

执行力第一，驰骋在万亿家装市场上

■ **公装龙头开拓万亿家装市场空间广阔**：近期小米、万科进军家装市场再次证明这一市场的巨大吸引力，但家装市场的非标特点及依赖线下服务属性奠定了专业的装修公司在这一竞争中的先天优势。金螳螂家装e站自去年以来业务扩张全速推进，到目前为止各项工作进度基本达到预期目标，展现出极强的团队执行力和巨大的潜在商机，市场认同度不断提升。

■ **地产销售改善促装饰需求回暖预期**：尽管春节前仍处于行业淡季，短期数据尚无表现，但从一个稍长的周期看，当前降息通道已打开，未来资金面预计持续宽松，装饰需求对资金价格高度敏感，未来装饰需求有望逐步回暖，行业信心提振。房地产销售改善有利于公装及家装需求预期改善、有利于装饰公司回款改善，预计后续公装及家装订单将逐步好转。

■ **公装与家装业务盈利测算**：我们预计公司公装主业 2014/2015/2016 年分别增长 25%/20%/20%，家装业务 2014/2015/2016 年签约成交额分别为 5/50/300 亿元。其中家装业务 2014、2015 年不盈利、2016 年开始盈利，按照 7% 的利润率、41% 的权益计算，2016 年家装业务将增厚业绩 8.6 亿元，为 2016 年金螳螂整体业绩增长贡献 37 个 pct 的增速。对标的海外龙头公司家得宝市值 1337 亿美元市值，市盈率 20 倍，金螳螂未来市值提升空间巨大。

■ **投资建议**：当前金螳螂 2015 年市盈率仅约 17 倍水平（与建筑央企已十分接近），根据我们分部估值的方法（公装主业 2015 年给 12 倍 PE，互联网家装业务 2016 年给 40 倍 PE），公司目标市值为 620 亿元，对应目标价 35.2 元，当前仍显著低估，维持“买入-A”评级，继续重点推荐。

■ **风险提示**：经济增长大幅放缓风险、新业务开拓慢于预期风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,941.6	18,414.3	22,650.2	26,554.2	31,036.6
净利润	1,111.4	1,563.6	1,954.4	2,343.0	3,524.4
每股收益(元)	0.63	0.89	1.11	1.33	2.00
每股净资产(元)	2.35	3.15	3.77	4.90	6.61
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	35.8	25.4	20.3	17.0	11.3
市净率(倍)	9.6	7.2	6.0	4.6	3.4
净利润率	8.0%	8.5%	8.6%	8.8%	11.4%
净资产收益率	26.8%	28.2%	29.4%	27.1%	30.3%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.3%
ROIC	178.9%	109.2%	65.0%	61.8%	80.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

建筑装饰 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

35.2 元

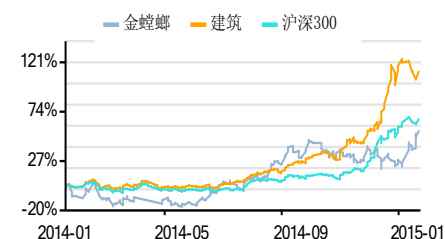
股价 (2015-01-16)

22.56 元

交易数据

总市值 (百万元)	39,755.36
流通市值 (百万元)	37,405.89
总股本 (百万股)	1,762.21
流通股本 (百万股)	1,658.06
12 个月价格区间	12.12/22.56 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	15.22	-24.62	-49.19
绝对收益	25.26	24.09	15.16

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

相关报告

传统业务温和放缓，e 站业务高歌猛进	2014-10-30
盈利稳健增长，e 站突飞猛进	2014-08-27
龙头开启家装蓝海，创新模式酝酿爆发	2014-06-17

目录

目录.....	2
1. 投资聚焦.....	3
2. 受益于降息周期，存量市场潜力提升，互联网装饰前景光明.....	3
2.1. 降息周期开启，房地产销售回暖，装饰需求有望逐步改善.....	3
2.2. 存量房市场经济潜力逐步提升.....	4
2.3. 家装行业面临 O2O 变革，工装龙头迎来增量机会.....	5
3. 金螳螂家装 e 站模式领先、执行力强、潜在商机巨大.....	7
3.1. 详解家装 e 站经营模式.....	7
3.1.1. 家装 e 站模式清晰，解决传统家装诸多痛点.....	7
3.1.2. 采用加盟商形式实现快速扩张.....	8
3.1.3. 中心仓布局打通 F2C 最后一环.....	8
3.1.4. 从家装 e 站到加盟商的控制.....	8
3.1.5. 从加盟商到施工工人的控制.....	9
3.2. 团队执行力超强，交易额快速增长，静待盈利开花结果.....	9
4. 海外经验：家得宝——千亿美元市值的泛家居公司.....	10
5. 风险因素.....	12
6. 盈利预测与估值.....	12

1. 投资聚焦

工装龙头开拓万亿家装市场空间广阔，近期小米、万科进军家装市场再次证明这一市场的巨大吸引力，但家装市场的非标特点及依赖线下服务属性奠定了专业的装修公司在这一竞争中的先天优势。金螳螂家装 e 站自去年以来业务扩张全速推进，到目前为止各项工作进度基本达到预期目标，展现出极强的团队执行力和巨大的潜在商机，市场认同度不断提升。

尽管春节前仍处于行业淡季，短期数据尚无表现，但从一个稍长的周期看，当前降息通道已打开，未来资金面预计持续宽松，装饰需求对资金价格高度敏感，未来装饰需求有望逐步回暖，行业信心提振。房地产销售改善有利于工装及家装需求预期改善、有利于装饰公司回款改善，预计后续工装及家装签单将逐步好转。

我们预计公司工装主业 2014/2015/2016 年分别增长 25%/20%/20%，家装业务 2014/2015/2016 年签约成交额分别为 5/50/300 亿元。其中家装业务 2014、2015 年不盈利、2016 年开始盈利，按照 7% 的利润率、41% 的权益计算，2016 年家装业务将增厚业绩 8.6 亿元，为 2016 年金螳螂整体业绩增长贡献 37 个 pct 的增速。

当前金螳螂 2015 年市盈率仅约 17 倍水平（与建筑央企已十分接近），根据我们分部估值的方法（工装主业 2015 年给 12 倍 PE，互联网家装业务 2016 年给 40 倍 PE），公司目标市值为 620 亿元，对应目标价 35.2 元，当前仍显著低估，继续重点推荐！

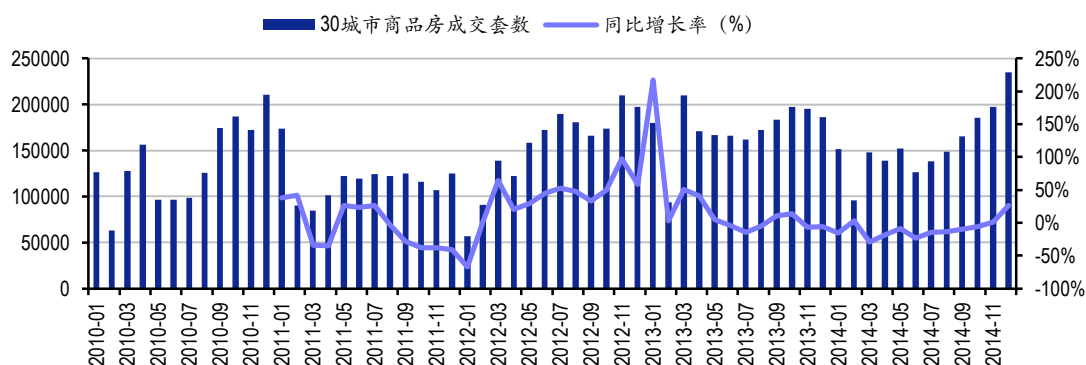
2. 受益于降息周期，存量市场潜力提升，互联网装饰前景光明

2.1. 降息周期开启，房地产销售回暖，装饰需求有望逐步改善

当前降息周期已开启，未来市场资金将持续宽松，装饰需求对资金价格敏感度高，未来行业有望持续转暖。降息与调控政策的放松，使得房地产市场逐渐回暖。根据 Wind 统计，重点跟踪的 30 个大中城市商品房销量同比上涨 26%。百城房地产价格指数统计中房价环比上涨城市数由 11 月的 23 个上升到 12 月份的 30 个。

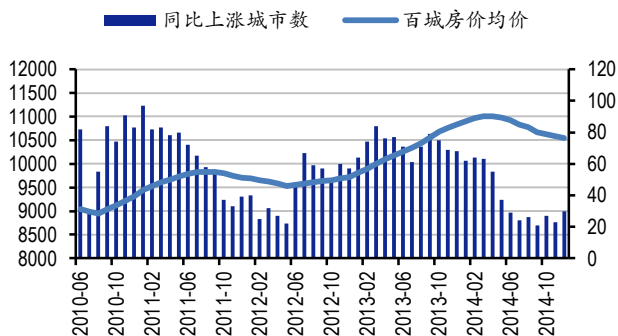
房地产销售回暖有望带动地产商收款、促其投资边际改善，这有利于装饰公司签单和收款加快。预计部分龙头装饰公司 2014 年经营性现金流实现转正，当前订单信息量有所增加，工装订单和家装销售春节后有望好转。

图 1：30 城市商品房成交套数与每月同比增长率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：百城房地产价格指数与上涨城市数



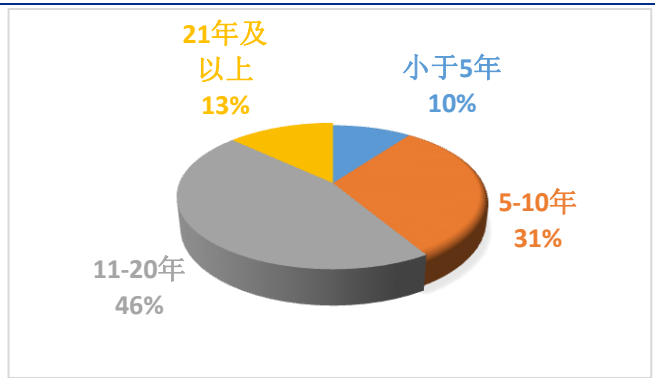
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 存量房市场经济潜力逐步提升

我国家装行业总体规模庞大,呈稳健增长趋势。考虑到装修作为整个泛家居行业(除装修外,还包括后端的建材、家具、家电、软装、智能家居等行业)的流量入口,装饰公司的目标市场总量超过3万亿元。

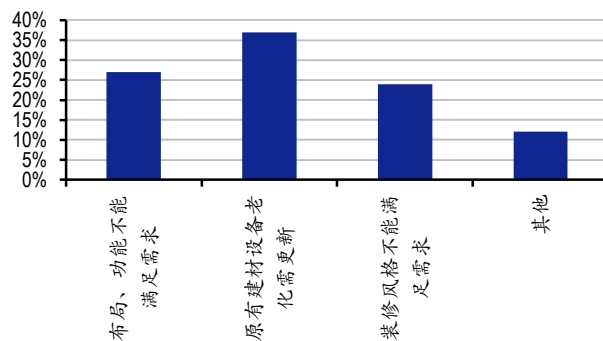
除新增房屋需求外,存量房装修市场空间亦可观。当前一线城市二手房交易量已超过一手房,二线城市二手房交易占总交易比例也呈提升趋势。而根据搜狐家居对旧房翻新需求的调查显示,居住5年以上的房屋(占目前存量房90%)即出现翻新需求,11-20年限住房(占存量房59%)为翻新主力,而大批90年代及21世纪初新建房屋目前均已进入该区间。旧房翻新需求既包括主要自住房的翻新,也包括出租房和新购置二手房的翻新需求。旧房翻新周期已然来临,存量市场重要性不断提升。

图3: 目前居住的房屋年限



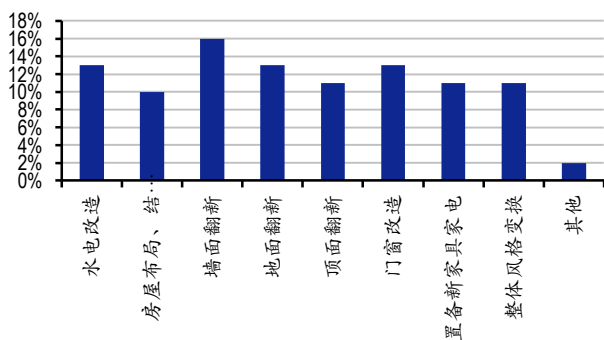
数据来源: 搜狐家居, 安信证券研究中心

图4: 旧房翻新原因多样化



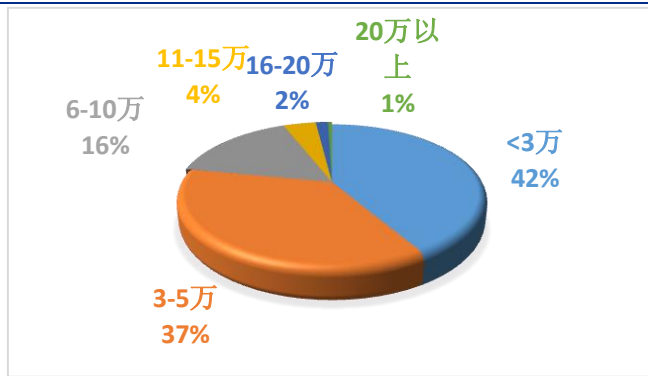
数据来源: 搜狐家居, 安信证券研究中心

图5: 旧房翻新涉及领域较全面



数据来源: 搜狐家居, 安信证券研究中心

图6: 旧房翻新投资额相对较低



数据来源: 搜狐家居, 安信证券研究中心

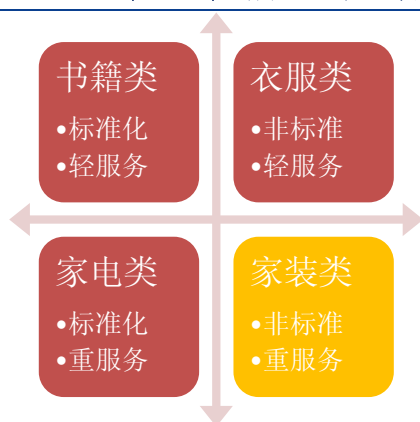
2.3. 家装行业面临 O2O 变革，工装龙头迎来增量机会

家装行业面临 O2O 变革，相较于传统线下家装业务模式，O2O 的线上部分带来了更多流量，降低了信息不对称带来的交易成本，在施工、支付和评价等方面优化了原有模式，提高了客户体验。相较于单纯的线上交易，O2O 的线下部分满足了家装消费者重体验、重服务的消费需求，因此当前互联网正向装修以及整个泛家居行业快速渗透。

以 BAT 为代表的电商巨头先后征服了标准化轻服务，标准化重服务，非标准轻服务的商品交易市场，但在家装市场上始终没有一个电商能够做大规模、形成明显的领导地位。互联网家装市场成为 BAT 尚未占领的最后属地。

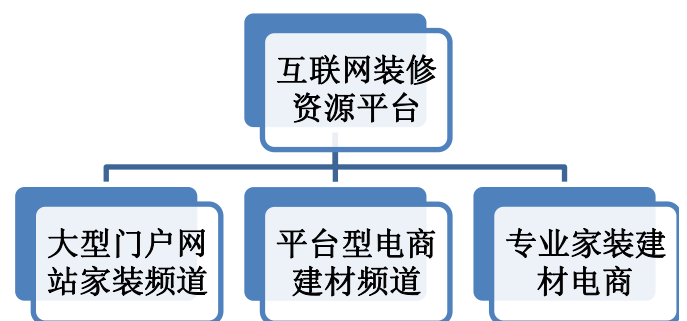
现阶段互联网关于装修的资源平台大致分为三大类：(1) 大型门户网站的家装或建材家居类的专业频道；(2) 平台型电商的建材家具频道；(3) 专业家装或建材家居电商（垂直型电商）。由于家装、建材家居行业消费数额大、重服务的特性，垂直型电商取得了更为瞩目的发展势头，是当前最具竞争前景的一类竞争参与者。

图 7: BAT 互联网布局分布（黄色为未主导）



数据来源：安信证券研究中心

图 8: 互联网装修平台主要分类



数据来源：安信证券研究中心

表 1: 三大类型主要家装建材家具类网站代表

分类	网站名称	简介
门户网站	新浪家居	旗下有建材商城，装修新浪工长俱乐部，深度介入装修各环节。还整合装修图片分享互动社区石榴社区
	搜狐焦点家居	拥有建材商城，组织过多场大型团购会
	网易家居	装修公开课视频丰富，论坛装修基金免费换取产品集聚人气，无商城装修业务
	太平洋家居	资讯按照装修各环节分类，清晰明了，有免费设计等丰富活动策划。无旗下商城和装修业务
综合平台类网站	天猫商城家装馆	建材，家具，软装，设计，家装等商家入驻，客户可以完成一站式装修。并有一家线下体验馆。
	京东商城	建材，家具，软装，设计，家装等商家入驻。无线下体验馆
	苏宁易购	建材，家具，软装商家入驻，主要满足家居产品购买需求
家居家装类垂直电商	土巴兔	以装修业务为主，涉及家装和小公装服务。提供免费监理，免费设计量房，免费报价服务，资金托管满意付款。
	齐家网	目前以家居产品销售为主，有网上商城，O2O 团购，定制家具等模式，拥有线下体验馆。装修业务模式类似土巴兔，有齐家保，老娘舅，金牌施工队等特色服务
	美乐乐	以家具销售为主，采用线下开设体验馆的 O2O 销售模式。开始逐步涉入家装领域
	尚品宅配	定制家具。提供全屋家具，局部家具定制的服务。
	我爱我家	以自营销售家居产品为主，装修业务不为客户推荐家装企业，由客户商家自行撮合。
	家装 e 站	提供标准化的设计包，施工包，主材包服务。对传统装修环节进行改造，提升客户体验

数据来源：安信证券研究中心

装修作为产业链入口，已成各方争夺焦点。在由“设计装修、建材销售、软装

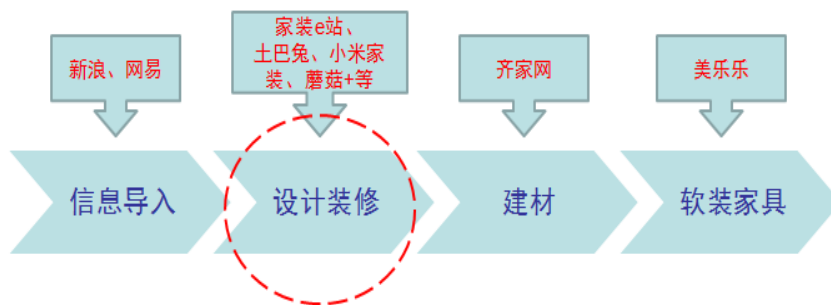
家具销售”组成业务链条上，装修无疑是服务含量最高、最难做好的环节，同时又是这个产业链的入口。装修公司往往对建材采购、后端的家具软装采购具有很强的前置性导购作用。

当前，成长前景广阔的垂直型电商依据自身不同定位，已在产业链各部分初步布局。业内较为优秀的竞争者们，目前多占据装修之后的环节（除土巴兔），如美乐乐主要做家具销售，齐家网主要做建材销售。但现阶段包括齐家网、美乐乐等均在努力向装修环节延伸（甚至连立邦漆都在从纯销售向提供刷墙服务延伸），期望占据入口、把握自身产品销售的命运。

不同于以上已进入电商竞争者向装修环节延伸的发展策略，“家装e站”（金螳螂）、“蘑菇+”（亚厦股份）、“优装网络”（洪涛股份）等公装龙头的家装产品，“百变加”（海尔）、“小米家装”（小米）、“万科家装”（即将推出）等跨界竞争都优先将装修环节作为切入互联网家装的入口。

各方竞争者基于装修服务的流量入口属性，都在发挥各自竞争优势努力抢占这一环。

图 9：泛家居产业链各环节代表性电商分布



数据来源：安信证券研究中心

表 2：主要家装家居电商业务和优劣势比较

网站	装修业务	建材家居销售业务	优势	未来主要挑战风险
齐家网	提供免费量房设计免费监理，齐家保，装修资金托管，金牌施工队，老娘舅调解等特色服务	B2C 建材销售平台，自营，O2O 团购	先发优势品牌优势，业务链完整，进入盈利期	未来线下店投资加大，与线下商家关系处理，其他电商模式竞争
我爱我家	也提供免费量房设计，免费监理服务	以自营销售建材产品为主，O2O 团购	流量排名高，装修资讯丰富	未来线下店投资加大，自营物流等投资加大，其他电商竞争
土巴兔	家装小公装都有涉及，提供免费监理，量房，设计，保托管装修资金等服务	基本上无，提供流量导入接口，链接到其他网站购买	首创第三方监理模式，先发优势	未彻底改变传统装修产业链，用户提升有限，其他模式竞争
家装e站	提供标准的设计包和装修包服务，标准化整个装修流程	实现主材 F2C，标准主材包	标准化改造，客户体验好	家装流程改造难度巨大，进度低于预期
蘑菇+	提供高度标准化、套餐化、快销化的产品，打造“集成家”（集成家=装修+家具+电器+饰品）	主材 F2C，所有环节产品打包售出	所见即所得，拎包入住，体验好	家装流程改造难度巨大，进度低于预期
百变加	设计、施工、选材、过程监控、金融、售后，一站式服务	产品在自己商城中（合作品牌）选购	高品质、低价格、环保、百变	选择空间极小，产能有限
小米家装	类似金螳螂家装 e 站的套餐模式，一口价	除家具与配饰外，其余产品类标准化售出	价格低，工期短，远程手机监控，沟通体验好	无法实现主材 F2C，成本控制，产能有限
美乐乐	上线乐家居装修网，类似土巴兔模式，无第三方支付服务	以自营销售家具为主，逐渐扩展到全品类的家居产品	线下体验店布局广泛	业务链狭窄，进入装修等难度大。线下体验店大型化后透支资金
新浪家居	特色的新浪工长俱乐部服务，三方协议，保障质量	家居就商城，B2C 平台型	装修资讯强大	无线下体验店，竞争激烈
天猫家装频道	家装 e 站等装修公司入驻	全品类家居产品销售	天猫品牌流量优势，产品品类齐全	平台专业性缺乏，来自垂直电商的竞争

数据来源：安信证券研究中心

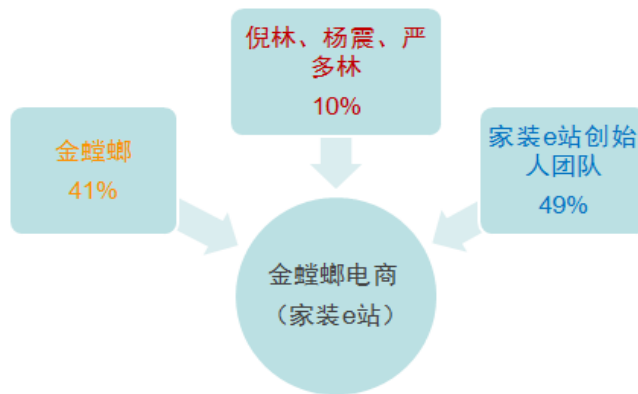
公装龙头迎来增量机会。公装龙头借专业、品牌、资金等多优势触网开拓家装市场，与自身公装主业的材料采购、施工队伍、现金流形成良性互补，标准化管理和规范化施工使其更易于做大做强，具有极大竞争力。此外，公装公司触网参与家装市场也不存在“线上打线下”的矛盾，家装市场对于公装公司而言是纯增量机会。2014年是公装公司开拓家装市场的“元年”，预计2015-2016年将是关键期，模式对路、执行力强的参与者有望脱颖而出，成为行业变革的赢家。

3. 金螳螂家装e站模式领先、执行力强、潜在商机巨大

3.1. 详解家装e站经营模式

家装e站是金螳螂电商旗下品牌，金螳螂持有金螳螂电商41%股权，金螳螂三位高管持有10%股权，形成一致行动人合计持有51%股权，达到控股地位。股权结构中金螳螂权益仅41%，为金螳螂电商预留上市空间。

图 10: 金螳螂电商（家装e站）股权结构



数据来源：安信证券研究中心

3.1.1. 家装e站模式清晰，解决传统家装诸多痛点

家装e站通过大数据方法对全国主要城市上万户型的装修数据进行分析，确定了成本和利润率的变动关系，推出了标准的设计包、主材包、施工包等产品，承诺一口价、无增项，解决了传统装修过程中手续繁琐、报价不透明、反复改价、增项过多、建材流通环节多等诸多消费痛点，极大提高了客户体验度，形成了较强的市场竞争力。

表 3: 家装e站“包”系列产品服务介绍

服务选项	服务内容	特点	销量情况
主材包	门，地板，陶瓷，橱柜，水槽，浴室柜，花洒，马桶等最常用材料	一口价，三不限，零增项，支付宝保障	平均客单3-4万，最高销量为西安安系列1448个
设计包	全国设计团队任挑，按照建筑面积收费	按照30%，60%，10%的费用比例通过支付宝支付，满意再付款	最高销量为清玄主任设计包29241个
施工包	水电项目，标准瓦工项目，标准油工项目，标准安装项目，标准整理清洁项目	一口价，大于90平米，每平方米289元，小于90平米，每平方米299元。施工队伍任挑，支付宝保障50%费用，材料保证同城最低价	每客单3-4万元，最高销量为长治施工包2000个

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

表 4：家装 e 站产品优势

产品优势	优势细节	备注
产品简单明了	“包”服务，一口价，三不限，0 增项	只需报出面积和卫生间数量，即可报价，不限平米，不限控数，不限橱柜长度，全程无任何增加费用
产品价格低	装饰材料实现 F2C，价格低 30%以上	家装 e 站整合供应链，实现 F2C，工厂直接到消费者，价格低 30%-50%
效率提升	成交速度，交易转化率，设计师服务效率提升	成交速度由 7 天提升至两小时，交易转化率由 10%-20%提高到 50%以上，设计师服务效率由 3 客户每月提高到 15 客户每月
信任保障	支付宝交易	线下与建行合作 E 家宝，线上与支付宝合作，满意再付款

数据来源：官网，安信证券研究中心

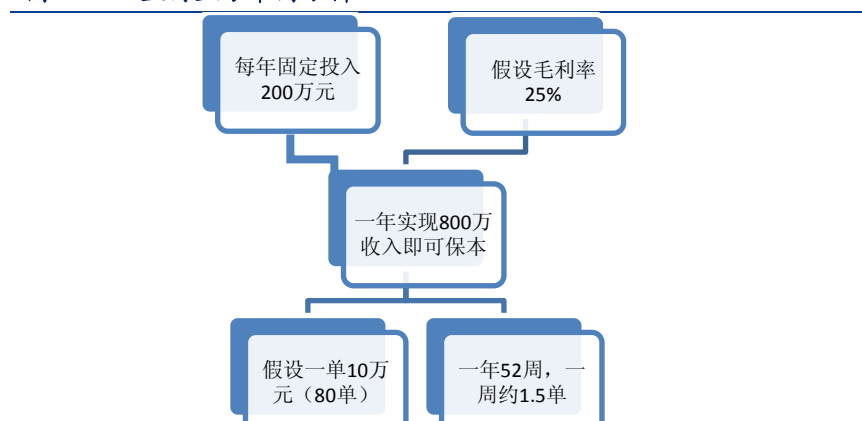
3.1.2. 采用加盟商形式实现快速扩张

家装 e 站在每个城市（细分到县级市）签约一家综合服务商，其中大城市可以开分店，但是加盟商为同一个老板。加盟商投资人范围广泛，包括当地装修公司相关人士及证券投资界跨界人士。目前许多城市的加盟商股权溢价已达 500%。

家装 e 站 2014 年计划签 400 家加盟商，实际完成约 460 家，其中开门营业约 110 家。我们预计 2015 年将签约 2000 个。若 2015 年加盟商签约顺利（以 2014 年经验判断，成功概率大），家装 e 站业务范围将实现迅速扩张，基本覆盖全国目标城市，达到行业领先地位，其后加盟商个数将不再扩张。

通过对加盟商盈亏平衡分析，我们估算出每家加盟商一年实现 800 万销售收入即可保本。相当于以 10 万一单标准，每周约 1.5 单即可。在去年年底苏州/南通店 F2C 落地首日，两家店当天便实现收入 600/1000 万元，基本实现全年保本任务，可见加盟商经营压力较小。

图 11：加盟商盈亏平衡分析



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.1.3. 中心仓布局打通 F2C 最后一环

通过实地考察并结合以往经验，家装 e 站明确“只有建设中心仓，才能真正打通 F2C”的核心观点，通过集采、配送方式，建立区域仓储中心+最后一公里配送的体系。

现阶段每个中心仓可覆盖周边 200 公里范围。仓一般采用租的形式，一年总租金预计 8000 万元~1 亿元。部分仓是借用瓷砖等大供应商的仓库（辟出一小块区域几乎免费使用）。我们预计未来公司将在全国布 50 个仓，今年年中有望全部建完（目前已建 4 个，苏州、南昌、合肥、郑州），届时将覆盖全国所有门店。

目前苏州中心仓已辐射苏州、南通、昆山、绍兴、镇江、丹阳等地，真正实现 F2C。苏州店于去年 10 月实现 F2C，首日即签约 55 单。南通去年 11 月实现 F2C，首日单店签约 1000 万元。中心仓的全面布局将真正实现建材供应链的变革。

3.1.4. 从家装 e 站到加盟商的控制

➢ 金螳螂给加盟商提供标准输出、人员培训、网站平台运营和整体营销等工作后，加

盟商将负责当地工人的招募、培训、业务承接(线上和线下)、项目实施和质量控制、售后服务等(金螳螂向加盟商收取每年3-20万不等的年费)。

- 金螳螂掌握材料采购、供应以及资金的收取和支付, 加盟商只负责营销和施工。加盟商赚取的施工毛利率约25-30%, 金螳螂和天猫提取其中的5%(金螳螂提取2-3%)。材料销售差价毛利由金螳螂适当返给加盟商。
- 金螳螂对加盟商一年一续约, 并规定不允许加盟商出现差评, 一旦出现差评, 次年更换加盟商。作为加盟商, 每年固定投入200万元, 如若真出现差评订单(平均10万元一个), 即便免费重做, 也要避免差评的出现。

通过以上对加盟商的标准控制, 从客观条件上制约了传统加盟商因管理或施工水平参差不齐所造成的品牌形象损毁的情况发生。

3.1.5. 从加盟商到施工工人的控制

通过对施工工人的直接控制, 可实现以往产业模式中所不具备的优势:

- 提供更高的工资(之所以能支付更高的工资, 是因为家装站的模式砍掉了传统业务流程中的黑钱)。
- 除去了包工头环节, 直接管理工人。工人施工专业化、标准化, 不混用工种。
- 工人完成自己的专业工序并获得客户签字认可后, 银行卡将立即收到工钱, 然后转到下一个项目。解决了工人以往需年末向包工头讨薪的痛点, 从激励上促使工人尽快高质量的完成当前工序、获得客户认可、提高项目周转率。
- 通过客户评价和返工率给工人评级。评级高的工人不仅工资高, 而且项目也多。
- 工人有动力去获得高星级。给工人设计出职业晋升路径。

3.2. 团队执行力超强, 交易额快速增长, 静待盈利开花结果

金螳螂家装e站自去年以来业务扩张全速推进, 到目前为止各项工作进度基本达到预期目标, 展现出极强的团队执行力和巨大的潜在商机, 市场认同度不断提升。

我们预计家装e站交易额: 2014/2015/2016年分别为5/50/300亿元(其中2014年实际签约额超过5亿元), 长期目标1000-5000亿元, 随着业务的进一步推进, 家装e站交易额将实现跨越式的快速增长。

根据2014年完成订单状况, 未来交易额周、月度数据增长动力主要有:

- 更多门店开门营业(目前预计仅110家店营业, 预计到年中将有400-500家店开门营业, 年底超过1000家店开门营业);
- 单店签约数增加(加盟店在当地逐渐获得认可、口碑, 市场深耕);
- 客单价提升(未来公司还将在施工包和材料包基础上增加软装包、智能家居包等)。

表5: 公司收入来源分析

收入来源	详细
加盟商年费	3-20万/年/店, 2000家店布局完毕将每年收入约1-2亿元。这部分我们认为大致与金螳螂电商的运营费用相抵。因此不考虑这一部分的盈利贡献。
施工包佣金	金螳螂抽取2-3%。
材料包销售	F2C落地后的材料包较此前便宜40%。加上此前旧的材料包已有20%的毛利率, 即使让渡30%价差给消费者, 仍有30%的利润率。假设将毛利率分一半给加盟商, 家装e站仍有15%的毛利率
材料商年终奖励	对于单一材料供应商, 如若家装e站一年采购量达到一定规模, 将有1-3%不等的追加奖励(假设为1%)。

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

利润率测算: 假设材料包和施工包成交额各占50%, 收入的加权利润率为7%(年费和e站运营成本相抵)。

公司在交易额达到 100 亿元之前将免去上表中多项收费，以快速抢占市场。我们预计公司 2016 年交易额将达到 300 亿元，如按我们估算的 7% 的利润率收费，则当年盈利将达到 21 亿元。当交易额达到 1000 亿元时，公司盈利将达到 70 亿元，收益十分可观。

4. 海外经验：家得宝——千亿美元市值的泛家居公司

家得宝是美国一家于纳斯达克上市的家庭装饰品与建材的零售商。家得宝雇用超过 355,000 名员工，经营 2234 家大型商场，分店遍及美国加拿大（10 个省份）和墨西哥。旗下拥有数个独家品牌，包括 Hampton Bay（照明、吊扇与天井家具）、Pegasus（厨具与浴具）、Glacier Bay（水龙头与浴缸）等。

表 6：家得宝旗下品牌一览表

分类	品牌名称
照明、吊扇与天井家具	Hampton Bay
厨具与浴具	Pegasus
水龙头与浴缸	Glacier Bay
工具	Husky
肥料	Vigoro
电源工具	Ryobi
油漆	Millstead、Mill's Pride、Behr 等

数据来源：互联网，安信证券研究中心

家得宝在高峰时期平均每 43 小时新开一家分店，每周客流量 2200 万人，在美国市场占有率接近 20%。除在美国的业务外，家得宝在加拿大、墨西哥的分公司也运营良好。

家得宝 2011/2012/2013 年销售收入分别为 704/748/788 亿美元，三年 CAGR 5.8%，净利润 2011/2012/2013 分别为 38.8/45.4/53.9 亿美元，三年 CAGR 17.9%。2014 年《财富》世界 500 强排名中，公司为第 102 名。

2011-2013 年，公司毛利率稳重有升，平均维持在 34.6% 水平，伴随公司销售收入的增长态势，公司经营状况优良。

公司近年营业收入中水暖、电器和厨房用品类/硬件和季节性产品类销售各占约 30%。对 2013 年营业收入做进一步划分可以看出，公司前五大销售来源主要为厨房、室内花园、油漆、室外花园和木材产品。

2011/2012/2013 年，公司经营性现金流皆为正。2012/2013 年，经营性现金流净额同比增加 4.9%/9.4%，经营性现金收入状况良好。

目前家得宝市值 1337 亿美元市值，市盈率 20 倍，市销率 1.6 倍。

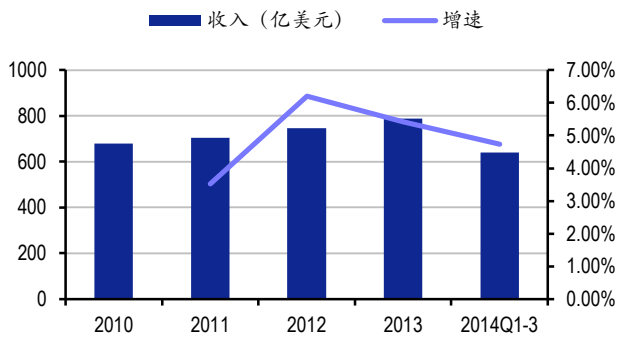
表 7：家得宝公司基本数据一览

上市板块	纳斯达克
市值	1337 亿美元
市盈率&市销率	PE:20, PS1.6
员工&运营商场数量	超过 355,000 名员工，经营 2234 家大型商场
业务布局地区	美国（50 个州份、哥伦比亚特区、波多黎各、处女群岛和关岛）、加拿大（10 个省份）和墨西哥
旗下品牌	Hampton Bay（照明吊扇与天井家具）、Pegasus（厨具与浴具）等
市场地位	2014 年《财富》世界 500 强排名中，公司为第 102 名

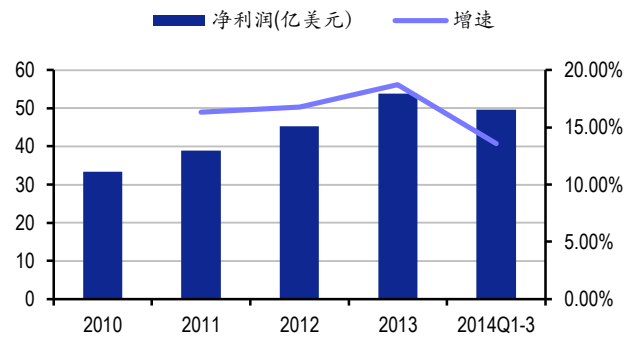
数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 12：家得宝收入规模及增速

图 13：家得宝净利润规模及增速

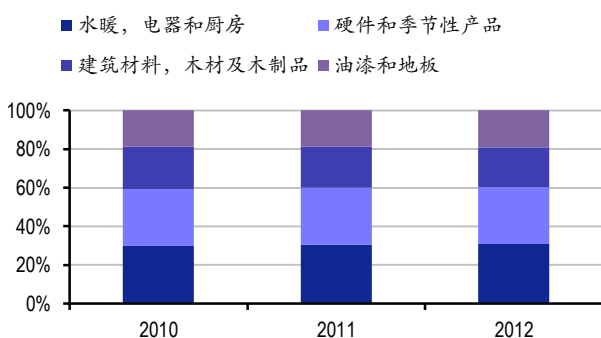


数据来源：家得宝公司财报，安信证券研究中心



数据来源：家得宝公司财报，安信证券研究中心

图 14: 2010-2012 年营业收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16: 2011-2013 年公司毛利率变化

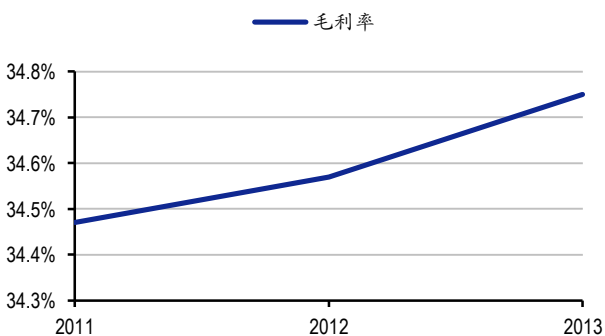
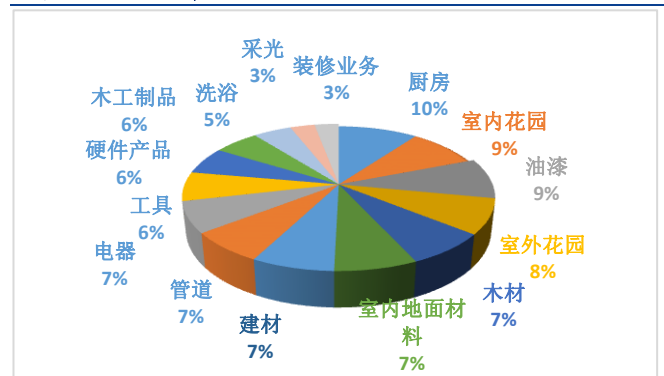
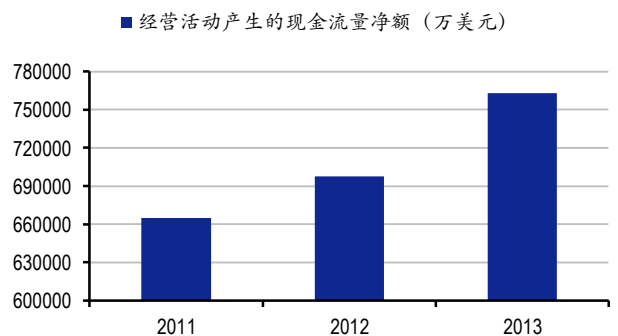


图 15: 2013 年营业收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17: 2011-2013 年公司经营性现金流变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司目前提供的安装服务主要分为室内与室外两大块，室内服务主要包括：卫浴、厨房、地板、窗帘等，室外服务主要包括车库装修、屋顶修葺及外立面粉刷等。公司安装服务主要有以下 3 步流程：1. 上门安装咨询服务 2. 专业施工队负责装修 3. 装修完毕接受房主验收。家得宝公司为装修流程质量做信用保障，并以自身平台资源导入此部分服务流量，获得了不错收益。

图 18: 家得宝室内安装服务

图 19: 家得宝室外安装服务

Basement Renovations



Basement Renovations Service

Bath



Bathroom Renovation Services
Tile Installation

Décor



Custom Drapery Installation
In-Home Decorating Services
Interior Painting Service
Interior Shutter Installation

Decking & Fencing



Custom Decks
Fencing

Garage



Exterior Door Installation
Garage Door and Opener Installation

Heating and Cooling



HVAC Installation
HVAC Maintenance Service
HVAC Repair Service
Insulation Installation

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

家得宝产品的运输主要外包给第三方物流企业承担。并且与专门提供供应链管理信息服务的 12 公司结为合作伙伴，为其做供应链中物流配送的管理。家得宝没有完全自己掌控整个供应链的部分原因系家居装修产品的创新性使得销售周期预测难度很大。

中国将是全球最大的泛家居市场，具备诞生一个全球最大的泛家居公司的条件。目前金螳螂家装 e 站正是从装修环节入手（流量入口）去截获整个泛家居产业链流量，金螳螂未来有望做到如家得宝在美国地位般的中国家装家居公司，成长空间广阔。

5. 风险因素

经济增长大幅放缓、新业务开拓慢于预期风险。

6. 盈利预测与估值

我们预计公司公装主业 2014/2015/2016 年分别增长 25%/20%/20%，家装业务 2014/2015/2016 年签约成交额分别为 5/50/300 亿元。其中家装业务 2014、2015 年不盈利、2016 年开始盈利，按照 7%的利润率、41%的权益计算，2016 年家装业务将增厚业绩 8.6 亿元，为 2016 年金螳螂整体业绩增长贡献 37 个 pct 的增速。

当前金螳螂 2015 年市盈率仅约 17 倍水平（与建筑央企已十分接近），根据我们分部估值的方法（公装主业 2015 年给 12 倍 PE，互联网家装业务 2016 年给 40 倍 PE），公司目标市值为 620 亿元，对应目标价 35.2 元。

表 8：分部利润测算

	2014	2015	2016
公装主业			
净利润 (亿元)	19.54	23.43	28.01
净利润增速	25%	20%	20%
家装业务			
签约成交额 (亿元)	5	50	300
税前净利润 (亿元)	0	0	21
税前权益净利 (亿元)	0	0	8.6

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月17日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,941.6	18,414.3	22,650.2	26,554.2	31,036.6	成长性					
减:营业成本	11,550.7	15,145.0	18,652.3	21,846.4	25,492.7	营业收入增长率	37.4%	32.1%	23.0%	17.2%	16.9%
营业税费	458.0	523.6	634.2	743.5	869.0	营业利润增长率	46.9%	40.7%	24.8%	20.0%	51.0%
销售费用	163.5	226.1	271.8	305.4	341.4	净利润增长率	51.7%	40.7%	25.0%	19.9%	50.4%
管理费用	218.5	354.7	430.4	478.0	527.6	EBITDA 增长率	42.8%	45.9%	22.1%	18.8%	50.1%
财务费用	-42.4	8.4	-28.8	-50.9	-73.6	EBIT 增长率	43.7%	46.1%	22.7%	19.3%	51.2%
资产减值损失	269.8	327.0	405.0	490.0	520.0	NOPLAT 增长率	47.8%	45.9%	22.4%	19.3%	51.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	139.0%	105.6%	25.4%	16.8%	20.7%
投资和汇兑收益	2.1	36.3	43.6	52.3	861.0	净资产增长率	34.9%	33.3%	19.6%	30.1%	34.9%
营业利润	1,325.7	1,865.8	2,329.0	2,794.1	4,220.5	利润率					
加:营业外净收支	-2.7	19.3	20.0	22.0	24.0	毛利率	17.1%	17.8%	17.7%	17.7%	17.9%
利润总额	1,323.0	1,885.0	2,349.0	2,816.1	4,244.5	营业利润率	9.5%	10.1%	10.3%	10.5%	13.6%
减:所得税	207.4	297.0	375.8	450.6	679.1	净利润率	8.0%	8.5%	8.6%	8.8%	11.4%
净利润	1,111.4	1,563.6	1,954.4	2,343.0	3,524.4	EBITDA/营业收入	9.5%	10.5%	10.4%	10.5%	13.5%
						EBIT/营业收入	9.2%	10.2%	10.2%	10.3%	13.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	13	11	9	7	5
货币资金	3,805.4	3,597.9	3,331.4	4,876.5	6,989.0	流动营业资本周转天数	5	19	32	37	42
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	247	277	270	273	291
应收帐款	7,737.8	11,346.5	13,442.9	16,504.4	19,187.7	应收帐款周转天数	155	187	197	203	207
应收票据	309.1	342.8	472.5	495.9	620.1	存货周转天数	1	1	1	1	1
预付帐款	113.6	149.3	177.6	215.9	233.5	总资产周转天数	272	305	295	293	307
存货	64.0	83.9	102.6	113.8	138.3	投资资本周转天数	26	43	53	55	56
其他流动资产	3.7	736.4	247.2	329.1	437.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	26.8%	28.2%	29.4%	27.1%	30.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	8.9%	10.3%	9.9%	12.3%
长期股权投资	9.9	62.9	62.9	62.9	62.9	ROIC	178.9%	109.2%	65.0%	61.8%	80.0%
投资性房地产	6.9	6.6	6.6	6.6	6.6	费用率					
固定资产	581.1	567.2	518.8	470.4	421.9	销售费用率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
在建工程	115.9	308.6	308.6	308.6	308.6	管理费用率	1.6%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%
无形资产	94.1	92.9	84.4	75.9	67.4	财务费用率	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	508.6	557.7	494.3	506.9	513.2	三费/营业收入	2.4%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%
资产总额	13,350.1	17,852.6	19,249.8	23,966.8	28,986.9	偿债能力					
短期债务	-	15.2	-	-	-	资产负债率	68.4%	68.5%	65.1%	63.5%	59.3%
应付帐款	6,150.9	8,887.8	9,807.8	12,453.2	13,806.5	负债权益比	216.8%	217.7%	186.4%	174.0%	145.7%
应付票据	138.9	174.7	152.5	260.6	225.1	流动比率	1.52	1.47	1.48	1.55	1.67
其他流动负债	1,637.6	2,011.2	2,079.1	1,855.1	2,539.6	速动比率	1.51	1.46	1.47	1.54	1.66
长期借款	465.1	426.8	-	-	-	利息保障倍数	-30.24	222.21	-79.82	-53.91	-56.38
其他非流动负债	744.0	718.3	488.3	650.2	618.9	分红指标					
负债总额	9,136.5	12,234.0	12,527.7	15,219.1	17,190.1	DPS(元)	0.09	0.13	0.16	0.19	0.29
少数股东权益	69.4	75.7	85.1	107.7	148.6	分红比率	14.1%	15.0%	14.4%	14.5%	14.7%
股本	781.5	1,174.8	1,762.2	1,762.2	1,762.2	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.3%
留存收益	3,362.4	4,377.0	4,874.8	6,877.8	9,885.9						
股东权益	4,213.6	5,618.6	6,722.1	8,747.8	11,796.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.63	0.89	1.11	1.33	2.00
净利润	1,115.6	1,588.0	1,954.4	2,343.0	3,524.4	BVPS(元)	2.35	3.15	3.77	4.90	6.61
加:折旧和摊销	40.3	62.4	56.9	56.9	56.9	PE(X)	35.8	25.4	20.3	17.0	11.3
资产减值准备	269.8	327.0	-	-	-	PB(X)	9.6	7.2	6.0	4.6	3.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	27.3	3,608.3	76.3	21.2	15.3
财务费用	-44.3	1.7	-28.8	-50.9	-73.6	P/S	2.9	2.2	1.8	1.5	1.3
投资损失	-2.1	-36.3	-43.6	-52.3	-861.0	EV/EBITDA	24.0	12.0	15.6	12.7	7.9
少数股东损益	4.2	24.4	18.8	22.6	40.9	CAGR(%)	28.5%	30.9%	38.7%	28.5%	30.9%
营运资金的变动	-32.6	-1,229.0	-746.4	-697.7	-966.1	PEG	1.3	0.8	0.5	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	774.5	1,000.4	1,211.3	1,621.6	1,721.6	ROIC/WACC	17.1	10.5	6.2	5.9	7.7
投资活动产生现金流量	-466.5	-972.7	43.6	52.3	861.0	REP	1.3	0.7	1.6	1.4	0.8
融资活动产生现金流量	823.1	-226.6	-1,521.4	-128.8	-470.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034