

曲美家居（603818）

公司研究/简评报告

携手恒大家居设立合资公司，深耕地产大宗业务

—曲美家居（603818）对外投资公告点评

简评报告/轻工制造

2017 年 01 月 17 日

一、事件概述

公司发布对外投资公告称与河南恒大家居产业园有限公司于 1 月 13 日签订《家居企业合资合同》，拟在河南省兰考县共同设立河南恒曲美家居有限责任公司（公司名称最终以工商登记机关登记为准），总投资 2.3 亿元，注册资本为 1 亿元，公司出资 6,000 万元，出资比例 60%，恒大家居产业园出资 4,000 万元，出资比例 40%。合资公司取得厂房建设开工证后 15 个工作日内，公司与恒大家居产业园将按照出资比例以增资的形式向河南恒曲美进行后续投资。

二、分析与判断

➤ 设立河南恒曲美，深耕地产大宗业务

恒大家居产业园是恒大集团的全资子公司，公司与其开展合作，有利于充分利用双方在各自领域的优势，互为补充、实现共赢。通过加强和提升对全品类大家居产品的研发设计、生产销售等优势项目的布局，与恒大住宅建设开发销售提供配套的资源优势相结合，有利于深入推进公司地产大宗业务的发展，提供新的利润增长点，为公司业绩持续增长提供动力。

➤ 推行全品类大定制，模式创新带来客单价提升

为适应消费者的需求，公司提出“全品类大定制”的产品和服务升级规划。原来的定制产品仅局限于 B8 系列，但通过对工厂柔性化改造，打造 3D 生产模式，将 ERP 系统与生产进行工艺紧密结合，研究成品的改型定制实现路径，未来将逐一实现八大生活馆产品的改型定制化。

OAO 新模式推行“线上展示+线下体验下单”，根据消费者需求进行空间设计，提供可实现 3D 的效果图，并进行下单生产，派出专人负责产品安装；同时公司可从该系统获得更多的前端销售数据。目前新模式成效已现，平台前期导入的实验店面的转化率和客单价均大幅提高。

➤ 线上线下协同销售，探索渠道创新

公司实行线上线下跨平台销售模式：线上销售主要以 OAO 官网、及天猫商城、京东商城、苏宁易购等第三方网络销售平台为主要渠道；线下实体销售则以经销为主、直营为辅。同时，公司积极拓展新的销售渠道：中标北京市行政事业单位 2016-2017 年度办公家具协议定点采购项目，成功打开政府采购市场；持续推动与各大地产公司的深度合作，通过与万科物业“拎包入住”项目以及与恒大地产的“美居工程”项目战略合作，引导组织经销商开展更广泛、更深入的小区渠道营销。

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司八大生活馆与 OAO 平台形成的产品竞争力、渠道改善与创新对业绩增长的良好拉动作用，预计公司 2016、17、18 年能够实现基本每股收益 0.38、0.51、0.65 元/股，对应 2016、17、18 年 PE 分别为 43X、32X、26X。维持公司“强烈推荐”评级。

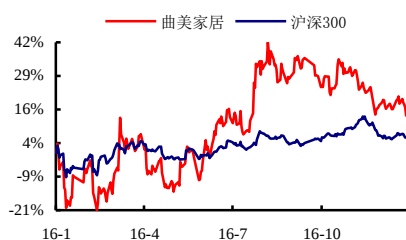
强烈推荐 维持评级

合理估值： 21.9—23.5 元

交易数据 2017-1-16

收盘价（元）	16.55
近 12 个月最高/最低	21.19/11.83
总股本（百万股）	484
流通股本（百万股）	132
流通股比例（%）	27.18
总市值（亿元）	80
流通市值（亿元）	22

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：方方

执业证号： S0100116080010

电话： 010-85127656

邮箱： fangfang_yjy@mszq.com

相关研究

- 1.《曲美家居（603818）2016 年三季报点评：定制业务快速发展，模式创新促业绩增长提速》20161026
- 2.《曲美家居（603818）深度报告：模式创新带来客单价提升，业绩提速可期》20160921

四、风险提示：

产能扩张慢于预期；渠道拓展不及预期；定制业务发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,255	1,610	2,040	2,653
增长率（%）	14.8%	28.2%	26.7%	30.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	117	186	248	313
增长率（%）	16.4%	58.9%	33.7%	25.9%
每股收益（元）	0.24	0.38	0.51	0.65
PE（现价）	68.52	43.11	32.25	25.61
PB	6.6	5.8	4.9	4.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,255	1,610	2,040	2,653
营业成本	784	970	1,223	1,581
营业税金及附加	10	14	17	22
销售费用	196	267	316	422
管理费用	120	124	163	223
EBIT	146	235	322	405
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	10	7	8	8
营业利润	151	242	329	414
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	157	248	334	419
所得税	40	62	86	106
净利润	117	185	248	313
归属于母公司净利润	117	186	248	313
EBITDA	192	273	361	446

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	142	351	608	968
应收账款及票据	27	36	45	57
预付款项	24	34	41	53
存货	141	163	201	262
其他流动资产	526	526	526	526
流动资产合计	865	1124	1439	1888
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	387	401	415	427
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	618	586	561	531
资产合计	1484	1711	2000	2418
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	92	101	128	164
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	228	293	334	439
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	263	328	369	475
股本	484	484	484	484
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)
股东权益合计	1221	1383	1631	1943
负债和股东权益合计	1484	1711	2000	2418

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	14.8%	28.2%	26.7%	30.1%
EBIT 增长率	3.4%	60.8%	36.8%	26.0%
净利润增长率	16.4%	58.9%	33.7%	25.9%
盈利能力				
毛利率	37.6%	39.8%	40.1%	40.4%
净利率	9.3%	11.5%	12.2%	11.8%
总资产收益率 ROA	7.9%	10.9%	12.4%	12.9%
净资产收益率 ROE	9.6%	13.4%	15.2%	16.1%
偿债能力				
流动比率	3.8	3.8	4.3	4.3
速动比率	3.2	3.3	3.7	3.7
现金比率	0.6	1.2	1.8	2.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.2	7.9	7.8	7.6
存货周转天数	60.2	61.2	60.1	60.5
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.4	0.5	0.6
每股净资产	2.5	2.9	3.4	4.0
每股经营现金流	0.4	0.4	0.6	0.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	68.5	43.1	32.3	25.6
PB	6.6	5.8	4.9	4.1
EV/EBITDA	40.9	28.1	20.5	15.8
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	117	185	248	313
折旧和摊销	48	38	39	41
营运资金变动	26	(8)	7	17
经营活动现金流	184	202	282	357
资本开支	58	1	9	5
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(571)	7	(2)	3
股权募资	513	0	0	0
债务募资	(120)	0	0	0
筹资活动现金流	349	0	(24)	0
现金净流量	(38)	209	257	360

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

方方，外交学院世界经济硕士，2016年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。