 主攻 1、2 线城市美式、欧式高端豪装市场	6
2.1 高端实木美式家具在 1、2 线城市成为高端人士首选	6
2.2 公司发力 1、2 线城市豪装市场	7
3. 高端家具消费属性确定，引领行业刚性成长	9
3.1 高净值人口高端家具刚性需求明确，有望引领行业增长	9
3.2 火热韩剧引导欧美乡村田园风家具向前进	9
3.3 “后房地产”阶段，中高端需求有望继续被激发	10
3.4 “达芬奇”事件发生，短期有冲击，长期看提升了本土正规军品牌影响力	11
3.5 高端家具行业集中度低，但进入门槛较高	12
4. 前期投入完成，精益管理实现利润兑现	13
4.1 内销成长性良好	13
4.2 控制折扣销售整体向好，毛利率有望持续提升	14
5. 多品牌协同，加盟业务有望破零	14
5.1 多品牌战略清晰，覆盖需求面扩大	14
5.2 加盟业务有望添加新鲜血液	15
6. 人民币单边上涨趋势改变，批发业务有望复苏	15
6.1 出口批发：14 年有望企稳回升	15
6.2 传统 OEM 业务继续萎缩，大势所趋	16
7. 费用率有望下调，经营效率有望整体提升	16
8. 盈利预测及投资建议	17
6. 风险提示	17

插图目录

图 1：美克股份收入，内销占比逐步提升	4
图 2：内销成为美克股份利润主要来源	4
图 3：公司历史回顾	4
图 4：股权结构图	5
图 5：实木家具在深圳市场 10 年销量占比	6
图 6：复古奢华、新古典、乡村均等美欧式占据半壁江山	6

图 7: 高收入人群倾向美式、欧式风格比例较高.....	7
图 8: 公司 1、2 线城市门店布局完整	8
图 9: 欧美式乡村风格	8
图 10: 新中式风格	8
图 11: 中国高净值人群数量快速增长	9
图 12: 中国奢侈品消费增长迅速	9
图 13: 热播韩剧“来之星星的你”剧照.....	10
图 14: 热播韩剧“拜托小姐”剧照	10
图 15: 消费升级下中高端家具收入增速高于行业.....	10
图 16: 美国房价与中高端家具消费成弱负相关，超周期性明显.....	10
图 17: 行业内各大品牌定位及销售情况.....	12
图 18: 公司在 13 年关停 10 家无盈利能力门店.....	13
图 19: 新开门店有望在 14 年盈利收获期.....	13
图 20: 公司零售毛利率从 09 年后不断提升 (%)	14
图 21: 13H1 零售增速/盈利齐改善 (%)	14
图 22: 行业内各大品牌定位及销售情况.....	14
图 23: 公司出口批发收入增长情况	15
图 24: 公司出口批发毛利率变动 (%)	15
图 25: 公司销售费用率有望下调	16
图 26: 公司人工成本为主要支出 (%)	16

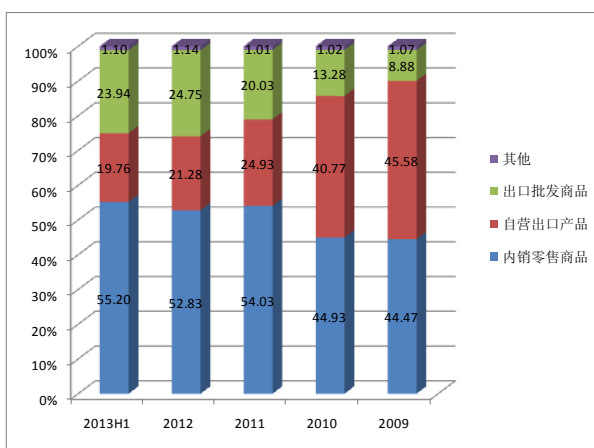
表格目录

表 1: 13 年股权激励计划明细	6
表 2: 我国发达区域消费特征与 80~90 年代美国相似	11
表 3: 达芬奇事件一览表	12
表 4: 新品牌定位介绍	15
表 5: 分业务收入预测	17

1. 二十年耕耘，成就国内高端家具龙头，

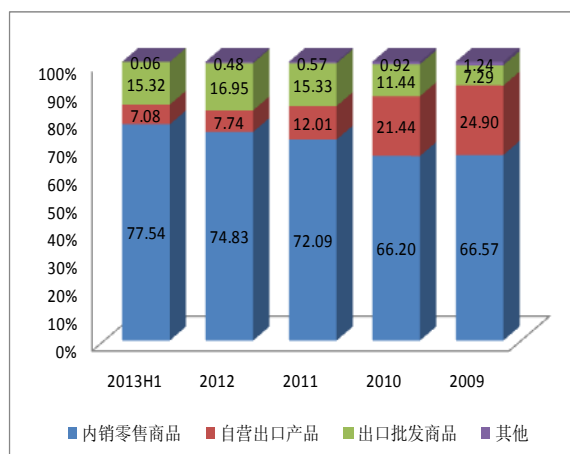
公司主营各类家具和家居用品的设计、生产和销售，目前仍为亚洲最大的松木家具出口商。公司经历 20 年创业风雨历程，完成了从出口 OEM 到建立自有品牌、渠道的产业升级转型。截至 13H1，公司国内家具零售(美克美家等)/海外家具批发(Schnadig、A. R. T 等)/传统 OEM 出口三大业务收入占比分别为 55%/24%/20%，完成了从木材原料，加工、家具设计、销售服务的全产业链布局。13H1 年公司销售收入/净利润分别为 12.53/0.71 亿元，在全国 30 多个城市共有 93 家店面(家具店 80 家/家居馆 13 家)。

图 1：美克股份收入，内销占比逐步提升



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 2：内销成为美克股份利润主要来源

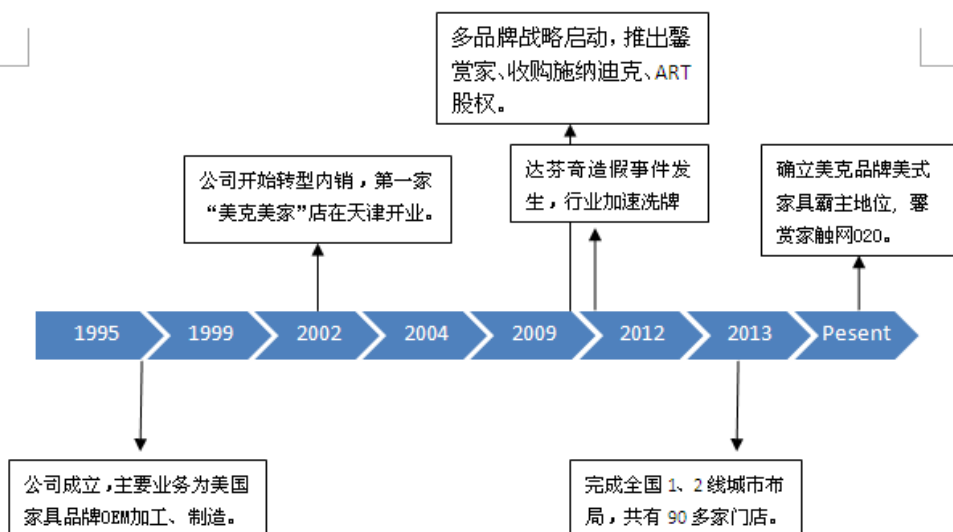


资料来源：wind, 东莞证券研究所

1.1 公司发展史回顾

公司主要经历三个发展阶段：1) 发展初期（1995-99），以 OEM 为主，成为美国知名家具企业的亚洲供应商；2) 转型期（2000-04），由家具制造商向品牌零售商转型，2002 年第一家“美克美家”店在天津开业；3) 多品牌快速扩张（2005-至今），直营门店数从 04 年 5 家快速扩张至 90 逾家。09 年/11 年收购 Schnadig（简称 SIC）/ART，近期推出 Zest、YvvY 等，多品牌战略明确。

图 3：公司历史回顾

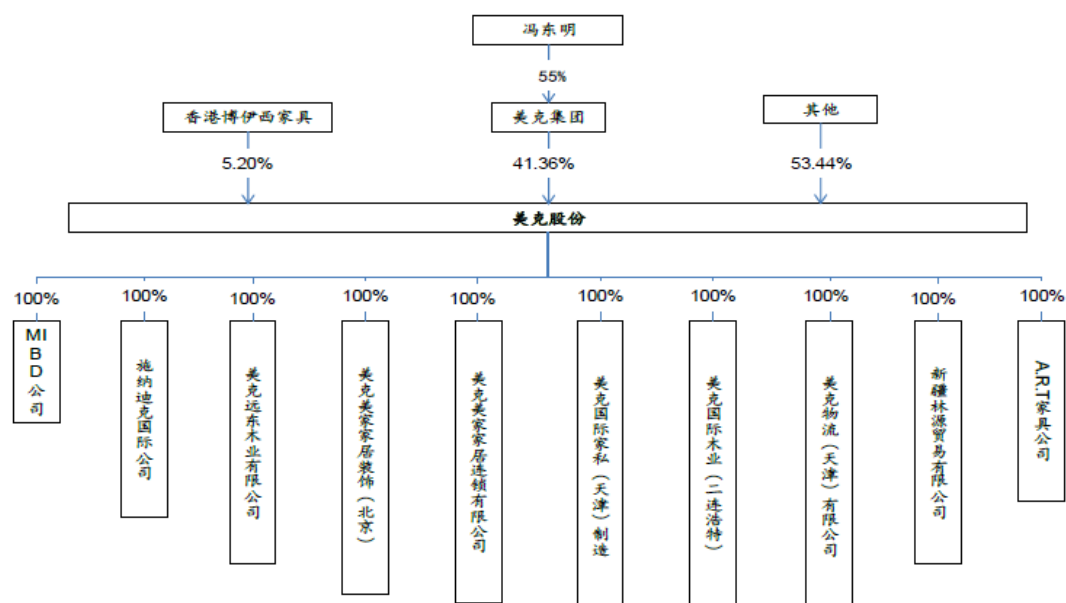


资料来源：东莞证券研究所，公司公告

1.2 公司股权结构合理，治理优秀

公司实际控制人为董事长冯明东先生，现年 52 岁。历经多次资产重组，控股股东美克集团（股权占比 41.36%）已将从原木加工到销售渠道的整条家具产业链相关业务全部注入美克股份，其中冯东明先生拥有美克集团 55%的股权。另外冯明东先生早先从事艺术家工作，对家居设计及生产有丰富经验、独特见解，对品牌管理能力到位，执行能力强，公司在上市期间治理成绩突出。

图 4：股权结构图



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

1.3 重启股权激励，后续业绩保障高

公司在 11 年底首次启动股权激励计划，由于内外市场恶化的原因，市场发展低于预期，公司于 2012 年 8 月终止了此次激励计划，作加速可行权处理，2012 年确认 4407 万元费用。

表 1：13 年股权激励计划明细

	时间	解锁比例	解锁条件
第一次解锁	2014 年 5 月~2015 年 5 月	40%	2013 年度 ROE 不低于 5.5%，2013 年度归属净利不低于 1.5 亿元；
第二次解锁	2015 年 5 月~2016 年 5 月	30%	2014 年度 ROE 不低于 6.5%，以 2013 年为基数，2014 年度净利润增长率不低于 25%，且不低于 1.875 亿元；
第三次解锁	2016 年 5 月~2017 年 5 月	30%	2015 年度 ROE 不低于 7.5%，以 2013 年为基数，2015 年度净利润增长率不低于 57%，且不低于 2.355 亿元。

资料来源：东莞证券研究所

2013 年 5 月公司再启股权激励计划，以 2.91 元每股的价格向高管和核心技术人员授出 1460 万股限制性股票，预计 13-15 年将产生摊销费用 895/935/365 万元。2013 年为公司经营调整之年，批量关闭无效店面，减少规模扩张，提升管理效益。同时以新的激励计划提出明确业绩增长要求（根据激励实施条件，根据公司公告 13 年目标已基本完成，我们预计 14-15 净利 CAGR30%）。公司管理层在转型升级攻坚阶段，提出的股权激励计划，彰显公司信心。

2. 主攻 1、2 线城市美式、欧式高端豪装市场

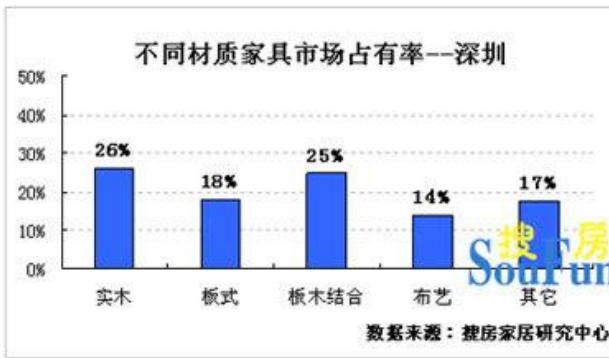
2.1 高端实木美式家具在 1、2 线城市成为高端人士首选

从 1、2 线城市的销售家具材质来看，主要可以分为以下 5 类（按销售单价由高到低排列）：1. 实木、2. 板木结合、3 板式、4. 布艺、5. 其他。其中实木和板木结合由于具有质感古典、环保耐用的特点，现阶段已占据 1、2 线城市家具的市场的主流。

从 1、2 线城市销售家具的外观样式来看，也可以简单分为以下 6 类（按销售单价由高到低排列）：1. 复古奢华 2. 中式、3. 新中式、4. 新古典、5. 乡村田园、6. 现代简约。（复古奢华、新古典、田园乡村均属于欧式、美式家具风格。）

图 5：实木家具在深圳市场 10 年销量占比

图 6：复古奢华、新古典、乡村均等美欧式占据半壁江山

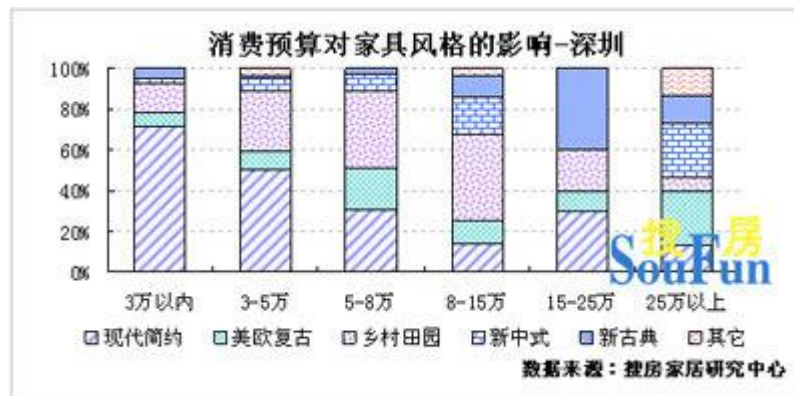


资料来源：wind, 东莞证券研究所

资料来源：wind, 东莞证券研究所

以搜狐家具统计的1线城市代表，深圳市场2010年情况来看，现代简约风格家具仍然是市场消费量最大风格品类，市场占有率达42%；同时乡村田园风格和复古奢华风格的市场覆盖也呈现逐年扩大的趋势，乡村田园风格家具市场占有率28%；复古奢华风格占比11%。新中式风格家具市场占比8%，新古典风格占比6%。

图 7：高收入人群倾向美式、欧式风格比例较高



资料来源：东莞证券研究所，搜房网

家庭家具消费预算与其家具风格的选择相关性较高，一般来说低水平预算中现代简约风格更受欢迎，预算在5万元以上的中高档消费者多数选择了选择了欧美复古、乡村、中式等较为高档的风格。另外我们看到在拥有25万以上预算的深圳顶级消费者这块，欧美复古风格家具占据了大约35%左右的最大市场份额。

2.2 公司发力1、2线城市豪装市场

现有城市门店群优势明显

美克美家直营店通过“城市门店群”策略广泛布局国内一线城市和重点二线城市，基本完成了所有直辖市、计划单列市、省会、和其他具有经济优势的地级市全覆盖。

一、二线城市门店群优势在于：1) 重点城市高净值人群占比较高(家庭年均净收入在 20 万以上人群)，消费升级趋势显著，高端家具业进入景气周期；2)区域内紧密布局可助力发挥规模优势，迅速提升品牌形象并抢占份额。分区域来看，美克美家在东部地区发展最具优势(约 32%的销售面积贡献约 43%收入)；北部/南部/西部地区收入贡献度分别约 28%/14%/15%。3)品牌效应推动。

图 8：公司 1、2 线城市门店布局完整



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

目标群体：白领、精英或者以上的人士准备豪装人事，也不排除一般的上班族，他们可以用分期付款的方式或者是逐步逐步营造自己的家，就是不用一次买全。

主打品牌“美克美家”美克美家使用“经典”主要特色也在不同时期的包括 18 世纪、16 世纪风格的欧、美风格家具。我国家具市场有其内在的统一性。但是有做低端的有做中端的，公司定位在中高端豪装。后目标客户群是定义为有文化底蕴的支持高端客户。

欧美式风格与中式家具风格比较

欧美式乡村风格的家居立意重点是中庸的，当你回到家里的时候要有放松的气氛，我们现在告诉消费者你可以拥有一个舒适的、温暖的生活，而中式家具立意的较为严肃、霸气、古韵，其立意与大部分 40 岁以下消费者生活习惯有所背离。

图 9：欧美式乡村风格

图 10：新中式风格



资料来源：东莞证券研究所、google



资料来源：东莞证券研究所、google

3. 高端家具消费属性确定，引领行业刚性成长

3.1 高净值人口高端家具刚性需求明确，有望引领行业增长

近年来我国高净值人群(可投资金额高于1000万人民币)数量保持约18%的较快增长，国人高端消费意愿也显著领先于其他国家，2012 年中国高端消费消费占全球27%之多，消费升级趋势明显。最然遭遇近期反腐，但其更多是对房地产的层面的影响，而其对具有更新及装修刚性消费属性的相对中高端家具并没有什么影响，影响更多的是具有收藏价值的红木家具，我们认为未来几年多因素将共同促使我国高端家具业较快增长中。

图 11：中国高净值人群数量快速增长

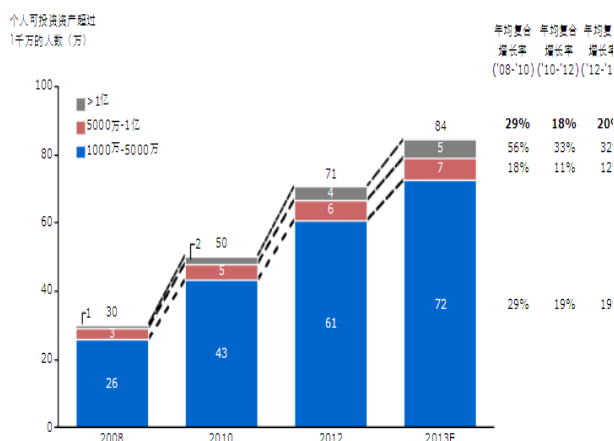
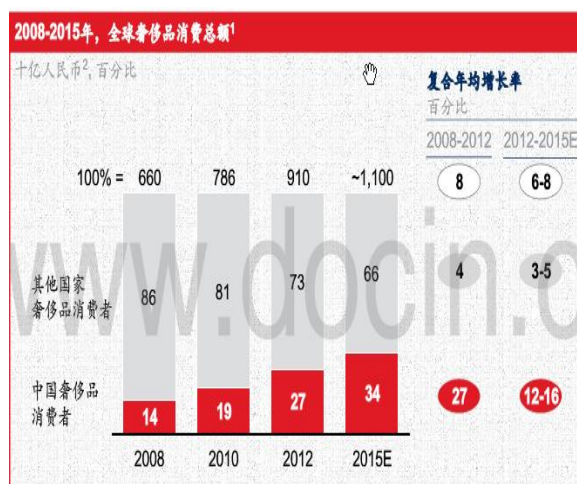


图 12：中国奢侈品消费增长迅速



资料来源：招商银行&贝恩资本《2013 中国私人财富报告》

资料来源：东莞证券研究所

3.2 火热韩剧引导欧美乡村田园风家具向前进

打造韩剧中的梦幻豪宅

从我国大城市家具消费习惯构成来说，购买中高档家具的决定一般由女性成员来决定，而男性仅仅负责掏钱。而我国大部分 40 岁以下妇女基本都是对韩剧的忠实观众，不仅是对韩剧中对剧情、男女主角痴迷，除此之外还不够，女性还对他们居住的房间仔细研究甚那种花花的壁纸、窗帘配上简单素色的美式乡村、美式古典奢华、欧式田园家具，不仅清新、浪漫也有奢华之气，舒适之极。

图 13: 热播韩剧“来之星星的你”剧照



资料来源：招商银行&贝恩资本《2013 中国私人财富报告》

图 14: 热播韩剧“拜托小姐”剧照



资料来源：东莞证券研究所

最近疯狂被女白领追捧的《来自星星的你》，开播不久收视率就超过 20%，我们认为主要是由于韩剧中的平民精神也满足了我国观众现阶段的审美需求。

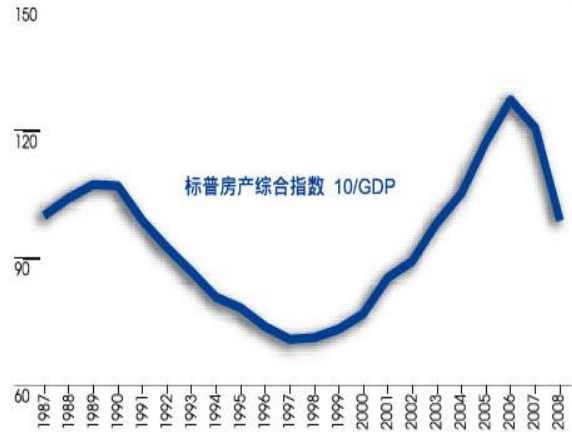
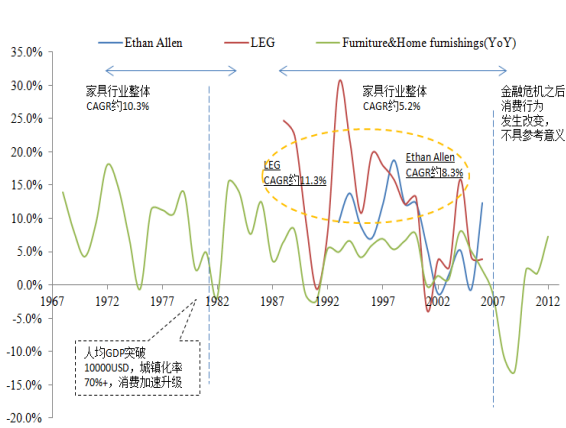
在我国抗日、武侠、涉案、帝王等题材类型的电视剧充斥荧屏之际，中国普通百姓的审美能力和审美心理在无意间被忽略了，在一片热闹聒噪的虚拟故事中，观众无法找到与现实中自己的生存状态相映照的东西，会感觉到被冷落，会不由自主产生隔岸观火的欣赏倦怠。而韩剧在不管是从人物、还是家居背景家具来看，恰恰满足了大部分观众的这种要求。

3.3 “后房地产”阶段，中高端需求有望继续被激发

我们认为中国已进入房地产发展的中后期阶段，正式进入“房地产后”阶段，我国产业将以消费升级为新的经济增长点，室内装饰及中高端家具业将快速成长。从美国家具行业发展上看，上世纪80年代以前美国家具行业整体受益于收入/城镇化率提升，保持较快增长（CAGR 约10%~15%，同期通胀率也保持在10%左右）；进入80、90年代后增速放缓至约5%，但以LEG（1987-2006：CAGR 约11.3%）、伊森·艾伦（1992-2006：CAGR 约8.3%）等代表型企业所引领的高端家具业成长性优于家具行业整体。

图 15: 消费升级下中高端家具收入增速高于行业

图 16: 美国房价与中高端家具消费成弱负相关，超周期性明显



资料来源：CEIC, Bloomberg, 东莞证券

资料来源：Bloomberg、东莞证券研究所

从图 X 的标普房地产综合指数的历史数据显示，美国房价再 1988-1997 和 2006-2008 年均处于熊市。但我们观察同期图 X 的 LEG 和伊森·艾伦业绩表现，其增速仍旧保持在 10%左右水平维持平稳增长，说明在美国市场上房价与中高端家具行业的业绩相关性不大，我们认为由于高房价的挤出效应明显，甚至显示的是负相关关系。

表 2：我国发达区域消费特征与 80~90 年代美国相似

地区国家	时间	人均 GDP	消费特征
美国	进入 80 年代	10000-20000	个性化消费、中高端消费盛行
北京		13797	
上海		13471	高端消费人群数量急剧上升，中青年对生活品质和文化体验需求激增。
广州	现代	159111	
深圳		19638	
其他二线城市		8000-15000	老式消费观念受到冲击，追随一线城市消费风格

资料来源：wind, 东莞证券研究所

目前我国一线城市/部分重点二线城市其发展阶段与八、九十年代美国接近：人均 GDP 突破 1 万美元，消费升级趋势显现。我们预判在中国房价保持平稳以及略有小降的后房地产时代，我国中高端家具也有望进入稳健增长，时间较长的黄金发展期。

3.4 “达芬奇”事件发生，短期有冲击，长期看提升了本土正规军品牌影响力

2011 年沸沸扬扬的达芬奇造假事件极大冲击了“洋品牌”家具市场，同时加深了消费者对产品品质和品牌的认知。我们认为此类事件一方面为高端家具行业整体明确了行业游戏规则，市场监管部门对家居行业也监管力度有所加强；另一方面，产品质优、业务完善的本土高端家具商有望借此提升品牌形象，扩大市场份额。

额。

表 3：达芬奇事件一览表

时间	事件	后果
2011 年 1 月	浙江省对杭州 7 大知名家居市场购买 13 件“实木家具”，涉及 12 个品牌。经检查，13 件样品不同程度使用人造板假冒实木，合格率为零	人造板假冒实木，使得实木家具整体品牌蒙上了阴影。家具质量受到质疑。
2011 年 7 月 10 日	央视《每周质量报告》播出《达芬奇天价家具“洋品牌”身份被指造假》	消费者购买的达芬奇家具被判不合格产品。达芬奇家具品牌轰然倒塌。
2011 年 7 月 13 日	达芬奇家具在北京召开记者招待会，公司 CEO，代理美国、意大利品牌负责人悉数到场。公司未正面回答产品质量问题，但承认与国内家具厂有合作	公司未就产品质量做正面回答。
2011 年 7 月 15 日	中国家具协会针对达芬奇事件发布诚信经营倡议书	家具品牌诚信经营备受社会关注，尤其是“洋品牌”的产地及质量。
2011 年 7 月 22 日	达芬奇承认“汤玛斯”家具“一日游”，不合格产品可退换	首次公开承认“汤玛斯”产品保税区一日游事件，对不合格“卡布丽缇”产品将实施退货。

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

3.5 高端家具行业集中度低，但进入门槛较高

目前我国家具行业集中度很低，但高端家具细分市场由于产业链附带的产能、工艺、风格、渠道、品牌要求非常高；客户认可度需要时间培养，因此实际进入门槛较高，因此竞争较为宽松，如果没有新进入品根据行业内6家国内知名的高端家具品牌商，以高端家具300 亿的市场容量（Frost&Sullivan）估算，其份额总和仅约10%。其中美克美家品牌在中国“最有价值品牌500 强”中位居家具品牌企业中第一，其市占率仅约0.5%。

图 17：行业内各大品牌定位及销售情况



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

4. 前期投入完成，精益管理实现利润兑现

4.1 内销成长性良好

公司提高单店盈利水平，提升内控，同时加强品牌推广，内生增长有望持续改善。2008-12 年美克美家市场拓展期，以粗放式的快速圈地开店为主，单店平均收入持续下滑。为解决增长问题，12Q4 起公司美克美家零售事业部陆续聘请国内外零售专家加盟，谋求转型；在事业部统战下，就现有门店作经营调整，实施精细化管理。13H1 公司放缓开设新店，上半年仅新增3家门店，单店销售水平从去年的1586 万元/店企稳回升至1733 万元/店。

14年1月，公司提前终止了包含在37家新店建设的募投项目，已完成新店建设共32 家；由于租金、房产价格上涨，终止了武汉、西安等5家直营店的建设。公司计划在14 年不再除去已装修完毕的3家直营店外，不在增设新直营店。

图 18：公司在 13 年关停 10 家无盈利能力门店

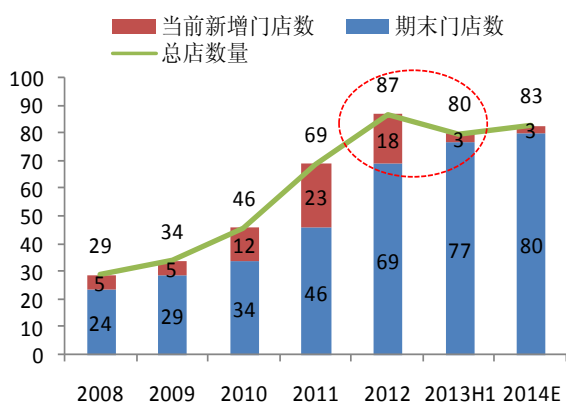
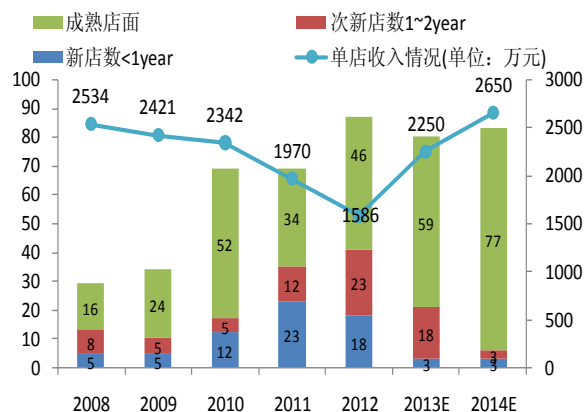


图 19：新开门店有望在 14 年盈利收获期



资料来源：东莞证券研究所

资料来源：东莞证券研究所

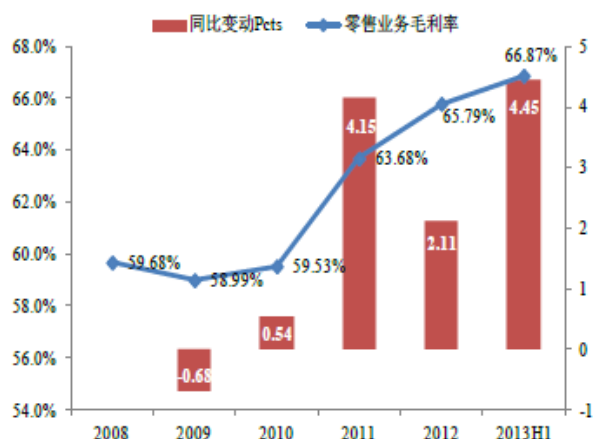
经营上积极调整主要体现为：1) 重新评估现有所有门店，对经营不善/前景不佳的门店作关闭处理；2) 加强美克美家事业部内的资源调配与共享，由销售出色的门店分享成功经验；3) 建立并运行以销售为导向的S&OP 体系，强化销售业绩考核与内部管理。同时，公司大力加强了广告宣传力度，广告类支出占销售费用比例达16%+，近年来呈上升趋势。公司目前约70%的广告通过全国电视频道投放，2013 年美克美家成功进入中央一套/十三套频道，在知名娱乐节目的广告时段也频现，有望进一步拓展市场品牌影响力。

一般从可选及耐用品销售的门店建设周期来看，门店盈利模式的复制周期需要3年的成长期。门店的建设第一年需要跨过招聘、管理实现本地化、对本地市场口味进行融合、教育等诸多门槛；然后才有可能在第二年利用打折促销等各种活动，吸引关注的消费群体，实现口碑宣传，有可能进入所谓营收平衡期(break-even point)；最终在第三年有望进入盈利收获期，单店利润接近甚至超过之前的成熟店面。

4.2 控制折扣销售整体向好，毛利率有望持续提升

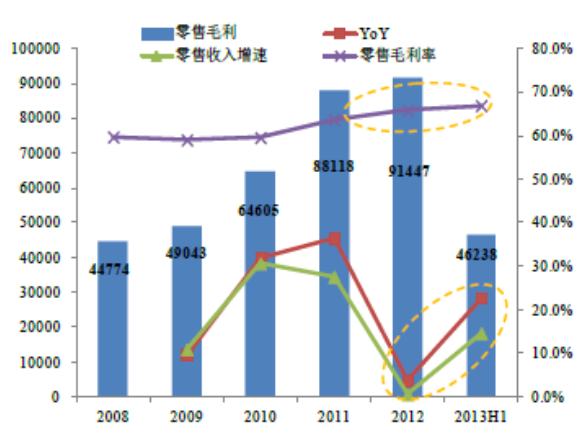
首先随着品牌营销推进/新店逐渐成熟等，美克美家13H1销售增速企稳回升。另一方面，美克美家在粗放式发展阶段疏于内部管理，产品价格体系较乱；12年零售事业部成立后，商品管理大大加强，12Q4起对包括折扣审批权限在内的相关授权进行了规范。销售整体向好，同时有效控制折扣，多因素下公司13H1零售业务毛利率同比显著提升4.45pcts 至66.87%。

图 20：公司零售毛利率从 09 年后不断提升（%）



资料来源：东莞证券研究所、wind

图 21：13H1 零售增速/盈利齐改善（%）



资料来源：东莞证券研究所、wind

公司在收紧折扣力度同时，产品销量也实现较快增长。对比同档次其他品牌产品，在保证高附加值基础上美克美家单品价格仍有10%~20%的提价空间。

5. 多品牌协同，加盟业务有望破零

5.1 多品牌战略清晰，覆盖需求面扩大

2013年公司切实推进多品牌战略，持续拓展A. R. T零售店的同时开辟ZEST和YvvyY店。ZEST、YvvyY 定位中档，偏现代、时尚简约风格，与美克美家、ART等中高档家具形成差异化和优势互补。上半年ART/ZEST/YvvyY 新增3/3/2家店面。

图 22：行业内各大品牌定位及销售情况

品牌名称	定位	销售情况
美克·美家 (Markor Furnishings)	中高档家具	持续运营
YvvyY (energetic & stylish)	中档，时尚简约	上半年新增2家店面
A.R.T. (ART CULTURE)	中高档家具	上半年新增3家店面
Zest home & living (您在家)	中档，时尚简约	上半年新增3家店面
ETHAN ALLEN (CUSTOM COLOR CENTERS)	中高档家具	持续运营
caracole	中档家具	持续运营
LAPCITER (馨赏家)	中档家具	持续运营

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

5.2 加盟业务有望添加新鲜血液

ART、ZEST等处于品牌渠道拓展阶段，但考虑到扩张对资本的消耗问题，公司考虑引入加盟模式。公司或在预定明年3月上海举办的大型产品展销会上发展加盟商，目前已有商家表示加盟意向，由于加盟门店投入很小，因此我们预计14下半年起加盟业务将开始贡献可观的利润。

表 4：新品牌定位介绍

品牌	产品定位	2014 年预计加盟数	渠道模式
A.R.T	定位于原汁原味的美式风格家具。	15	自营，因ART 纯美式风格对混搭要求较低，也适合加盟
ZEST	定位于有保证的品质、可承受的价格、百搭基础款家具，大众路线。	15	自营+加盟、家具卖场中店
YvY	定位潮流，充满活力和青春气息。	10	自营+加盟

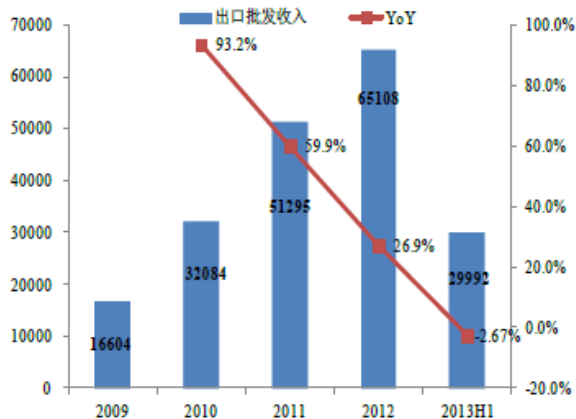
资料来源：东莞证券研究所

6. 人民币单边上涨趋势改变，批发业务有望复苏

6.1 出口批发：14 年有望企稳回升

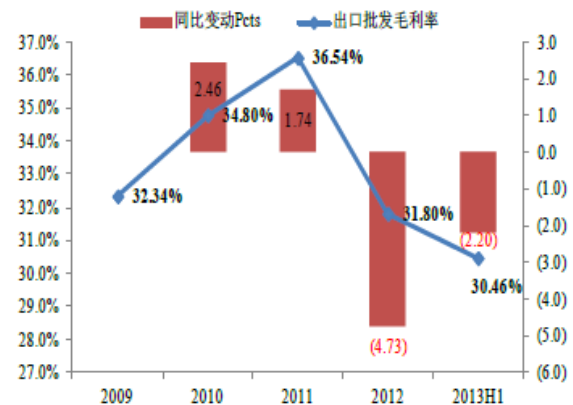
公司在前两年年分别收购Schnadig/ART后，使用其品牌开展家具海外批发业务。2013H1实现出口批发收入约3亿元，同比下滑2.67%。收入下滑主要因Schnadig与“拉夫·劳伦”签约到期，品牌影响率减弱所致。同时，产能利用率下降导致上半年毛利率较12H1下滑2.2pcts至30.46%，不过其整体毛利率仍远高于行业平均水平。

图 23：公司出口批发收入增长情况



资料来源：东莞证券研究所、wind

图 24：公司出口批发毛利率变动 (%)



资料来源：东莞证券研究所、wind

Schnadig 上半年成功开发出“现代工匠”系列产品，下游订单充足。由于该产品对材质要求较特殊，公司暂未能完成相应的生产供应，14年有望全面开工。

而14年一场原因至今尚未明朗的波动，使得人民币向下贬值的可能性大大增大；人民币贬值对我国家具产品的竞争力提升作用不可小觑。我们假设如果人民币在14年贬值3%，有望增厚公司批发毛利1-2个百分点，增加收入5-10%。

除此之外，近期欧美经济初步见底，持续向好也对公司出口产生了积极作用，因此我们预计批发业务下半年增速有望企稳回升，我们预测的13-15年其收入增速约为-2%/15%/15%。

6.2 传统 OEM 业务继续萎缩，大势所趋

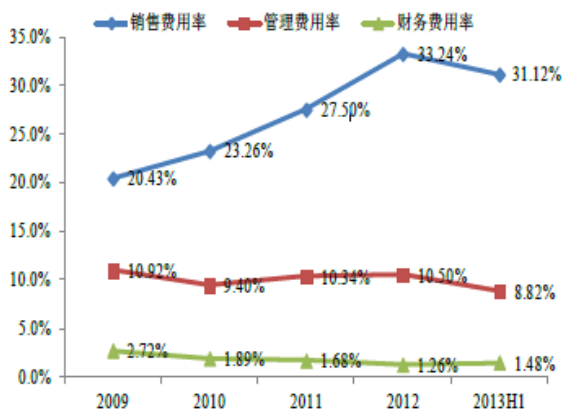
随着公司转型OBM及内销战略推进，其传统OEM业务占比从近50%逐渐缩减至约20%。13H1公司实现OEM收入2.48 亿元，同比大幅下滑24%。收入下降主要因公司为公司未来发展规划而进行的主动战略收缩调整。目前家具制造业务利润为负，但考虑到实现产业规模优势及国外品牌影响力等问题，预计公司OEM业务在未来1-2年仍将继续边收缩边运营。

7. 费用率有望下调，经营效率有望整体提升

13年上半年公司销售/管理/财务费用率分别为31.1%/8.8%/1.5%，较12H1 分别变动+3.28/+0.52/-0.05pcts。其中人工成本（占收入14%）仍为最大费用项，较12 年同期略升0.49pct，随着CPI逐步企稳，14年其涨幅有望收窄；此外资产使用费（主要为房租）较12H1提升1.63pcts。

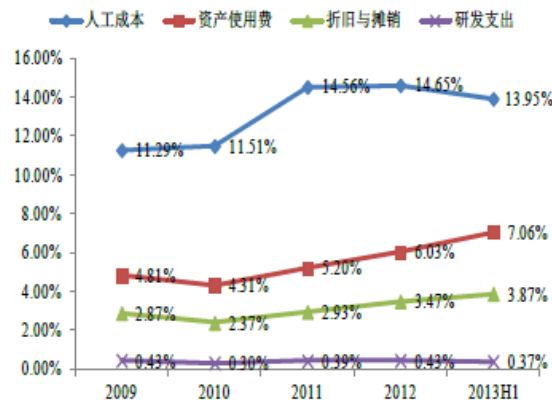
不过我们也看到13年上半年销售费用，仍旧比12年整年公司销售费用率低2.12pct。我们预计在13年整体来看公司销售费用率将维持在31%-32%之间。

图 25：公司销售费用率有望下调



资料来源：东莞证券研究所、wind

图 26：公司人工成本为主要支出（%）



资料来源：东莞证券研究所、wind

公司近期主要采取了以下措施来控制费用：1、零售事业部体系进行垂直优化、人员下沉，人员数下降近10%。2、下半年继续加强对销售人员业绩考核，提高销售人员/管理人员比例。3、批发制造方面，通过ERP&PLM 项目打造供应链管控能力，提高资产使用效率降低使用费。

我们预测的2013-15年销售管理费用率为41.8%/41.5%/41.0%，呈逐步下降趋势。

8. 盈利预测及投资建议

主营分业务预测：综上所述，我们预计公司主营业务 13-15 年收入增长 7.48%、16.40%和 16.44%，综合毛利率分别为 50.72%、52.33%和 53.52%。

净利润增长率

表 5：分业务收入预测

	2012	2013E	2014E	2015E
总收入	260,102.85	279,570.7678	325,410.5293	378,915.2565
YOY		7.48%	16.40%	16.44%
综合毛利率	46.99%	50.72%	52.33%	53.52%
零售商品	138,997.66	170,967.12	208,579.89	252,381.67
YOY		23%	22%	21%
毛利率	65.79%	66.50%	66.70%	66.70%
OEM 产品	55,996.89	44,797.51	43,453.59	42,149.98
YOY		-20%	-3%	-3%
毛利率	16.89%	17.89%	17.50%	17.50%
批发商品	65,108.30	63,806.13	73,377.05	84,383.61
YOY		-2%	15%	15%
毛利率	31.80%	31.50%	32.10%	32.10%

资料来源：wind, 东莞证券研究所

首次给予“推荐”评级：综合分析，我们推荐该股的主要逻辑是 1、公司美式、欧式中高档家具，大多采用经典设计，刚需特征明显，有能够超越周期的特点。其成长性受房地产的影响的相关性不强。2、未来我国高净值人群消费习惯的改变及收入的增长。（购买习惯趋向欧美舒适型）3、公司自有城市群渠道的发展潜力。4、公司有望通过加盟渠道，进行轻资产扩张优势。5、公司为行业内唯一龙头品牌企业，品牌附加值高，增加客户粘性容易，单一客户 ARPU 不断提升。6、人民币单边上涨周期结束，家具出口龙头企业有望赢者通吃。因此我们预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.28 元（+759.99%）、0.44 元（+58.93%）、0.58（+32.59%）元，对应 PE 为 21 倍、13 倍、10 倍。首次给予“推荐”评级。

9. 风险提示

1、欧美经济复苏低于预期。2、消费者信心出现下降。3、新店难以进入成熟期。4、品牌出现被曝光的质量问题。

附表：财务报表预测与比例分析：

利润表：	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表：	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,631	2,828	3,292	3,833	净利润	21	178	283	375
营业成本	1,395	1,394	1,569	1,781	折旧与摊销	137	231	123	145
营业税金及附加	14	14	16	19	财务支出	28	9	-3	9
销售费用	875	939	1,072	1,231	投资损失	-5	-5	-5	-6
管理费用	276	280	323	372	净营运资本变动	-20	-741	-328	-315
财务费用	33	9	-3	9	经营活动现金流	205	-328	69	209
资产减值损失	10	8	10	11	资本支出	-148	-147	-82	-104
其他经营收益	8	6	6	7	其它投资	2	5	5	6
营业利润	36	190	310	416	投资活动现金流	-146	-142	-76	-98
利润总额	50	205	325	431	股权融资	0	15	0	0
减 所得税	30	27	42	56	债券融资	425	-33	46	54
净利润	21	178	283	375	股利分配及其它	-55	-54	-68	-102
减 少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流	370	-72	-22	-48
归母公司净利润	21	178	283	375	货币资金净变动	429	-543	-28	63
资产负债表：	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务比率：	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	430	-113	-142	-79	成长能力 (YOY)				
应收账款	195	204	237	276	营业收入	2.75%	7.48%	16.40%	16.44%
预付账款	136	125	141	160	营业利润	-83.02%	434.87%	63.42%	34.11%
存货	1,123	1,785	2,157	2,513	归母公司净利润	-89.45%	759.99%	58.93%	32.59%
其它	50	44	33	55	盈利能力				
流动资产合计	1,933	2,044	2,426	2,925	销售毛利率	46.99%	50.72%	52.33%	53.52%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	0.79%	6.30%	8.60%	9.79%
固定资产合计	1,157	1,180	1,203	1,227	ROE	0.82%	6.65%	9.79%	11.83%
长期待摊费用	82	-14	2	-0	ROIC	7.54%	1.24%	5.96%	8.45%
其它	596	585	504	441	偿债能力				
非流动资产合计	1,834	1,751	1,710	1,668	资产负债率	1.24%	5.96%	8.45%	10.55%
资产总计	3,768	3,795	4,136	4,593	流动比率	1.54	1.89	2.02	2.15
短期借款	316	226	263	307	速动比率	0.65	0.24	0.22	0.30
应付账款	251	227	251	299	营运能力				
预收款项	304	307	345	392	资产周转率	0.71	0.75	0.83	0.88
其它	382	319	339	367	存货周转率	1.37	0.96	0.80	0.76
流动负债合计	1,253	1,079	1,198	1,364	应收账款周转率	13.90	14.18	14.94	14.94
长期借款	0	57	66	77	每股指标				
其它	234	-52	-9	-11	每股收益	0.03	0.28	0.44	0.58
非流动负债合计	234	4	57	66	每股经营现金流	32.44	-50.73	10.72	32.29
负债合计	1,258	1,136	1,264	1,440	每股净资产	3.97	4.14	4.46	4.90
实收资本	633	647	647	647	每股股利	0.03	0.07	0.11	0.14
资本公积	905	905	905	905	估值指标				
留存收益及其它	991	1,125	1,337	1,619	PE	179.32	21.33	13.42	10.12
所有者权益合计	2,529	2,678	2,890	3,171	PB	1.48	1.42	1.31	1.20
负债和权益总计	3,787	3,813	4,154	4,612	EV/EBITDA	17.69	8.52	8.49	6.41

资料来源：东莞证券研究所、wind

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
 邮政编码：523000
 电话：（0769）22119430
 传真：（0769）22119430
 网址：www.dgzq.com.cn
 邮政编码：523000