



林纸产品/原材料

美克股份 (600337)

品牌家具龙头，发展空间广阔

——美克股份 (600337) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读：

美克股份作为品牌家具龙头企业，十年前由生产制造转型为内销，品牌和渠道经过多年积累沉淀，未来将加快渠道扩张速度，且多品牌化发展有助市场占有率提升。

投资要点：

- 公司从事家具制造及销售，以传统制造业起家，在新疆及天津拥有制造基地，海外还建有原材料基地，形成了集原料生产、家具制造、家具零售为一体的完整产业链。
- 公司生产产品原本主要以出口为主，近年来公司精心打造的“美克·美家”品牌积极拓展内销市场：2002 年公司以“美克美家”进入国内零售市场后，起步几年增长较快，2004 年零售销售近 1 亿，到 2007 年，零售销售收入已经达到了 6.2 亿元。2010 年受益国家刺激消费以及地产回暖，零售收入达到 10.9 亿元，同比增长 30.5%。到 2010 年年底，公司在全国开设了 46 家门店，并且开始逐渐转变扩张战略，在已有市场扩大品牌和渠道的影响和知名度。
- 由于定位、审美偏好等因素影响，家具行业内集中度低，大多为中小企业，美克的品牌和渠道铺垫已完成，未来美克美家零售店将进入快速扩张期，伴随每年提价，预计公司未来几年收入将快速增长。
- 公司现阶段有美克（中高档美式家具）以及伊森艾伦（代理的美国品牌，价位高于美克）两个品牌，但公司前两年收购了美国的 Schnadig 和 ART，为了争取更高的市场份额，可能将多品牌化发展，公司在行业中市场占有率还有提升空间。
- 随着此次股权激励的推出，将充分调动中高层高管以及门店店长以及销售经理的积极性。按照股权激励行权条件，2011-13 年业绩要求是 0.30 元、0.434 元、0.588 元，增速 115%、47%、47%，复合增长率 50% 以上，我们估计业绩超出股权激励行权条件的概率较大。
- 我们预计 2011-13 年收入分别为 29/35/42 亿元，实现净利润 2.22/3.19/4.41 亿元，对应 EPS0.35/0.50/0.70 元，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 15 元，参考 2012 年 EPS30 倍市盈率。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,869	2,415	2,922	3,518	4,158
(+/-)%	-4%	29%	21%	20%	18%
经营利润 (EBIT)	151	187	291	397	534
(+/-)%	21%	24%	55%	37%	34%
净利润	45	92	222	319	441
(+/-)%	-28%	102%	142%	44%	38%
每股净收益 (元)	0.09	0.14	0.35	0.50	0.70
每股股利 (元)	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	8.1%	7.7%	9.9%	11.3%	12.8%
净资产收益率 (%)	3.3%	3.9%	8.8%	11.4%	13.7%
投入资本回报率 (%)	4.9%	5.4%	8.2%	10.8%	12.8%
EV/EBITDA	23.0	22.7	17.2	13.0	9.6
市盈率	121.3	74.3	30.6	21.3	15.4
股息率 (%)	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：

目标价格：15.00

上次预测：首次覆盖

当前价格：13.06

2011.07.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.83-13.59
总市值 (百万元)	8,427
总股本/流通 A 股 (百万股)	633/511
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	81%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	76

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,348
每股净资产	3.71
市净率	3.6
净负债率	31%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.01	0.04
Q2	0.05	0.10
Q3	0.03	0.07
Q4	0.05	0.14
全年	0.14	0.35

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	30%	27%	89%
相对指数	24%	35%	75%

模型更新时间: 2011.07.19

股票研究

原材料
林纸产品

美克股份 (600337)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 15.00

上次预测: 首次覆盖

当前价格: 13.06

公司网址

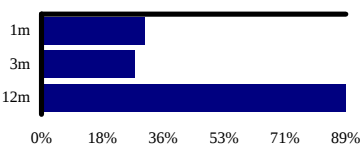
www.markorfurniture.com

公司简介

公司总部地处新疆, 属于家具制造行业, 产品主要以出口为主。近年来公司凭借“美克·美家”这一经典家具品牌开始大举进军内地家具零售市场, 两年间在北京、天津、上海及成都等地开设了多家“美克·美家”家具专卖店。此外, 公司还在新疆及天津拥有制造基地, 并兴建了新西兰、芬兰、俄罗斯的原材料基地, 形成了集原料生产、家具制造、家具零售为一体的完整产业链。2007 年公司拟非公开发行股票的募集资金将用于收购美克国际家私(天)制造有限公司(天津美克)的 100%股权,

上述内容不构成投资建议, 仅供参考。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

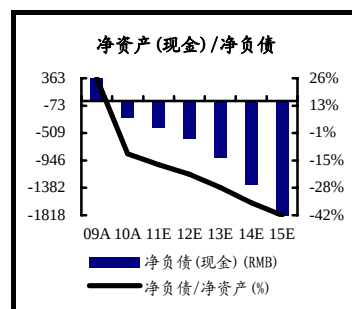
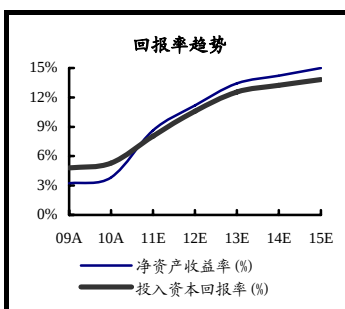
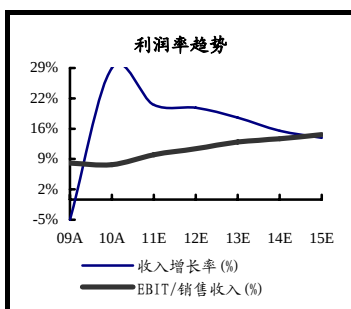
6.83-13.59

市值 (百万)

8,427

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,869	2,415	2,922	3,518	4,158	4,794	5,449
营业成本	1,125	1,429	1,675	1,942	2,235	2,503	2,818
税金及附加	8	10	12	14	17	20	22
销售费用	382	562	687	862	1,048	1,270	1,444
管理费用	204	227	257	303	324	355	381
EBIT	151	187	291	397	534	646	784
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	51	46	34	26	17	9	0
营业利润	91	131	257	372	517	637	784
所得税	32	18	40	57	79	97	119
少数股东损益	27	29	3	4	5	6	8
净利润	45	92	222	319	441	542	665
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金、交易性金融资产	249	1,028	969	975	1,273	1,708	2,203
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	30	49	49	49	49	49	49
固定资产合计	962	1,027	1,014	998	982	965	947
无形资产及其他资产	285	288	282	276	271	265	259
资产合计	2,593	3,708	3,773	4,059	4,556	5,245	5,987
流动负债	711	1,008	877	870	949	1,118	1,214
非流动负债	356	373	372	374	377	381	386
股东权益	1,390	2,325	2,520	2,807	3,216	3,726	4,359
投入资本(IC)	2,109	3,041	3,023	3,137	3,555	4,075	4,722
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	104	163	247	338	454	549	666
折旧与摊销	104	101	80	81	82	83	84
流动资金增量	54	-76	-124	-129	-141	-109	-175
资本支出	-81	-158	-53	-53	-53	-53	-53
自由现金流	181	29	151	237	342	471	523
经营现金流	266	152	220	272	379	514	574
投资现金流	-98	-183	-52	-52	-52	-52	-52
融资现金流	-404	818	-226	-214	-29	-28	-27
现金流净增加额	-236	787	-59	6	298	434	495
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
成长性							
收入增长率	-4.5%	29.2%	21.0%	20.4%	18.2%	15.3%	13.7%
EBIT 增长率	21.0%	24.2%	55.3%	36.8%	34.3%	21.0%	21.3%
净利润增长率	-27.8%	102.5%	142.4%	43.5%	38.3%	22.8%	22.8%
利润率							
毛利率	39.8%	40.8%	42.7%	44.8%	46.3%	47.8%	48.3%
EBIT 率	8.1%	7.7%	9.9%	11.3%	12.8%	13.5%	14.4%
净利率	2.4%	3.8%	7.6%	9.1%	10.6%	11.3%	12.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	3.3%	3.9%	8.8%	11.4%	13.7%	14.5%	15.3%
总资产收益率(ROA)	1.7%	2.5%	5.9%	7.9%	9.7%	10.3%	11.1%
投入资本回报率(ROIC)	4.9%	5.4%	8.2%	10.8%	12.8%	13.5%	14.1%
运营能力							
存货周转天数	180	169	169	169	169	169	169
应收账款周转天数	61	53	53	53	53	53	53
总资产周转率	527	476	467	15	22	26	25
净利润现金含量	5.87	1.66	0.99	0.85	0.86	0.95	0.86
资本支出/收入	4%	7%	2%	1%	1%	1%	1%
偿债能力							
资产负债率	41.1%	37.2%	33.1%	30.6%	29.1%	28.6%	26.7%
净负债率	26.1%	-11.3%	-16.6%	-21.4%	-27.9%	-35.6%	-41.7%
估值比率							
PE	121.3	74.3	30.6	21.3	15.4	12.6	10.2
PB	3.9	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	23.0	22.7	17.2	13.0	9.6	7.5	5.7
P/S	2.9	2.8	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2
股息率	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%



目 录

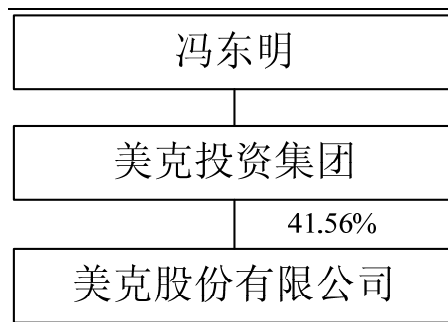
1. 公司概况.....	4
1.1. 公司发展情况简史.....	4
1.2. 发展由外销转型内销，前期铺垫期基本已经度过.....	5
2. 家具行业发展分析.....	6
2.1. 美国家具行业素描.....	6
2.1.1. 行业增速受经济周期影响巨大.....	6
2.1.2. 传统美式家具商情况.....	6
2.1.3. 美国小结.....	7
2.2. 中国家具行业素描.....	8
2.2.1. 行业近几年加速增长，但地产调控限制短期发展.....	8
2.2.2. 市场集中度低的市场竞争格局为中型企业发展自有品牌和 连锁扩张经营提供了广阔的空间.....	8
2.2.3. A/H 股可比公司对比.....	9
2.2.4. 中国小结.....	11
3. 公司业务分析.....	12
3.1. 原材料成本上升通过价格提升可以传递.....	12
3.2. 生产设计能力经过出口经营 20 年和内销 10 年的历史检验.....	13
3.3. 近年出口业务增速较慢.....	13
3.4. 零售业务成为未来发展重点.....	14
4. 增长点：品牌家具市场发展，多品牌化提升占有率.....	15
4.1. 品牌家具的发展空间仍然较大.....	15
4.2. 多品牌化发展是未来趋势.....	15
5. 股权激励草案已公告，保障业绩稳健增长.....	16
6. 盈利预测及投资评级.....	16

1. 公司概况

公司从事家具制造及销售，原先产品主要以出口为主，但近年来公司精心打造的“美克·美家”品牌积极拓展内销市场。几年内已经在全国开设了多家“美克·美家”家具专卖店。此外，公司还在新疆及天津拥有制造基地，海外还建有原材料基地，形成了集原料生产、家具制造、家具零售为一体的完整产业链。

目前公司的实际控制人是冯东明先生，通过美克投资集团持有上市公司41.56%的股权。

图 1：美克股份股权结构



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

1.1. 公司发展情况简史

美克国际家具股份有限公司始建于1995年8月，于2000年上市。按行业划分，公司拥有较完整的产业链，覆盖原材料的加工，到产品自主设计、开发、生产，到国内零售以及出口OEM及海外直销的销售渠道。

- 2002年公司创立了自己的家具品牌——美克·美家，同时与美国最大的家具零售商伊森艾伦合作（美克美家销售伊森艾伦产品，伊森艾伦帮助美克管理、培训、信息化建设）在全国建立家具连锁零售网络。
- 公司于2007年10月大股东美克集团和机构投资者增发6038万、2440万股用以收购美克天津100%股权。非公开发行股票共计8477.61万股，其中，公司向控股股东美克集团发行6037.61万股股份，发行价格为12.82元/股，上市流通日为2010年10月15日；公司向四名机构投资者发行2440万股股份，发行价格为21.50元/股，上市流通日为2008年10月24日。因公司2007年度资本公积金转增股本方案每10股转增8股，该部分股票已增至10868万股。
- 2009年1月与2010年分别以894万和1890万美元收购美国Schnadig和A.R.T.品牌以及相关资产。
- 公司于2010年11月完成了2010年度非公开发行股票工作，以每股9.5元定向增发1.22亿股，部分用于收购美克美家少数股东权益。非公开发行股票共计12208万股，公司股份总数由51060万股增加至63268万股。其中，公司向美克集团发行4630.7978万股股份，上市流通日为2013年11月23日；公司向六名机构投资者发行7576.8421万股股份，上市流通日为2011年11月23日。增发主要用于收购以零售业务为主体的美克美家少数股东权

益，当年零售业务收入超过 10 亿元。

图 2：美克股份发展简史

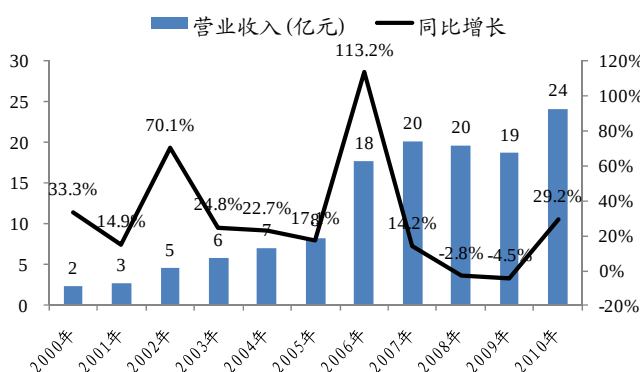


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

1.2. 发展由外销转型内销，前期铺垫期基本已经度过

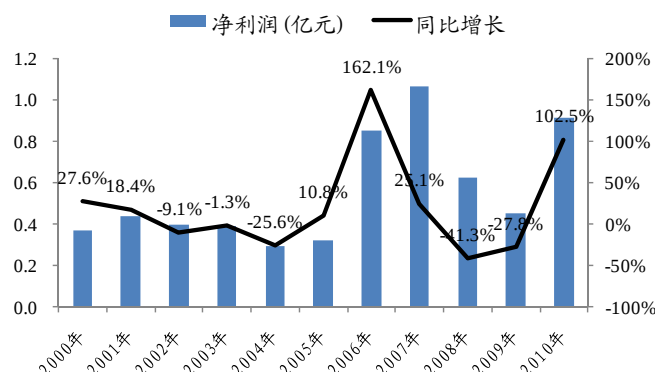
- 2002 年以前，公司主要发展外销，虽然主营业务收入增速较稳健，但是已经出现了下滑趋势，外销的毛利率低且受国外经济波动影响较大，公司的净利润增速不高，而且呈现下降趋势；
- 2002 年-2009 年，公司开始大力发展零售业务，收入增速加快，但是利润增速呈现负增长，在零售业务发展初期，投入较大，但还未产出利润；
- 2006 年收入、利润爆发增长主要是收购美克天津股权并表所致，美克天津 2007 年实现收入 8.7 亿元，净利润 8083 万元；
- 2009 年实现营业利润 9130.62 万元，较上年同期增长 10.41%，主要原因为公司国内销售收入所贡献的营业利润较上年同期增加所致；实现归属于母公司所有者的净利润 4523.63 万元，实现归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润 3536.19 万元，较上年同期下降 4.78%，主要原因为本期新纳入合并报表范围的全资子公司施纳迪克国际公司报告期处于收购老施纳迪克公司业务的过渡期，销售业务尚在整合拓展阶段形成亏损所致；
- 2010 年公司全部收入 24 亿元，同比增 29%，其中 2010 年，美克美家实现销售收入 107719.57 万元人民币，较上年增长 30.88%；公司实现净利润 9158 万元，同比增速较高，达 102.5%；

图 3：公司收入情况



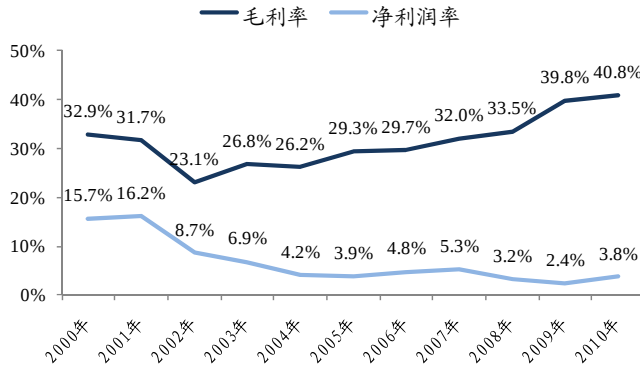
数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 4：公司净利润情况



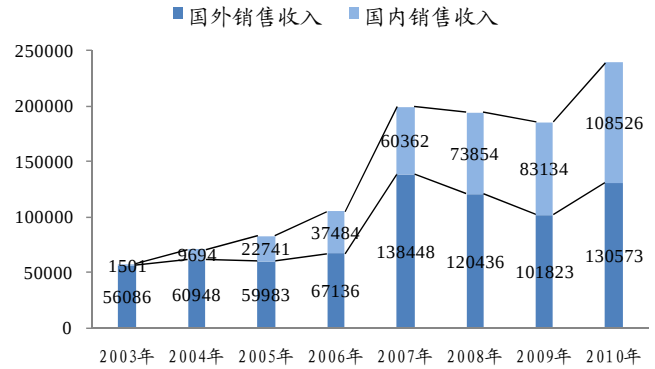
数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 5: 公司利润率情况



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 6: 公司出口、国内零售业务发展情况



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

2. 家具行业发展分析

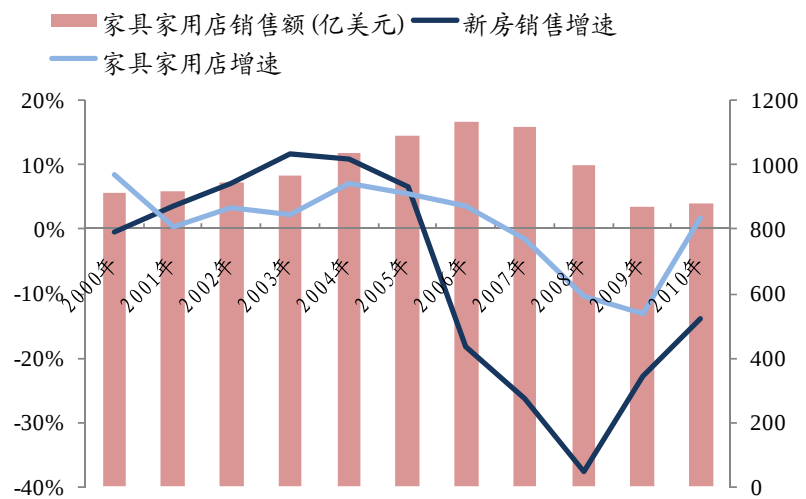
一是因为美克股份占收入半壁江山的外贸业务主要出口美国, 分析美国行业有利于预测出口业务; 二是研究成熟市场和行业的发展有利于判断我国家具行业的发展形势, 我们简略研究并对比了中美两国家具行业的发展。

2.1. 美国家具行业素描

2.1.1. 行业增速受经济周期影响巨大

美国家具行业总体规模在 1000 亿美元左右, 销售增速与房地产存在明显正相关, 但销售增速波动小于房屋销售增速波动。

图 7: 美国家具行业整体情况



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

在整个家具行业中, 包含传统家用家具, 办公家具, 家用装饰品等细分行业, 而行业内公司中更存在着专攻某细分行业中细分品类的公司, 如 La-Z-Boy 专业销售沙发, Tempur-Pedic 专业销售床垫、枕头等。

2.1.2. 传统美式家具商情况

由于美克美家销售定位于美式传统家具, 我们挑选了 3 家专业从事传统

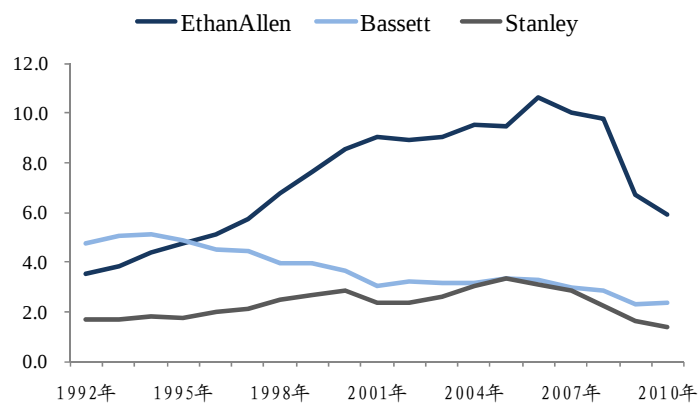
中高端家用家具的上市公司（Ethan Allen、Stanley 以及 Bassett）进行研究。

目前三家公司（ETH/STLY/BSET）2010 财年销售额分别为 5.9/1.4/2.4 亿美元，占美国家具行业市场的比重分别为 0.7%，0.2%以及 0.3%。三家公司市值分别是 6.2 亿/6125 万/9486 万美元，PS 分别为 1.1/0.4/0.4，2010 年分别亏损 4400/4400/200 万美元。

三家上市公司的股价 2000 年以后的走势趋同，除了 STLY 在 2003-05 年表现较好。股价表现在三家公司分别上市后（1992 年开始）的表现基本能用其销售解释，BSET 销售持续下降，ETH、STLY 销售与行业增速基本保持一致，经过了一轮行业成长及衰退的周期。

而 BSET30 余年的股价表现则清晰的体现了一家传统行业企业经历的完整的生命周期：78-83 快速成长期；83-93 成熟期；94-至今由于行业内（国内国际）的竞争加剧以及行业本身原因而处于衰退期。

图 8: STLY/ETH/BSET 销售收入情况（亿美元）



数据来源：bloomberg、国泰君安证券研究

2.1.3. 美国小结

从美国家具行业的发展历史来看，几十年数据并没有显示家具行业的集中度会有显著提升，出现几个龙头企业瓜分主要市场的局面，我们认为这主要是因为：

- 家具风格、个人喜好繁多，核心竞争力是设计、研发能力，不存在标准化的产品能符合大众审美，所以无法标准化的家具产品没有规模化生产优势，不存在大企业扩大规模便能占领市场的特性，而小型公司通过满足消费者的差别喜好，个性化服务反而得以能长期生存；
- 行业进入门槛较低，不断有新的进入者，2000 年中国家具大规模进入，2007 年越南家具大规模进入，新进入者对于市场中的老企业带来冲击。

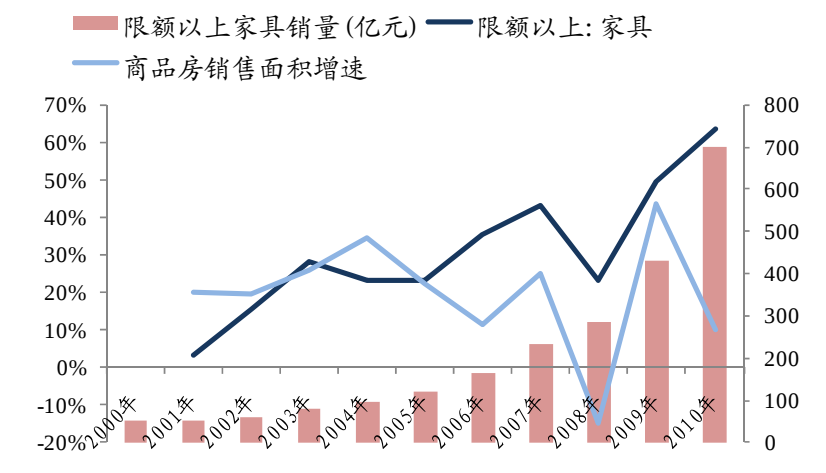
参考美国家具行业重点公司的发展可以看出，美国家具行业受周期性波动较大，门槛壁垒低，单一品牌和定位的家具厂商核心竞争力无法规模化。

2.2. 中国家具行业素描

2.2.1. 行业近几年加速增长，但地产调控限制短期发展

我国 2010 年限额以上企业家具销售额为 702 亿元，销售增速与国内房产销售有一定相关性，2010 年限额以上家具销售增速为 63.6%，远超社零总额、限额以上企业销售增速的 23.3%、35.1%的水平。我们认为家具行业 2002 年以来保持的高增速得益于本世纪初房地产市场改革所带来的持续繁荣，而 2009-2010 年的大幅增长除了房屋销售繁荣外的另一部分原因是原材料、物流成本的提高所导致家具单价的价格上涨。

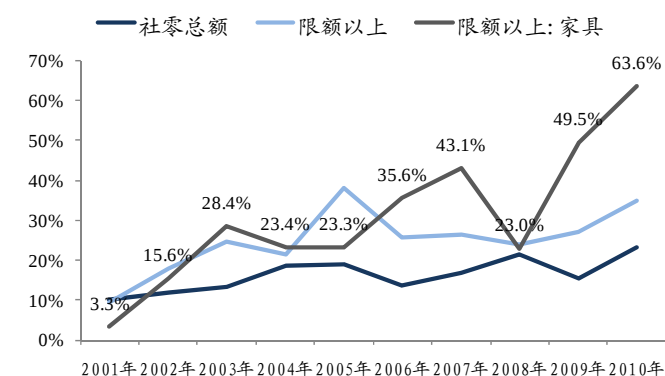
图 9：我国家具行业整体情况



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

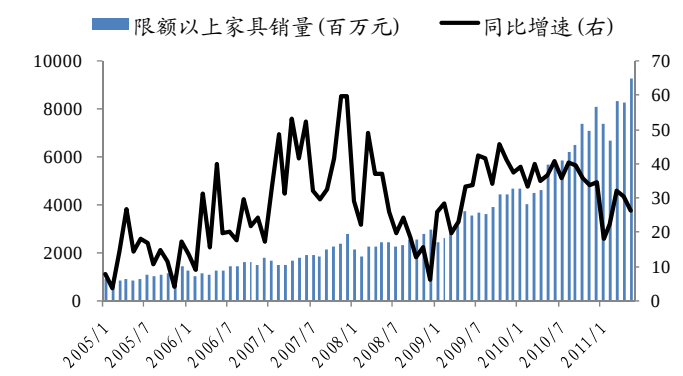
2011 年以来我国房地产市场经历了有史以来最严厉的调控，限购的措施使得房屋销量骤减，家具销售也不可避免地受到影响，2011 年以来家具销量增速开始放缓。但是 2011 年以来限额以上零售企业家具销售增速也有 20% 以上。

图 10：家具行业销售增速远超社零



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 11：2011 年家具行业增速略有放缓



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

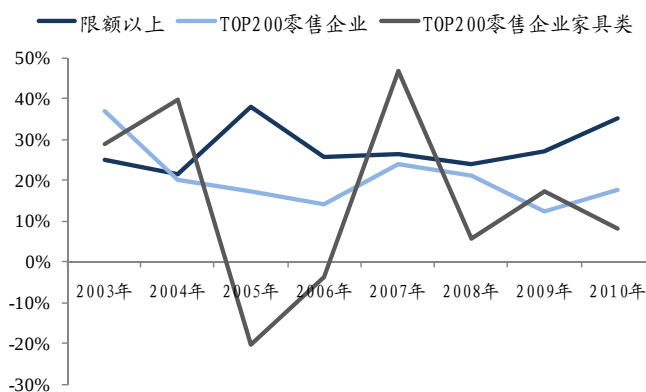
2.2.2. 市场集中度低的市场竞争格局为中型企业发展自有品牌和连锁扩张经营提供了广阔的空间

从整个零售行业上看，限额以上企业销售增速基本与社零总额增速方向相似，并略快于社零总额增速。而 TOP200 零售企业增速不及限额以上

企业，TOP200 销售占比也在逐年下降，表示全国中型规模零售企业的迅速发展。

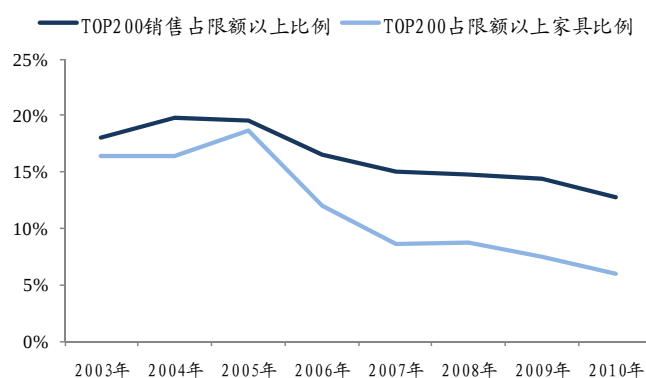
与零售整体行业相比，我国家具行业散乱特点更加突出，TOP200 零售企业家具销量增速具有很强的波动性，体现了大型零售企业在家具销售方面的随机性，而从 TOP200 家具销售占限额以上家具销售比重小于 10%，且比重还在不断下降可以看出，随着国内居民收入提高，需求偏好更加多样化。但是集中度低的市场竞争格局为中型企业发展自有品牌、连锁专卖和卖场经营提供了广阔的空间。

图 12: 大型企业增速不及行业



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 13: 大型零售企业在家具销售占比低



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

2.2.3. A/H 股可比公司对比

在 A/H 的上市公司中，市值超过 10 亿，从事家具销售制造的可比公司有宜华木业、皇朝家私、敏华控股、顺诚。

表 1: A/H 股家具公司主要对比

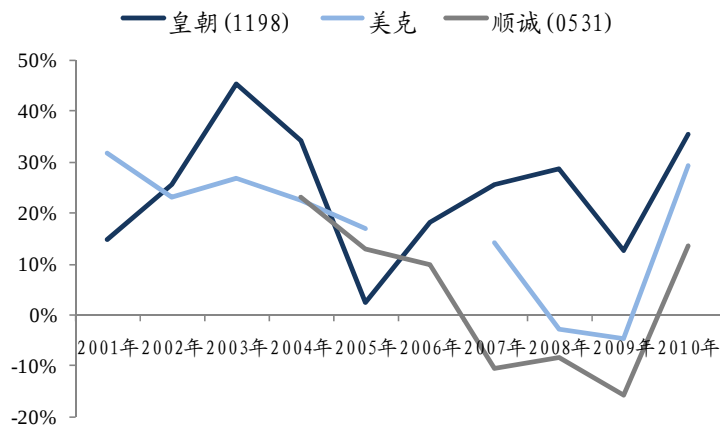
	经营品类	定位	市场比重	内销渠道	市值 (亿港币/元)	10 年销量 (亿)	10 年内销	10 年净利润
皇朝(1198)	板式家具为主	中低	100%内销	20%自营	22.4	12.1	12.1	1.8
敏华(1999)	休闲沙发	高	30%内销	30%自营	76.7	38.1	10.7	6.2
顺诚(0531)	多系列家具	中	100%外销	-	39.3	34.9	-	3
美克股份	美式家具	高	50%内销	100%自营	78.3	24.2	10.9	0.9
宜华木业	多系列家具	中	7%内销	35%自营	66.6	24.5	1.7	2.5

数据来源: 国泰君安证券研究

● 内销企业增速快于外销

挑选全内销/半内销/全外销的三家代表企业皇朝/美克/顺诚的收入增速可以明显看出，内销收入增速明显高于外销。

图 14: 内销企业收入增速明显快于外销企业

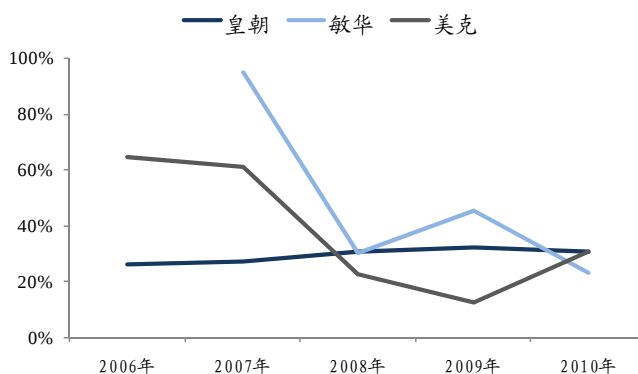


数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

● 内销企业对比——皇朝/敏华/美克

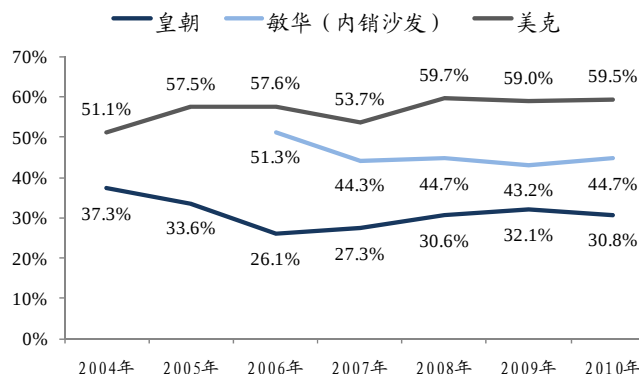
- ✓ 对比 3 家企业 2008-10 年内销增速, 定位较低的家具受经济周期影响较小;
- ✓ 对比毛利率水平, 定位高的产品传导成本能力强, 能保持毛利率稳定, 皇朝毛利率下降后缓慢恢复是由于 2005-06 年原材料成本上升, 但随后自营销售比例上升拉动毛利率恢复;
- ✓ 对比净利润水平, 家具企业保持 10% 左右净利润率应该是合理水平, 但美克常年净利润率只有 3-5%, 考虑收回美克美家少数股东权益后, 公司净利润率也在 10% 以下, 存在改善空间。

图 15: 3 家企业内销收入增速



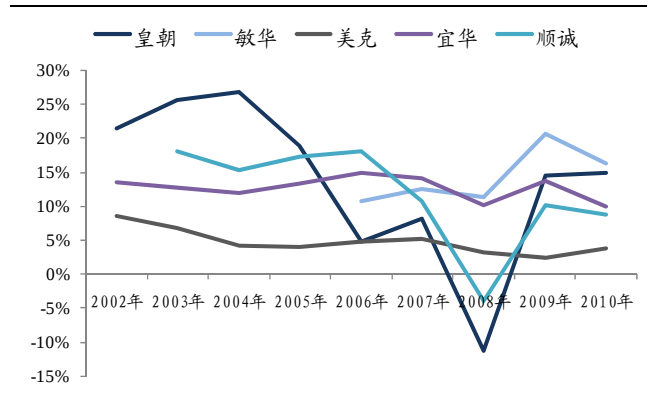
数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 16: 3 家企业内销毛利率情况



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 17: 5 家企业净利润率情况

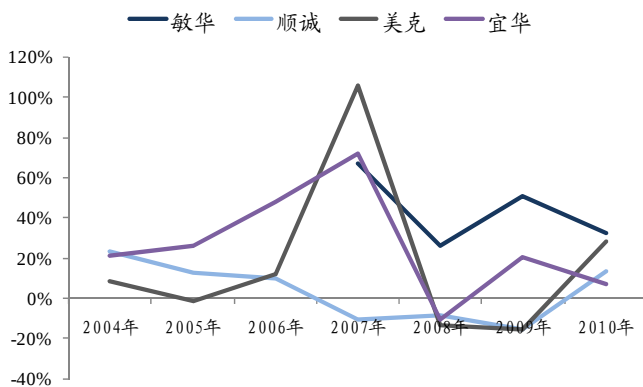


数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

● 出口企业对比——敏华/顺诚/美克/宜华

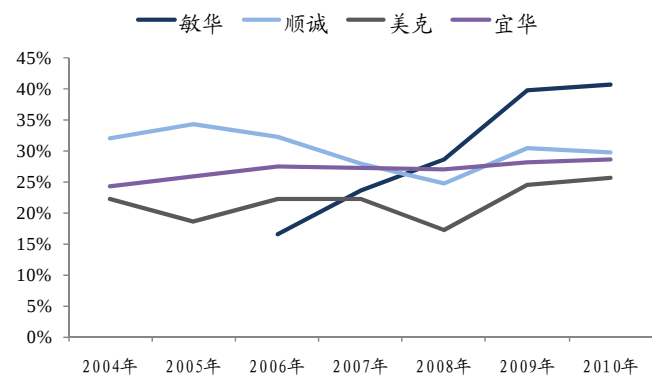
- ✓ 对比 4 家企业出口收入增速, 专注于单一品类, 更换率较高的休闲沙发明显好于传统各类家具;
- ✓ 对比毛利率水平, 出口毛利率受原材料成本影响大, 转嫁能力小, 拥有自有林业资源的宜华毛利较为稳定, 敏华毛利率持续上升是因为高毛利的“芝华仕”沙发出口占比大增。

图 18: 4 家企业出口收入增速



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 19: 4 家企业出口毛利率情况



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

2.2.4. 中国小结

与美国成熟的家具行业增速受经济周期影响巨大相比, 我国家具行业显然还处于快速增长期, 整体增速受周期影响较小。但是参考美国行业的发展经验, 单一品牌和定位的家具制造销售行业的集中度提高的空间有限, 按照 2010 年数据, 美克美家 (内销) 在中国限额以上企业家具销售 702 亿的市场中已经接近 1.5%, 与美国同类企业相当, 所以美克美家发展空间主要在于: 一方面, 随着中国居民消费升级带来的品牌家具市场规模的增长; 另外一方面, 错层定位的多品牌化发展将是提高行业集中度的途径。

虽然美克股份在 A/H 股对比中市盈率和市销率都最高, 但是美克股份有自己的独特之处:

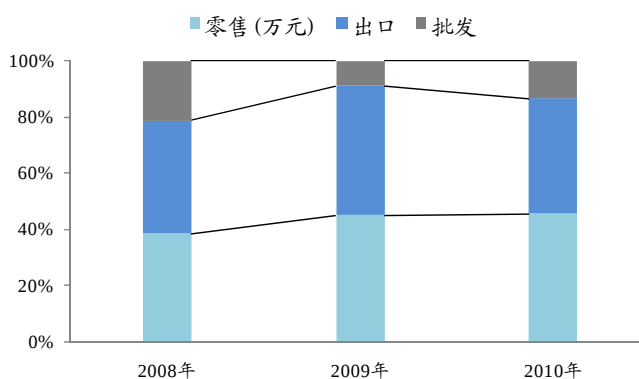
- 产品定位最高, 有最强的成本转嫁能力, 这将在未来原材料、人力成本不断上涨的趋势下公司最大的竞争力;

- 公司净利润率水平最低,随着销售规模扩大、市场占有率和管理的提升将存在较大的提升空间;
- 公司的内销占比仍将不断提升,这样内销的快速增长能提升公司整体收入的增速,拉低公司动态的市销率。同时公司最近2年业绩快速增长也比较确定,动态市盈率也将会降低;

3. 公司业务分析

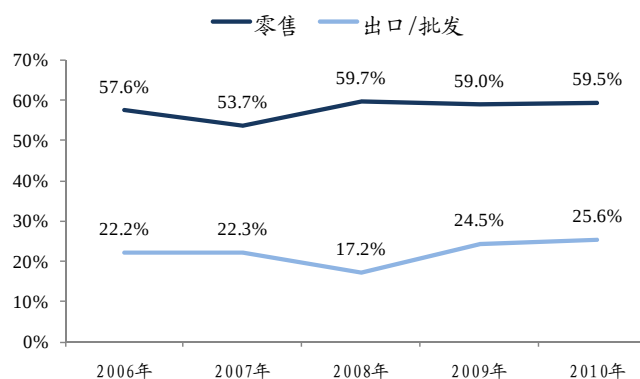
美克股份主要经营出口和零售业务,零售业务收入占比呈逐年提高的趋势,一方面这是由于公司重视美克美家的发展,另一方面也是由于出口业务增速低迷。公司零售业务毛利率一般维持在50%以上,近几年基本处于60%的水平,而出口和批发业务毛利率则在25%以下。

图 20: 公司各业务收入占比情况



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

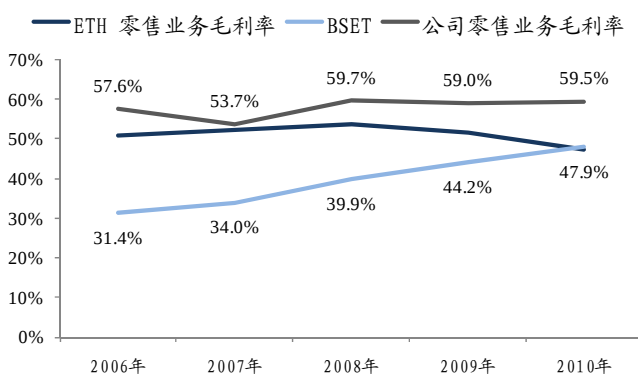
图 21: 公司各业务毛利率情况



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

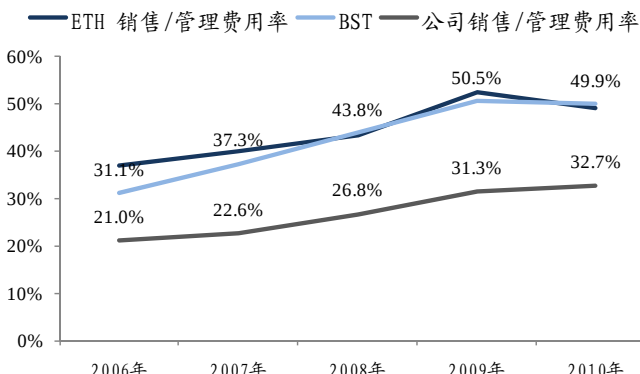
与美国同行相比,公司零售业务毛利率高出10%左右,费用率则要低15% (批发出口费用率较低)。我们认为由于家具占地面积大、周转低、销售员工需要和绩效挂钩的激励等特点,另外公司零售业务占比不断提升,费用可能不会出现持续下降,但由于销售情况较好,可能出现费用率下降的趋势。

图 22: 零售业务毛利率对比



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 23: 公司费用率对比



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

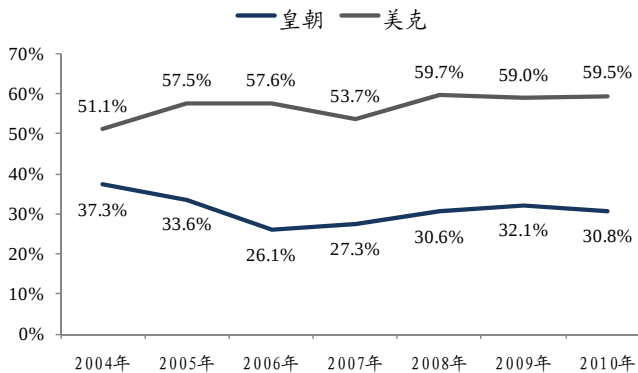
3.1. 原材料成本上升通过价格提升可以传递

公司家具制造的原材料木材主要依靠俄罗斯和新西兰进口。公司在俄罗斯

斯已投资建成了木材供应加工基地，并在新疆和天津拥有 9 个生产制造基地，具有原材料加工、制造和物流完整产业链。

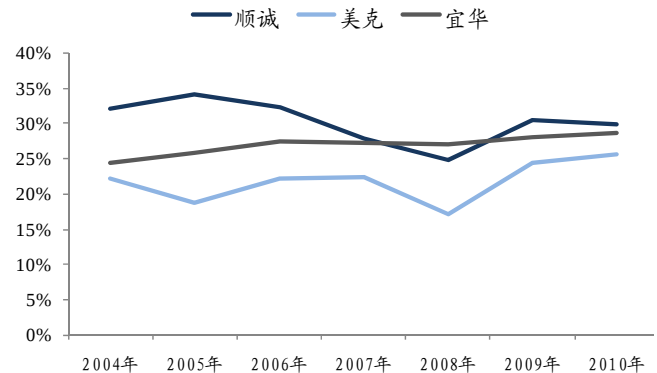
由于木材价格上涨较快，家具企业相对于消费者若没有足够定价权，毛利率将受影响。我们对比 A/H 股可比公司内销/外贸数据，认为美克在国内市场定位高端，具有较强的议价能力，成本能转嫁至消费者，但在出口市场，美克并没有优势，毛利率会有所波动。

图 24：可比企业国内销售毛利率对比



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 25：可比企业海外销售毛利率对比



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

3.2. 生产设计能力经过出口经营 20 年和内销 10 年的历史检验

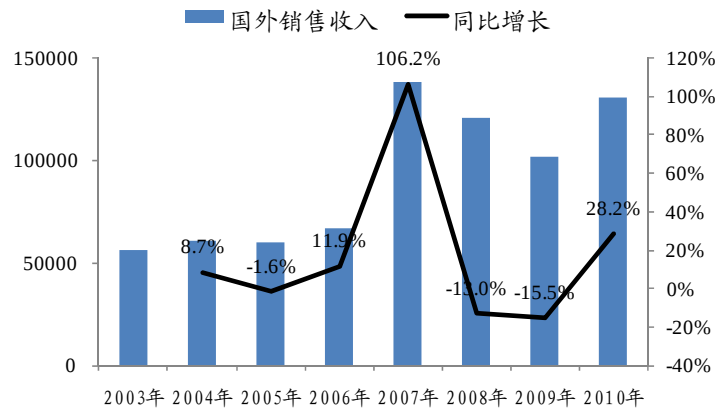
美克 1994 年进入家具制造业，2010 年出口收入超过 13 亿元，产品销往美国、加拿大、日本、欧洲等发达国家和地区。公司出口采取订单制模式，品类涵盖所有居家用家具产品，具有较强的产品开发和设计能力。

公司 2002 年以自主品牌美克美家切入国内零售市场，2010 年零售额已超过 10 亿，目前提供 26 个家具系列，能针对不同户型提供个性化的家居解决方案。美克美家已经逐渐成为我国家具高端家具的知名品牌，其产品质量和设计能力已获得消费者的广泛认可。

3.3. 近年出口业务增速较慢

公司出口主要销往美国，除去 2007 年定向增发收购美克天津并表影响外，公司出口业务多年未有较大增长，收入波动较大，这与美国的家具行业在 2004 年以后开始进入衰退有关。不过也正是因为公司对出口的前景提前作出了正确的判断，2002 年开始才会开始进入内销市场，并逐步发展成熟。

图 26: 公司出口业务经营情况

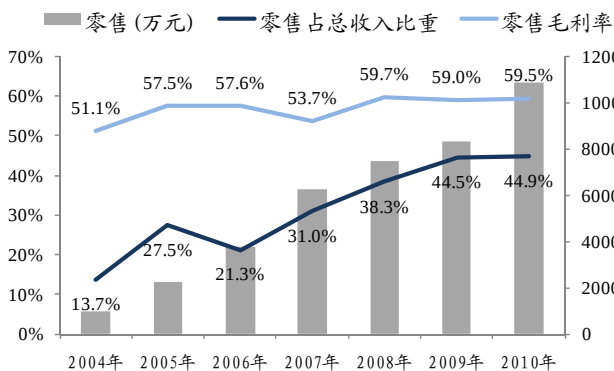


数据来源: WIND、国泰君安证券研究

3.4. 零售业务成为未来发展重点

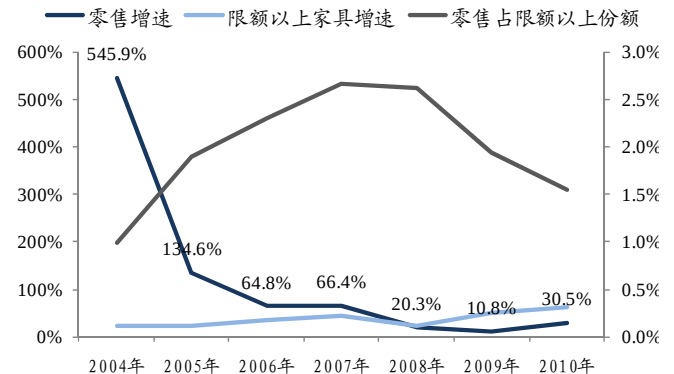
公司 2002 年进入国内零售市场后,起步几年增长较快,2004 年零售销售近 1 亿,到 2007 年,零售销售收入已经达到了 6.2 亿元,但此后 3 年零售增速放缓,低于行业增长水平,市场份额逐年下降。2010 年受益国家刺激消费以及地产回暖,零售收入达到 10.9 亿元,同比增长 30.5%。

图 27: 公司零售业务发展情况



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 28: 公司零售增速不及行业水平



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

表 2: 美克美家开店速度

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
新增门店数量	2	5	3	7	9	5	12
老店	3	5	10	13	20	29	34

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

到 2010 年年底,公司在全国开设了 46 家门店,2011 年上半年新开 4 家门店,分布在全国 28 个城市和地区。公司 2010 年之前开店速度较慢,主要受限于人力资源;并且目前开始逐渐转变扩张战略,从战略布点进入区域市场到已有市场增开门店,形成一个地区拥有一家标准店(2000-3000 平米)+几家概念店(500-800 平米)的布局,在已有市场

扩大影响和知名度。未来两年公司计划每年新开 20 家左右门店。

在公司零售收入中，包含代理销售伊森艾伦（EA）的收入。公司是 EA 中国独家代理商，EA 产品美克美家同属于美式家具，定位更加高端，销售毛利率在 60% 左右。

4. 增长点：品牌家具市场发展，多品牌化提升占有率

4.1. 品牌家具的发展空间仍然较大

我国家具零售市场的竞争激烈，家具产品价格虚高、滥竽充数，或者山寨的乱象日益突出，这些乱象必然会增强消费者对于家具质量、价格以及售后服务的意识。而这些意识的增强，逐渐将转化为对于品牌意识的增强，长期以往，市场销售将逐渐向一些优秀品牌集中，留给小品牌和无品牌的市场将会逐渐减小。

另一方面，原材料、人工成本的上升，也将给予大型企业以规模优势，小型企业作坊式的生产将没有价格优势，从而丧失竞争力。此外，由于最近一系列的事件，我们预计国家对于家具质量监测和检查将会有所加强，一些工艺和质量不符合国家要求的小厂也将会被淘汰。所以我们认为，随着市场的逐步规范化，那些品牌知名度高、制造工艺规范的企业将在长期竞争中胜出。

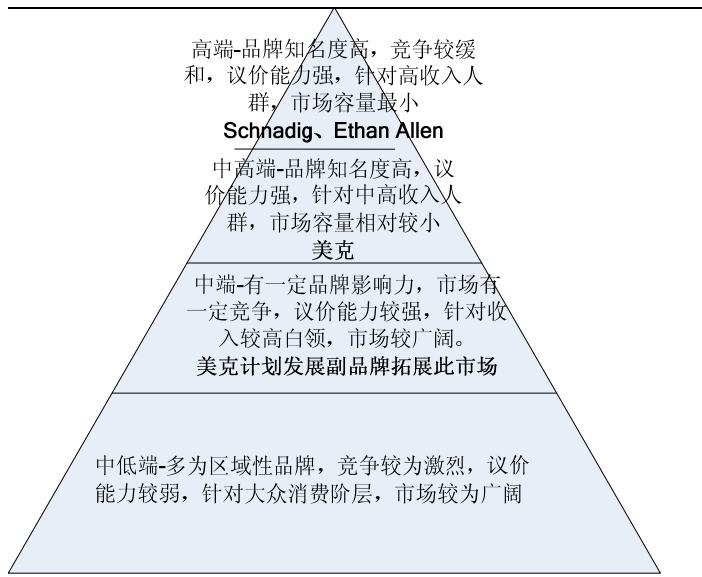
4.2. 多品牌化发展是未来趋势

从美国家具行业历史经验来看，专注于单一中高端家具的企业很难出现持续的增长，有着周期性的属性。那么公司如果想完成 2013 年近 4 亿的净利润，期间每年复合增长率 50% 左右的目标，光靠目前单一的品牌和市场定位很难做到。我们注意到，2009 年、2010 年公司接连收购了美国 Schnadig 和 A.R.T 品牌，综合判断，我们认为公司未来很有可能会走多品牌的路线。

同时，美克美家的知名度在不断提升，细分市场份额应该是在不断增长，而从公司在整个家具市场份额逐渐降低的统计数据来看，合理的解释是，中低端家具消费近年增速远超中高端定位。那么如果公司进行多品牌经营，那么借助美克美家良好的品牌形象，公司更有可能切入的是中低端市场，一来品牌由高向低做相对容易，二来中低端市场增速更快，公司发展的空间更大。

事实上，公司 2009 年已经开始试水多品牌战略，当年推出了“馨赏家”家居用品，与美克美家捆绑经营。但我们认为公司未来独立推出新的中低端家具品牌是大概率事件，而如果想快速争夺市场份额，我们也不排除公司会利用加盟方式进行快速扩张。

图 29: 美克多品牌化发展的金字塔



数据来源: 国泰君安证券研究

5. 股权激励草案已公告, 保障业绩稳健增长

公司 2011 年 7 月 8 日公告了股权激励草案, 拟分三年向公司 187 名中高层员工授予 1885 万份期权, 占总股本的 2.98%, 行权价格为 11.63 元。行权条件如下:

表 2: 公司 2011 年股权激励计划草案行权条件

行权条件	
第一个行权期	2011 年度净资产收益率不低于 7.09%, 以 2010 年为基数, 净利润增长率不低于 115%。
第二个行权期	2012 年度净资产收益率不低于 9.10%, 以 2010 年为基数, 净利润增长率不低于 210%。
第三个行权期	2013 年度净资产收益率不低于 10.62%, 以 2010 年为基数, 净利润增长率不低于 320%。

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

根据设立的行权条件, 按照公司 2010 年净利润 9158 万元计算, 公司 2011 年-2013 年至少将分别实现 1.97/2.84/3.85 亿元, 对应公司最新 EPS 分别为 0.30/0.43/0.59 元。公司 2011 年由于 2010 年增发收购了少数股东权益, 净利润目标应不难完成, 之后两年每年近 50% 的增长目标。

6. 盈利预测及投资评级

主要假设:

- 美克美家每年新开门店 20 家左右, 零售毛利维持在 60% 左右;
- 新开门店平均规模小于老门店, 导致未来单店平均收入逐年递减;
- 出口/批发业务缓慢增长, 未来每年个位数增长, 毛利率维持在

20%/30%左右;

- 销售费用率由于高费用率的零售业务收入占比提高而每年有所提高。

我们认为公司处于一个周期性较大,但消费潜力也是巨大的市场。高毛利的零售业务是公司这两年发展的重点,由于品牌和渠道的铺垫基本准备好,伴随着提价,美克美家零售店增速可能会加快,预计公司未来几年收入增速将超越以往。另外公司目前定下了较高的股权激励目标,依照现有业务完成目标压力较大,所以有可能进行多品牌发展战略向中低档次家具市场扩张。

我们预计 2011-13 年收入分别为 29/35/42 亿元,实现净利润 2.22/3.19/4.41 亿元,对应 EPS0.35/0.50/0.70 元,首次覆盖给予增持评级,目标价 15 元,参考 2012 年 EPS30 倍市盈率。

公司费用率对业绩有着较强的敏感性,如果 2012 年销售费用率下降 1 个百分点,公司净利润将能超预期 10%,是否能降低费用率是公司业绩能否超预期的重要因素。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		