

美克家居 (600337.SH)

室内家具行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

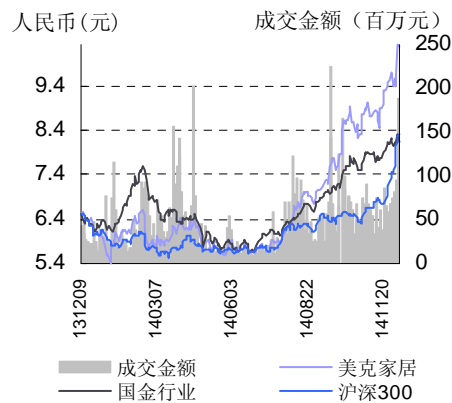
市价(人民币): 10.27元

目标(人民币): 15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	638.33
总市值(百万元)	6,642.74
年内股价最高最低(元)	10.32/5.40
沪深300指数	3124.89
上证指数	2937.65



## 新品牌, 新模式, 大空间

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.033	0.266	0.344	0.496	0.618
每股净资产(元)	3.97	4.18	4.57	5.06	5.68
每股经营性现金流(元)	0.32	0.49	0.70	0.73	0.63
市盈率(倍)	172.91	22.58	29.64	20.56	16.49
行业优化市盈率(倍)	33.31	34.49	36.76	36.76	36.76
净利润增长率(%)	-89.45%	730.55%	29.40%	44.15%	24.68%
净资产收益率(%)	0.83%	6.35%	7.53%	9.79%	10.88%
总股本(百万股)	632.68	647.28	646.81	646.81	646.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **美克家居是国内中高档家具标杆企业:** 美克家居原主要为国外家具企业OEM代工, 2002年公司战略转型进军国内中高端家具零售市场, 通过直营店模式建立自有家具品牌——美克美家, 完成华丽转身。目前内销占公司收入比重近60%, 已成为公司增长的核心驱动力。近五年美克家居收入、净利复合增速分别为6.5%、22.4%。
- **实施股权激励&员工持股计划, 公司动力强:** 公司于2013年3月实施了限制性股票激励; 今年10月又推出员工持股计划, 对象包括董监高等479人, 基本囊括了公司经营层面所有核心人员; 同时引入杠杆, 放大激励效果; 而且大股东提供保底, 也体现公司长远发展信心。股权激励、员工持股等政策的实施, 实现了资本市场与公司管理团队利益的一致, 也有利于激发公司管理团队的动力, 有效保障公司业绩增长。
- **多品牌战略启动, 新品牌、新模式, 成长空间打开:** 公司多品牌战略于今年下半年正式启动, 未来公司将逐步形成以美克美家为主, A.R.T、ZEST、YVVY、REHOME为辅的国内中高档家具品牌群。目前新品牌A.R.T已进入大规模招商期, 以经销模式为主, 明年门店预计达50家以上, 将贡献业绩弹性。公司差异化的品牌定位可覆盖更多客户群体, 满足消费者个性化需求, 也将受益于国内中产阶级崛起的大趋势。
- **向管理要红利, 改革渐有效果:** 美克家居高费用一直被市场所诟病, 13年新任总监上任后, 针对美克美家存在的问题, 进行了大幅改革, 效果正逐步显现。公司内销盈利力稳步上升, 费用率过高也逐步改善。目前美克内销净利率约16.5%, 仍有提升空间。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2014-2016年营业收入为27.47亿元、29.19亿元、35.69亿元; 归属于上市公司股东净利润分别为2.23亿元、3.21亿元、4亿元, 分别增长29.4%、44.2%、24.7%; EPS为0.34元、0.5元、0.62元。建议买入, 给予公司6-12个月目标价15元, 对应15年30XPE。

## 风险

- 新品牌A.R.T开店进展、盈利性低于预期; 美克美家净利率持续提升难度大; 多品牌、多业务推进重新导致费用控制不力。

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001  
(8621)60230237  
zhouwb@gjzq.com.cn

## 内容目录

美克家居，定位中高端的品牌家具商 .....	4
美克是国内中高档家具的标杆 .....	4
以百年老店的标准来打造美克美家 .....	4
历史上业绩不达预期的主客观原因 .....	6
动力足，管理改善+新品牌、新模式，公司进入拐点期 .....	7
股权激励&员工持股，公司动力足 .....	7
新品牌、新模式 .....	8
向管理要红利，改革渐有效果 .....	10
OEM 整合，退出亏损的出口家具业务 .....	11
OBO 电子商务及 FA 项目 .....	12
盈利预测及投资建议 .....	13
附录：三张报表预测摘要 .....	15

## 图表目录

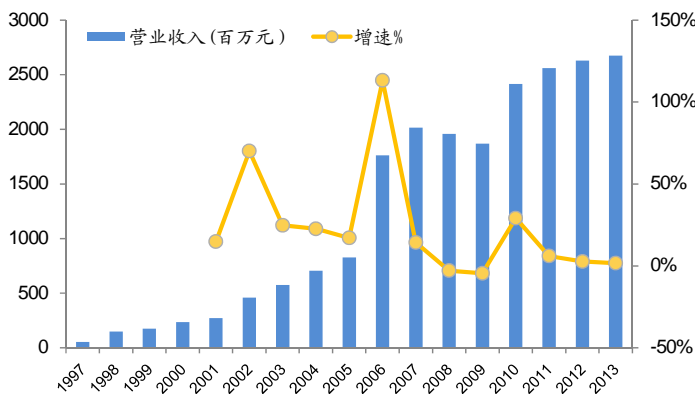
图表 1: 美克家居收入及增速 .....	4
图表 2: 美克家居净利润及增速 .....	4
图表 3: 公司零售占比逐年提高 .....	4
图表 4: 公司主营业务毛利率% .....	4
图表 5: 美克美家复合增速 16%左右 .....	5
图表 6: 美克美家坪效 .....	5
图表 7: 美克美家门店数 .....	5
图表 8: 美克美家门店按区域分布 .....	5
图表 9: 公司细分主营净利润（万元） .....	6
图表 10: 费用率及净利率比较 .....	7
图表 11: 员工效率比较 .....	7
图表 12: 美克销售费用构成明细 .....	7
图表 13: 美克管理费用构成明细 .....	7
图表 14: 限制性股票激励计划 .....	8
图表 15: 美克家居零售品牌 .....	9
图表 16: 14 年下半年 A.R.T 家具进入招商期 .....	10
图表 17: A.R.T 进入大规模开店期 .....	10
图表 18: A.R.T 家具展示 .....	10
图表 19: A.R.T 家具展示 .....	10
图表 20: 公司盈利力逐步改善 .....	11
图表 21: 公司费用率已呈下降趋势 .....	11

图表 22: 美克美家内销净利率持续改善.....	11
图表 23: 公司批发家具业务收入及增速%.....	12
图表 24: 公司出口家具业务收入及增速.....	12
图表 25: 批发及出口业务对毛利贡献仅 20%左右 .....	12
图表 26: 批发及出口业务毛利率 .....	12
图表 27: 美克美家宣传网站.....	13
图表 28: 线上用户体验测试家居风格 .....	13
图表 29: 公司营业/管理/所得税率预测 .....	13
图表 30: 美克家居营收明细表 .....	14

## 美克家居，定位中高端的品牌家具商

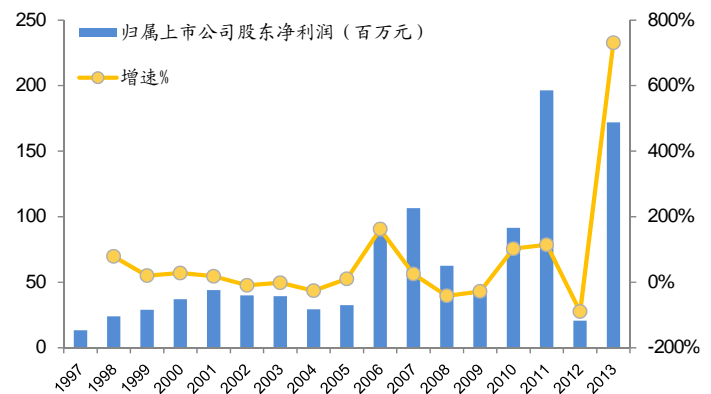
- 美克家居原主要为国外家具企业 OEM 代工，2002 年起公司开始战略转型，布局国内中高端家具零售市场，通过直营店模式建立自有家具零售品牌——美克美家，完成华丽转身。
- 2013 年美克家居收入、净利润分别为 26.75 亿元、1.72 亿元；近五年美克家居收入复合增速 6.5%，净利复合增速 22.4%。公司内销零售收入 15.69 亿元，占公司收入比近 60%，近五年内销复合增速 15.9%，国内零售已成为公司增长的核心驱动力。
- 公司正积极实施多品牌战略，根据消费者层级全方位延伸和开发副品牌，未来公司将逐步形成以美克美家为主，A.R.T、ZEST、YVY、REHOME 为辅的国内中高档家具品牌群。差异化的品牌定位可覆盖更多客户群体，满足消费者个性化需求，也将受益于国内中产阶级崛起的大趋势。

图表1：美克家居收入及增速

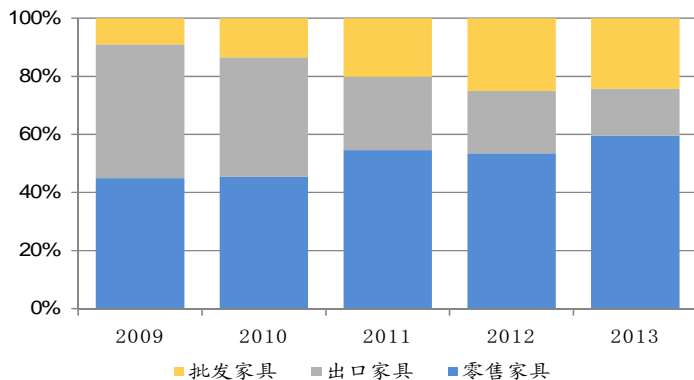


来源：公司财务报告、国金证券研究所

图表2：美克家居净利润及增速

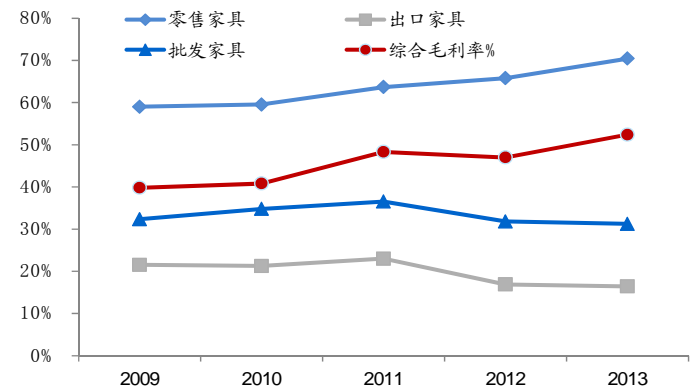


图表3：公司零售占比逐年提高



来源：公司财务报告、国金证券研究所

图表4：公司主营业务毛利率%



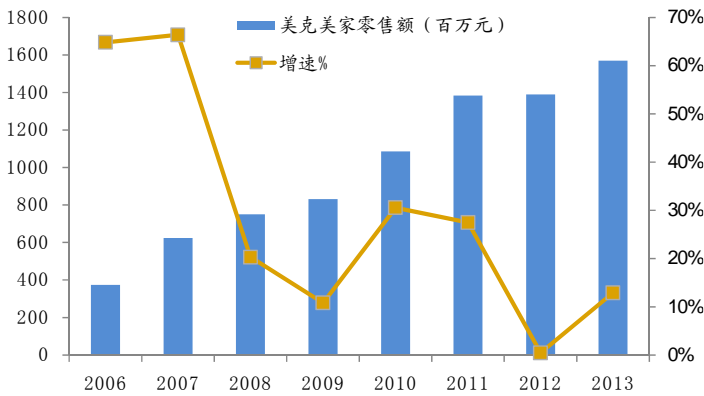
## 美克是国内中高档家具的标杆

### 以百年老店的标准来打造美克美家

- 美克模式源于伊森艾伦，但青出于蓝：美克美家以 EA 为标杆，“在产品设计、服务理念与经营模式及企业发展上，遵循和学习伊森艾伦的发展轨迹”，并结合国内实际经营环境进行一定幅度改良。美克美家倡导“是经典也是生活”的品牌理念，专注为国内消费者提供品质生活。
- 美克美家主打欧美风格实木类家具，品牌包括美克美家、Caracole、及代理品牌伊森艾伦。美克美家的目标客户是中产及以上消费者，适用于大型城市公寓及花园别墅。

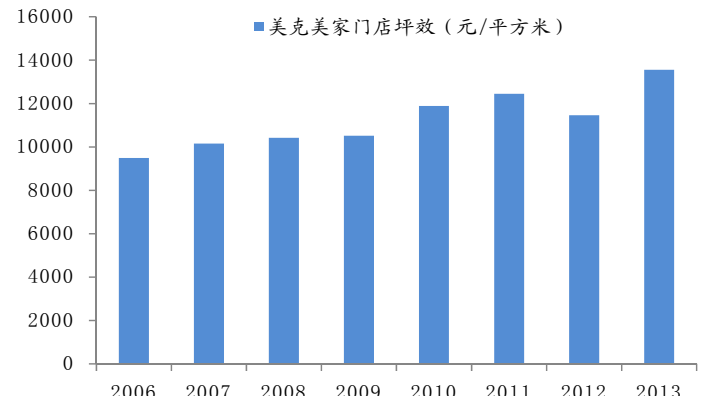
- 美克美家采取直营店模式，以租赁或购买自建的方式拓展门店，通过城市旗舰店、标准店、卫星店等形式覆盖零售终端。截至 2013 年底，美克家居零售共拥有 3 个配送中心、29 个服务中心覆盖全国 40 个城市，拥有 73 家美克美家门店。
  - 城市旗舰店一般选择在北上广深及经济发达的省会城市，单店面积 3000-6000 平米，多采取自建或租赁形式。
  - 标准店分布在大部分省会城市及二线城市，单店面积 1500-3000 平米之间，采取自建+租赁的混合形式。
  - 卫星店单店面积 800 平米左右，多分布于旗舰店和标准店所在城市人口密集的住宅商区，以增强品牌在当地的辐射作用。
- 14 年上半年美克美家内销额 7.86 亿元，同比增长 13.6%，过去五年复合增速达 16% 左右。目前美克美家毛利率达 70%，较五年前上升 11 个百分点，保持稳步上升趋势。我们预计在坪效及门店扩张的带动下，美克美家有望保持 15%-20% 稳健增长。
  - 预计未来几年美克美家门店将以 15-20 家扩张。
  - 14 年 H1 美克美家门店进行了升级，统一店面形象，调整店铺陈列，改善产品结构及视觉效果，店铺的升级有望推动业务量的上升。
  - 目前美克美家平均单店销售额约 2100 万元，坪效约 1.3 万元，保持上升趋势。

图表5: 美克美家复合增速 16%左右

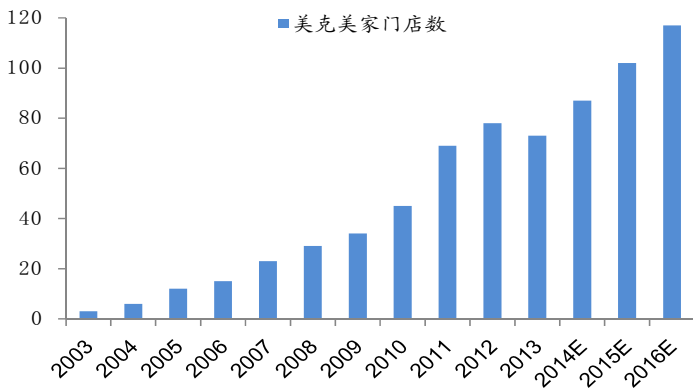


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表6: 美克美家坪效

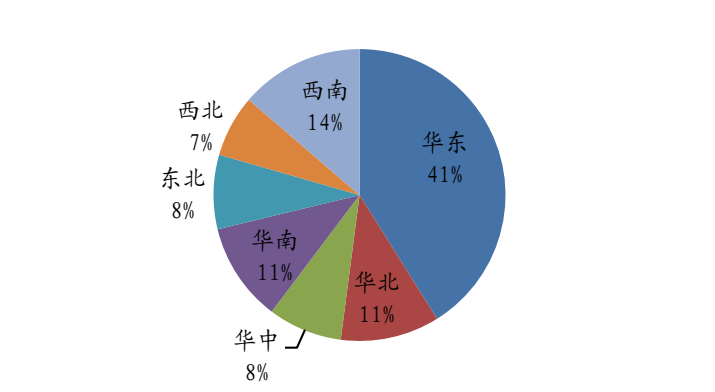


图表7: 美克美家门店数



来源: 公司年报、国金证券研究所

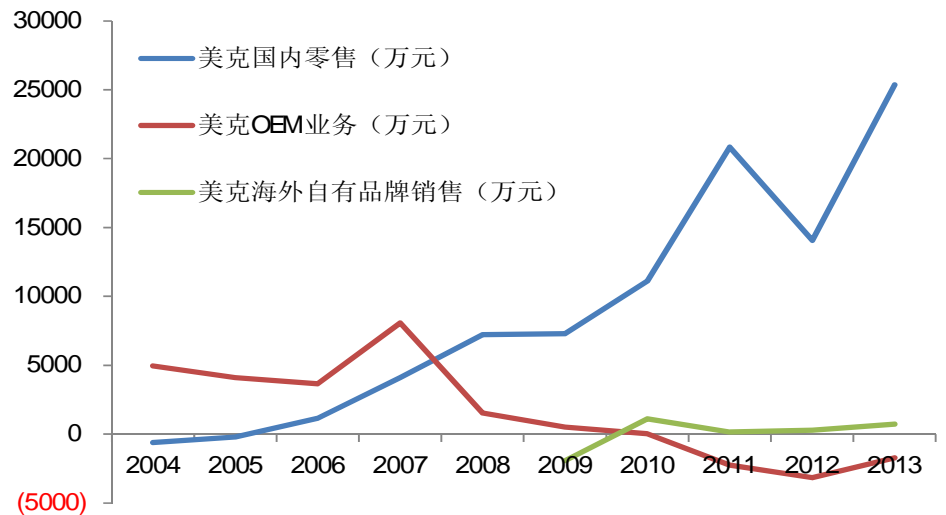
图表8: 美克美家门店按区域分布



### 历史上业绩不达预期的主客观原因

- **转型之痛伴随多年：**美克家居被资本市场所诟病，主要因历史上业绩常不达标预期。其业绩除受地产景气周期影响所产生的正常波动外，还存在主客观原因，也可以说是转型之痛。
- **此消彼长，代工&内销存在互相抵消效应：**公司于 2002 年开始布局国内内销市场，由于采取直营销售模式，资本投入大、且品牌知名度低，需要沉淀。2007 年以前内销基本处于投入期，盈利很少，部分年份甚至亏损；而同期出口 OEM 业务处于行业景气高点，可以说内销拖累了整体盈利。
- 而 08 年后内销业务已走过爬坡期，进入良性发展阶段，2013 年美克美家内销比 08 年增长 1 倍多，利润则增长 2.5 倍左右；但同期海外市场尤其是美国受金融危机的影响，销售及盈利大幅度下滑，最近三年年年亏损 2000-3000 万元，影响了整体业绩。
- 随着公司退出纯代工的出口业务（15 年退出），跷跷板效应将消失。未来公司将逐步演变成一家纯正的品牌家具内销公司，无论是收入及盈利的稳定性将大幅提升。

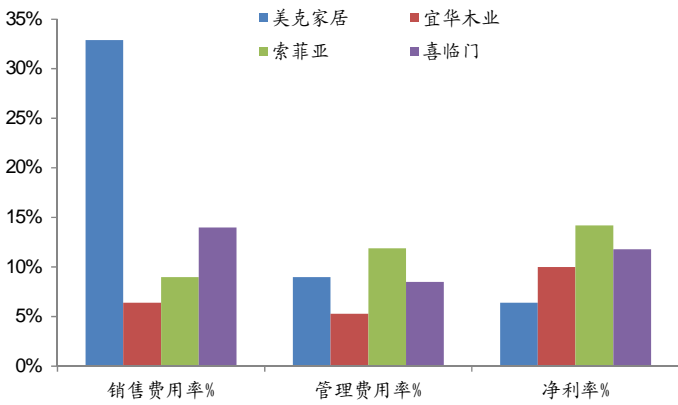
图表9：公司细分主营净利润（万元）



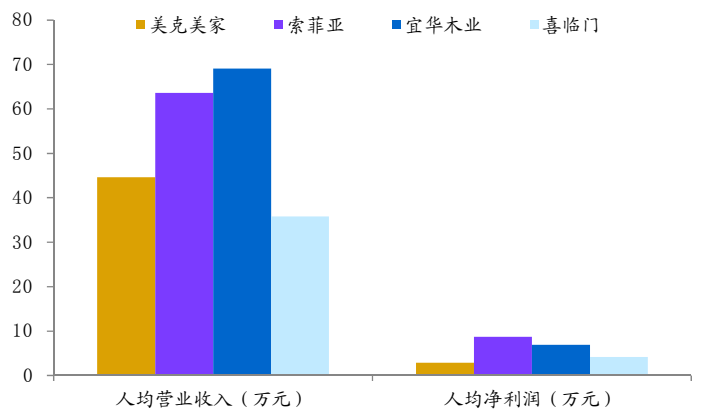
来源：国金证券研究所

- **管理效率低，费用侵蚀利润：**管理粗放，员工效率低，利润被费用大量侵蚀也是美克业绩低于预期的重要原因之一。由于近几年因公司集中精力拓展门店，抢占市场，而在人员培养及管理上未能及时跟上，导致费用居高不下。无论从人均营收、人均利润贡献，还是净利率水平来看，公司都存在较大改进空间。
  - 公司的综合毛利率 50%以上，高于同行业的 30%-40%的平均水平，但销售净利率却只有 6.4%左右，远低于同类企业 10%-15%的水平，主要是费用率居高不下。
  - 2013 年公司销售费率为 33%：分业务看，美克美家占 75%-80%，批发业务占 10%-15%；在具体构成上，人工、租赁费和广告费占比较大，分别占全部销售费用的 37%、20%和 13%。
  - 2013 年管理费用率为 9%：分业务来看，制造业务占比 40%、美克美家占 30%、批发业务占 30%；在具体构成上，人工、办公费用、折旧及摊销位列前列，分别占 48%、22%、11%。

图表10: 费用率及净利率比较

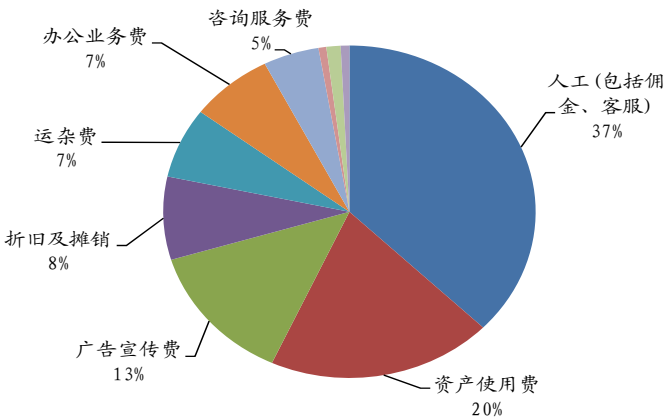


图表11: 员工效率比较

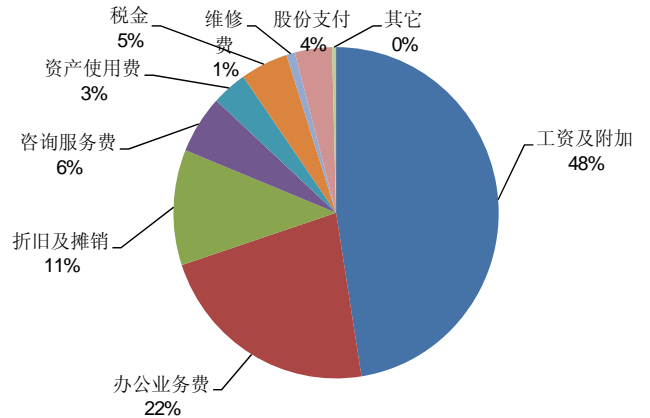


来源: 公司财务报告、国金证券研究所

图表12: 美克销售费用构成明细



图表13: 美克管理费用构成明细



来源: 公司财务报告、国金证券研究所

### 动力足, 管理改善+新品牌、新模式, 公司进入拐点期

#### 股权激励&员工持股, 公司动力足

- **股权激励:** 公司于 2013 年 3 月向董事、高管、中层管理人员和核心技术人员合计 84 人推行限制性股票激励, 股份总数 1500 万股, 授予价格为 2.94 元。
- 解锁条件包括净资产收益率和净利润两个指标: 2013-2015 年 ROE 不低于 5.5%、6.5%、7.5%; 2013 年净利润不低于 1.5 亿元 (实际 1.72 亿元); 2014-2015 年净利润增速不低于 25%和 57% (以 2013 年为基数)。
- **员工持股:** 2014 年 10 月公司推出员工持股计划, 员工筹资 8577 万元认购国泰元鑫美克家居员工持股专项资产管理计划进取级份额, 购买公司股票。本次员工持股计划覆盖面广泛, 基本囊括了公司经营层面所有核心和骨干人员, 实现了大面积的利益绑定。同时引入杠杆, 放大激励效果; 而且大股东提供保底, 也体现公司长远发展信心。
  - 本次员工持股计划覆盖员工 479 人 (包括公司董监高 4 人), 计划份额上限为 2.7 亿份, 按照不超过 2: 1 的比例设立优先级份额和进取级份额。
  - 优先级份额按照预期年化收益率 7.7%优先获得收益, 进取级通过份额分级放大收益或损失。公司控股股东美克投资集团为该计划份额的权益实现提供担保。

- 股权激励、员工持股等政策的实施，实现了资本市场与公司管理团队利益的一致，可激发公司管理团队的动力，有效保障公司业绩增长。

图表14：限制性股票激励计划

解锁期	解锁份额	解锁条件
2014.5	40%	ROE>5.5%；净利润>1.5 亿元
2015.5	30%	ROE>6.5%，净利润>1.875 亿元，净利润增速>25%（以 2013 年为基数）
2016.5	30%	ROE>7.5%，净利润>2.355 亿元，净利润增速>57%（2013 年为基数）

来源：公司公告、国金证券研究所

### 新品牌、新模式

- 公司正积极实施多品牌战略，在做大做强主品牌—美克美家的基础上，根据消费者层级结构全方位延伸和开发副品牌，未来公司将逐步形成以美克美家为主，A.R.T、ZEST、YVVY、REHOME 为辅的国内中高档家具品牌群。
  - A.R.T：纯正美式风格、整体偏硬，定位略低于美克美家；以大户型住房及别墅类客户为主。
  - ZEST 姿在家：定位多彩、环保、时尚，消费群体以 80-90 后为主，价格比宜家家具贵 20%-30%，可能打造成互联网品牌。
  - YVVY：定位酷，重在设计感，价格定位与美克美家差不多，多材质的组合搭配。门店以独立店+商场店两种模式，首家门店在南京西路仙乐斯。
  - REHOME：取代原来馨赏家品牌，主营家居用品，计划通过家居消费品增加客户对美克品牌的认知度及黏性。
- 随着多品牌战略的推进，差异化的品牌定位可覆盖更多客户群体，满足消费者个性化需求。而与美克美家直营模式有所差异，A.R.T 等新品牌将主要以经销模式拓展，资本投入少，盈利周期也相对较短。
- 规模效应下的产业协同：美克美家在发展初期就以百年老店的目标进行规划，在配套建设基础设施如工厂、仓储、物流等方面投入较大，导致利用效率偏低，侵蚀了利润。而随着公司多品牌战略的启动，规模优势将逐步显现，可摊薄成本，也可增强公司整体盈利性。



图表15: 美克家居零售品牌

美克家居品牌系列	标志	品牌特色
美克美家		根植于美式家具，定位经典的生活方式，包括很多子品牌、多系列产品
A.R.T		纯正美式、整体风格偏硬，定位略低于美克美家
ZEST (姿在家)		定位多彩、环保、时尚，消费群体以 80-90 后为主
YVY		定位酷，重在设计感
REHOME		提供温馨的生活方式，

来源：网络、国金证券研究所

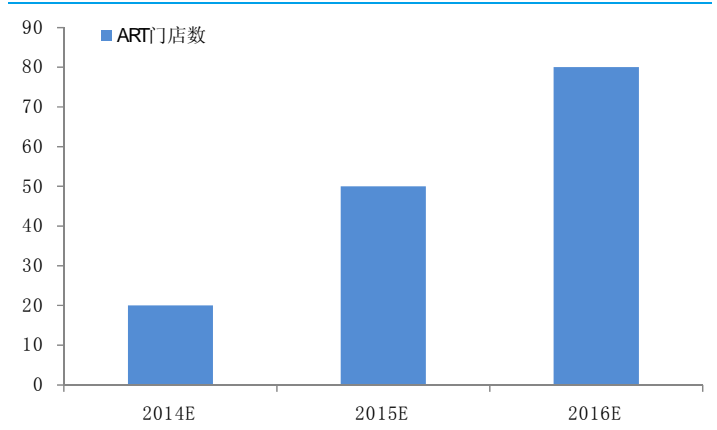
- **新品牌 A.R.T 15 年将提供业绩弹性。**2014 年 7 月公司旗下全新家居品牌 A.R.T 中国旗舰店在上海开幕，将采取加盟和自营店相结合的方式，其中直营店主要起展示和招商作用，以经销门店模式为主。
- 14 年 A.R.T 门店预计 20 家左右，15 年规划达到 50 家门店，超预期概率较大。我们预计 A.R.T 品牌 15 年有望贡献收入 1.5-2 亿元，将提供业绩弹性。
  - A.R.T 执行一个城市一个加盟商原则，公司会根据家具行业经验、与公司风格匹配度、资金实力等方面对经销商进行考核，每年对经销商实行末位淘汰。目前已签约加盟商 50 多家，15 年计划将现有签约全部落地，预计 15 年 A.R.T 门店将达到 50 家以上。
  - A.R. 门店面积为 500-1000 平米，店铺主要开在红星美凯龙等家具卖场，经销商单店投资额约 600-700 万元，其中铺货成本 150-200 万元。
  - 根据草根调研：已开 A.R.T 门店月销售额平均 100 万元左右，对应美克出货额 40 多万元，按照公司开店规划，预计 15 年可贡献 1.5-2 亿收入。
- 经销模式下，尽管 A.R.T 家具出厂价低一些，但根据调研 A.R.T 家具毛利率仍达到 40% 左右，同时因 A.R.T 品牌主要靠经销商投入，费用率低，A.R.T 家具净利率预计达 20% 左右，盈利状况较好。

图表16: 14年下半年A.R.T家具进入招商期



来源: 网络、调研、国金证券研究所

图表17: A.R.T进入大规模开店期



图表18: A.R.T家具展示



来源: 国金证券研究所

图表19: A.R.T家具展示

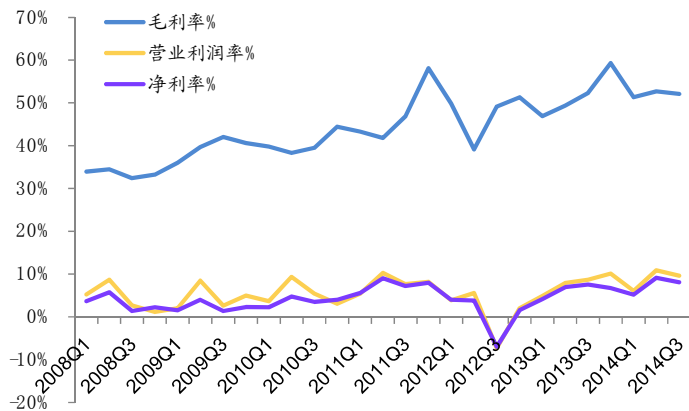


### 向管理要红利，改革渐有效果

- 13年美克美家新任总监上任后，针对美克美家存在的问题，进行了大幅改革，效果正逐步显现。公司内销盈利力稳步上升，而一直被市场诟病的费用率过高问题，也逐步改善。
  - 裁减冗余门店，区域整合：继关闭了一些经营不善的卫星店后，14年美克美家进行了第二次组织结构优化及薪酬调整，由原来的十个城市群，整合为四个大区的设置，管理更加扁平化。
  - 调整制度，优化人员：2013年美克建立了以销售为导向的SOP体系，以销售服务为驱动，统一规范了销售业务的各项规章制度，并完成了对门店系统后台人员的优化整合。2013年美克美家人员增长率为-12.8%，人均销售增长率31%，单店营收、坪效、盈利能力均得到提升。
  - 加强费用控制：公司建立CIS（品牌统一识别系统）完成家具开发及寻源、店面设计及新品牌计划，利用ISCO（集成供应链运营管理）项目和ERP（企业资源计划系统）促进生产计划、制造资源和销售计

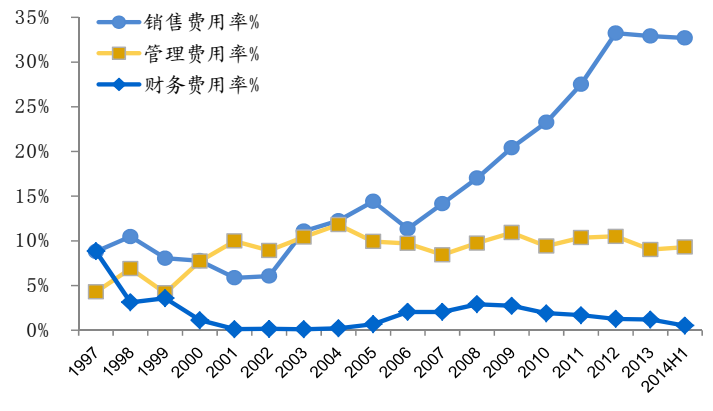
划的匹配。公司借助 IT 手段统一优化全国销售管理报表，实施零基预算有效控制各项成本费用。

图表20: 公司盈利力逐步改善

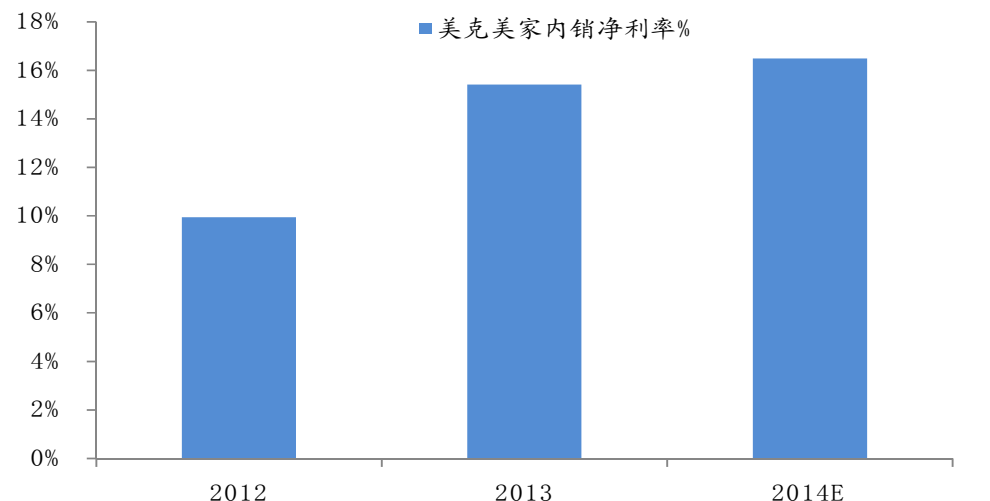


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表21: 公司费用率已呈下降趋势



图表22: 美克美家内销净利率持续改善

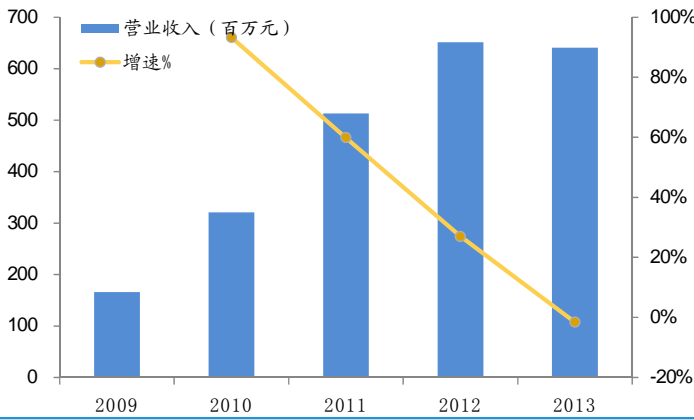


来源: 公司公告、国金证券研究所

### OEM 整合, 退出亏损的出口家具业务

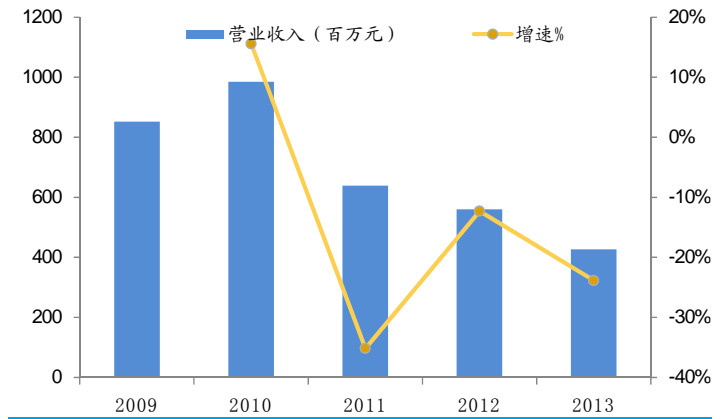
- 美克家居原为国外家具企业 OEM 代工起家, 08 年后海外业务占比一直呈稳步下降之势。目前批发及出口业务合计占公司收入 37%左右, 但其对毛利贡献仅 20%左右。
  - 批发业务: 公司 2009、2010 年收购美国施纳迪克和 A.R.T 公司, 批发主要指两家公司销售。2013 年批发收入 6.4 亿元, 占收入比重近 25%, 毛利率稳定在 31%左右。
  - 出口业务: 公司上市之初的主营业务, 主要为国外家具企业代工。09 年占公司收入比重近 50%, 但近几年一直呈下降趋势。2013 年收入近 4.3 亿元, 仅占公司收入比重 16%左右, 毛利率仅 16.4%, 基本处于亏损状况。
- 根据前面分析可以看出, 美克家居的国内零售业务无论是增长还是盈利能力都远好于海外代工业务。公司已逐渐将重心转移到国内零售市场, 15 年起计划全面退出出口家具业务(批发业务将保留), 全力布局国内内销市场。

图表23: 公司批发家具业务收入及增速%

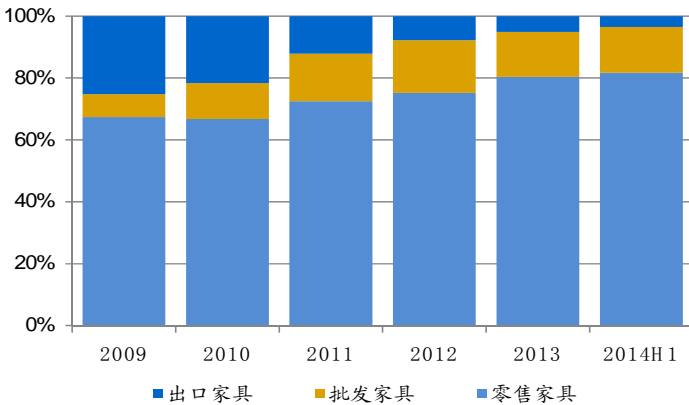


来源: 公司年报、国金证券研究所

图表24: 公司出口家具业务收入及增速

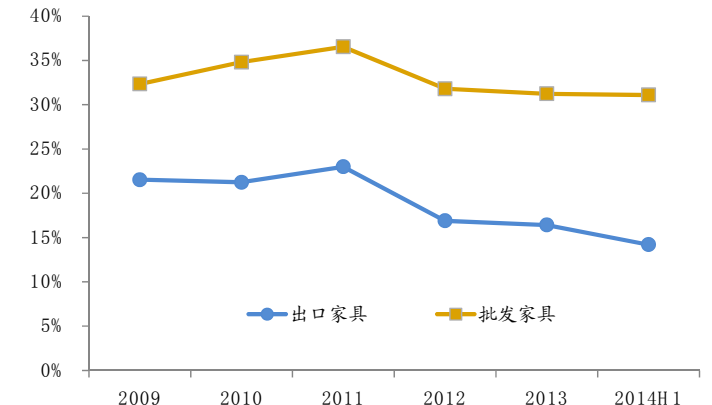


图表25: 批发及出口业务对毛利贡献仅 20%左右



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表26: 批发及出口业务毛利率



### OBO 电子商务及 FA 项目

- **OBO 电子商务:** 随着国内零售门店布局的加快, 公司电子商务 OBO 业务也在稳步推进中。美克的 OBO (Online Blend with Offline) 指从客户入手, 将互联技术运用于用户体验的核心环节, 从而实现公司整体业务升级。通过 OBO 业务, 公司在充分挖掘消费者诉求的前提下, 构建整体家居生态系统, 并以此调整公司决策和行动, 进行精确定位及效果更好的营销活动, 降低成本; 另一方面通过 OBO 业务可以让消费者、公司建立起更紧密的互动环境, 提高销售服务, 增强消费者粘性。
- **FA 项目为实木定制化生产奠定基础。** 公司 2013 年投资 3 亿元在美克国际家私加工 (天津) 实施家具制造自动化 (FA) 项目, 主要目的是缓解劳动力匮乏、用工紧缺、员工流失率大、人工成本高、劳动生产率持续低下等问题, 同时也为了改善公司综合效益水平。
- 实木家具自动化项目在业内属于创新尝试, 之前都是板式家具的自动化生产, 预计 2015 年投入运营后, 可为公司未来实施大规模实木家具定制化生产打下坚实基础。

图表27: 美克美家宣传网站



来源: 美克网站、国金证券研究所

图表28: 线上用户体验测试家居风格



### 盈利预测及投资建议

- 公司各业务收入、毛利率预测见营收明细表。
- 费用预测及税费假设如下表。

图表29: 公司营业/管理/所得税率预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业费用率%	27.50%	33.24%	32.91%	32.90%	32.90%	32.90%
管理费用率%	10.34%	10.50%	9.02%	9.00%	9.00%	9.00%
所得税率%	12.98%	58.79%	23.91%	25.00%	25.00%	25.00%

来源: 国金证券研究所

- **EPS: 2014年0.34元、2015年0.5元、2016年0.62元**
  - 我们预计公司 2014-2016 年营业收入为 27.47 亿元、29.19 亿元、35.69 亿元，分别增长 2.7%、6.2%、22.3%。
  - 归属于上市公司股东净利润分别为 2.23 亿元、3.21 亿元、4 亿元，增长 29.4%、44.2%、24.7%；EPS 分别为 0.34 元、0.5 元、0.62 元。
  - 我们建议买入，给予公司未来 6-12 个月目标价 15 元，对应 15 年 30XPE。

**图表30: 美克家居营收明细表**

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>零售-美克美家</b>						
单店收入 (万元)	2,005.36	1,782.02	2,149.78	2,060.00	2,030.00	2,150.00
增长率 (YOY)		-11.14%	20.64%	-4.18%	-1.46%	5.91%
门店数 (家)	69.00	78.00	73.00	87.00	102.00	117.00
增长率 (YOY)	72.50%	13.04%	-6.41%	19.18%	17.24%	14.71%
销售收入 (百万元)	1,383.70	1,389.98	1,569.34	1,792.20	2,070.60	2,515.50
增长率 (YOY)		0.45%	12.90%	14.20%	15.53%	21.49%
毛利率	63.7%	65.8%	70.4%	68.0%	67.0%	67.0%
销售成本 (百万元)	502.52	475.51	463.90	573.50	683.30	830.12
增长率 (YOY)		-5.37%	-2.44%	23.63%	19.14%	21.49%
毛利 (百万元)	881.18	914.47	1,105.44	1,218.70	1,387.30	1,685.39
增长率 (YOY)		3.78%	20.88%	10.25%	13.83%	21.49%
占总销售额比重	54.58%	53.44%	59.52%	65.24%	70.94%	70.49%
占主营业务利润比重	57.19%	75.20%	80.36%	82.82%	83.38%	82.59%
<b>零售-ART等</b>						
单店收入 (万元)				100.00	300.00	400.00
增长率 (YOY)					200.00%	33.33%
门店数 (家)				20.00	50.00	80.00
增长率 (YOY)					150.00%	60.00%
销售收入 (百万元)				20.00	150.00	320.00
增长率 (YOY)					650.00%	113.33%
毛利率				40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)				12.00	90.00	192.00
增长率 (YOY)					650.00%	113.33%
毛利 (百万元)				8.00	60.00	128.00
增长率 (YOY)					650.00%	113.33%
占总销售额比重				0.73%	5.14%	8.97%
占主营业务利润比重				0.54%	3.61%	6.27%
<b>批发家具</b>						
销售收入 (百万元)	512.95	651.08	640.65	665.00	698.25	733.16
增长率 (YOY)		26.93%	-1.60%	3.80%	5.00%	5.00%
毛利率	36.5%	31.8%	31.2%	31.1%	31.0%	31.0%
销售成本 (百万元)	325.53	444.01	440.53	458.19	481.79	505.88
增长率 (YOY)		#DIV/0!	-0.78%	4.01%	5.15%	5.00%
毛利 (百万元)	187.42	207.07	200.11	206.82	216.46	227.28
增长率 (YOY)		#DIV/0!	-3.36%	3.35%	4.66%	5.00%
占总销售额比重	20.23%	25.03%	24.30%	24.21%	23.92%	20.54%
占主营业务利润比重	15.42%	17.03%	14.55%	14.05%	13.01%	11.14%
<b>出口家具</b>						
销售收入 (百万元)	638.54	559.97	426.46	270.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)		-12.30%	-23.84%	-36.69%	-100.00%	#DIV/0!
毛利率	23.0%	16.9%	16.4%	14.1%		
销售成本 (百万元)	491.75	465.38	356.42	231.93	0.00	0.00
增长率 (YOY)		-5.36%	-23.41%	-34.93%	-100.00%	#DIV/0!
毛利 (百万元)	146.79	94.59	70.04	38.07	0.00	0.00
增长率 (YOY)		-35.56%	-25.95%	-45.64%	-100.00%	#DIV/0!
占总销售额比重	25.19%	21.53%	16.18%	9.83%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	9.53%	7.78%	5.09%	2.59%	0.00%	0.00%
销售总收入 (百万元)	2535.18	2601.03	2636.44	2747.20	2918.85	3568.66
销售总成本 (百万元)	994.26	1384.90	1260.85	1275.62	1255.09	1528.00
毛利 (百万元)	1540.92	1216.13	1375.59	1471.58	1663.76	2040.67
平均毛利率	60.78%	46.76%	52.18%	53.57%	57.00%	57.18%

来源: 国金证券研究所

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,561	2,631	2,675	2,747	2,919	3,569	货币资金	611	430	448	793	1,161	1,452
增长率		2.7%	1.7%	2.7%	6.2%	22.3%	应收款项	223	241	204	229	243	297
主营业务成本	-1,324	-1,395	-1,273	-1,276	-1,255	-1,528	存货	907	1,123	1,109	1,048	1,032	1,256
%销售收入	51.7%	53.0%	47.6%	46.4%	43.0%	42.8%	其他流动资产	159	139	152	144	142	172
毛利	1,237	1,236	1,402	1,472	1,664	2,041	流动资产	1,900	1,933	1,913	2,214	2,577	3,176
%销售收入	48.3%	47.0%	52.4%	53.6%	57.0%	57.2%	%总资产	51.5%	51.3%	50.7%	57.3%	61.2%	66.3%
营业税金及附加	-15	-14	-23	-25	-26	-32	长期投资	24	24	23	24	23	23
%销售收入	0.6%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,305	1,316	1,336	1,226	1,228	1,222
营业费用	-704	-875	-881	-904	-960	-1,174	%总资产	35.4%	34.9%	35.4%	31.7%	29.2%	25.5%
%销售收入	27.5%	33.2%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%	无形资产	425	438	433	399	379	370
管理费用	-265	-276	-241	-247	-263	-321	非流动资产	1,791	1,834	1,862	1,651	1,632	1,618
%销售收入	10.3%	10.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	48.5%	48.7%	49.3%	42.7%	38.8%	33.7%
息税前利润 (EBIT)	253	71	257	296	414	513	<b>资产总计</b>	<b>3,691</b>	<b>3,768</b>	<b>3,775</b>	<b>3,865</b>	<b>4,210</b>	<b>4,794</b>
%销售收入	9.9%	2.7%	9.6%	10.8%	14.2%	14.4%	短期借款	298	386	150	0	0	0
财务费用	-43	-33	-32	1	13	20	应付款项	552	754	672	693	714	871
%销售收入	1.7%	1.3%	1.2%	0.0%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	126	113	142	116	119	145
资产减值损失	-6	-10	-17	0	0	0	流动负债	976	1,253	964	809	832	1,016
公允价值变动收益	-1	3	-2	0	0	0	长期贷款	230	0	100	100	100	101
投资收益	6	5	10	0	0	0	其他长期负债	4	4	3	0	0	0
%税前利润	2.7%	10.4%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,210</b>	<b>1,258</b>	<b>1,067</b>	<b>909</b>	<b>932</b>	<b>1,117</b>
营业利润	209	36	216	297	428	533	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,478</b>	<b>2,510</b>	<b>2,708</b>	<b>2,957</b>	<b>3,277</b>	<b>3,677</b>
营业利润率	8.2%	1.3%	8.1%	10.8%	14.7%	14.9%	少数股东权益	2	0	0	0	0	0
营业外收支	17	15	10	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,691</b>	<b>3,768</b>	<b>3,775</b>	<b>3,865</b>	<b>4,210</b>	<b>4,794</b>
税前利润	226	50	226	297	428	533	<b>比率分析</b>						
利润率	8.8%	1.9%	8.4%	10.8%	14.7%	14.9%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-29	-30	-54	-74	-107	-133	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.0%	58.8%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.310	0.033	0.266	0.344	0.496	0.618
净利润	196	21	172	223	321	400	每股净资产	3.917	3.968	4.183	4.568	5.063	5.681
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.633	0.322	0.489	0.698	0.733	0.628
归属于母公司的净利润	196	21	172	223	321	400	每股股利	0.007	0.030	0.050	0.000	0.000	0.000
净利率	7.7%	0.8%	6.4%	8.1%	11.0%	11.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.92%	0.83%	6.35%	7.53%	9.79%	10.88%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	5.32%	0.55%	4.56%	5.76%	7.62%	8.34%
净利润	196	21	172	223	321	400	投入资本收益率	7.32%	1.01%	6.61%	7.26%	9.20%	10.19%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	121	136	148	111	118	124	主营业务收入增长率	6.02%	2.75%	1.68%	2.69%	6.25%	22.26%
非经营收益	32	2	6	78	7	7	EBIT增长率	35.31%	-71.91%	261.61%	15.00%	40.14%	23.83%
营运资金变动	51	45	-10	40	29	-125	净利润增长率	114.43%	-89.45%	730.55%	29.40%	44.15%	24.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>400</b>	<b>204</b>	<b>316</b>	<b>452</b>	<b>474</b>	<b>406</b>	总资产增长率	-0.46%	2.09%	0.18%	2.40%	8.92%	13.89%
资本开支	-402	-146	-161	31	-99	-110	<b>资产管理能力</b>						
投资	-98	-2	0	-1	0	0	应收账款周转天数	39.4	26.3	24.0	24.0	24.0	24.0
其他	-1	2	9	0	0	0	存货周转天数	230.4	265.6	320.1	300.0	300.0	300.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-501</b>	<b>-146</b>	<b>-152</b>	<b>30</b>	<b>-99</b>	<b>-110</b>	应付账款周转天数	58.8	56.5	66.1	66.0	66.0	66.0
股权募资	0	0	42	0	0	0	固定资产周转天数	166.7	160.4	158.0	155.1	146.2	119.0
债权募资	-238	-182	-132	-151	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-77	-58	-59	14	-7	-7	净负债/股东权益	-3.37%	-1.86%	-7.38%	-23.49%	-32.43%	-36.77%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-315</b>	<b>-241</b>	<b>-148</b>	<b>-137</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	EBIT利息保障倍数	5.9	2.1	8.0	-297.7	-31.2	-25.6
<b>现金净流量</b>	<b>-415</b>	<b>-183</b>	<b>16</b>	<b>345</b>	<b>368</b>	<b>290</b>	资产负债率	32.79%	33.38%	28.26%	23.51%	22.15%	23.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	5	9	16
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.11	1.16

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**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 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 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%以下。



**特别声明:**

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: (8621)-61620767

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD