



2017年04月05日

买入(首次评级)

当前价: 16.69元

轻工制造行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

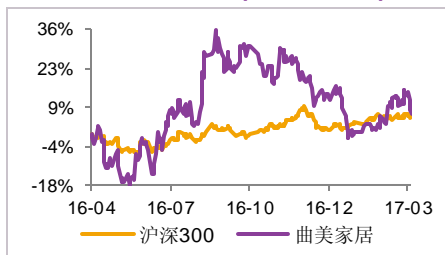
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 韦家煜

电话: 010-64408587

邮箱: weijiayu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1664	1996	2313	2712
(+/-)	32.5%	20.0%	15.8%	17.3%
净利润	185	231	303	386
(+/-)	58.2%	25.1%	30.8%	27.5%
EPS(元)	0.38	0.48	0.63	0.80
P/E	43.67	34.92	26.69	20.94

资料来源: 联讯证券研究院

曲美家居(603818.SH)

【联讯轻工公司点评】曲美家居：“新曲美”落地升级，业绩增长六成

投资要点

◇ 事件

公司2017年3月26日晚间发布2016年年度报告，公司2016年营业收入为16.64亿元，较上年同期增32.52%；2016年归属于母公司所有者的净利润为1.85亿元，较上年同期增58.21%；基本每股收益为0.38元。公司拟每10股派发现金0.77元（含税），向全体股东分配现金股利共计3727.72万元，剩余利润结转下一年度。

◇ 定制系列发力，公司产销齐增

公司主要从事中高档民用家具及配套家居饰品的设计、生产和销售，主要产品类型为木质家具，涵盖人造板家具、综合类家具和实木类家具。2016年公司实现产销齐增，人造板家具生产量销售量分别为118.32万件和117.48万件，同比增速分别为29.64%和31.23%；综合类家具生产量和销售量分别为49.48万件和48.88万件，同比增速分别为2.02%和2.05%；实木类家具生产量和销售量分别为15.69万件和15.84万件，同比增速分别为0.53%和0.15%。

2016年公司完成全品类大定制的产品升级规划，实现“8大生活馆”产品改型定制化。人造板家居销量增加主要是定制系列产品订单增加所致。公司募投东区生产基地项目6号、7号厂房预计2016年5月完工，达产后，公司综合类家具产能达150万件，实木类产能将达120万件，床垫及软床系列产品产能将达7万件，将为公司产销量继续增长提供保障。

◇ 整合资源，深耕渠道，拓展业绩

2016年公司加强对经销商的管理，积极引导并帮助经销商进行市场运作。截止2016年末，公司拥有经销商323家，专卖店772家。其中，直营专卖店14家，经销商专卖店758家；面积在1000m²以上的大店160家，店中店612家；B8单独专卖门店有150家，共有300多家门店可提供B8定制服务。

同时，公司与知名设计师、设计所合作，陆续推出“煽动米兰”、“我爱瑜伽”系列、“波光”系列产品；与海尔定制平台、金螳螂家装合作，丰富店面产品展示内容；与恒大“美居工程”项目以及万科“拎包入住”项目合作，引导、组织经销商深入开展小区渠道营销，获得客户和合作伙伴的认可。

◇ “新曲美”落地升级，助力公司发展

2016年公司持续推进“新曲美”战略落地升级，从新产品、新模式、新价值三个维度持续优化产品与服务，进一步提升家居空间解决方案的综合能力，为客户带来新的价值。



新产品：2016 年公司完成全品类大定制的产品升级规划，实现“8 大生活馆”产品改型定制化；完成实木新系列、定制新系列的研发工作，并将于 2017 年推向市场。同时，公司推出“你+生活馆”，开启专属化空间定制服务，“你+生活馆”店内涵盖“8+N 生活空间”、空间定制服务、生活家饰、咖啡区、阅读区、VR 体验等多维度空间，颠覆了消费者对传统家具店的刻板印象。由于具备风格齐备的产品组合、高能高效的设计能力、线上线下一体化的消费体验，“你+生活馆”推出后即受到全国经销商的认可。

新模式：2016 年公司 OAO 模式全面导入终端店，覆盖率达 90%以上，实现 IPAD 端、一体机和 PC 端数据共享、多屏联动；承载 OAO 数据收集功能的 CRM 平台得到优化，同时结合设计服务体系，提高门店订单转化效率。

新价值：公司秉承“设计创造生活”的品牌理念，推出“空间由你而定”的产品策略，以客户需求为导向，提供设计服务，结合工厂柔性化制造能力，提供全品类定制化的产品和空间解决方案，满足不断升级的消费需求。

◇ 盈利预测与投资建议

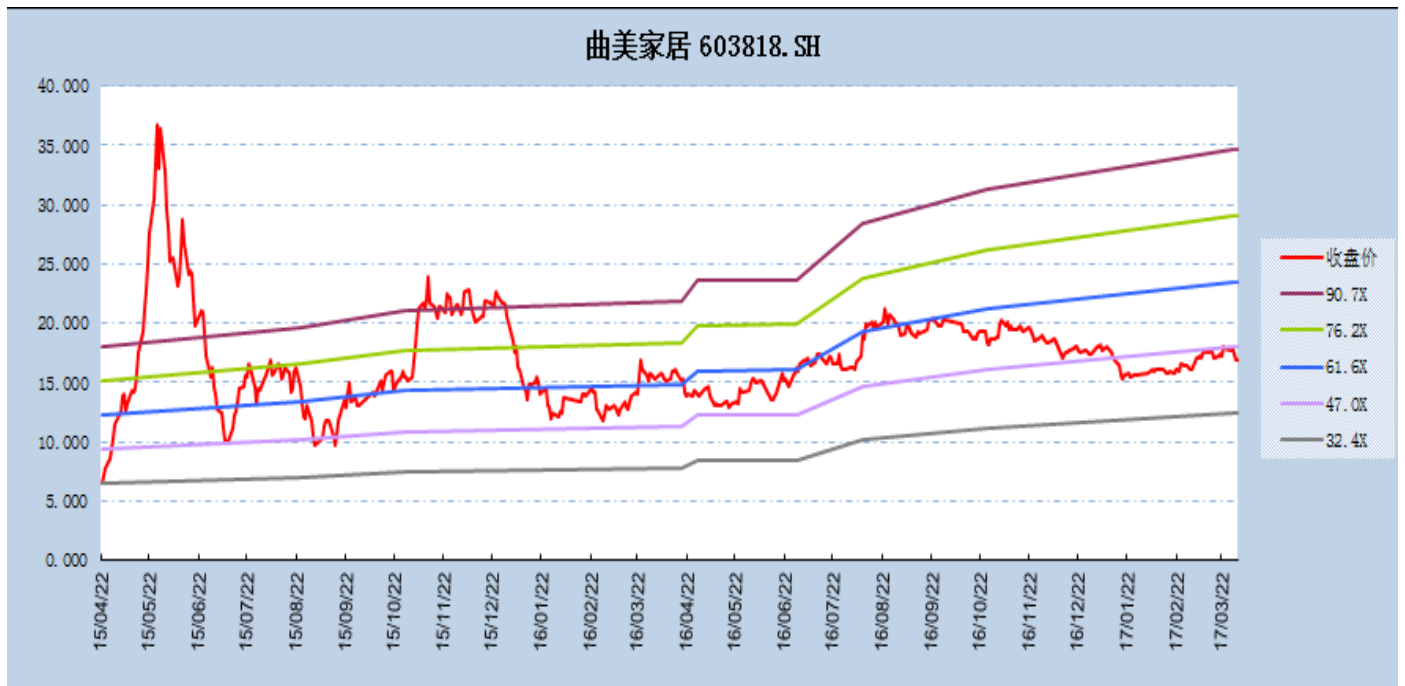
我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 19.96 亿元、23.13 亿元、27.12 亿元，归母净利润分别为 2.31 亿元、3.03 亿元、3.86 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.63 元、0.80 元，最新收盘价对应 PE 分别为 35 倍、27 倍、21 倍，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

需求不达预期风险、政策调控的风险、原材料价格上涨的风险。

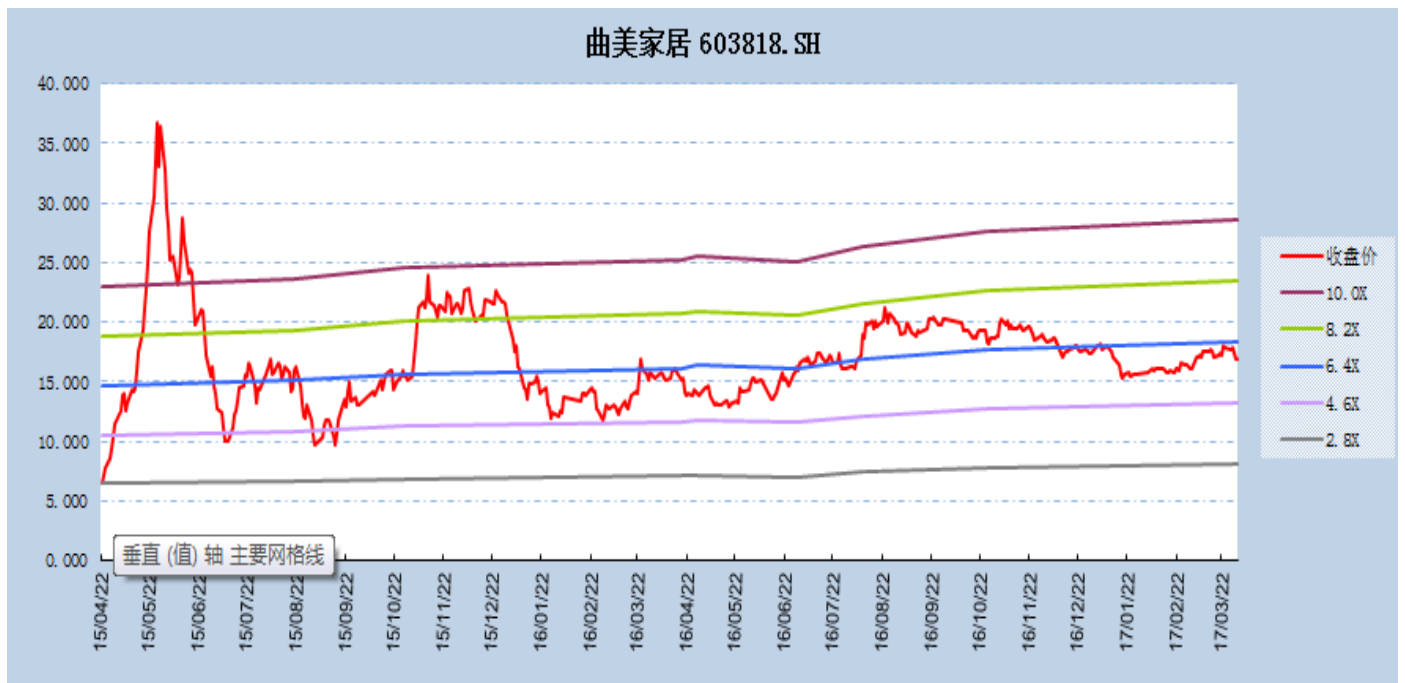


图表1: PE-Band (TTM)



资料来源:Wind、联讯证券

图表2: PB-Band (TTM)



资料来源:Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1664	1996	2313	2712	净利润	185	231	303	386
营业成本	989	1179	1326	1519	折旧摊销	49	60	62	69
营业税金及附加	18	21	24	29	财务费用	-1	0	-1	-2
销售费用	289	346	401	470	经营性应收项目变动净额	100	-149	178	-140
管理费用	149	179	208	243	经营活动净现金流	295	101	532	257
财务费用	-1	0	-1	-2	投资活动净现金流	62	-135	3	3
资产减值损失	3	3	3	3	筹资活动净现金流	-24	-28	-37	-46
营业利润	230	268	352	450	现金净增加额	333	-62	498	214
营业外收入	7	4	4	4	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	5	1	1	1	成长能力				
利润总额	233	272	356	454	营业收入增长率	33%	20%	16%	17%
所得税	48	41	53	68	营业利润增长率	52%	17%	31%	28%
净利润	185	231	303	386	归属母公司净利润增长率	58%	25%	31%	28%
少数股东损益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	185	231	303	386	毛利率	40.54%	40.93%	42.67%	43.99%
EPS（元）	0.38	0.48	0.63	0.80	净利率	11.12%	11.59%	13.09%	14.23%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	13.81%	15.24%	16.18%	18.43%
货币资金	475	413	911	1125	ROE	13.38%	14.60%	16.38%	17.67%
应收账款	56	110	80	141	偿债能力				
存货	171	209	218	272	资产负债率	17%	11%	16%	11%
流动资产合计	883	914	1390	1719	流动比率	307%	473%	408%	657%
固定资产	448	553	518	476	营运能力				
无形资产	195	172	149	126	总资产周转率	1.00	1.12	1.06	1.11
资产总计	1671	1778	2189	2446	应收账款周转率	45.74	43.72	46.84	43.69
应付账款	288	193	341	262	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.38	0.48	0.63	0.80
流动负债合计	288	193	341	262	每股经营现金	0.61	0.21	1.10	0.53
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.86	3.27	3.82	4.51
负债合计	288	193	341	262	估值比率				
所有者权益	1383	1584	1848	2185	P/E	43.67	34.92	26.69	20.94
负债和所有者权益合计	1671	1778	2189	2446	P/B	5.84	5.10	4.37	3.70

资料来源：联讯证券



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com