

日期: 2015年04月14日

行业: 家具制造业



刘丽
 021-53519888-1923
 liuli@shzq.com
 执业证书编号: S0870510120018

上市合理估值 RMB15.33-18.74 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 60.52
 发行后总股本 (百万股) 242.06
 发行方式 网下询价
 上网定价
 保荐机构 中信建投证券

主要股东 (IPO 前)

赵瑞海 44.12%
 赵瑞宾 43.26%
 赵瑞杰等 15 位自然人 12.62%

收入结构 (2014Y)

人造板类家具 40.52%
 综合类家具 29.49%
 实木类家具 18.94%
 家具饰品类 9.57%

报告编号: LL15-NSP05

首次报告日期: 2015年04月14日

中高端木质家具品牌企业**■ 投资要点****公司简介**

曲美股份主要产品为木质家具, 公司坚持中高端市场定位, 致力于为终端客户提供“一站式、全方位”的家居整体解决方案。公司的销售渠道包括实体销售渠道和网络销售渠道: 线下实体销售渠道采取直营与经销相结合的销售模式, 包括直营店 8 家以及 305 家经销商在全国所设立的 624 家曲美家具专卖店, 逐步形成了全国性的营销网络体系和合理的业务布局; 网络销售渠道包括公司自主开发建设的网络销售平台 (曲美在线商城及“笔八”) 以及天猫商城、京东商城、苏宁易购、美乐乐家具网等第三方网络销售平台。

募集资金项目简介

曲美股份本次 IPO 拟公开发行 6052 万股, 募集资金扣除发行费用后将分别投向东区生产基地项目以及曲美家具品牌推广项目。本次募集资金项目围绕公司主业展开, 有利于扩大产能、丰富产品系列和提升品牌影响力、完善销售网络布局。

盈利预测

预计随着房地产政策放松, 家具市场也随之回暖。公司募集资金项目投产后, 公司产能将显著提升, 销售收入也将持续增长。我们预计公司 2015 年、2016 年将实现营业收入分别为 12.75 亿元、14.95 亿元, 年增长率分别为 16.59% 和 17.21%; 实现归属于母公司的净利润分别为 1.18 亿元、1.40 亿元, 年增长率分别为 17.27% 和 18.93%; 每股收益分别为 0.49 元和 0.58 元。

公司合理估值

我们以 A 股家具制造相关上市公司作为曲美股份的相对估值参考, 可比公司 2015 年、2016 年动态市盈率均值分别为 38.85 倍和 30.71 倍。根据公司主营业务未来成长性评估, 我们认为, 以 2015 年 35 倍市盈率为中枢, 上下浮动 10% 给予公司 2015 年 31.5-38.5 倍市盈率较为合理, 由此公司合理估值为 15.33-18.74 元/股。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,017.07	1,093.76	1,275.18	1,494.64
年增长率	10.14%	7.54%	16.59%	17.21%
归属于母公司的净利润	113.62	100.46	117.82	140.12
年增长率	28.78%	-11.58%	17.27%	18.93%
每股收益 (元)	0.47	0.42	0.49	0.58

注: 有关指标按发行后总股本 24206 万股摊薄

一、行业背景

1.1 公司所处行业发展概况

曲美股份公司的主营业务为木制家具的设计、生产和销售，属于家具制造业。

根据意大利米兰国际工业研究中心（CSIL）的分析，2013 年全球家具总产值达到 4,220 亿美元左右，全球家具行业总产值除 2009 年受国际金融危机影响有所下降外，2003 年至 2013 年平均保持约 7% 的增长速度，其中发展中国家家具行业增速显著高于发达国家的增长速度。

全球家具贸易活跃，据 CSIL 数据，全球家具贸易总量从 2003 年的 660 亿美元增长到 2013 年的 1,240 亿美元。2013 年主要家具进口国包括美国、德国、法国、英国和加拿大；而主要出口国则为中国、德国、意大利、波兰和美国。随着全球化及消费结构的改变，中国、俄罗斯、印度以及巴西等新兴市场对家具的需求也在快速增长，未来发展中国家将会成为家具市场上不可忽视的消费力量。

随着我国国民经济的快速增长，家具作为大宗消费品，在人民生活水平迅速提高、城镇化建设快速发展的情况下，市场容量不断扩大，家具行业已形成了一定的产业规模。近年来，我国家具行业规模以上企业工业总产值大幅增长，从 2003 年度的 719.97 亿元上升至 2013 年度的 6,462.75 亿元，年度复合增长率为 24.54%。据中国家具协会统计，2013 年家具行业继续发展，行业规模以上企业主营业务收入同比增速为 14.30%，利润同比增速为 14.00%。

我国是家具出口大国，从 2004 年首次全年家具出口超过 100 亿美元开始，中国家具出口增速平均保持在 20% 以上，并在 2006 年成为全球家具出口第一大国。根据意大利 CSIL 机构的统计，2012 年起我国家具出口值占世界家具出口总值的比重已经超过 30%。

目前，我国家具行业正处于从传统产业向现代产业、从低端复制向自主创新、从粗放投入向集约经营转型的过程中。家具行业未来发展趋势主要体现在：（1）生产日趋规模化、专业化；（2）O2O 电子商务模式成为行业发展新特点；（3）渠道建设成为市场竞争的重要因素；（4）自主品牌的开创与品牌优势凸显；（5）产品设计思路不断开拓创新；（6）家具消费日趋定制化、个性化；（7）产品更加注重健康、环保。

1.2 行业竞争格局

现代家具制造业源于欧洲，是劳动密集型产业。随着全球贸易一体化进程的不断推进，全球家具产业链的分工和协作也越来越细化，全球家具行业的生产主体持续向拥有良好的原材料资源和充足的劳动力资源的发展中国家集中，如中国、越南、巴西等发展中国家。

伴随着中国家具行业十几年的高速发展，我国家具行业现在已经形成了一定的产业格局，具有了较大的规模，截至 2013 年底，我国家具企业有 6 万余家，但企业规模普遍较小，使整个家具行业市场集中度处于较低水平。中小型家具企业在低端市场上竞争激烈，利润水平较低；具有品牌、渠道和规模优势的家具企业主要竞争于中高端市场。随着生活水平的提高，人们对家具品质的要求也逐渐提高；未来，品牌、质量、营销和服务等非价格竞争因素在中高档产品竞争中的重要性将逐渐显现。

1.3 公司行业地位及竞争优势

曲美股份公司是一家在产品设计、产品质量、售后服务等方面居于国内同行业领先水平的家具企业；公司在家具经营模式创新，包括引进国外设计团队、开设家具独立店、发展 O2O 电子商务模式等方面走在行业前列；公司的“曲美”家具品牌在消费者中形成了较高的知名度和美誉度，在行业内拥有较高的品牌影响力。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，公司家具产品多次获得“中国创新设计红星奖”。

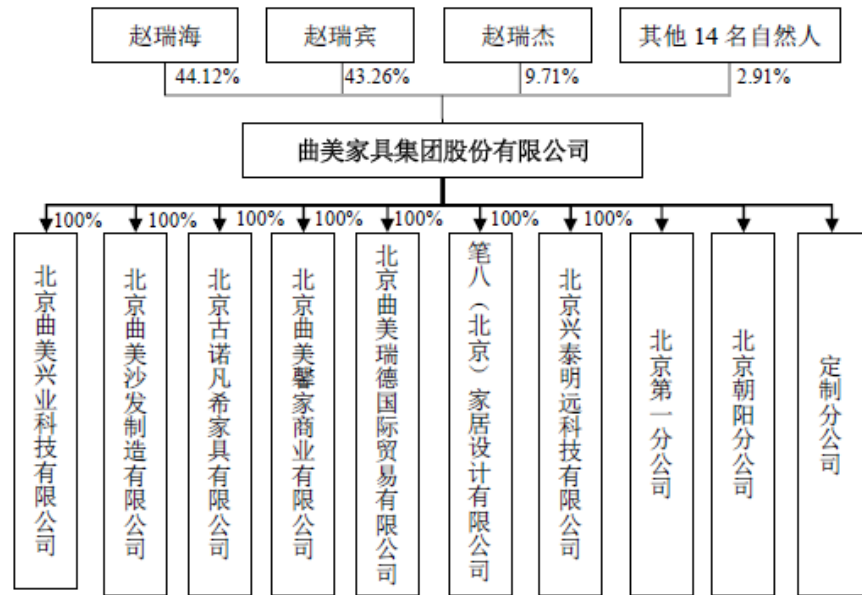
公司竞争优势主要表现在原创设计优势、独立店销售渠道优势、全国性销售网络优势、环保优势及产品质量优势、品牌优势、O2O 电子商务优势、信息化管理优势以及优秀的管理团队优势。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

曲美股份公司系于 2011 年 12 月由曲美有限整体变更设立；赵瑞海、赵瑞宾等九名自然人为公司发起人，其中赵瑞海持有本公司 8,010 万股股份，占发行前公司股份总数的 44.12%；赵瑞宾持有本公司 7,853.40 万股股份，占发行前公司股份总数的 43.26%；赵瑞海、赵瑞宾为公司实际控制人。

图 1 曲美股份股权结构（发行前）



资料来源：公司招股说明书

表 1 曲美股份发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例%	股数(万股)	比例%
赵瑞海	8,010.00	44.12%	8,010.00	33.09%
赵瑞宾	7,853.40	43.26%	7,853.40	32.44%
赵瑞杰	1,762.20	9.71%	1,762.20	7.28%
谢文友等 14 位自然人	528.40	2.91%	528.40	2.18%
社会公众股	-	-	6,052	25.00%
合计	18,154.00	100%	24,206.00	100%

数据来源：公司招股说明书

2.2 公司业务简况及收入利润结构

曲美股份公司主要从事中高档民用家具的设计、生产和销售，主要产品为木质家具，具体包括实木类家具、人造板类家具和综合类家具，涵盖了客厅、书房、卧室以及餐厅等家居生活所使用的主要家具类型。公司坚持中高端家具产品的市场定位，秉承“融合全球时尚设计，打造轻松自然空间”的家具设计理念，致力于为客户提供“时尚、经典、原创”的家具产品，致力于为终端客户提供“一站式、全方位”的家居整体解决方案。

公司的销售渠道包括实体销售渠道和网络销售渠道。线下实体销售渠道采取直营与经销相结合的销售模式,店面形式主要包括“独立店”和“店中店”。目前,公司下属直营店共 8 家,其中 6 家独立店、2 家店中店;截至 2014 年 12 月 31 日,公司的 305 家经销商在全国共设立 624 家曲美家具专卖店,销售网络已基本覆盖了全国一线、二线城市以及大多数的东部沿海城市,逐步形成了全国性的营销网络体系和合理的业务布局。公司网络销售渠道包括公司自主开发建设的网络销售平台(曲美在线商城及以 3D 定制为概念主题的智能居家电子商务平台——“笔八”)以及天猫商城、京东商城、苏宁易购、美乐乐家具网等第三方网络销售平台。

图 2 曲美股份销售渠道架构

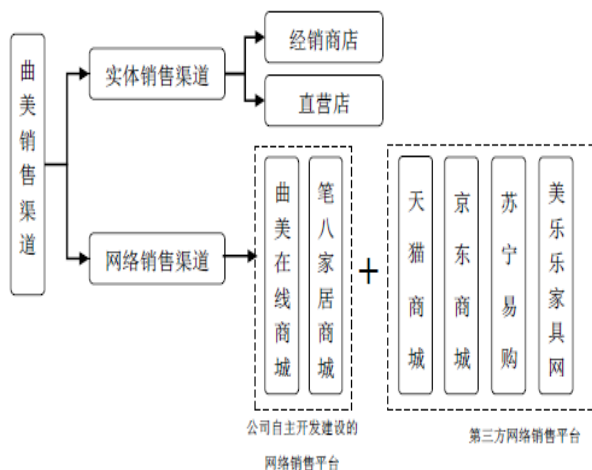
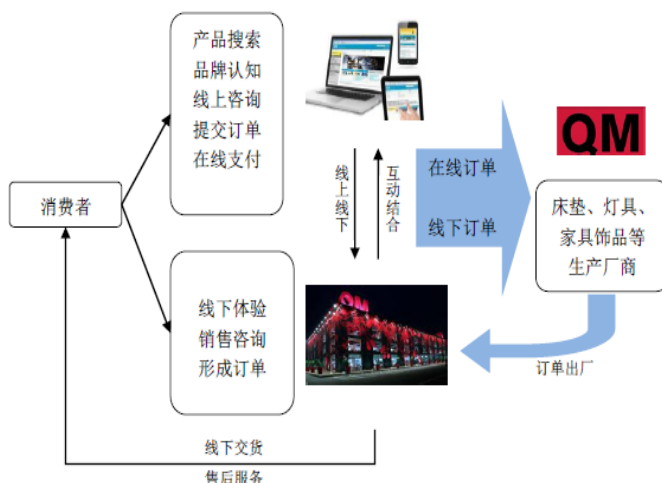


图 3 曲美股份 O2O 业务模式



数据来源: 公司招股说明书

图 4 曲美股份主营收入构成 (2011Y-2014Y)

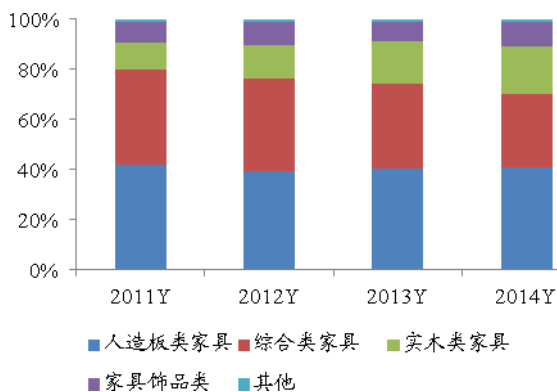
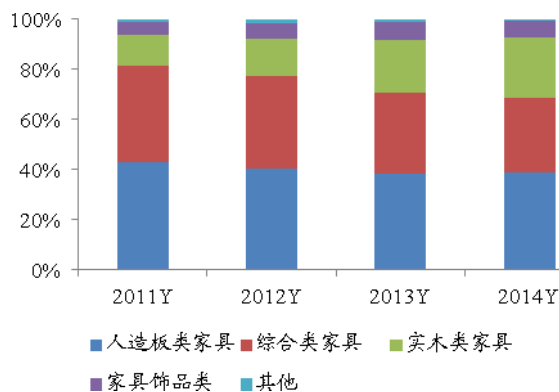


图 5 曲美股份主营毛利构成 (2011Y-2014Y)



数据来源: 公司招股说明书

2014 年公司实现营业收入 10.94 亿元, 同比增长 7.54%, 其中

主营收入占比为 99.52%。公司主营业务收入主要来源于人造板类、综合类和实木类家具，2014 年三类家具销售收入占公司营收的比例为 88.95%。公司产品销售主要集中在国内市场，2012-2014 年国内销售收入占主营收入的比例分别为 98.61%、98.72%和 98.89%，国内主要销售区域集中在华北、华东、东北和华中四个地区。公司主营业务收入按销售模式分类，经销模式占比大，2012-2014 年占主营收入的比例分别为 75.34%、76.13%和 81.39%。

表 2 曲美股份产能及产能利用率情况

产品名称	报告期	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
人造板类家具		980,000	844,000	846,377	86.12%	100.28%
综合类家具	2014 年度	700,000	525,968	510,968	75.14%	97.15%
实木类家具		150,000	139,675	157,083	93.12%	112.46%
人造板类家具		980,000	790,140	782,316	80.63%	99.01%
综合类家具	2013 年度	700,000	565,704	554,612	80.81%	98.04%
实木类家具		150,000	139,390	135,330	92.93%	97.09%
人造板类家具		700,000	627,219	620,886	89.60%	98.99%
综合类家具	2012 年度	600,000	539,330	528,202	89.89%	97.94%
实木类家具		120,000	109,543	105,330	91.29%	96.15%

数据来源：公司招股说明书

2.3 募集资金投向

曲美股份本次 IPO 拟公开发行 6052 万股，募资资金扣除发行费用后将分别投向东区生产基地项目以及曲美家具品牌推广项目。本次募集资金项目围绕公司主业展开，有利于扩大产能、丰富产品系列和提升品牌影响力、完善销售网络布局。

表 3 曲美股份 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	投资额 (万元)
1	东区生产基地项目	48,831.83
2	曲美家具品牌推广项目	1,948.13
合计		50,779.96

数据来源：公司招股说明书

1、东区生产基地项目

公司在北京市顺义区南彩镇新城 32 街区坞里村购置工业用地 24.19 万平方米，拟建设一个新的大型家具生产基地。该生产基地规划建设 7 个现代化厂房，其中 1 号、2 号、3 号、4 号厂房已建成，1 号、2 号、3 号厂房已于 2012 年 10 月投入使用，调整后公司的家

具产品的年产能将扩张至 183 万件。本次募集资金拟投资于东区生产基地 4 号厂房的设备购置, 5 号、6 号、7 号厂房的建设及设备购置, 项目建成后, 公司生产能力将得到有效提升, 满足公司未来五年的业务扩张需求。

项目总投资 48,831.83 万元, 其中建设投资 45,863.83 万元, 流动资金 2,968.00, 全部以本次 IPO 募集资金投入。项目达产后将形成 150 万件综合类家具、120 万件实木类家具、7 万件床垫及软床系列产品的产能。项目投产后第一年、第二年、第三年分别达到设计生产能力的 30%、60%、80%, 第四年达产。本项目达产后, 预计新增年销售收入 141,500 万元, 项目投资回报率为 42.2%, 项目内部收益率为 24.95%, 投资回收期为 5.5 年。

2、曲美家具品牌推广项目

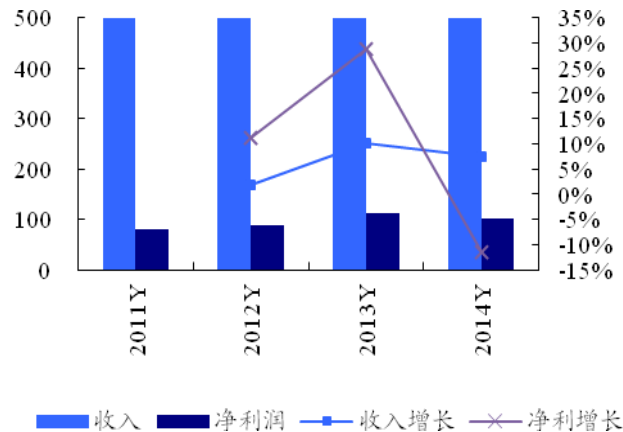
为了提升“曲美”品牌及其子品牌的知名度与美誉度, 公司计划加大在网络媒体、平面媒体、户外媒体等的广告宣传, 同时为了推动家居一体化和 O2O 营销体系建设等战略目标的实现, 提升消费者家居购买体验, 公司计划逐步对全国专卖店进行人员培训、终端推广、店面装修等, 加大对经销商的渠道支持力度, 对全国实体店销售网络进行优化升级, 以适应公司家居一体化和线上线下营销体系建设的要求。项目总投资 1948.13 万元, 包括广告宣传费 1200 万元和渠道建设费 748.13 万元。

三、财务状况和盈利预测

3.1 公司营收与净利润持续较快增长

公司 2012-2014 年分别实现营业收入 9.23 亿元、10.17 亿元和 10.94 亿元, 年增长率分别为 1.71%、10.14%和 7.54%; 2012-2014 年分别实现归属于母公司的净利润 0.88 亿元、1.14 亿元和 1.00 亿元, 年增长率分别为 11.23%、28.78%和-11.58%。公司营收持续增长; 14 年净利润下降主要是由于原材料价格上涨所造成的成本上升。

图 6 曲美股份营收和净利润增长 (2011Y-2014Y)



资料来源：公司招股说明书

3.2 综合毛利率、净利率与可比公司比较

公司 2012-2014 年综合毛利率分别为 38.30%、39.42%、36.48%；净利率分别为 8.56%、9.81%、11.12% 和 9.19%。公司综合毛利率较高，净利率水平低于定制类家具企业，与宜华木业相当。

表 4 曲美股份毛利率&净利率同行业对比

综合毛利率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
600978.SH	宜华木业	29.85	30.45	31.57	-
600337.SH	美克家居	48.31	46.99	52.43	58.70
002572.SZ	索菲亚	33.62	34.90	37.05	37.36
603898.SH	好莱客	33.41	36.27	37.60	37.34
603818.SH	曲美股份	38.10	38.30	39.42	36.48
期间费用率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
600978.SH	宜华木业	17.04	17.95	18.67	-
600337.SH	美克家居	39.53	45.01	43.13	46.70
002572.SZ	索菲亚	16.60	16.87	19.46	19.70
603898.SH	好莱客	18.40	19.63	18.43	18.43
603818.SH	曲美股份	25.30	24.32	24.71	23.73
净利率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
600978.SH	宜华木业	9.30	9.01	10.02	-
600337.SH	美克家居	7.67	0.79	6.43	8.61
002572.SZ	索菲亚	13.87	14.41	14.20	14.00
603898.SH	好莱客	12.03	13.24	15.48	15.83
603818.SH	曲美股份	8.56	9.81	11.12	9.19

数据来源: Wind 资讯

3.3 应收账款周转率较高

2012-2014 年, 公司应收账款周转率分别为 45.93 次、43.64 次、和 44.08 次。公司通常采取发货前收取全款的方式, 较少形成应收款, 因此应收账款周转率处于较高水平。

2012-2014 年, 公司存货周转率分别为 5.34 次、5.65 次和 6.20 次。公司采用订单式生产, 存货周转速度较快, 但低于定制类家具企业索菲亚和好莱客。

表 5 曲美股份资产周转能力指标对比

应收账款周转率					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
600978.SH	宜华木业	3.21	3.70	4.31	0.00
600337.SH	美克家居	9.27	13.90	15.18	17.93
002572.SZ	索菲亚	36.19	28.85	37.86	42.67
603898.SH	好莱客	97.08	105.59	116.16	131.26
603818.SH	曲美股份	47.65	45.93	43.64	44.08
存货周转率					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
600978.SH	宜华木业	1.84	1.79	2.04	0.00
600337.SH	美克家居	1.58	1.37	1.14	0.88
002572.SZ	索菲亚	13.84	11.84	10.35	10.59
603898.SH	好莱客	14.19	14.88	17.05	18.77
603818.SH	曲美股份	5.50	5.34	5.65	6.20
总资产周转率					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
600978.SH	宜华木业	0.41	0.44	0.49	0.00
600337.SH	美克家居	0.69	0.71	0.71	0.70
002572.SZ	索菲亚	1.08	0.74	0.93	1.02
603898.SH	好莱客	1.74	1.83	1.81	1.79
603818.SH	曲美股份	1.10	1.09	1.10	1.12

数据来源: Wind 资讯

3.4 业绩预测

预计随着房地产政策放松, 家具市场也随之回暖。公司募集资金项目投产后, 公司产能将显著提升, 销售收入也将持续增长。我们预计公司 2015 年、2016 年将实现营业收入分别为 12.75 亿元、14.95 亿元, 年增长率分别为 16.59% 和 17.21%; 实现归属于母公司

的净利润分别为 1.18 亿元、1.40 亿元，年增长率分别为 17.27% 和 18.93%；每股收益分别为 0.49 元和 0.58 元。

四、主要风险因素

1、市场竞争加剧风险

家具行业竞争从产品价格的低层次竞争进入到品牌、网络、服务、人才、管理以及规模等因素的复合竞争阶段，市场竞争从低端走向中高端，市场竞争的逐步深入可能导致行业平均利润率下滑。公司未来可能面临市场加剧竞争的风险。

2、原材料、人力成本上升风险

近年来，随着木材需求的不断增加，木材等主要原材料价格呈不断上升态势；同时，近年来人力成本亦不断增加。未来如果原材料、人力成本持续上升或剧烈波动，可能影响公司的经营业绩和盈利能力。

五、估值及定价分析

我们以 A 股家具制造相关上市公司作为曲美股份的相对估值参考，可比公司 2015 年、2016 年动态市盈率均值分别为 38.85 倍和 30.71 倍。根据公司主营业务未来成长性评估，我们认为，以 2015 年 35 倍市盈率为中枢，上下浮动 10% 给予公司 2015 年 31.5-38.5 倍市盈率较为合理，由此公司合理估值为 15.33-18.74 元/股。

表 6 可比上市公司相对估值情况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PB
			14A/E	15E	16E	14X	15X	16X	
大亚科技	000910.SZ	15.01	0.31	0.48	0.65	48.41	31.25	23.21	3.09
浙江永强	002489.SZ	31.00	0.50	0.63	0.76	61.77	48.82	40.54	4.89
索菲亚	002572.SZ	33.95	0.74	1.01	1.34	45.80	33.59	25.42	8.09
德尔家居	002631.SZ	34.07	0.40	0.55	0.73	85.77	61.84	46.58	7.93
美克家居	600337.SH	15.97	0.36	0.48	0.60	44.23	33.56	26.64	3.74
宜华木业	600978.SH	12.08	0.36	0.45	0.56	33.97	26.64	21.56	2.84
喜临门	603008.SH	19.66	0.43	0.63	0.84	45.78	31.17	23.43	5.42

永艺股份	603600.SH	31.57	0.60	0.72	0.82	52.78	43.93	38.29	12.70
均值						52.31	38.85	30.71	6.09

数据来源: Wind 资讯; 股价以 2015 年 4 月 13 日收盘价计算

六、附表

附表 1 曲美股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1,017.07	1,093.76	1,275.18	1,494.64	1,761.70
二、营业总成本	882.56	965.38	1,120.09	1,309.81	1,540.35
营业成本	616.12	694.71	802.61	939.06	1,104.78
营业税金及附加	10.09	8.47	9.82	11.51	13.57
销售费用	152.65	156.82	191.28	224.20	264.25
管理费用	86.67	92.36	108.39	127.04	149.74
财务费用	11.96	10.38	5.00	5.00	5.00
资产减值损失	5.07	2.65	3.00	3.00	3.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.48	5.30	2.00	2.00	2.00
四、营业利润	140.99	133.68	157.09	186.83	223.35
加: 营业外收入	7.72	4.80	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.82	2.01	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	147.90	136.47	157.09	186.83	223.35
减: 所得税	34.80	36.01	39.27	46.71	55.84
六、净利润	113.09	100.46	117.82	140.12	167.51
减: 少数股东损益	-0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	113.62	100.46	117.82	140.12	167.51
每股收益	0.47	0.42	0.49	0.58	0.69

资料来源: 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。