



买入 **22% ↑**

目标价格:人民币 21.00

原评级:谨慎买入原目标价格:人民币 19.80

603818.CH

价格:人民币 17.21

目标价格基础:60倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

曲美家居

业绩高于预期, “新曲美” 战略提升营收增速

公司发布半年报, 上半年营收 6.8 亿元, 同比增长 25.07%; 净利润 7,262 万元, 同比增长 90.46%。我们将目标价格上调至 21.00 元, 评级上调至买入。

支撑评级的要点

- **渠道扩张、行业需求向好、营销加码、客单价提升促进收入增长。**公司上半年营收同比增长 25.07%，一方面是因为渠道扩张加速，公司上半年新开直营店 3 家，与去年全年数量相同，新开经销店 35 家，接近去年全年的 39 家，预计今年全年开店步伐快于去年。另一方面，多因素助力同店增长：1，房地产回暖导致行业整体需求向好；2，营销加码，包括与万科、恒大等地产商合作引导经销商开展小区渠道营销，完成门店改造导入八大生活馆体验空间，以及增加门店 VR 体验营销；3，OAO 终端导入门店，提升客单价。按品类区分，定制家具收入增长导致人造板家具收入大增 46.26%；产品结构优化导致综合类家具收入下滑 9%；新系列产品促使实木类家居增长 13.72%；家居生活馆体验式营销模式促进家居饰品类增长 63.52%。公司上市后营收增速保持提升趋势。
- **制造系统信息化升级提升毛利率，期间费用控制良好。**公司所有品类家具的毛利率均实现同比增长，综合毛利率增加 3.05% 至 39.05%，与公司制造系统信息化升级提升效率、与供应商优化成本有关。上半年营销投入加大，销售费用率较去年同期提升 2.01%。由于去年同期有上市费用，且在营收增长的前提下，公司各项细分管理控制良好，上半年管理费用率下降 3.03%，财务费用率下降 0.33%。毛利率增长与期间费用率下降导致净利率同比增加 3.67% 至 10.68%，达到历史次高水平。
- **“新曲美” 战略落地，定制化产品和 OAO 促未来发展。**公司通过产品、模式、价值三个维度进行“新曲美”部署：1，完成 90% 门店改造，导入八大生活体验馆，通过对工厂柔性化改造，实现生活馆的改造定制化。为客户兼顾个性化、实用性、品质感和美学的空间解决方案。2，持续升级 OAO 平台，带动客单价提升；升级 3D 云设计平台，实现 VR 体验，带动转化率提升。3，推出“空间由你而定”的产品策略，为客户提供全品类定制化产品和服务，计划于 8 月推出第一家全品类大定制生活馆。
- **加强设计、升级环保，巩固产品核心竞争力。**设计性和环保性突出是公司产品的优势。上半年公司继续设计投入，包括打造“扇动米兰”系列家具参加 2016 米兰设计周、与非常建筑主持建筑设计师张永和推出“我爱瑜伽”系列、与海尔定制平台推出场景化的“童话家”定制家居、与意大利著名设计师 Kai Stania 合作启动新实木系列研发等。公司的环保设备也继续升级，实现了生产过程控制标准和产品交付标准的环保达标。

评级面临的主要风险

- 定制家具拓展不达预期。
- 房地产周期回落。

估值

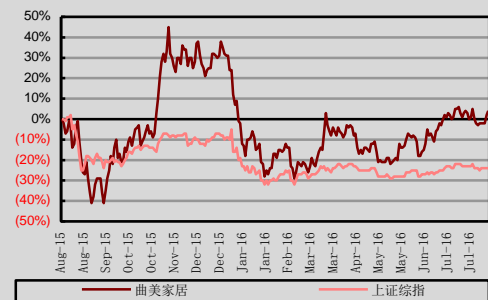
- 公司中报业绩好于预期，我们看好全品类定制和 OAO 上线对于公司未来业绩的促进，上调盈利预测，预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.35、0.46、0.58 元/股。考虑到公司突出的设计能力、信息系统能力，以及外延发展可能，给予 2016 年净利润 60 倍市盈率，目标价由 19.80 元上调至 21.00 元，评级上调至买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,094	1,255	1,581	1,916	2,349
变动(%)	8	15	26	21	23
净利润(人民币 百万)	100	117	171	221	279
全面摊薄每股收益(人民币)	0.207	0.242	0.354	0.456	0.575
变动(%)	(55.9)	16.4	46.4	29.0	26.1
先前预测每股收益(人民币)			0.330	0.413	0.514
调整幅度(%)			7.27	10.41	11.87
全面摊薄市盈率(倍)	82.9	71.3	48.7	37.7	29.9
价格/每股现金流量(倍)	67.3	45.2	132.6	73.1	63.4
每股现金流量(人民币)	0.26	0.38	0.13	0.24	0.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.3	43.6	31.1	24.4	19.7
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.050	0.071	0.091
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.2)	4.3	23.9	9.0
相对上证指数	12.3	3.8	20.8	28.8

发行股数(百万)	484
流通股(%)	27
流通股市值(人民币 百万)	2,265
3个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
赵瑞海	33

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 8 月 8 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威*

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*赵综艺为本报告重要贡献者

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比增长(%)
营业收入	543.80	680.14	25.07
营业税及附加	4.64	6.22	34.05
净营业收入	539.16	673.92	24.99
营业成本	346.58	411.95	18.86
销售费用	81.66	115.84	41.86
管理费用	57.74	51.64	(10.56)
营业利润	50.63	97.98	93.52
非经常性项目	2.36	3.78	60.17
经常性投资收益	2.79	5.41	93.91
净财务费用	2.78	(0.47)	(116.91)
利润总额	51.12	97.59	90.90
所得税	12.99	24.97	92.22
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	38.13	72.62	90.45
扣除非经常性损益的净利润	35.77	68.84	92.45
每股收益(元)	0.19	0.15	(21.05)
扣非后每股收益(元)	0.12	0.23	92.45
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	36.27	39.43	
经营利润率	9.40	14.35	
净利率	7.01	10.68	
扣非后净利率	6.58	10.12	

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,094	1,255	1,581	1,916	2,349
销售成本	(695)	(784)	(959)	(1,161)	(1,423)
经营费用	(224)	(284)	(357)	(416)	(506)
息税折旧前利润	175	188	265	338	420
折旧及摊销	(31)	(34)	(45)	(50)	(54)
经营利润(息税前利润)	144	154	220	289	367
净利息收入/(费用)	(9)	(1)	4	2	1
其他收益/(损失)	(29)	(29)	(39)	(44)	(48)
税前利润	136	157	228	294	371
所得税	(36)	(40)	(56)	(73)	(92)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	100	117	171	221	279
核心净利润	98	111	165	215	273
每股收益(人民币)	0.207	0.242	0.354	0.456	0.575
核心每股收益(人民币)	0.202	0.230	0.342	0.444	0.563
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.050	0.071	0.091
收入增长(%)	8	15	26	21	23
息税前利润增长(%)	(6)	7	43	31	27
息税折旧前利润增长(%)	(4)	7	41	27	24
每股收益增长(%)	(56)	16	46	29	26
核心每股收益增长(%)	(54)	14	49	30	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	136	157	228	294	371
折旧与摊销	31	34	45	50	54
净利息费用	10	3	(1)	0	1
运营资本变动	(89)	(47)	0	22	42
税金	36	40	56	73	92
其他经营现金流	(0)	(2)	(265)	(325)	(429)
经营活动产生的现金流	124	184	63	114	131
购买固定资产净值	(47)	384	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	13	8	0	0	0
其他投资现金流	121	(964)	0	0	0
投资活动产生的现金流	86	(571)	(100)	(100)	(100)
净增权益	0	303	0	0	0
净增债务	(35)	(120)	49	0	0
支付股息	0	0	(24)	(34)	(44)
其他融资现金流	(90)	166	3	23	43
融资活动产生的现金流	(125)	349	28	(11)	(2)
现金变动	85	(38)	(9)	3	30
期初现金	95	180	142	133	136
公司自由现金流	211	(386)	(35)	16	33
权益自由现金流	165	(510)	13	14	30

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	180	142	133	136	166
应收帐款	24	25	32	39	47
库存	117	141	173	209	256
其他流动资产	34	557	701	849	1,041
流动资产总计	356	865	1,038	1,232	1,510
固定资产	378	387	453	511	563
无形资产	197	193	189	185	181
其他长期资产	20	27	20	16	14
长期资产总计	605	618	673	724	770
总资产	961	1,484	1,711	1,956	2,280
应付帐款	70	92	112	136	166
短期债务	0	0	0	22	64
其他流动负债	104	136	147	160	177
流动负债总计	175	228	259	317	407
长期借款	120	0	49	49	49
其他长期负债	35	35	35	35	35
股本	182	484	484	484	484
储备	450	737	884	1,070	1,305
股东权益	631	1,221	1,368	1,555	1,789
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	961	1,484	1,711	1,956	2,280
每股帐面价值(人民币)	1.30	2.52	2.83	3.21	3.70
每股有形资产(人民币)	2.39	2.12	2.44	2.83	3.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.29)	(0.17)	(0.13)	(0.11)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.0	15.0	16.8	17.7	17.9
息税前利润率(%)	13.2	12.3	13.9	15.1	15.6
税前利润率(%)	12.5	12.5	14.4	15.3	15.8
净利率(%)	9.2	9.3	10.8	11.5	11.9
流动性					
流动比率(倍)	2.0	3.8	4.0	3.9	3.7
利息覆盖率(倍)	14.1	38.4	174.7	114.3	104.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	3.2	3.3	3.2	3.1
估值					
市盈率(倍)	82.9	71.3	48.7	37.7	29.9
核心业务市盈率(倍)	85.3	75.0	50.4	38.7	30.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	104.1	91.5	61.5	47.3	37.3
市净率(倍)	13.2	6.8	6.1	5.4	4.7
价格/现金流(倍)	67.3	45.2	132.6	73.1	63.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.3	43.6	31.1	24.4	19.7
周转率					
存货周转天数	61.6	60.2	59.8	60.0	59.7
应收帐款周转天数	8.1	7.3	6.6	6.7	6.7
应付帐款周转天数	23.5	26.7	23.5	23.6	23.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	14.1	15.5	15.9
净资产收益率(%)	15.9	9.6	13.2	15.1	16.7
资产收益率(%)	11.0	7.8	10.4	11.8	13.0
已运用资本收益率(%)	19.2	12.7	16.9	19.1	20.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371