

曲美家居 (603818.SH)

评级：买入首次评级

公司深度研究

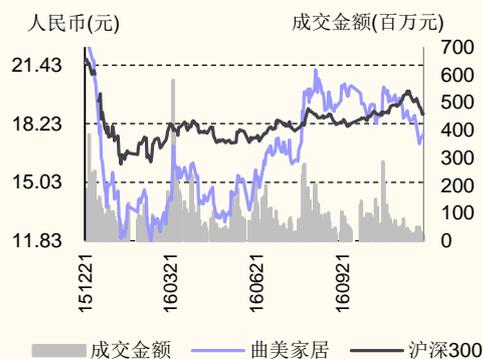
市场价格(人民币)：17.67元

“新曲美”战略全面升级，定制新星冉冉升起

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)	131.61
总市值(百万元)	8,554.40
年内股价最高最低(元)	22.42/11.83
沪深300指数	3346.03
上证指数	3122.98



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.55	0.24	0.41	0.55	0.72
每股净资产(元)	3.48	2.52	2.91	3.44	4.14
每股经营性现金流(元)	0.68	0.38	1.51	0.63	0.82
市盈率(倍)	N/A	85	43	32	24
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	80	68	68
净利润增长率(%)	-11.58%	16.40%	68.88%	35.80%	30.68%
净资产收益率(%)	15.92%	9.58%	14.00%	16.08%	17.49%
总股本(百万股)	181.54	484.12	484.12	484.12	484.12

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **曲木家具行业创造者，“简约、时尚”现代家居制造商：**公司最早开始生产和销售曲木家具，目前，公司已经从单一产品发展阶段、产品多元化发展阶段、产品系列化发展阶段发展到多系列多渠道阶段，“简约、时尚、现代”是公司家居产品的风格。2015年，公司整体升级，从单一的家具制造企业发展成为家居整体解决方案供应商。公司毛利率位于行业前列，仅次于定位高端的美克家居，高于定制家具龙头索菲亚，未来随着公司工艺流程持续优化，盈利能力还有一定提升空间。
- **家具行业消费属性凸显，品牌效应利好家居龙头企业。**从房产销售与家具行业收入增速对比情况来看，家具销售滞后于地产销售的效应自2012年开始已逐步弱化。消费升级大背景下，家具行业核心驱动因素更多来自于消费者对于家具产品的固有消费需求。本轮房地产调控对于家具行业未来影响或较为微弱，结合旧房翻新及婚育潮带来的需求驱动，我们认为家具行业未来有望保持目前稳增长常态。此外，根据BCG消费调研，相较于上一代消费者，新生代消费时会更加关注品牌及设计感，因此具有强大品牌竞争力及设计能力的企业会更易成为新生代消费者(80/90/00后)的主要消费选择，以公司为代表的兼具规模与品质的家居品牌将会在市场上充分受益。
- **横向竞争力：全国性网点布局，多渠道销售运营，产品线覆盖多层次需求。**线下渠道端：截至2016年上半年，公司拥有经销商311家，经销商专卖店，未来还将继续加强空白城市的渗透；线上渠道端：包括OAO官网、天猫商城和京东商城等，为消费者提供信息搜索、下单和在线支付平台。公司线上线下结合的多渠道运营模式真正实现了消费者的需求全覆盖和家居产品的立体销售。2015年新推出的八大生活馆不仅丰富了公司产品线及定位人群，也完成了从单纯家具制造商向家居型企业的转型升级，公司综合竞争力全面提升。公司还与政府及各大地产公司合作，同时设计规划多系列产品，不断提升产品丰富度，从而打造多渠道盈利点。
- **纵向竞争力：设计制造优势凸显，“新曲美”战略升级落地，独创OAO模式带动整体量价齐升。**1)从现有设计能力、供应链管理、柔性化生产能力及B8全线升级等要素来看，公司全屋定制基因优良。目前全品类大定制“你十”生活馆正全线铺开，未来随着全品类大定制持续推进，公司有望实现“成品+定制”并驾齐驱，整体盈利能力也将迎来突破。2)“新曲美”战略

揭力

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

邱思佳

联系人
qiuisjia@gjzq.com.cn

落实层面，公司从产品、模式及价值链三个维度进行全面转型升级，为客户带来革新的消费体验，“曲美”品牌竞争力将进一步加强。3) 公司独创的 OAO 模式已正式上线，OAO 平台整合了产品体验、设计服务和智慧生产，真正实现了线上线下一体化。一方面，多层次产品覆盖、独创的设计体验及有效的线上引流将带动订单量增长；另一方面，全屋定制化、设计环节增值以及潜在需求激发将有效带动公司客单价提升。综合来看，在新曲美战略下，公司整体业务将实现量价齐升，未来业绩有望实现爆发式增长。

估值和投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.41/0.55/0.72 元。目前 OAO 模式、全品类定制是公司未来发展的最大亮点，考虑到公司 IPO 项目产能即将陆续释放，定制类业务有望快速发展，参考可比公司发展路径亦有向其他定制类家居延伸的可能性，我们给予公司 2017 年 PE 为 38 倍，对应目标价 19.1 元/股，首次给予“买入”评级。

风险

- 原材料成本上涨风险；房地产市场下行风险；OAO 模式不达预期。

内容目录

估值及投资评级	5
公司概况：曲木家具行业创造者，“简约、时尚”现代家居制造商	5
家具行业消费属性凸显，品牌效应利好家居龙头企业	9
中长期消费需求仍在，家具业有望进入稳增长常态	9
消费升级及消费主力切换利好品牌家具企业发展	11
横纵联合铸就品牌强大竞争力	13
横向覆盖：全国性网点布局，多渠道销售运营，产品线覆盖多层次需求	13
纵向深化：设计制造优势凸显，“新曲美”战略升级落地，独创 OAO 模式带动整体量价齐升	17
风险因素	21
原材料成本上涨风险	21
房地产市场下行风险	21
管理风险	21
OAO 模式不达预期	21
盈利预测	21
关键假设	21
盈利预测	21

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	5
图表 2：曲美家居 2015 年主营收入分解	6
图表 3：曲美家居历史营运表现	6
图表 4：曲美家居 2015 年营业利润分解	6
图表 5：曲美家居近年盈利表现	6
图表 6：曲美家居近年经营效率	6
图表 7：曲美家居近年现金流和盈利能力	6
图表 8：曲美家居近年主要获奖产品	7
图表 9：曲美家居从提供单一产品发展为家居整体解决方案	7
图表 10：曲美家居分产品收入情况	8
图表 11：曲美家居以华北为基石，其他区域发展均衡	8
图表 12：曲美家居毛利率（%）位居行业前列	8
图表 13：曲美家居净利率（%）约处于行业平均	8
图表 14：行业应收账款周转率（次）对比	9
图表 15：曲美家居流动比率高于可比公司	9
图表 16：曲美家居股权结构	9
图表 17：家具行业滞后于我国商品房销售	10
图表 18：今年我国住宅商品房待售面积持续下降	10

图表 19: 我国家具零售额累计值及同比增速情况.....	10
图表 20: 我国家具零售额当月值及同比增速情况.....	10
图表 21: 2005 年开始我国商品房销售放量明显.....	11
图表 22: 旧房翻新也成为主要家装消费来源之一.....	11
图表 23: 我国历年人口出生率 (%)	11
图表 24: 各年龄段家具消费情况	11
图表 25: 各国名义私人消费规模 (万亿美元)	12
图表 26: 中国城镇家庭收入结构	12
图表 27: 水性漆的环保优点.....	12
图表 28: 曲美家居水性漆改造历程.....	12
图表 29: 2015 年消费者品牌偏好情况	13
图表 30: 曲美家居各地区门店分布情况	14
图表 31: 曲美家居销售渠道架构	14
图表 32: 公司积极开展与地产商合作.....	15
图表 33: 曲美家居八大生活馆设计概况	15
图表 34: “我爱瑜伽”系列产品充分展现了曲美家居卓越的曲木工艺.....	16
图表 35: 曲美家居与众多国内外优秀设计师合作.....	17
图表 36: 曲美家居 ERP 系统流程	18
图表 37: 曲美家居原材料选择的环保标准.....	18
图表 38: 家居行业生产周期对比	18
图表 39: “新曲美”全面战略升级	19
图表 40: 曲美家居万众设计平台	20
图表 41: OAO 模式下, 量价齐升保障公司高业绩弹性.....	20
图表 42: 曲美家居盈利预测.....	21

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**曲美家居从事中高档民用家具的设计、生产和销售，OAO 模式、全品类定制是公司未来发展的最大亮点。我们认为其估值应该参考 A 股中从事家居业务，特别是已经或者正在大力推进定制家居业务的公司。我们选取索菲亚、好莱客、顾家家居、海鸥卫浴、宜华生活和德尔未来作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 均值分别为 45/32/23 倍。我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.41/0.55/0.72 元/股。考虑到公司 IPO 项目产能即将陆续释放，定制类业务有望快速发展，参考可比公司发展路径亦有向其他定制类家居延伸的可能性，我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 22.2 元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	EPS CAGR (%)	
002572	索菲亚	54.86	253.30	1.04	1.45	1.97	2.59	53	38	28	21	8.0	35.5	1.5
603898	好莱客	32.45	97.32	0.58	0.77	1.06	1.45	56	42	31	22	8.5	35.6	1.6
603816	顾家家居	49.82	205.51	1.51	1.48	1.79	1.97	33	34	28	25	7.7	9.3	3.5
002084	海鸥卫浴	11.33	51.70	0.11	0.15	0.24	0.37	103	74	47	30	4.3	50.1	2.1
600978	宜华生活	11.34	168.16	0.42	0.53	0.68	0.86	27	21	17	13	2.2	26.9	1.0
002631	德尔未来	18.36	119.31	0.21	0.35	0.57	0.80	87	53	32	23	4.5	56.5	1.5
平均值								60	44	30	23	5.9	35.6	1.9
中值								54	40	29	23	6.1	35.5	1.6
603818	曲美家居	17.67	85.54	0.24	0.41	0.55	0.72	73	43	32	24	6.1	44.2	1.7

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2016 年 12 月 16 日收盘价

公司概况：曲木家具行业创造者，“简约、时尚”现代家居制造商

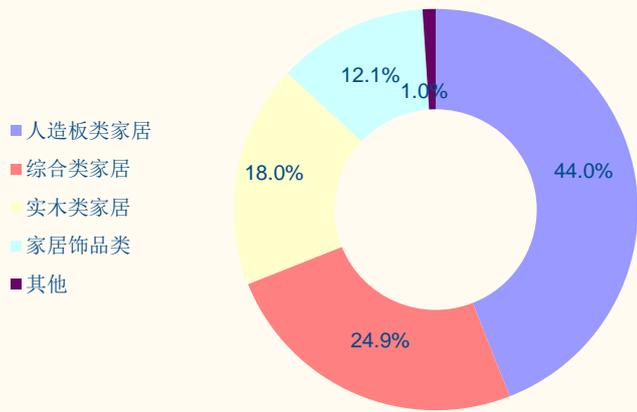
公司沿革：曲美家居成立于 1993 年，是中国第一家曲木家具制造商。经过 20 多年的发展，公司已成为中国领先的集设计、生产、销售及服务于一体大型化、规范化家具集团。

管理层简介：赵瑞海先生是公司创始人，无海外永居留权，硕士学历，曾出任全国工商联执行委员等多项社会职位，现任公司董事长及总经理。赵瑞海先生还主导公司家具设计团队，获得多项知名设计大奖。此外，赵瑞宾先生兼任公司董事及副总经理。

股权结构：公司控股股东及实际控制人均为赵瑞海和赵瑞宾两名自然人，分别持股 33.15% 和 32.44%。此外，赵瑞杰还持有公司 7.28% 股份，三兄弟合计持有公司 72.87% 股份。

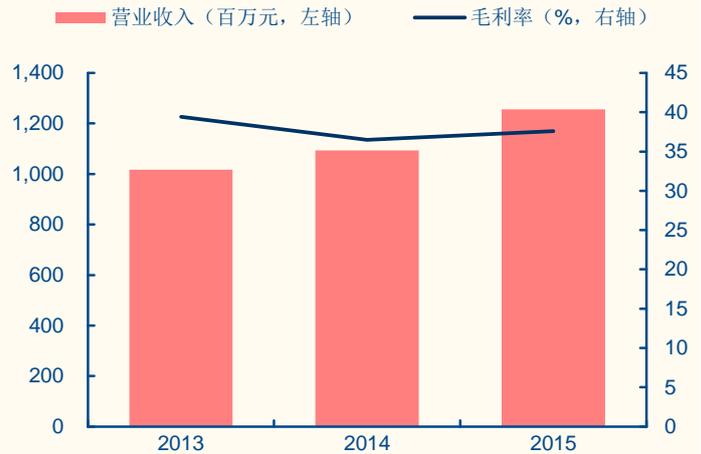
融资历史与大小非情况：公司于 2015 年 4 月 22 日首发上市，发行 6,052 万股，发行价 8.98 元/股。发行后总股本为 24,206 万股。首发募集资金主要用于东区生产基地项目及曲美家具品牌推广项目。

图表 2：曲美家居 2015 年主营收入分解



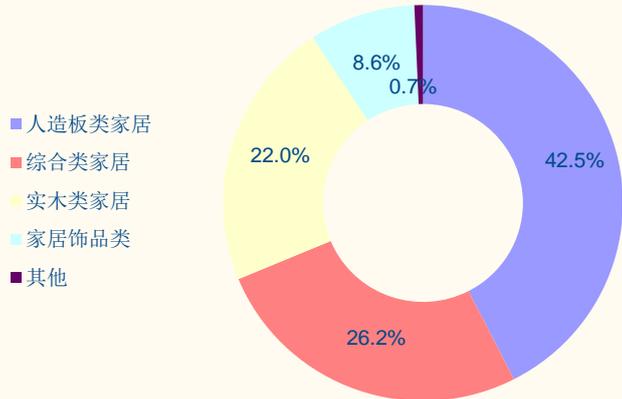
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：曲美家居历史营运表现



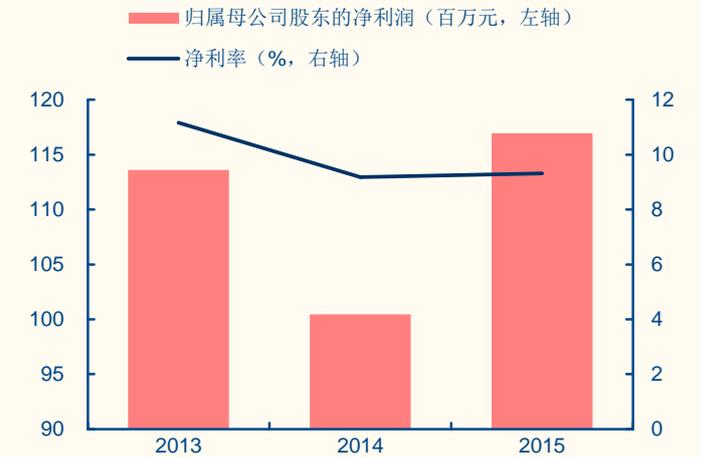
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：曲美家居 2015 年营业利润分解



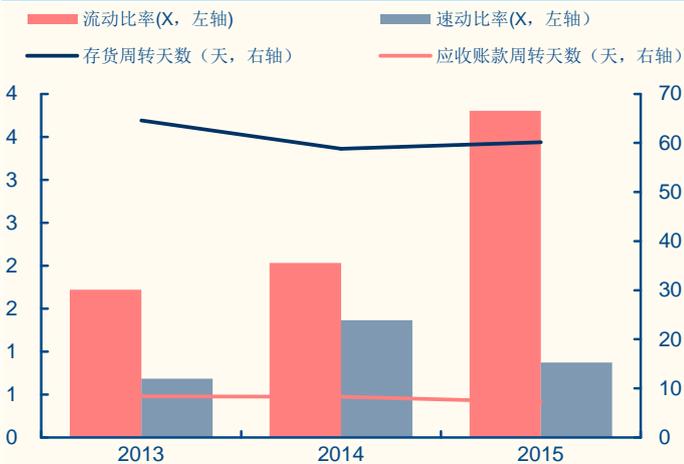
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：曲美家居近年盈利表现



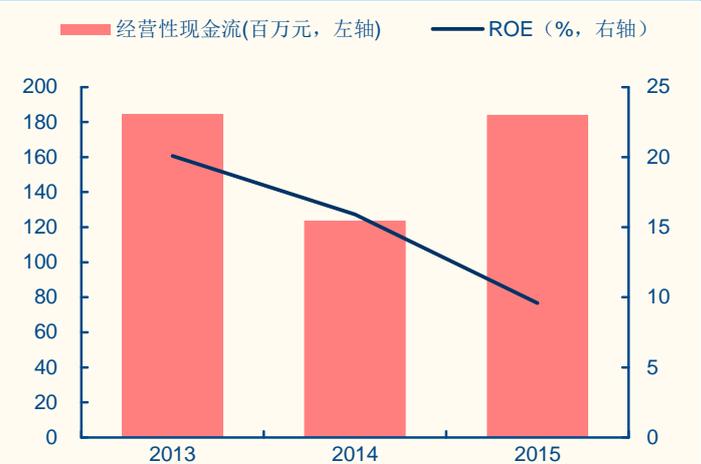
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：曲美家居近年经营效率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：曲美家居近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

- **曲木家具行业的开创者。**公司是国内最早从事曲木家具设计、生产、销售及服务的家具企业。曲木家具利用木材的弹性原理，通过高温、高压处理后，弯曲成所需形状，代替了某些榫接合而节约了木材，可以实现其他家

具无法比拟的款式，还具有抗潮、抗扭、不开裂和不变形等优点。公司产品范围涵盖客厅、书房、卧室以及餐厅等家居生活所使用的主要家具。公司现为中国家具协会副理事长单位和北京家具协会执行会长单位，近年来，公司产品多次获得“中国创新设计红星奖”和“德国 IF 产品设计奖”等知名设计大奖，公司产品在设计、质量及服务等方面均居于行业领先地位。“曲美”家具品牌已在消费者中形成了较高的知名度和美誉度，公司在行业内也拥有着较高的品牌影响力。

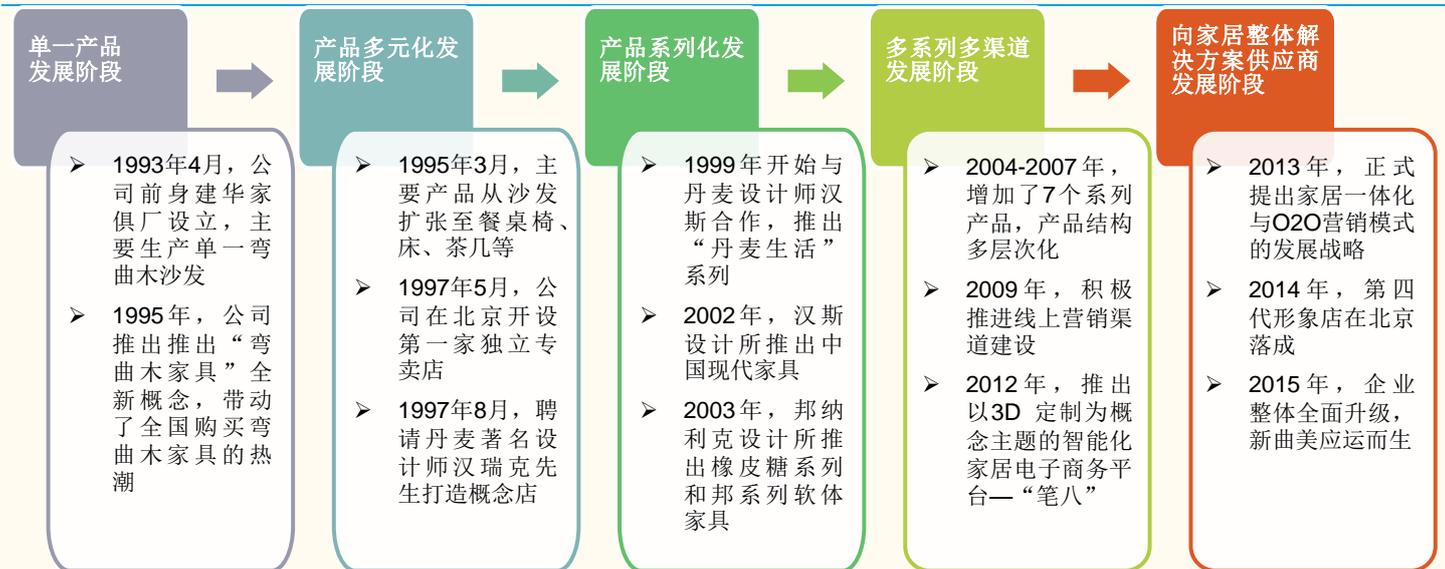
图表 8：曲美家居近年主要获奖产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

- **从单一产品发展为家居整体解决方案：**公司发展历经单一产品发展阶段、产品多元化发展阶段、产品系列化发展阶段和多系列多渠道发展阶段，现已逐步向家居整体解决方案供应商升级。目前，公司业务布局已拓展至全国。截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有经销商 311 家，经销商专卖店 698 家，其中店中店 565 家、独立店 133 家；拥有直营店 14 家，其中店中店 8 家、独立店 6 家。公司不仅是中国最早开设独立店的家具品牌之一，同时也是拥有独立店最多的家具品牌之一。2015 年，基于互联网的发展和客户消费习惯的改变，公司提出“新曲美”的战略，全面展开企业整体升级，公司也从单一的家具制造企业发展成为家居整体解决方案供应商。

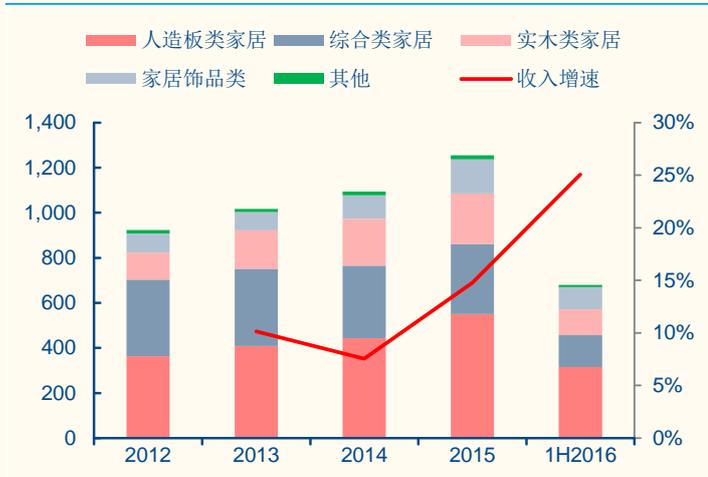
图表 9：曲美家居从提供单一产品发展为家居整体解决方案



来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

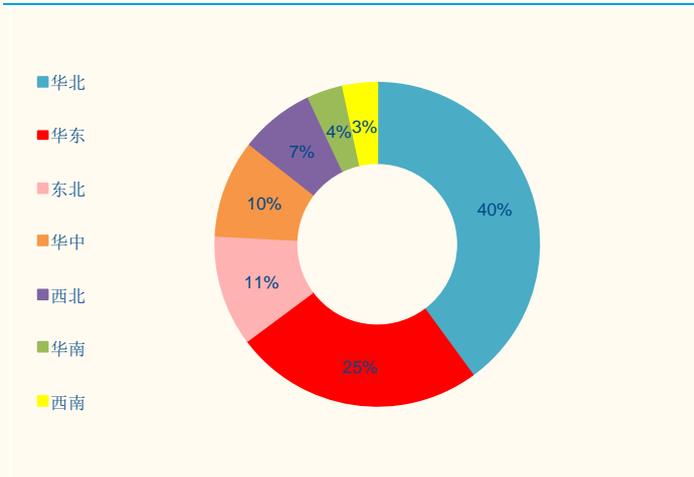
- **营收及净利增速创新高，地区业务收入发展均衡。**公司近年营业收入和净利润都保持较快增长态势。2016年，公司推进新战略落地，积极打造OAO线上线下一体化销售平台，同时拓展地产商合作销售业务。上半年，公司实现主营收入6.8亿元和净利润7,261万元，同比增速分别为25.07%和90.46%，创近年新高。分产品来看，公司主要产品包括人造板家具、综合类家具、实木类家具及家居饰品等。其中人造板家具业务占比最高，收入占比为46.7%，同时该部分业务毛利率水平的提升也较明显，上半年同比增加3.94pct。分地区来看，公司已形成立足华北、辐射全国的业务布局，除了重点业务区域之外，公司全国其他区域业务发展较为均衡。分销售模式来看，公司主要采用直营专卖店和经销商专卖店两种模式，其中经销商模式为主要业务销售模式，2015年收入占比为78.8%。公司通过制定多种营销渠道、为经销商提供活动管控培训以及全程落地管控，实现对经销商网络的有效管理和业绩提升。

图表 10：曲美家居分产品收入情况



来源：wind，国金证券研究所

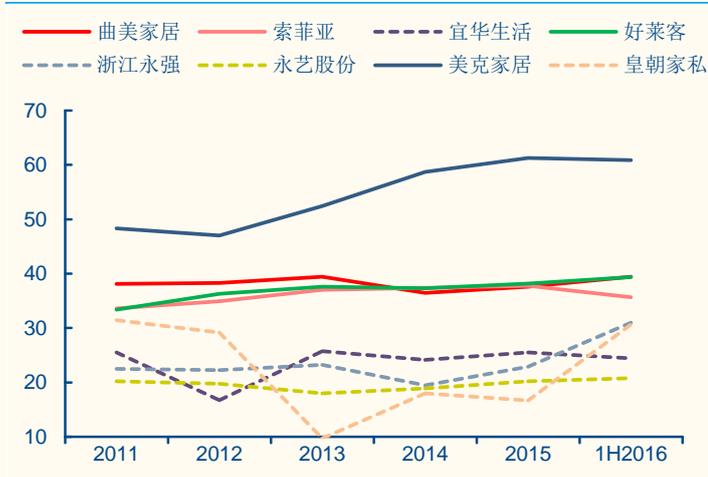
图表 11：曲美家居以华北为基石，其他区域发展均衡



来源：wind，国金证券研究所

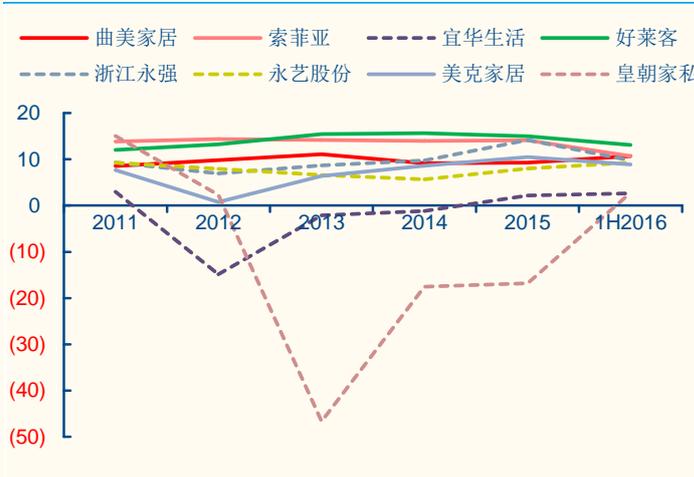
- **盈利能力具备较强竞争力，偿债能力及营运能力位于行业前列。**整体上看，除了定位高端的美克家居，其毛利率显著高于其他公司，公司的毛利率在行业中处于较具竞争优势的位置，盈利能力优于定制家具龙头索菲亚。未来随着公司不断优化生产工艺流程并提升组织管理能力，预计各项费用支出将会有所缩减，公司整体盈利能力仍有一定增长空间。另外，由于公司采取发货前收取全款的方式，较少形成应收账款，公司应收账款周转率及流动比率较高。

图表 12：曲美家居毛利率 (%) 位居行业前列



来源：wind，国金证券研究所

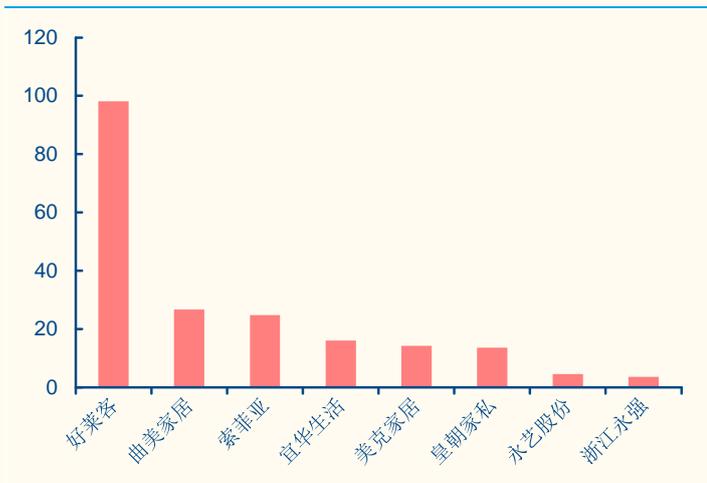
图表 13：曲美家居净利率 (%) 约处于行业平均



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

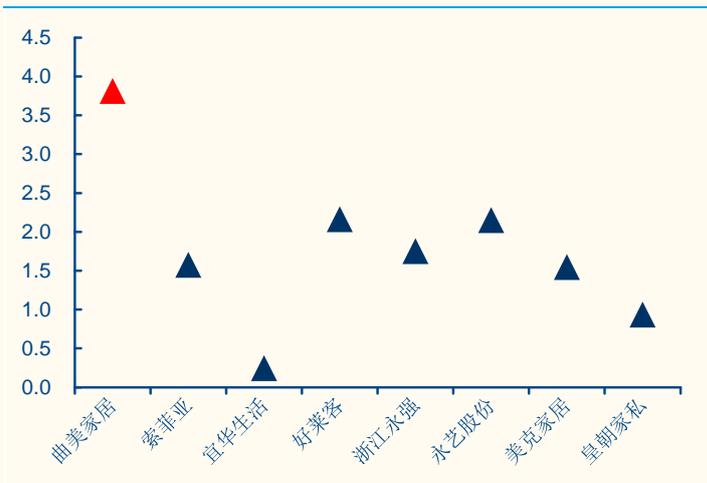
图表 14：行业应收账款周转率（次）对比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

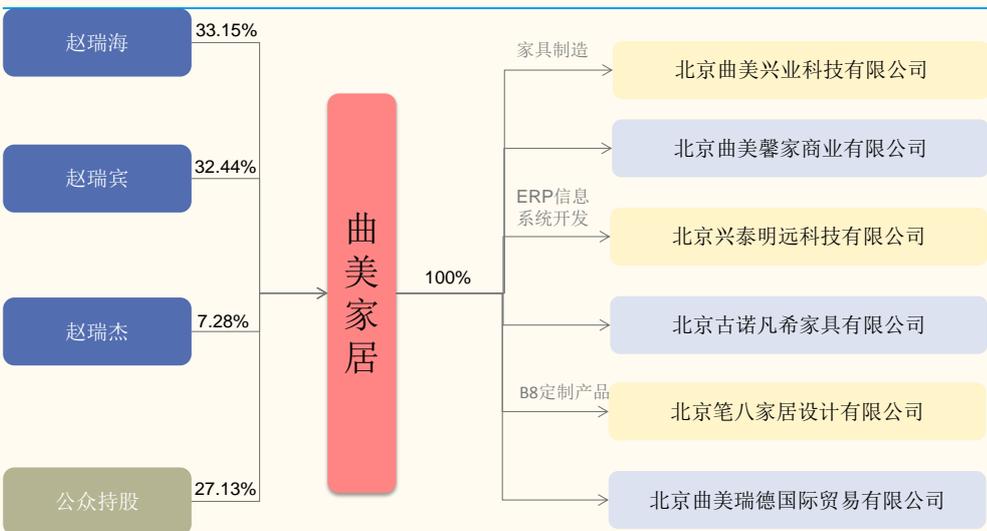
图表 15：曲美家居流动比率高于可比公司



来源：wind，国金证券研究所

- **股权结构清晰且高度集中，充分利于公司治理。**公司大股东为赵瑞海、赵瑞宾和赵瑞杰三兄弟，合计直接持有公司 72.87% 股份，公司股权结构较为清晰且高度集中，这样能够有效避免股权分散情况下的决策低效难题，同时由于大股东都担任公司高管，也可以避免管理层与大股东的可能存在的代理问题，公司治理更加高效。

图表 16：曲美家居股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

家具行业消费属性凸显，品牌效应利好家居龙头企业

中长期消费需求仍在，家具业有望进入稳增长常态

- **房产后周期效应逐步弱化，调控政策对于家具业或影响甚微。**家具制造业作为典型的房产后周期行业，与地产景气度紧密相关，根据我们此前测算，家具销售大致滞后于地产销售 8-12 个月。从商品房销售情况来看，我国住宅商品房销售从 2015 年初开始触底反弹，全国住宅商品房销售面积显著增长，并且 2016 年以来我国住宅商品房待售面积也持续负增长，整个房地产行业景气度较前两年显著提升。而今年 10 月以来，为保证房地产市场平稳健康发展，国家及各地政府密集出台了多项房产调控政策，房地产业目前的高速增长态势或难以持续。但我们认为这对于家具行业后期走势影响不大。一方面，从房产销售与家具行业收入增速对比情况来看，虽

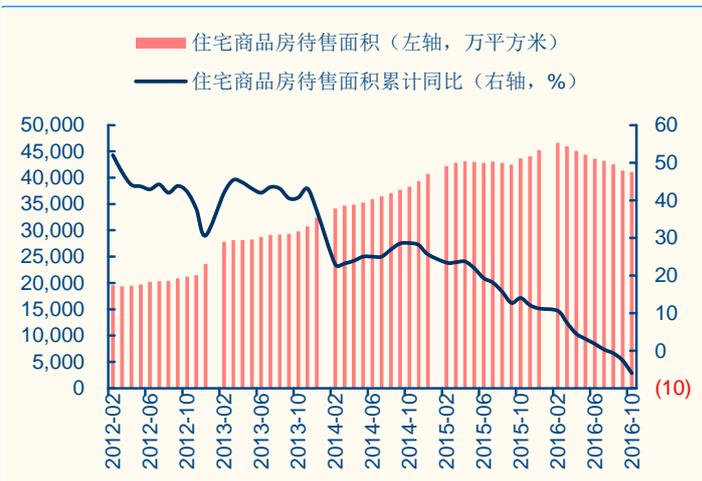
然家具销售滞后于地产销售，但该现象实际上从 2012 年开始已经逐步弱化，上游房地产销售对于家具行业的影响正不断减小；另一方面，从家具行业近几年零售额情况来看，从 2013 年开始，整个家具行业已进入一种稳增长常态，影响家具行业发展的核心因素已不再是房产景气度，我们认为更多地是来自于消费升级大背景下，消费者对于家具产品的固有消费需求。因此综合来说，此轮房产调控对于家具业后期走势或影响甚微，未来家具行业有望逐步脱离房地产市场并形成独立的行情走势。

图表 17：家具行业滞后于我国商品房销售



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：今年我国住宅商品房待售面积持续下降



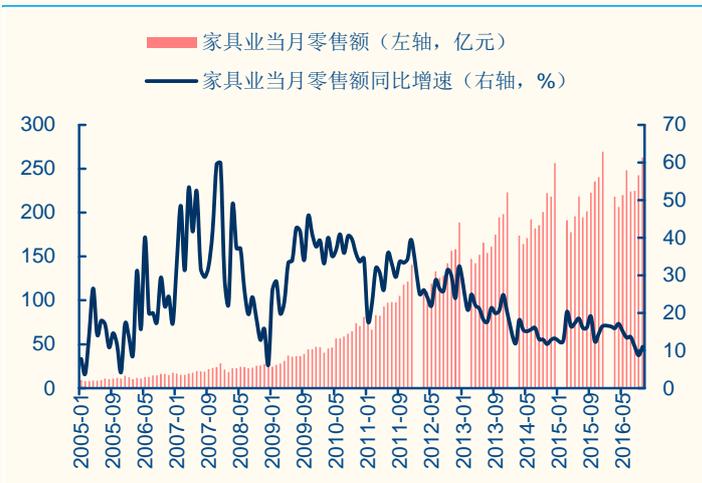
来源：wind，国金证券研究所；

图表 19：我国家具零售额累计值及同比增速情况



来源：wind，国金证券研究所

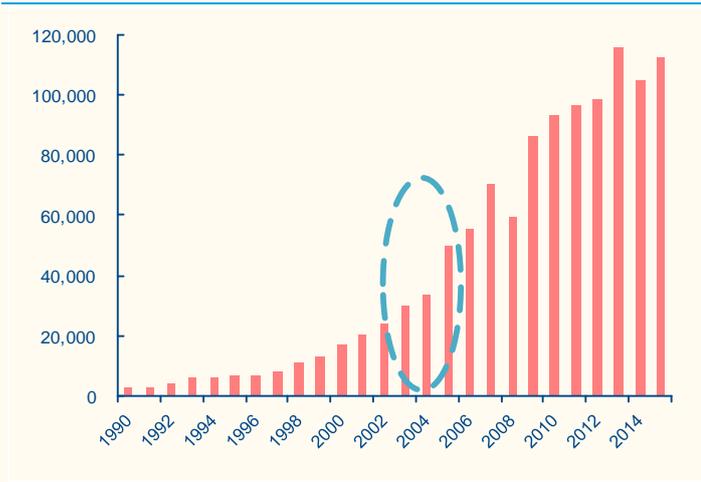
图表 20：我国家具零售额当月值及同比增速情况



来源：wind，国金证券研究所

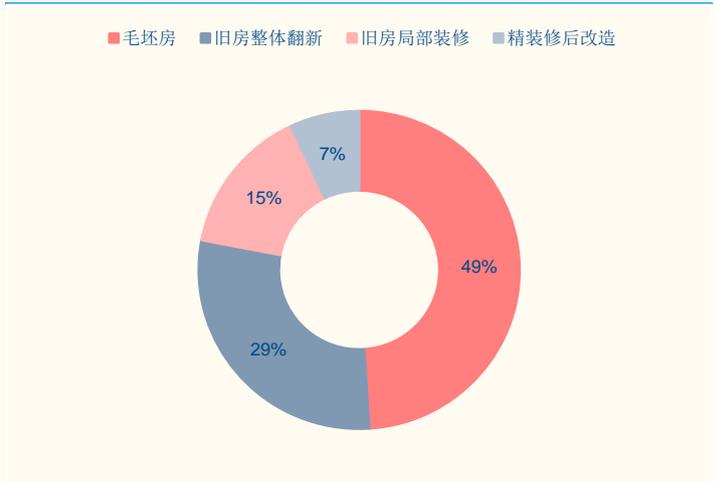
- 旧房翻新与结婚生育潮保障行业中长期需求。2005 年开始，我国进入地产行业高速发展的黄金时代。截至 2015 年，十年间我国商品房销售面积已达 8.5 亿平方米。根据行业一般规律，居住 5 年以上房屋即出现翻新需求，居住 10 年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看，今年起旧房翻新的市场需求或将逐渐放量。另一方面，2015 年我国住宅存量房面积达到 4.3-4.5 亿平方米，这些空置毛坯或是简装的二手房，同样存在装饰和翻新需求。此外，受一二线城市高房价影响，价格相对较低且建房时间较短的二手房尤其受到市场青睐。与此同时，我国第三次生育高峰期出生的人口已进入 25-35 岁婚育适龄阶段。我们认为，在家具消费领域，该年龄段人口相比 25 岁以下消费人群更具消费能力，相对 40 岁以上人群更具消费活力。加之婚嫁需求下，按照我国传统习俗，结婚一般需购置新房，且婚房装修通常较为讲究，这也将延展家具消费潜在需求。同时，结婚潮人群未来还将生育小孩，尤其在二孩政策催化下，改善性住房需求也将进一步扩容行业消费空间。

图表 21：2005 年开始我国商品房销售放量明显



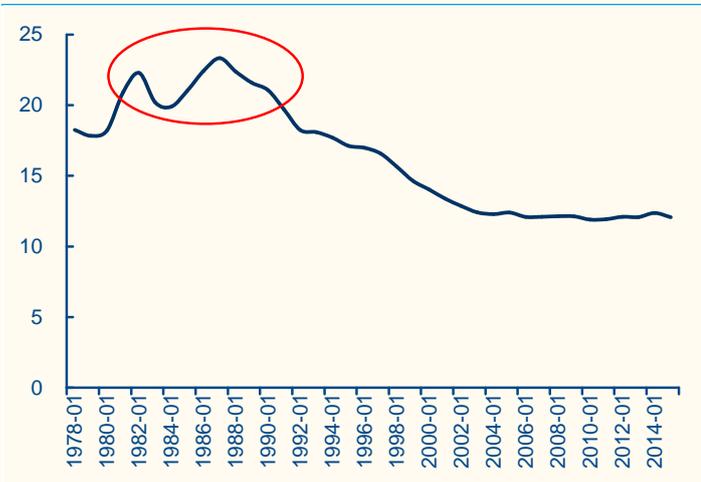
来源：wind，国金证券研究所

图表 22：旧房翻新也成为主要家装消费来源之一



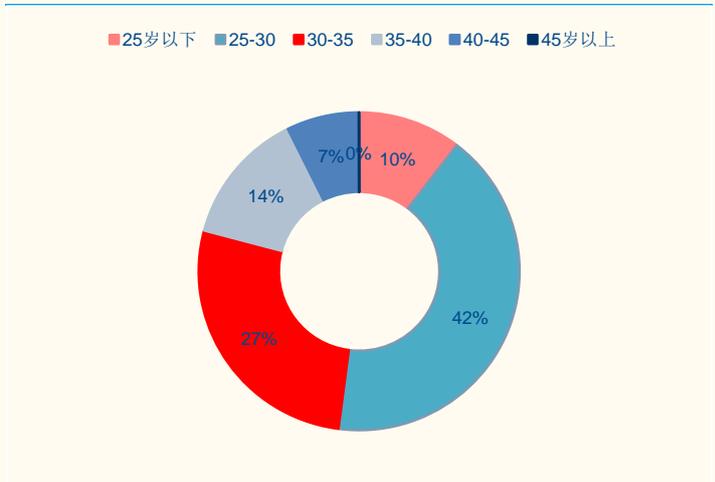
来源：wind，国金证券研究所

图表 23：我国历年人口出生率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 24：各年龄段家具消费情况

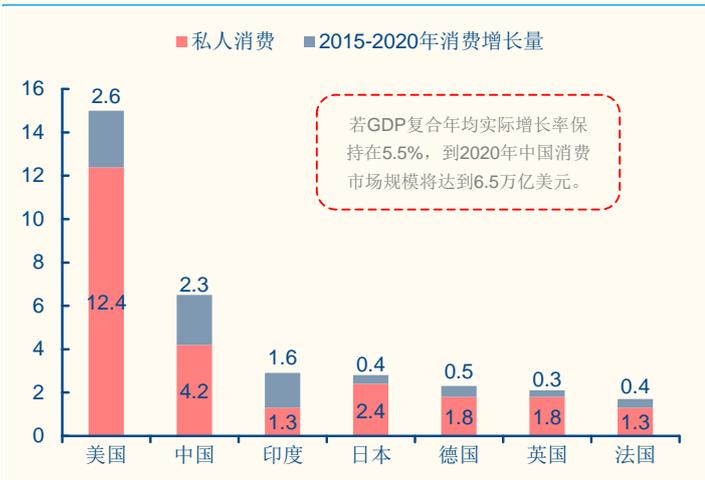


来源：wind，国金证券研究所

消费升级及消费主力切换利好品牌家具企业发展

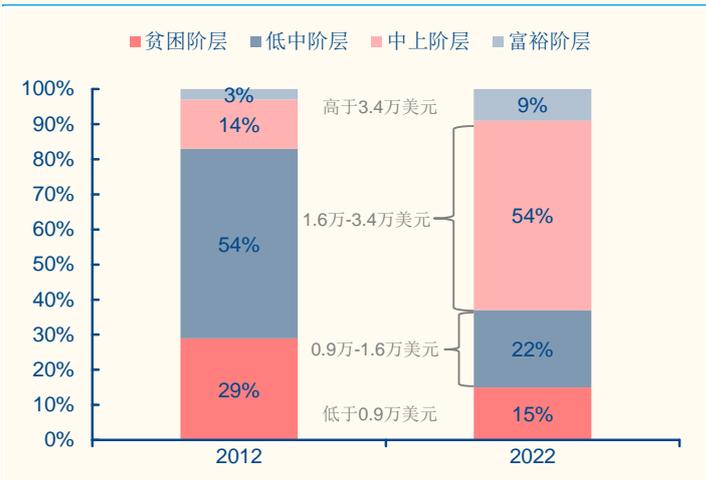
- **消费升级时代，品牌化大行其道。**我国正经历第三次消费升级，根据国家统计局数据，2015 年我国私人消费对 GDP 增长贡献率已攀升至 41%，成为拉动经济发展的重要力量。根据阿里研究院及波士顿咨询联合调研报告，未来五年，投资和净出口对 GDP 贡献率将进一步降低，私人消费的贡献将持续扩大，达到 48%，中国经济将从投资为主导转向以消费为主导。同时，预计到 2020 年，中国的消费市场仍将扩大约一半，达到 6.5 万亿美元的规模。另一方面，随着近年来新兴中产阶级的崛起，越来越多消费者步入中、上消费阶层，消费者的消费需求已不仅仅是满足使用需求，更多地，消费者将更多关注产品品质及口碑，对于家居行业来说，品牌化的家具产品将会更易受消费者青睐。

图表 25：各国名义私人消费规模（万亿美元）



来源：Ali Research, BCG, 国金证券研究所

图表 26：中国城镇家庭收入结构



来源：McKinsey & Company, 国金证券研究所

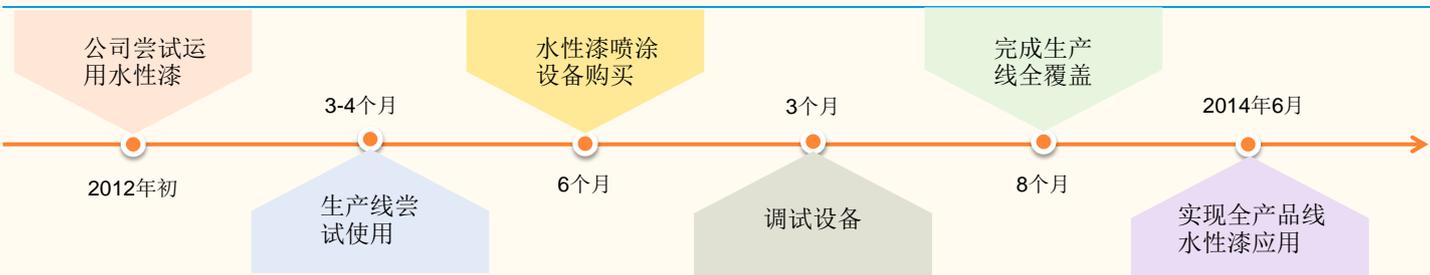
- **健康消费成为新常态，家居产品环保要求趋严。**在消费升级大背景下，对于家居业相关产品来说，消费者不仅会关注产品品牌及设计能力，消费者对于各品类产品的健康关注度也已开始逐渐提升。家居产品在板材及油漆选择过程中都会涉及到要考虑环保问题，同时随着国家一系列环保政策的出台，健康环保的家装产品逐渐成为了未来的趋势。以公司为例，2012 年开始，公司已斥资千万进行涂装生产线改造，2014 年 6 月 27 日起，公司宣布全线产品启用水性漆，成为了国内首个将水性漆的使用推广到全线产品系列的家具企业。自全线应用水性漆以来，公司家具对比油性漆 VOC 排放量减少了 90%以上，避免了苯等有害物质的排放。虽然环保技术对于家居企业来说需要高额初期投入支出，但长远来看，在环保政策趋严及消费升级大背景下，家居产品健康消费必为一大趋势，环保水平处于行业前列的企业优势也将持续凸显。

图表 27：水性漆的环保优点

绿色环保	水性漆的 VOC 排放量是油性漆的 1/10 左右，不含苯系物、甲醛、游离 TDI 和有毒重金属，无刺激性气味
资源节省	水性漆采用水作溶剂，可节省大量资源
安全性能	具有耐火、安全性高的特点
回收高效	水性漆具有特定的涂料回收系统，经过过滤、调稀后，仍然可以继续使用，大大降低涂料的损耗，是节能型涂料品种

来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

图表 28：曲美家居水性漆改造历程



来源：公司公告，国金证券研究所整理

- **家居消费主力切换，新主力品牌、设计意识更强。**生于 80、90 及 00 年代的新世代正取代 50、60 及 70 年代的“上一代”成为消费市场的主导力量。目前成熟的新世代消费者（15-35 岁）在中国城镇 15-70 岁人口中占比为 40%，相比上一代的中国消费者，新世代消费群体消费能力更强。根据 BCG 消费调研，与上一代的上层中产阶级消费者相比，年轻一代的上层中产阶级消费者在众多品类的消费上要高出 40%。此外，相较于上一代消费

者，新世代消费时会更加关注品牌及设计感，对于家居企业来说，随着我国消费主力的逐步切换，那些具有强大品牌竞争力及设计能力的企业会更多成为新世代消费者的主要消费选择，以公司为代表的兼具规模与品质的家居品牌将会市场中充分受益。

图表 29：2015 年消费者品牌偏好情况



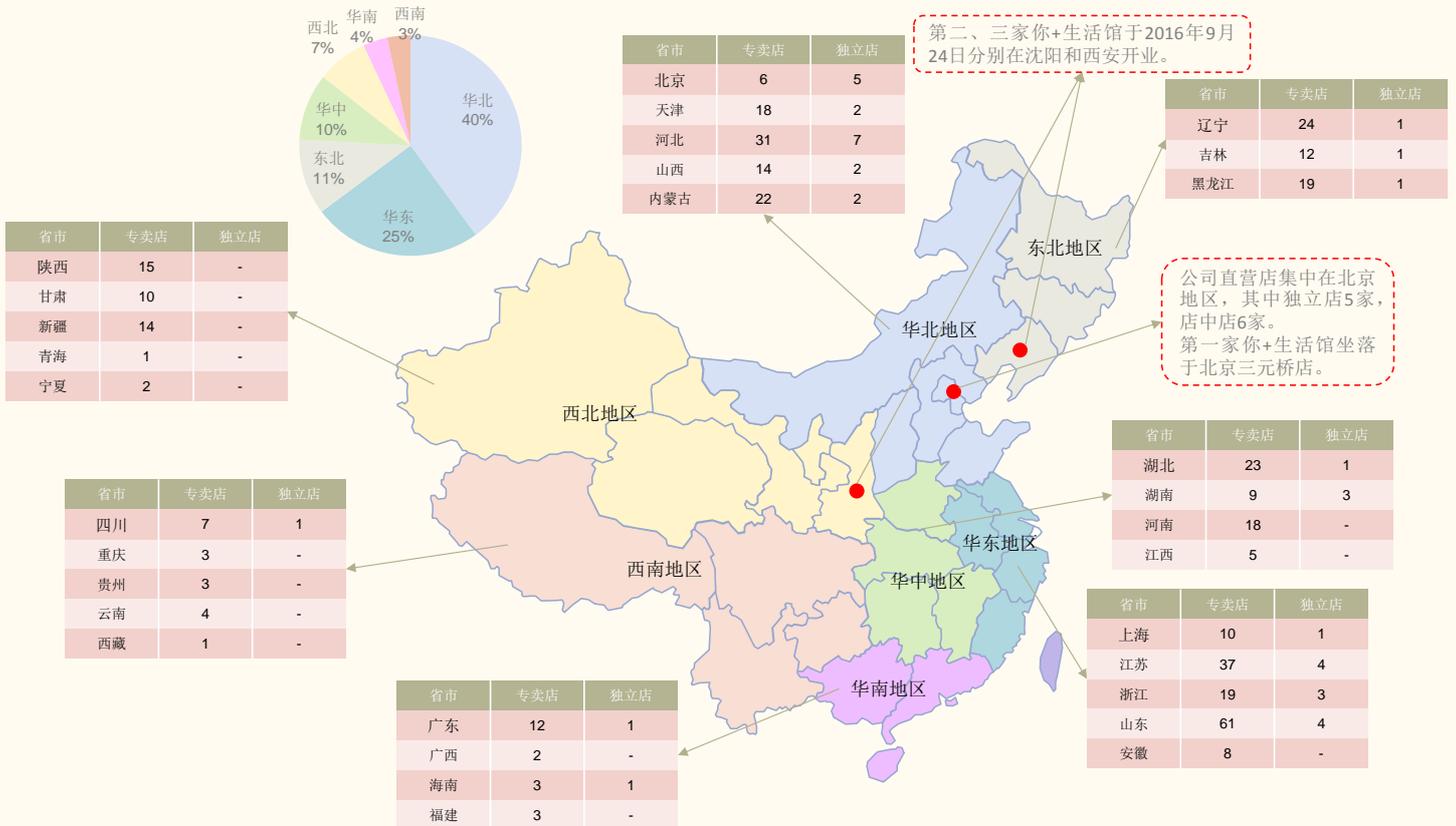
来源：BCG 消费者心理调查，国金证券研究所

纵横联合铸就品牌强大竞争力

横向覆盖：全国性网点布局，多渠道销售运营，产品线覆盖多层次需求

- 店面布局立足北京、辐射全国，未来仍将持续加密网点布局。截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有经销商 311 家，经销商专卖店 698 家，其中店中店 565 家、独立店 133 家；拥有直营店 14 家，其中店中店 8 家、独立店 6 家，其中直营店主要集中在北京地区。随着公司新曲美战略逐步深化，未来公司将针对不同生活馆独立开店，针对不同层级的市场定位组合不同生活馆，同时继续鼓励“大城市开多店，小城市开大店”，并加强空白城市的渗透，最终通过对渠道数量和质量的同步提升，实现对经销商网络的有效管理和业绩提升。

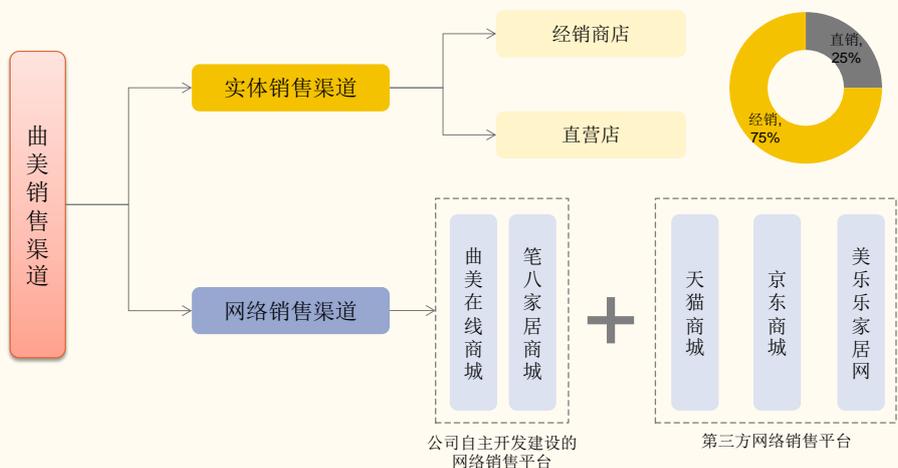
图表 30：曲美家居各地区门店分布情况



来源：www.qumei.com，公司公告，国金证券研究所整理 注：截至2015年末，不完全统计

- **创立“水泥+鼠标”运营模式，全面加强终端营销覆盖。**公司自2009年开始在全国创造性推行“水泥+鼠标”（实体销售渠道和网络销售渠道）的销售模式，并逐步向线上线下深度融合的O2O电子商务模式发展，公司是业内较早推行O2O销售模式的家具企业之一。目前公司线上销售主要以OAO官网、天猫商城、京东商城等第三方网络销售平台为主要渠道，线下实体销售则是采用直营专卖店和经销商专卖店两种模式。公司线上渠道为消费者提供信息搜索、下单和在线支付平台，而线下专卖店作为消费者的产品体验、配送和售后服务中心，强化用户体验并提升消费粘性，线上线下结合的多渠道运营模式真正实现了消费者的需求全覆盖和家居产品的立体销售。

图表 31：曲美家居销售渠道架构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

- 多渠道培育公司新业绩增长点。**公司积极参与政府采购项目，今年上半年公司中标北京市行政事业单位 2016-2017 年度办公家具协议定点政府采购项目，公司运营、生产工艺和设计美学等方面的整体实力获得肯定。此外，公司还积极推动与各大地产公司的合作，公司通过与万科物业“拎包入住”项目合作以及与恒大地产达成的“美居工程”战略合作，引导组织经销商开展更广泛深入的小区渠道营销，以充分发挥曲美产品品类丰富及提供整体空间解决方案的战略优势。与多种渠道的广泛合作预计将为公司带来持续的业绩驱动。

图表 32：公司积极开展与地产商合作

“拎包入住”项目合作：为万科样板间提供配套家具

“美居工程”战略合作：深挖小区销售渠道，同时购买恒大楼盘即可享有曲美优惠

来源：公司公告，国金证券研究所整理

- 八大生活馆覆盖不同生活方式需求。**为了满足客户不同生活方式需求，2015 年公司正式推出了“八大生活馆”系列产品，风格主打精致、简约和轻奢路线，品类囊括板材、板木和实木等各类材质家具。八大生活馆以 4.0 生活馆形象呈现，为客户提供了不同风格、不同材质的餐厅、客厅、卧室、书房、衣帽间及阳台空间解决方案。通过全力打造八大生活馆，不仅丰富了公司产品线及定位人群，公司也完成了从单纯家具制造商向家居型企业的转型升级，公司综合竞争力全面提升。

图表 33：曲美家居八大生活馆设计概况

八大生活馆	套价 (两室一厅)	设计定位	设计理念	设计图
“维格尚品” 轻北欧设计风格	3 万元左右	定位年轻人群	无拘无束是生活本来的面貌，无论多少外界的牵制和约束羁绊着我们的步伐，都不应该影响生活快乐的本质	
“北欧阳光” 精致北欧设计风格	4-5 万元	定位轻熟人群	自然、内敛、宁静、现代，却不乏蕴藏丰富的内在能量，不浮夸的理念体现细腻和谐的质感	
“古诺凡希” 经典北欧设计风格	10 万元左右	定位中产人群	设计理念简单实用，但在细节之处匠心却处处可见，功能与形式透过卓越工艺找到新的平衡，形成了回归自然、独具特色的风格	
“自在空间” 意大利摩登设计风格	8 万元左右	定位城市人群	随性和个性，跨界和无界，设计的终极价值就是生活的可能性。因为对美狂热的偏执，设计和时尚成为一种非刻意的本能	

<p>“如是·中国家” 现代中式设计风格</p>	<p>15-40万 (适合大户型)</p>	<p>定位传统中式风格</p>	<p>大篇幅是对传统的继承，少量融汇现代元素，将传统精神理念融合于现代都市生活，提取传统中式设计的精华元素和生活符号</p>	
<p>“万物” 新中式简素设计风格</p>	<p>70-100万 (会所及大户型)</p>	<p>定位新中式简素风格</p>	<p>除了保留传统中式风格的含蓄秀美和古朴韵味，并将丰富的经典中式元素与现代都市风尚进行改良融合，最后形成了更符合当代人审美需求的新中式风格</p>	
<p>“B8 创意空间” 定制产品、空间管家</p>	<p>--</p>	<p>全线创意定制</p>	<p>基于严格的生产工艺和环保安全的材料，从空间设计、家具设计到家居饰品设计，B8 团队全线打造不同创意想法</p>	
<p>“艺树空间” 中式汉唐风格</p>	<p>--</p>	<p>潮流混搭</p>	<p>沿用“跨界混搭”的潮流设计，巧妙的融合了东南亚风格的奔放雅致，北欧风格的简约自然，日式风格的内敛禅意，用 fusion 无国界的设计精神，成就了与众不同的居家格调</p>	

来源：www.qumei.com，公司公告，国金证券研究所整理

- **合作理念不设限，产品丰富度持续提升。**除了覆盖不同生活方式需求的八大生活馆，公司还积极推进跨界合作，以打造公司丰富且极具设计感的产品线。上半年，公司与非常建筑主持建筑设计师张永和联合推出“我爱瑜伽”系列，并受邀于上海当代艺术中心进行展出，获得设计界、艺术界和家居界的广泛关注。此外，公司也与浙江圣奥家具制造有限公司合作推出“曲美圣奥办公家居”，开始涉足办公家居产品，公司产品品类进一步拓展。同时，公司还通过与海尔定制平台的跨界合作推出场景化的“童话家”定制家居，将定制深入到家居的文化层面，创新开启定制合伙人的新模式。公司以不设限的合作理念，规划多系列产品，不断提升产品丰富度，所覆盖的多元化营销渠道及多样化系列产品也为获取多层次客户打下了坚实基础。

图表 34：“我爱瑜伽”系列产品充分展现了曲美家居卓越的曲木工艺



来源：www.qumei.com，国金证券研究所整理

纵向深化：设计制造优势凸显，“新曲美”战略升级落地，独创 OAO 模式带动整体量价齐升

- 坚持“设计创造生活”理念，家居产品成为文化载体。多年来，公司一直坚持“原创设计”的理念，通过与国内外优秀的设计师合作及自身精益生产的制造优势，为消费者提供不同材质、生产工艺及设计风格的产品，满足更多消费群体需求。凭借公司家居设计团队的丰富经验及设计师杰出的设计理念，公司在家具行业中始终引领家居时尚前沿，独特的设计理念也确保了公司产品的消费粘性及其良好的品牌口碑。

图表 35：曲美家居与众多国内外优秀设计师合作

设计师/设计所	背景说明	代表作品
Hans Sandgren Jakobsen (汉斯)	作品曾获德国工业设计“IF”奖、创意设计大奖 RED DOT AWARD (红点奖) 等国际知名奖项	“丹麦生活”系列、“北欧阳光”系列、“精致生活”系列、“枫侣之家”系列、“青少年船甲板”系列家具、C3 座椅，设计风格为简约、自然的北欧式
Pagnon & Pelhaitre Design (法国 P&P 设计所)	创始人 Patrick Pagnon (帕瑞特) 和 Claude Pelhaitre (克劳德) 均为法国著名设计师；在建筑设计、室内及家具设计领域成就显著	曲美第三代独立店形象、“蜗牛”系列、“圆点”系列、“艺空间”系列、“猫耳朵”沙发
Pelican Design Studio (鹤鹑设计事务所)	世界著名的丹麦设计所，多次获得各种国际设计大奖；推出世界流行的“i.Q”式(智能化)办公家具设计理念	SOHO 家庭办公系列家具
Henrik B Sosresen (邦纳利克设计所)	创始人 Henri B Sosresen (汉瑞克邦纳利克) 是丹麦皇家设计学院教授；在建筑业、工业设计方面获得显著成就	“橡皮糖”系列、“经典空间”系列软体家具，设计上擅长将生活元素、自然环境和建筑设计相结合，作品带有时尚的雕塑感
Gareth Griffiths (盖瑞斯)	国际著名设计所鸽子设计所的设计师；曾获英国家具设计奖	“古诺凡希”经典系列家具，产品设计上将北欧闲适生活与现代生活相融合，崇尚自然、纯真
北京仲松建筑景观设计所	创始人仲松系国内知名设计师，作品曾获得“白玉兰”奖、上海浦东开放开发十年精品项目雕塑金奖	曲美第四代独立店形象；“万物”系列家具，将中式建筑、装饰元素融入到产品中，实现“和谐中正”的东方之美
吴其华 刘轶楠	亚太设计先锋屋里门外 (IN.X) 设计公司著名设计师；空间设计案例屡获亚太室内设计双年展等国内外专业奖项	“逸尚·家品”系列家具，设计上擅长将空间设计感与时尚前沿的设计思想结合，创造出时尚、摩登的家居产品
吴桐	国内著名设计师，“无同设计 (UTO DESIGN)”创始人；曾获二十一世纪生活文化设计国际大赛全场大奖、“中国建筑奖”、美国“全球设计先锋奖”、“亚洲最具影响力最高荣誉设计大奖”等奖项	“如是·中国家”系列家具，在设计上将中国传统古典元素与现代家具相结合
袁媛	国内知名设计师，毕业于法国圣艾蒂安高等艺术&设计学院，多款设计作品获中国设计红星奖、国际著名设计奖“IF 产品设计奖”	“自在空间”系列以及“豌豆公主”座椅、“乐山居”沙发、“涟漪”屏风，将中西方设计文化与现代生活方式很好地融合

来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

- 精益生产优势凸显，质量及环保水平业内领先。公司共有三个生产基地，分别位于北京市顺义区、怀柔区及朝阳区，厂区面积共达 40 多万平方米，其中 80% 生产线从德国及意大利等地引进。生产销售方面，公司还通过 ERP 系统对资源信息进行研究分析并统筹规划，目前公司自主研发的产业 ERP 系统已经发展到 6.0 版本，充分实现了客户信息流、订单信息流、产品信息流和生产信息流的平台化分享与监控。公司也是国内较早重视产品环保性能同时加大环保投入的家具企业之一，公司在实现全线产品使用水性漆进行喷涂的基础上，新增了 VOC 环保设备，并进行异型水性漆喷涂车间排放口的技术改造，最终实现了生产过程控制标准和产品交付标准的环保达标，引领着行业环保生产工艺标准的革新与进步。在国家不断加大家具制造业环保要求的政策背景及消费者对环保标准要求日益严格的趋势下，公司领先的环保优势将日趋凸显。

图表 36：曲美家居 ERP 系统流程



图表 37：曲美家居原材料选择的环保标准

原材料	环保标准
木材	所有优质木材均为优质等级木材的采购标准，游离甲醛释放量 $\leq 1.5\text{mg/L}$
人造板	采用优质人造板，环保性能指标优于国家标准，甲醛释放量 $\leq 1.5\text{mg/L}$ ，其中饰面实木颗粒板，甲醛释放量 $\leq 0.5\text{mg/L}$
油漆	从色浆、底漆到面漆，全部采用远优于国家标准的水性漆，挥发性有机化合物（VOC） $\leq 50\text{g/L}$
胶粘剂	胶粘剂人造板制成品游离甲醛 $\leq 1.5\text{mg/L}$ ，挥发性有机化合物（VOC） $\leq 100\text{g/L}$
海绵	高回弹海绵，甲醛、苯及总挥发性有机化合物（TVOC）释放量 $\leq 0.05\text{mg/m}^2\cdot\text{h}$
面料织物	游离甲醛含量小于 200mg/kg （国家标准为小于 300mg/kg ），浸出液PH值在4.0-9.0之间

来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

- 全屋定制基因优良，“成品+定制”协同并进。**在已有的强大成品家具竞争优势基础上，公司战略性地提出了“全品类大定制”规划，通过优化 OAO 模式，提升柔性制造能力，为客户提供全品类定制化的产品和服务，满足不断升级的消费需求。从设计、供应链及生产制造角度来看，公司已经具备了全屋定制的优良基因：
 - 1) 独特的设计理念及出色的设计团队，为公司在全屋定制业务的设计环节奠定了强劲的竞争实力；
 - 2) 公司拥有完善的木材、板材和五金等各类原材料供应链，且基本位于北京周边，区位优势使得原材料运输环节成本得以有效控制，“以销定产”生产模式结合高效的供应链管理系统使得公司具备行业内领先的生产周期优势；
 - 3) 公司采用精益管理模式，以订单驱动生产，同时公司生产设备先进，拥有世界领先的电脑数控下料生产线，柔性化生产改造结合 ERP 信息系统，将为规模定制生产提供有力支撑；
 - 4) 公司早于 2012 年就已推出笔八定制服务。2016 年，公司重新规划 B8 定制生产线，提升 B8 生产效率，同时募投项目开工建设，若明年年初 6 号、7 号厂房顺利建设完工，预计 17 年该部分产能开始放量。

公司已经积累充分的竞争优势，高起点进军全线定制领域。2016 年 8 月 26 日，公司在京推出第一家全品类大定制生活馆—曲美“你十生活馆”，你十不是单一的产品定制，而是以美学为基础，围绕用户个性化需求展开的空间定制服务。未来，随着公司全品类大定制规划的逐步推进，公司的“成品”和“定制”业务将并驾齐驱，有力拉动公司业绩大步提升。

图表 38：家居行业生产周期对比

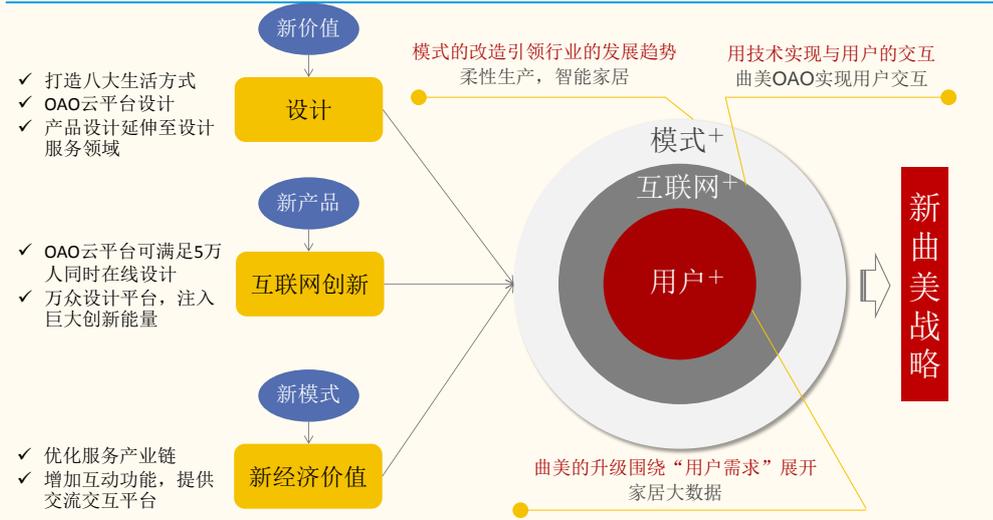
公司	品类	生产工期（天）
曲美家居	人造板家具	9
	板木结合类家具	10-15
	实木家具	20-30
	如是中国实木家具	45
	定制家具	12-15
索菲亚	定制衣柜（板式为主）	<10
	定制橱柜	45+
美克美家	成品家具	45
	定制家具	90-180
好莱客	定制家具	15-30

来源：公司公告，国金证券研究所整理

- “新曲美”整体战略升级，向家居内容服务提供商转型。**基于互联网的发展和客户消费习惯的改变，2015 年公司提出了“新曲美”发展战略，全面

展开企业整体升级：公司将由单一家具供应商向家居内容服务提供商进行转型。新曲美战略中，核心层仍是用户，公司通过运用全新的经营理念和科技手段，为客户带来革新的消费体验。战略落实层面，公司通过产品、模式及价值链三个维度进行打造：1) 新产品—以设计为核心，根据不同用户需求，打造八大生活方式，并以 4.0 生活馆形式呈现整体解决方案，还通过线上线下专业的空间设计师团队和 OAO “云” 设计平台提供免费的个性化设计方案；2) 新模式—以互联网创新为核心，用技术、数据和全产业链解决方案，打造集设计、制造及互动为一体的 OAO 平台，鼓励用户参与设计，全面提升用户交互和体验感；3) 新价值—以新经济价值为核心，通过资本、技术创新及市场合作，重塑企业核心竞争力，建立新的价值体系。

图表 39：“新曲美”全面战略升级



来源：公司公告，国金证券研究所整理

- **打造 OAO 线上线下全程解决方案闭环，全方位提升用户体验。**经过两年多的投入准备，公司 OAO 运营模式于 2015 年 10 月正式上线。OAO (Online And Offline) 模式是指消费者既可以在线上云设计平台实现家具挑选、搭配、室内设计布局，又可以在线下门店中接收设计师团队一对一量身设计服务，还可以通过线下扫描二维码获取全方位产品信息等，消费者可充分享受线上线下的信息资源一体化。相较于传统的 O2O 模式，OAO 平台整合产品体验、设计服务和智慧生产，真正实现了线上线下一体化。在用户使用功能上，“新曲美”OAO 通过为用户提供有价值指导的灵感库、覆盖全国超过 7000 套楼盘户型图的样板间以及可自主进行家居 DIY 的 3D 云平台，为用户带来极致的家装体验。此外，针对新曲美战略落地，2016 年公司还顺势推出了“你+生活馆”，为用户提供兼顾空间实用性、工艺品质和美学生活的空间定制解决方案，公司服务模式持续升级。

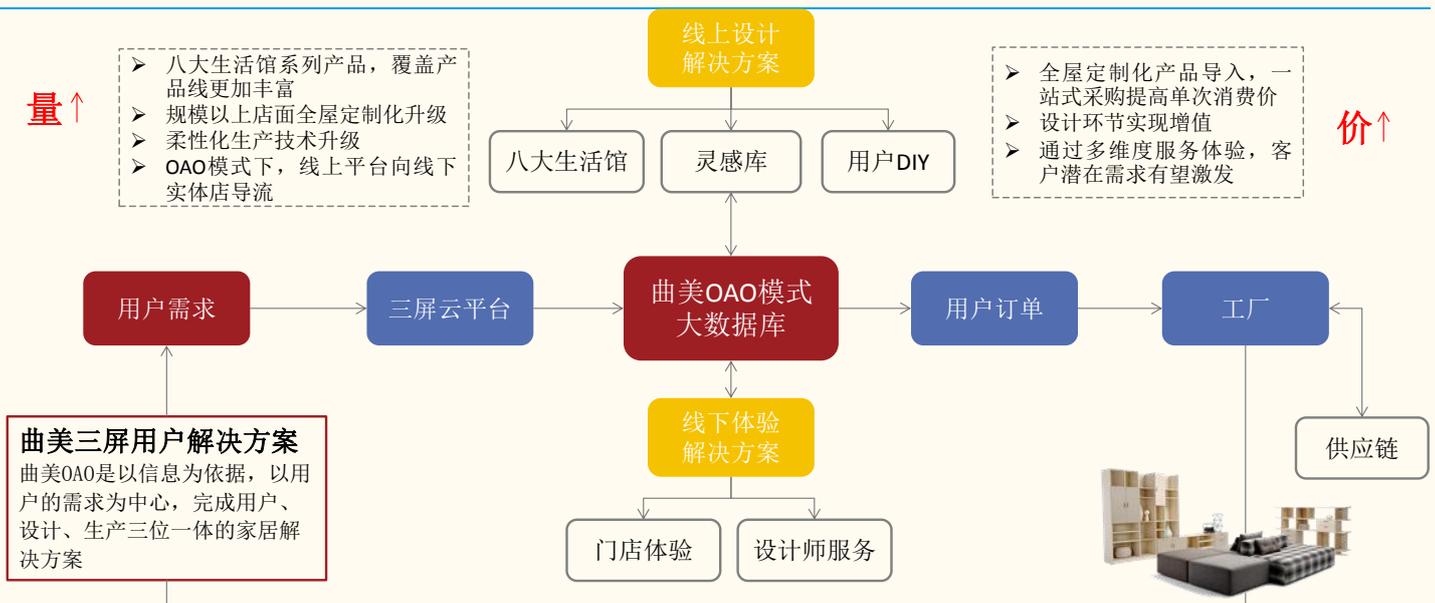
图表 40：曲美家居万众设计平台



来源：www.qumei.com, 国金证券研究所

■ **全新模式升级下，量价齐升保障业绩高弹性。**“新曲美”战略下，一方面，八大生活馆可提供系列生活方式产品，产品线覆盖更加多层次，而随着公司柔性化生产技术逐步优化升级，现有规模以上店面将逐渐实现全屋定制化升级，同时结合 OAO 模式下，线上平台客流量向线下实体店导流，公司产品订单量预计将持续提升；另一方面，新曲美模式下，消费者体验将不断优化，同时随着公司全屋定制化产品持续导入，预计在消费升级大背景下，公司产品客单价也将会有显著提升。根据草根调研，经过 OAO 设计的订单客单价可高达 3-5 万，而未经过 OAO 设计的客单价平均为 1.4 万，OAO 模式对客单价的提振作用非常明显。未来在量价齐升驱动下，公司业绩持续高增长将得到有力保障。目前，公司已完成了 OAO 家居信息和电子商务平台的建设，并以全产业链信息化为基础，实现了全国设计师联网，且全国已有 300 多家线下店面导入 OAO 模式，公司 OAO 服务全面快速落地。未来公司将继续优化 OAO 平台，通过移动端引流、PC 端深入互动及线下体验店全方位服务相结合的线上线下一体化模式，实现客户与品牌和产品的深度链接，公司的品牌影响力和盈利能力有望持续提升。

图表 41：OAO 模式下，量价齐升保障公司高业绩弹性



来源：国金证券研究所整理

风险因素

原材料成本上涨风险

- 公司生产家具产品的主要原材料为木材、五金和油漆等，原材料价格的变动直接影响公司产品成本的变动。如果未来国内原材料价格上涨，将增加公司产品的成本，对公司盈利水平产生不利影响。

房地产市场下行风险

- 公司所处的家具制造业是房地产后周期行业，行业景气度直接取决于房地产新屋交易量和二手房交易量。若中国或公司主要出口国房地产市场下行，将对公司业务发展带来系统性风险。

管理风险

- 公司采取直销和经销相结合，经销为主的渠道模式，经销商数量众多且地域分布广泛，存在公司覆盖地域和经销商体系的迅速扩展而引致的管理风险。

OOO 模式不达预期

- 公司 OAO 模式顺利导入需要经销商来配合完成，且不同的经销商对于新模式的执行与接受力度可能会存在差异，此外，模式推广初期，店面设计师配备也将影响到 OAO 的顺利导入，公司存在 OAO 模式导入进程不及预期的风险。

盈利预测

关键假设

- IPO 募投项目东区生产基地 2017 年 4 月建成,投产以后四年达产率分别为 30%、60%、80%和 100%。
- 随着公司优化生产工艺流程和组织管理架构，提升品牌知名度，公司综合毛利率在现有行业平均水平的基础上逐年小幅提高。
- OAO 模式推广顺利，门店客单价在现有的 1.4 万元基础上逐年小幅提升。

盈利预测

图表 42：曲美家居盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	92,346.4	101,706.9	109,376.0	125,546.3	159,865.1	204,080.6	260,909.3
人造板类家具	36,286.0	40,804.0	44,320.0	55,017.0	70,696.8	90,492.0	115,648.7
综合类家具	33,964.0	34,331.0	32,250.0	31,133.0	34,869.0	38,948.6	43,391.7
实木类家具	12,016.0	17,033.0	20,719.0	22,435.0	29,614.2	38,901.2	50,856.6
家具饰品类	8,551.0	8,090.0	10,466.0	15,069.0	22,603.5	33,453.2	48,507.1
其他	1,529.4	1,448.9	1,621.0	1,892.3	2,081.6	2,285.6	2,505.1
营业成本 (万元)	56,979.7	61,611.9	69,470.7	78,357.1	96,906.2	124,545.1	161,091.7
人造板类家具	22,061.0	25,519.0	29,067.0	35,184.0	43,478.6	55,304.2	71,124.0
综合类家具	20,982.0	21,503.0	20,442.0	18,881.0	20,398.3	23,108.2	26,097.2
实木类家具	6,794.0	8,789.0	11,265.0	12,164.0	15,547.5	20,607.9	27,180.5
家具饰品类	6,395.0	5,107.0	7,797.0	11,056.0	16,274.5	24,180.0	35,195.4
其他	747.7	693.9	899.7	1,072.1	1,207.3	1,344.8	1,494.6
业务利润 (万元)	35,366.7	40,095.1	39,905.2	47,189.3	62,958.9	79,535.5	99,817.6
人造板类家具	14,225.0	15,285.0	15,253.0	19,833.0	27,218.3	35,187.8	44,524.8
综合类家具	12,982.0	12,828.0	11,808.0	12,252.0	14,470.6	15,840.4	17,294.5
实木类家具	5,222.0	8,244.0	9,454.0	10,271.0	14,066.7	18,293.3	23,676.2

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
家具饰品类	2,156.0	2,983.0	2,669.0	4,013.0	6,329.0	9,273.2	13,311.7
其他	781.7	755.1	721.2	820.3	874.3	940.7	1,010.5
毛利率 (%)	38.3	39.4	36.5	37.6	39.4	39.0	38.3
人造板类家具	39.2	37.5	34.4	36.0	38.5	38.9	38.5
综合类家具	38.2	37.4	36.6	39.4	41.5	40.7	39.9
实木类家具	43.5	48.4	45.6	45.8	47.5	47.0	46.6
家具饰品类	25.2	36.9	25.5	26.6	28.0	27.7	27.4
其他	51.1	52.1	44.5	43.3	42.0	41.2	40.3
增速 (%)	1.7	10.1	7.5	14.8	27.3	27.7	27.8
人造板类家具	-4.1	12.5	8.6	24.1	28.5	28.0	27.8
综合类家具	-1.0	1.1	-6.1	-3.5	12.0	11.7	11.4
实木类家具	19.9	41.8	21.6	8.3	32.0	31.4	30.7
家具饰品类	15.8	-5.4	29.4	44.0	50.0	48.0	45.0
其他	22.9	-5.3	11.9	16.7	10.0	9.8	9.6

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 1.97/2.68/3.50 亿元, 三年 CAGR 为 44.7%, 全面摊薄后每股收益为 0.41/0.55/0.72 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	1,017	1,094	1,255	1,599	2,041	2,609	货币资金	95	180	142	844	1,096	1,434
增长率	7.5%	14.8%	14.8%	27.3%	27.7%	27.8%	应收账款	42	34	32	49	62	80
主营业务成本	-616	-695	-784	-969	-1,245	-1,611	存货	107	117	141	169	217	281
%销售收入	60.6%	63.5%	62.4%	60.6%	61.0%	61.7%	其他流动资产	162	24	550	34	44	56
毛利	401	399	472	630	795	998	流动资产	407	356	865	1,096	1,420	1,850
%销售收入	39.4%	36.5%	37.6%	39.4%	39.0%	38.3%	%总资产	41.2%	37.0%	58.3%	64.2%	69.2%	74.1%
营业税金及附加	-10	-8	-10	-12	-16	-20	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	364	378	393	411	425	436
营业费用	-153	-157	-196	-227	-275	-334	%总资产	36.8%	39.4%	26.5%	24.1%	20.7%	17.5%
%销售收入	15.0%	14.3%	15.6%	14.2%	13.5%	12.8%	无形资产	207	217	213	198	204	209
管理费用	-87	-92	-120	-145	-176	-214	非流动资产	581	605	618	612	631	647
%销售收入	8.5%	8.4%	9.5%	9.1%	8.6%	8.2%	%总资产	58.8%	63.0%	41.7%	35.8%	30.8%	25.9%
息税前利润 (EBIT)	152	141	146	245	328	430	资产总计	988	961	1,484	1,709	2,050	2,497
%销售收入	14.9%	12.9%	11.6%	15.3%	16.1%	16.5%	短期借款	25	0	0	0	0	0
财务费用	-12	-10	-3	10	20	26	应付款项	121	101	151	186	237	305
%销售收入	1.2%	0.9%	0.3%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	90	74	76	113	145	187
资产减值损失	-5	-3	-2	0	0	0	流动负债	236	175	228	298	383	492
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	155	120	0	0	0	1
投资收益	6	5	10	5	5	5	其他长期负债	31	35	35	0	0	0
%税前利润	4.4%	3.9%	6.6%	1.9%	1.4%	1.1%	负债	423	330	263	298	383	493
营业利润	141	134	151	260	353	460	普通股股东权益	566	631	1,221	1,410	1,668	2,004
营业利润率	13.9%	12.2%	12.0%	16.2%	17.3%	17.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	7	3	6	4	4	4	负债股东权益合计	988	961	1,484	1,709	2,050	2,497
税前利润	148	136	157	263	356	464	比率分析						
利润率	14.5%	12.5%	12.5%	16.5%	17.5%	17.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-35	-36	-40	-66	-88	-114	每股指标						
所得税率	23.5%	26.4%	25.4%	25.0%	24.8%	24.5%	每股收益	0.63	0.55	0.24	0.41	0.55	0.72
净利润	113	100	117	197	268	350	每股净资产	3.12	3.48	2.52	2.91	3.44	4.14
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.02	0.68	0.38	1.51	0.63	0.82
归属于母公司的净利润	114	100	117	197	268	350	每股股利	0.00	0.00	0.05	0.02	0.02	0.03
净利率	11.2%	9.2%	9.3%	12.4%	13.1%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	20.08%	15.92%	9.58%	14.00%	16.08%	17.49%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.50%	10.45%	7.88%	11.56%	13.08%	14.03%
							投入资本收益率	15.54%	13.86%	8.68%	13.01%	14.79%	16.18%
净利润	113	100	117	197	268	350	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.14%	7.54%	14.78%	27.34%	27.66%	27.85%
非现金支出	44	43	48	31	36	41	EBIT 增长率	19.38%	-6.69%	3.38%	67.35%	34.02%	31.03%
非经营收益	4	7	-7	-33	-9	-9	净利润增长率	28.78%	-11.58%	16.40%	68.88%	35.80%	30.68%
营运资金变动	23	-26	26	535	10	13	总资产增长率	14.38%	-2.78%	54.41%	15.16%	19.99%	21.80%
经营活动现金净流	185	124	184	730	306	396	资产管理能力						
资本开支	-55	-64	-58	-32	-51	-54	应收账款周转天数	8	8	7	8	8	8
投资	0	8	0	-1	0	0	存货周转天数	65	59	60	64	64	64
其他	-60	143	-513	5	5	5	应付账款周转天数	38	38	38	38	38	38
投资活动现金净流	-114	86	-571	-28	-46	-49	固定资产周转天数	130	126	113	100	87	75
股权募资	0	0	513	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-15	-60	-120	0	0	1	净负债/股东权益	14.95%	-9.53%	-11.61%	-59.86%	-65.75%	-71.50%
其他	-9	-65	-45	0	-8	-11	EBIT 利息保障倍数	12.7	13.6	44.1	-24.2	-16.5	-16.6
筹资活动现金净流	-24	-125	349	0	-8	-10	资产负债率	42.76%	34.31%	17.71%	17.46%	18.66%	19.76%
现金净流量	47	85	-38	702	252	337							

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 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