

曲美家居 (603818)

开启定制大家居模式，新曲美迈入高速增长通道

买入 (首次覆盖)

2017年7月4日

投资要点

- 公司投资价值显现:** 公司股价从年报期后近期回调较多，市场表现明显弱于家具板块内其他公司。导致公司走势较弱的主要原因(1)市场认为公司业绩确定性不够强，对其大家居的商业模式存在质疑，(2)前期因为次新股、市值较小等原因估值较同行偏高。我们认为公司当前正向良性方向发展，从2016年开始收入规模以及盈利增速均处于上升通道。17/18年是公司新模式快速扩张时期，当前估值下其投资价值开始显现。
- 推出“你+生活馆”模式，迈入成长新阶段:** 基于丰富的产品系列、OAO奠定的基础，公司2016年正式推出“你+生活馆”门店经营模式，集合了全品类+定制+设计师的大家居方式，门店风格和摆设都有很大的改变，新开生活馆门店规划面积统一为2000平米左右的独立门店(原先渠道面积大小、系列多少不统一)，产品涵盖包括B8定制系列的全部八大系列产品，我们预计公司全年开设70家你+生活馆门店，无论从开店数量还是同店质量都较从前有很大的提升。
- 看好“你+生活馆”发展前景:** 公司“你+生活馆”模式具备全品类+定制的特性，模式壁垒较高，其他企业很难规模化复制。同时，公司拥有做好该模式的基础，主要基于1、公司拥有大店管理经验；2、产品设计感强烈，价格带广，消费者可搭配余地较大；3、设计师辅以OAO设计系统可完成全屋的空间设计。综合来看，公司的“你+生活馆”模式符合未来家具行业发展趋势，可以为消费者提供全屋设计+一站式消费的极致体验。
- B8定制顺应大趋势，逐渐成为发展主要驱动:** 公司12年成立B8家居，15年收入1.5亿元，16年收入2.9亿元(yoy+91.08%)，已经开始实现快速放量增长。2016年，公司770家门店中有330家门店可以提供B8定制服务。2017年是公司重点发展B8的一年，预计全年开设B8独立门店100家，B8收入至少实现70%增长，占比将提升至22%左右，B8定制逐渐成为驱动公司收入快速增长的引擎之一。
- 投资建议:** 综合来看，17年是公司“你+生活馆”和B8定制快速推广的一年，相较16年而言发展更为狼性，我们预计公司17、18年收入为22.57、29.90亿元，同比增长35.63%、32.51%；归母净利润2.60、3.5亿元，增速40.51%、34.73%；EPS为0.54、0.72元，当前77亿市值对应17、18年29、21倍PE，给予“买入”评级。

风险提示：房地产景气下行，渠道推广低于预期。

证券分析师 马莉
S0600517050002
(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军
S0600517050001
(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可
(8610) 66573632
tangj@dwzq.com.cn

市场数据

收盘价(元)	15.94
一年最低价/最高价	14.54/21.37
市净率(倍)	5.49
流通A股市值(亿元)	21.04

基础数据

每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	19.79
总股本(亿股)	4.84
流通A股(亿股)	1.32

相关研究

目 录

1. 是时候开始关注曲美家居了	4
2. 稳健的管理团队、扎实的设计功底、渠道不断升级中，打造“曲美”大家居生活方式.....	6
2.1 高管及经销商队伍稳定性强、行业背景深厚	7
2.2 扎实的设计功底让曲美内涵与众不同	8
2.3 完成工厂柔性化改造，成品家具也可做柔性调整	10
2.4 以设计师为主，结合 OAO 系统打造整套空间设计方案	10
3. 2015 年起公司成长性明显加速	11
3.1 公司增长处于爬坡阶段	11
3.2 渠道建设节奏加快	12
3.3 提升老店精细化运营能力，加速营销创新	12
4. “你+生活馆”+B8 定制驱动公司 2017-2019 处于高速增长期	14
4.1 推出“你+生活馆”模式，迈入成长新阶段	14
4.1.1 基于丰富的产品系列+OAO，“你+生活馆”顺利推出	14
4.1.2. 关于“你+生活馆”模式的探讨	15
4.1.3. “你+生活馆”2017 年将迅速铺开	16
4.2 B8 定制顺行业趋势而为，收入持续快速增长可期	17
5. 财务分析.....	20
6. 盈利预测及投资建议	23
7. 附注.....	23
7.1 公司运营历史	23
7.2 股权结构集中	24
7.3 产能、渠道布局日益完善	25
8. 风险提示.....	25

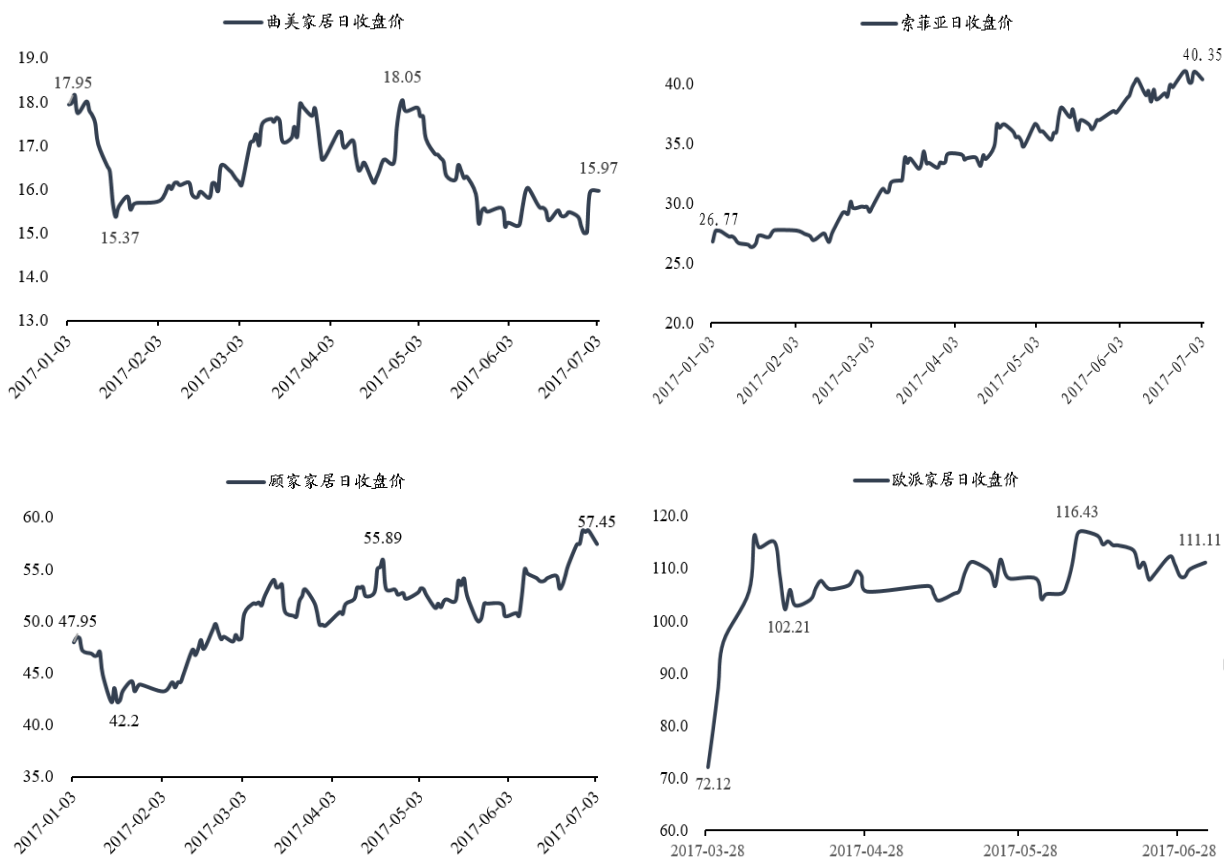
图表目录

图表 1: 曲美家居近期股价回调较多	4
图表 2: 重点家居类公司估值水平对比	5
图表 3: “你+生活馆”八大系列产品介绍	6
图表 4: 公司主要高管履历	8
图表 5: 公司主要合作设计师及代表作品	9
图表 6: 曲美 OAO 线上自助设计终端	11
图表 7: 公司上市后收入及利润增长明显提升 (亿元)	11
图表 8: 公司逐季度增长加速 (亿元)	12
图表 9: 曲美家居渠道数增长情况	12
图表 10: 曲美家居收入拆分	13
图表 11: 公司你+生活馆模式 VS 原有模式	14
图表 12: “你+生活馆”店面展示	15
图表 13: 成品家具和家居饰品业务收入预测 (百万元)	17
图表 14: B8 定制官网流程	18
图表 15: B8 定制北京橡树湾样板间	18
图表 16: B8 定制收入、利润情况 (亿元)	18
图表 17: B8 业务收入预测 (百万元)	19
图表 18: 行业收入与同比增速一览 (单位: 百万元)	20
图表 19: 行业毛利率一览	20
图表 20: 行业三费率对比	21
图表 21: 行业净利率对比	22
图表 22: 行业经营性现金流对比 (单位: 亿元)	22
图表 23: 公司上市前主要股东	24
图表 24: 曲美家居历史发展阶段	24
图表 25: 曲美家居股权结构图	25

1. 是时候开始关注曲美家居了

公司最近股价调整较多，从年报期高点 18.06 元下跌 13 个百分点，表现明显弱于其他主流家居类公司（索菲亚、顾家家居等），导致走势较弱的主要原因在于：（1）市场认为公司业绩确定性不够强，对其大家居的商业模式存在质疑，（2）前期因为次新股、市值较小等原因估值较同行偏高。

图表 1：曲美家居近期股价回调较多



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

根据我们对公司的跟踪，我们认为曲美自 2016 年明显进入新的增长轨道，收入规模增速逐季提升，17 年又是公司新的商业模式推广的一年，相较往年无论开店节奏还是同店质量都有较大幅度的提升。17 年无论收入还是利润的内生增长幅度都会维持较高的增速，综合其他家具公司估值，定制龙头索菲亚、欧派家具对应 17 年估值 39、36 倍，顾家家居、尚品宅配、好莱客、对应 17 年 30、42、30 倍 PE，曲美家居由传统成品家居逐步转型为全品类+定制模式，定制收入占比逐步提升，结合当前市场环境，当前 29 倍的估值，我们认为公司投资价值明显显现。

图表 2: 重点家居类公司 2016 年及 2017Q1 业绩增速、估值水平对比 (单位: 亿元)

	2016 收 入	增速	2016 利润	增速	2017Q1 收 入增速	2017Q1 利 润增速	2017 收 入增速 预期	2017 利润 增速预期	2017PE
曲美家居	16.64	32.52%	1.85	58.21%	37.61%	58.71%	35%	40%	29
索菲亚	45.30	41.75%	6.64	44.66%	48.30%	46.75%	43%	43%	39
好莱客	14.33	32.44%	2.52	55.30%	35.19%	86.09%	40%	40%	30
欧派家居	71.34	27.23%	9.50	94.39%	20.49%	33.31%	25%	33%	36
尚品宅配	40.26	30.39%	2.56	83.12%	27.65%	-23.04%	41%	33%	42
顾家家居	47.95	30.11%	5.75	15.40%	53.57%	34.09%	35%	36%	30

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 稳健的管理团队、扎实的设计功底、渠道不断升级中，打造“曲美”大家居生活方式

不同于定制家居索菲亚/欧派/好莱客、顾家/喜临门等强势单品类品牌，曲美家居与美克家居类似，涵盖了客厅、书房、卧室以及餐厅家具，旗下共八个系列产品，七个成品系列包括维格尚品、波光生活、北欧阳光、古诺凡希、自在空间、如是中国家、万物和定制系列 B8。

图表 3：“你+生活馆”八大系列产品介绍

产品系列	定位	展示图
维格尚品	定位时尚年轻的群体，以板材为主，配齐一套两室一厅家居大概 3 万元左右。	
北欧阳光	定位人群是轻熟人群，配齐一套大概 4-5 万元。	
古诺凡希	配齐一套家居在 10 万元左右	
自在空间	一套 8 万元左右	

如是中国家

配齐一套在 15-40 万，适用于大户型



万物

配齐一套 70-100 万，目标客户是会所和大户型房屋



B8 创意空间

板式类定制家居、大众定位



艺树空间

定位高端消费人群



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 高管及经销商队伍稳定性强、行业背景深厚

公司高管具有丰富的行业经验。董事长赵瑞海先生自 1993 年起便就职于曲美，同时兼任中国家具行业协会副理事长、北京家具协会执行会长、深圳市家具行业协会副会长，在家具行业内影响广泛。副总经理赵瑞宾、赵瑞杰、谢文友先生，自公司创始便进入公司就职，拥有 20 余年的管理经验和丰富的行业背景。副总经理、董事会秘书吴妮娜女士，均在公司任职 10 年以上。

图表 4: 公司主要高管履历

姓名	职务	个人简历
赵瑞海	总经理	1965 年 12 月出生, 1993 年起就职于本公司, 1998 年至 2008 年任公司董事长, 总经理; 2008 年至 2011 年 10 月任本公司执行董事, 总经理; 2011 年 10 月至今任本公司董事长, 总经理; 兼任中国家具行业协会副理事长, 北京家具协会执行会长, 深圳市家具行业协会副会长, 北京市青年企业家协会副会长; 中国家具协会实木家具专业委员会主席团主席等。
吴娜妮	副总经理, 董事会秘书	1974 年 8 月出生, 1998 年至今就职于本公司, 1998 年至 2002 年任公司市场部经理, 2002 年至今任曲美馨家总经理; 2011 年 10 月至今任公司董事, 副总经理, 商业管理部经理; 2012 年 5 月至今任本公司董事会秘书。
谢文友	副总经理	1964 年 2 月出生, 1993 年 4 月至今就职于本公司, 1993 年至 2004 年任公司生产部经理, 2004 年至 2012 年 10 月任曲美兴业总经理, 2012 年 10 月至 2014 年 4 月任公司北京第一分公司工厂厂长; 2011 年 10 月至今任公司董事, 副总经理。
赵瑞宾	副总经理	1993 年起就职于本公司; 1998 年至 2008 年任公司董事, 副总经理; 2008 年至 2011 年 10 月任本公司副总经理; 2011 年 10 月至今任公司董事, 副总经理。
赵瑞杰	副总经理	1973 年 2 月出生, 1993 年至 2001 年 5 月任公司董事, 供应部经理, 市场部经理, 2001 年 5 月至 2010 年 5 月任古诺凡希副总经理; 2010 年至 2011 年 10 月任公司采购部经理; 2011 年 10 月至今任公司董事, 副总经理。

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.2 扎实的设计功底让曲美内涵与众不同

公司长期以来奉行产品设计至上, 家具设计团队以董事长、总经理赵瑞海先生为主导, 拥有丰富的家具设计经验, 对家具产品的设计潮流、产品市场定位有着清晰和准确地把握。“艺树空间”、“维格”等出自团队的一系列设计深受消费者欢迎。在设计环节上, 董事长赵瑞海先生亲历亲为, 设计出 T 字茶几、多腿餐桌、双人沙发椅、五屉柜、沙发、休闲椅、电视等多项明星产品, 董事长赵瑞海先生的 265 项杰出设计产品已取得外观设计专利。

除了优秀的内部设计团队外, 公司自 1999 年以来陆续与多位国际知名设计师、设计所合作, 推出了众多高水准设计系列。例如, 公司与丹麦设计师汉斯、丹麦鹤鹑设计所、丹麦邦纳利克设计所、英国鸽子设计所、法国 P&P 设计所等设计机构和设计师签订合作协议, 共同推出丹麦生活 (Danish Living) 系列产品、SOHO 家庭办公系列家具、现代家具系列、经典空间系列均是曲美家具的代表作, 得到市场认可。近年来, 公司亦开始与国内一些优秀的设计师包括吴其华、刘轶楠、吴桐等进行合作。公司与设计师吴桐共同设计推出的“如是·中国家”系列家具, 将中国古典元素与现代设计完美结合, 成为中国新古典家具风格代表作之一。

图表 5: 公司主要合作设计师及代表作品

设计师/设计所	背景说明	代表作品
Hans Sandgren Jakobsen (汉斯)	作品曾获德国工业品设计“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、自然的北欧风
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 (鹈鹕设计事务所)	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 Sosrensen (邦纳利克设计所)	创始人 Henri B Sosrensen (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

资料来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

2.3 完成工厂柔性化改造，成品家具也可做柔性调整

公司最早的成品家具是半柔性化生产，即每个产品可生产三种不同规格大小。公司于 16 年下半年完成工厂端柔性化改造之后，成品家具系列现在也可以实现改型定制。消费者可以在成品样式的基础之上，根据家中实际尺寸及摆放空间可以改变成品标准款式的尺寸，在这过程中需要有设计师来进行建议和知道以保证美学的效果。公司在成品家具实现柔性化生产后，可大大增加消费者的选择范围，提高订单率。

2.4 以设计师为主，结合 OAO 系统打造整套空间设计方案

公司自 15 年 10 月推出 OAO 系统 (online and offline)，实现了用户需求全程解决方案的闭环。在 OAO 平台上，公司整合了 7000 多套样板房，适用于不同户型、不同风格、不同使用习惯的空间设计，基于丰富的产品种类满足消费者对空间的要求和想象。OAO 线上平台上有 DIY 模块，消费者可以通过这个模块简单的将家具拖进 3D 设计的软件中，从软件中能看到简单渲染出来的效果图，从线上入口处可给消费者提供更直观的体验，增加了线上导流的能力。

线下方面，门店设计师可通过 OAO 系统，完成自主化的 3D 效果渲染图，设计师引导消费者提供最优的搭配方案，并直观的在 3D 合计渲染图上体现出来，消费者可在根据个性化的需求进行设计改造，此举更能提升消费者线下消费体验。公司传统门店人员配比为两个导购配一个设计师，而“你+生活馆”设计师比例大于导购，实现以设计师为主导的销售模式，结合 OAO 系统可以有效提高转单率以及客单价水平。

图表 6 曲美 OAO 线上自助设计终端



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 2015 年起公司成长性明显加速

3.1 公司增长处于爬坡阶段

规模增长呈现良性态势：公司自上市之后无论收入规模和盈利水平都处于一个爬坡的阶段，管理水平有较大的改善。2014 年，公司当期收入 10.94 亿元，同比仅增长 7.54%。2015 年开始收入增速开始提升，15、16、17Q1 的收入增速分别为 14.78%、32.52%、37.61%。从逐季角度来看，公司 15Q3 收入同比增长 7.03%，之后便开始逐级提升的态势，15Q4、16Q1、16Q2、16Q3、16Q4、17Q1 的收入增速分别为 16.52%、22.7%、26.49%、29.49%、46.40%、37.61%。综合来看，公司目前处于成长加速的时期。

图表 7: 公司上市后收入及利润增长明显提升 (亿元)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
收入	16.64	12.55	10.94	10.17	9.23	9.08
yoy	32.52%	14.78%	7.54%	10.14%	1.71%	
归母净利润	1.85	1.17	1.00	1.14	0.88	0.79
yoy	58.21%	16.40%	-11.58%	28.78%	11.23%	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 8: 公司逐季度增长加速 (亿元)

	2017Q1	16Q4	16Q3	16Q2	16Q1	15Q4	15Q3
收入	3.43	5.38	4.46	4.31	2.49	3.67	3.44
yoy	37.61%	46.40%	29.49%	26.49%	22.70%	16.52%	7.03%
归母净利润	0.25	0.52	0.61	0.57	0.16	0.33	0.45
yoy	58.71%	54.62%	33.73%	78.87%	148.91%	14.52%	19.20%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3.2 渠道建设节奏加快

从渠道扩张角度, 2016 年新开店数量创新高。公司渠道按模式分为直营和加盟, 其中北京地区全部都是直营店面, 其他地区均是加盟为主。2016 年加盟收入占比超过 80%。渠道按大小、位置分为店中店和独立店, 店中店大多分布在家居卖场, 店面面积较小; 独立店一般是临街设立、独立的家居专卖店, 一般面积在 1000 平方米以上。公司 2015 年新开店数量仅为 39 家, 主要是受到 15 年公司正处于转型期, 定制家居系列和 OAO 系统开始普及, 因此新开店数量是近年最少的一年。2016 年随着转型基本完成, 公司迈入快速扩张的阶段。截止 2016 年, 公司合计拥有直营+加盟渠道门店数 772 家, 其中独立店 152 家, 店中店 620 家。16 年新开店数量 98 家, 远超 15 年新开门店 42 家, 渠道建设节奏加快。

图 9 曲美家居渠道数增长情况

	2012	2013	2014	2015	2016
加盟渠道					
门店数量(家数)	529	552	624	663	758
新增店面数		23	72	39	95
店中店			510	543	612
独立店			114	120	146
直营渠道					
门店数量(家数)	6	6	8	11	14
店中店			2	5	8
独立店			6	6	6

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.3 提升老店精细化运营能力, 加速营销创新

公司在提高开店节奏的同时, 同时对原有店面进行精细化管理, 大力发展的 OAO 系统开始普及, 截止 2016 年, OAO 系统基本已经涵盖 90% 以上的原有渠道, 使得原有渠道的营销以及设计能力大大增强。最为明显的是成品家具, 2016 年规模实现 20.24% 的增长, 远超同期其他成品家具公司。不仅公司传统成品家具营收稳定, 定制家具也在逐渐发力, 2016 年定制业务营收同比增长超过 90%; 此外, 加之店面向生活馆升级

带动家居饰品产品线增加，此三类业务将成为公司未来收入主要驱动力，为公司营收继续高速增长打好基础。

图表 10: 曲美家居收入拆分

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业总收入	907.92	923.46	1,017.07	1,093.76	1255.46	1663.77
Yoy		1.71%	10.14%	7.54%	14.78%	32.52%
其中: B8 定制收入					151.77	290
Yoy						91.08%
占比总收入					12.09%	17.43%
其中: 成品家居收入	821.63	822.55	921.69	972.89	934.08	1123.17
Yoy		0.11%	12.05%	5.56%	-3.99%	20.24%
占比总收入	90.50%	89.07%	90.62%	88.95%	74.40%	67.51%
其中: 家居饰品收入	73.84	85.51	80.90	104.66	150.69	227.67
Yoy		15.80%	-5.39%	29.37%	43.98%	51.09%
占比总收入	8.13%	9.26%	7.95%	9.57%	12.00%	13.68%
其他	12.45	15.40	14.48	16.21	18.92	22.93
Yoy		23.69%	-5.97%	11.95%	16.72%	21.19%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. “你+生活馆”+B8 定制驱动公司 2017-2019 处于高速增长长期

4.1 推出“你+生活馆”模式，迈入成长新阶段

4.1.1 基于丰富的产品系列+OAO，“你+生活馆”顺利推出

基于丰富的产品系列、OAO 奠定的基础，公司 2016 年正式推出“你+生活馆”门店经营模式，普遍面积 2000 平方米左右，基本以街店为主。“你+生活馆”门店相较原先老模式的门店在质量上有着全新的改变。

首先从门店面积上来看，公司之前的自营店和经销商门店面积参差不齐，小的 300 平方米、500 平方米，大的门店有 3000 平米，各个门店的经营质量千差万别。300 平方米的门店一般经营公司 1-2 个系列产品，500 平米的门店经营 2-3 个系列。公司的 OAO 系统配备设计师提供一站式的服务因为小门店产品系列的缺乏无法达到应有的整套空间设计效果。而“你+生活馆”在全产品系列的基础之上又增加了家具类饰品的种类，丰富了产品的可选择性，门店设计师在此基础上真正可以做到全屋的空间方案设计。

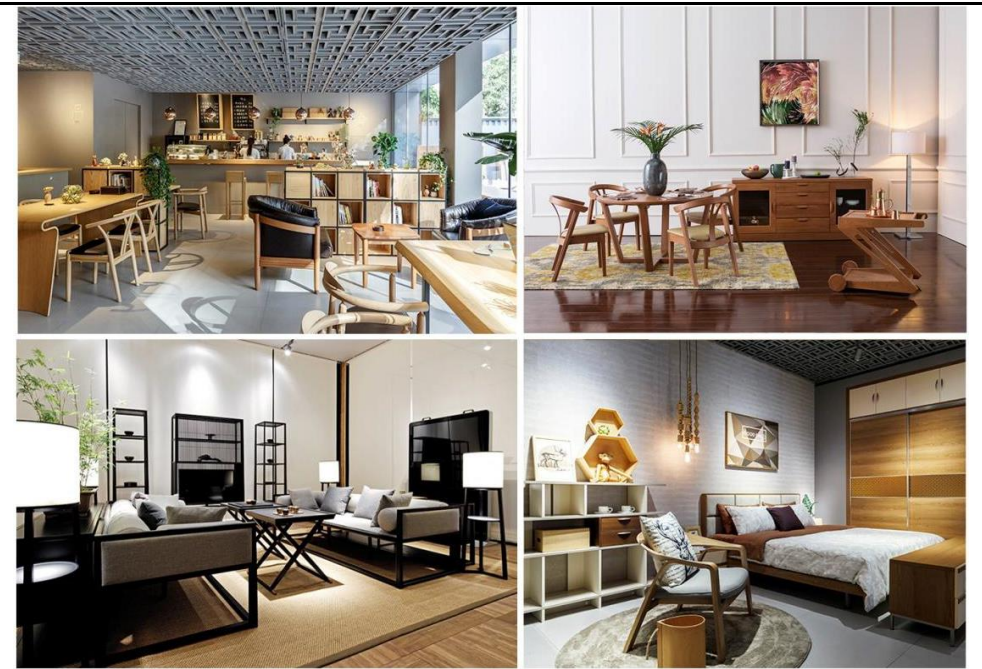
另外，与传统店铺不同，“你+生活馆”内产品摆放将打破按风格和系列陈列的模式，转为以用户为中心，进店后每个客户配备专门的空间、家具和软装搭配设计师进行一对一设计服务，为每个客户提供定制+成品+饰品的整体家居解决方案，店铺内涵盖咖啡、阅读、VR 体验等多位空间，颠覆对家具店的刻板印象，传递曲美倡导的生活方式。

图表 11: 公司你+生活馆模式 VS 原有模式

	门店面积	门店选址	产品种类	服务体系
原有模式	300、500、700、900、 1000、3000 平米	店中店、独立店、街 边店	根据面积大小涵 盖产品系列不同	导购主导，设计 师为辅
你+生活馆	2000 平方米左右	街边店、独立店为主	八大系列产品+ 家居饰品+休闲 服务区	设计师为主，配 合 OAO 系统可提 供整套空间设计 方案

资料来源：公司公告、东吴证券研究所根据调研整理

图表 12: “你+生活馆”店面展示



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1.2. 关于“你+生活馆”模式的探讨

你+生活馆是公司把现有的产品系列、管理方式以及渠道特色集合为一体的新商业模式，其特点就是全品类+定制，满足消费者一站式消费体验以及对产品个性化定制的需求。在整个家具行业中，曲美的你+生活馆模式独树一帜。因此，我们就该模式的行业壁垒，公司优势，模式前景进行探讨。

壁垒：需有丰富的产品系列，柔性化定制生产能力：你+模式的特点是全品类+定制，需要有丰富的产品作为支撑，曲美是做全品类成品家具出生，产品系列可以涵盖客厅、卧室、书房等。因此，在产品品类的丰富程度上曲美有保障。其次，公司原有成品家具属于半柔性化生产，每种成品家具可以生产三种不同规格型号，公司 15-16 年陆续将生产线进行全柔性化的改造，使得成品家具也可以在原有设计基础之上，进行尺寸和颜色上的个性化改造，可以让消费者根据自身的实际需求进行微改。相对行业内其他家具企业来说，同时满足全品类+定制化生产的几乎没有，要想复制此模式，也需要有柔性化生产基础以及丰富产品品类作为支撑，因此该模式的壁垒也相对较高。

模式前景：随着消费者生活水平的不断提高，不仅仅是对产品本身具有个性化的需求，对整体空间的搭配也有了个性化的要求。消费者对于房屋家具整体的摆放、颜色、风格搭配千差万别。所以，曲美基于现有的产品系列，可给予消费者更多的选择空间，并且基于大店模式下提供一站式的消费服务体验，可以做到为不同品位的消费者提供不同的生活方式风格。我们认为该模式符合行业长期发展趋势，即一站式、个性化的方向。

公司优势：1、具有大店管理经验：市场上大部分的家具公司主流商业模式是开小店，做极致单品，在强势单品具有一定规模后开始扩展产品品类，因此门店是小店居多。曲美由于其全品类的先发优势，在渠道中大面积门店占有一定的比例，所以对于大店的管理上具有一定的管理经验。**2、设计感突出，产品价格段广，覆盖群体多：**公司产品种类丰富，在价格区间上也是涵盖大部分消费群体，从大众定位的 B8 定制以及欧式板式类家具，到中高端板木类家具，高端实木类家具都有涵盖。辅以曲美设计至上的理念，与国内外知名设计事务所合作，不断更新产品系列，可以迎合消费者不断变化的消费理念。**3、OAO 设计系统奠定基础：**OAO 系统即线上线下一体化闭环服务体系，线上通过导流至门店，线下通过 OAO 设计系统，设计师可以设计出整套空间 3D 效果图，提升消费者消费体验，使得公司全系列产品可以实现有效的组合。**综合来看，曲美的你+生活馆模式是公司优势的集合体，符合当下消费者对精致生活的需求，其他企业要将此模式规模化具有一定的难度，因此，我们看好公司基于你+生活馆模式下，进入快速发展的轨道。**

4.1.3. “你+生活馆” 2017 年将迅速铺开

公司 2017 年将大力推动“你+生活馆”模式。公司于 2016 年 8 月开设了第一家“你+生活馆”（北京三元桥店），标志着公司正式迈入新曲美的渠道建设。你+生活馆从开店初期到运营成熟期的期间为一年，一年后生活馆门店可达到最大效应。我们预计公司“你+生活馆”17 年全年新开 70 家左右；2018 年后在继续新开“你+生活馆”的同时，将把现有的 1000 平方米以上的大店逐步升级为“你+生活馆”。受益于此，公司定制、成品和软装等各项产品得以整合，**预计 17-19 年公司成品家具、家居饰品收入将以 20%+、50%左右复合增速快速增长。**

图表 13: 成品家具和家居饰品业务收入预测 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	1255.46	1663.77	2256.64	2990.20	3885.25
<i>yoy</i>	14.8%	32.5%	35.6%	32.5%	29.9%
其中: 成品家居收入	934.08	1123.17	1377.27	1693.51	2050.00
<i>yoy</i>	-3.99%	20.24%	22.62%	22.96%	21.05%
占比总收入	74.40%	67.51%	61.03%	56.64%	52.76%
门店总数		622	681	751	819
其中: 你+生活馆		6	75	175	275
其他 1000+平大店		154	154	124	94
店中店 (刨除 B8 独立店)		462	452	452	450
单店收入 (百万元)		1.81	2.02	2.26	2.50
<i>yoy</i>			12.00%	11.50%	11.00%
其中: 家居饰品收入	150.69	227.67	361.15	554.22	830.63
<i>yoy</i>	43.98%	51.09%	58.63%	53.46%	49.87%
占比总收入	12.00%	13.68%	16.00%	18.53%	21.38%
门店总数	647	772	942	1112	1282
单店收入 (百万元)	0.23	0.29	0.38	0.50	0.65
<i>yoy</i>		26.62%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	18.92	22.93	25.22	27.75	30.52
<i>yoy</i>	16.72%	21.19%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2 B8 定制顺行业趋势而为, 收入持续快速增长可期

顺应行业潮流, B8 布局定制品类。在整个定制家居行业快速发展的趋势下, 曲美积极开展品类拓展, 开发 B8 定制。B8 家居成立于 2012 年 1 月, 是公司推出的以 3D 定制为概念主题的智能化家居电子商务平台, 其解决的是消费者在装修期的“空间设计”痛点。从 12 年初探定制, 15 年该模块已经顺利 1.5 亿元收入, 16 年收入 2.9 亿 (yoy+91.8%)。

图表 14: B8 定制官网流程



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 15: B8 定制北京橡树湾样板间



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 16: B8 定制收入、利润情况 (亿元)

	2014	2015	2016
B8 营业收入	-	1.52	2.9
yoy	-	-	91.08%
公司整体人造板类家具收入	4.43	5.5	7.98
yoy	8.6%	24.2%	45.1%

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

B8 加速开店，未来收入爆发式增长可期。截止 16 年底，共计 300 多家门店可以提供 B8 定制服务，其中 B8 单独专卖门店有 150 家，剩下的为其他大店提供的 B8 定制服务。17 年我们预计公司新开 100 家 B8 独立专卖店，同时“你+生活馆”预计新增 70-80 余家同样会快速增厚收入，我们预计公司 17 年 B8 收入会至少实现 70% 增长，占比将提升至 22% 左右，B8 收入将成为驱动公司收入快速增长的引擎之一。

图表 17: B8 业务收入预测 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	1255.46	1663.77	2256.64	2990.20	3885.25
<i>yoy</i>	14.8%	32.5%	35.6%	32.5%	29.9%
其中: 定制收入	151.77	290	493	715	974
<i>yoy</i>		91.08%	70.00%	44.97%	36.29%
占比总收入	12.09%	17.43%	21.85%	23.90%	25.07%
提供定制门店总数		310	479	649	819
其中: B8 独立店		150	250	350	450
你+生活馆		6	75	175	275
其他 1000+ 大店		154	154	124	94
单店收入 (百万元)		0.94	1.03	1.10	1.19
<i>yoy</i>			10.02%	7.00%	8.00%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

5. 财务分析

公司 2016 年收入 16.63 亿元，在可比家具公司中处于中下，2012 年至 2015 年曲美家居收入规模稳步增长，2016 年在销售渠道扩张和 B8 定制业务发展的推动下，公司营业收入大幅增长 32.52%，增速略高于多数同行业上市公司。

图表 18: 行业收入与同比增速一览 (单位: 百万元)

公司名称	指标	2011	2012	2013	2014	2015	2016
曲美家居	收入	907.92	923.46	1017.07	1093.76	1255.46	1663.77
	YoY	-	1.71%	10.14%	7.54%	14.78%	32.52%
索菲亚	收入	1003.60	1221.70	1783.48	2361.08	3195.74	4529.96
	YoY	-	21.73%	45.98%	32.39%	35.35%	41.75%
顾家家居	收入	2062.64	2118.02	2681.75	3239.71	3684.85	4794.54
	YoY	-	2.68%	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%
美克家居	收入	2560.67	2631.06	2675.16	2713.77	2858.82	3466.51
	YoY	-	2.75%	1.68%	1.44%	5.34%	21.26%
欧派家居	收入	2219.92	2878.74	3995.22	4751.08	5607.09	7134.13
	YoY	-	29.68%	38.78%	18.92%	18.02%	27.23%
好莱客	收入	384.88	455.24	649.67	901.03	1081.98	1433.03
	YoY	-	18.28%	42.71%	38.69%	20.08%	32.44%
尚品宅配	收入	-	741.93	1175.15	1912.24	3087.73	4026.00
	YoY	-	-	58.39%	62.72%	61.47%	30.39%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

细分产品毛利率上扬, 彰显曲美竞争优势: 毛利率方面, 曲美近年的毛利率基本呈现稳定上涨趋势。2016 年毛利率突破 40% 达到历史新高, 相较于 2011 年的 38.10% 上涨了 2% 左右。毛利率上涨得益于多个产品线的细分毛利率上扬, 例如 2016 年人造板类家具毛利提升高达 6%, 综合类家具和实木类家具毛利提升也分别在 2% 和 1% 左右。行业中同类家居企业的毛利率大多在 20%-40% 之间。整体来看, 曲美对生成本把控较好, 加之产品定位中高端, 毛利率在行业中处于优势地位。

图表 19: 行业毛利率一览

公司名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016
索菲亚	33.62%	34.90%	37.05%	37.36%	37.80%	36.56%
顾家家居	37.33%	39.60%	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%
美克家居	48.31%	46.99%	52.43%	58.70%	61.28%	57.54%
欧派家居	26.86%	28.84%	29.86%	28.23%	31.65%	36.55%
好莱客	33.41%	36.27%	37.60%	37.34%	38.17%	39.98%
尚品宅配	-	50.96%	47.01%	44.82%	44.96%	46.19%
曲美家居	38.10%	38.30%	39.42%	36.48%	37.59%	40.54%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

加大渠道开拓力度，费用控制能力出色，净利率较稳定：上市以来，公司不断加大对市场渠道的开拓和创新营销力度，营收增长的同时，广告宣传费、外包劳务费及大宗销售业务服务费的增加导致销售费用率有所上扬，2016 年达到 17.35%。管理费用方面，自 2011 年起，公司管理费用率一直在 15% 以上，但整体呈现下降趋势。2016 年公司加大研发力度，研发费用大幅上涨，但因职工薪酬、能源费、折旧与摊销等科目费用减少有所缓冲，2016 年公司管理费用率压缩至 8.98%，创历史新低，彰显公司管理效率优势。2016 年公司因无借款利息支出导致有财务收入。整体来看，公司营收增长的同时，三费率呈现稳步下降趋势，2016 年达到 26.26%，反映了公司良好的费用控制能力。公司净利率近年维持在 9%-11% 左右，由于公司费用控制较好，净利率波动趋势与毛利率基本一致。

图表 20: 行业三费率对比

公司名称		2011	2012	2013	2014	2015	2016
索菲亚	销售费用率	9.49%	10.33%	9.03%	9.58%	9.64%	8.56%
	管理费用率	9.19%	9.18%	11.92%	10.75%	8.60%	8.92%
	财务费用率	-2.08%	-2.64%	-1.49%	-0.64%	-0.39%	-0.10%
顾家家居	销售费用率	13.43%	21.00%	18.66%	20.05%	20.89%	22.06%
	管理费用率	2.86%	2.80%	3.07%	3.12%	3.41%	3.59%
	财务费用率	0.11%	0.18%	0.44%	0.43%	0.42%	0.07%
美克家居	销售费用率	27.50%	33.24%	32.91%	35.79%	35.73%	33.92%
	管理费用率	10.34%	10.50%	9.02%	10.14%	10.00%	9.11%
	财务费用率	1.68%	1.26%	1.20%	0.77%	1.42%	1.97%
欧派家居	销售费用率	13.39%	11.18%	10.05%	9.73%	11.87%	11.44%
	管理费用率	7.56%	7.78%	10.65%	8.45%	9.45%	9.15%
	财务费用率	0.57%	1.06%	0.63%	0.29%	0.00%	-0.13%
好莱客	销售费用率	14.29%	14.57%	13.71%	13.92%	14.25%	13.35%
	管理费用率	3.89%	5.09%	4.75%	4.88%	5.72%	5.75%
	财务费用率	0.22%	-0.03%	-0.03%	-0.18%	-0.20%	-0.15%
尚品宅配	销售费用率	-	25.26%	23.19%	25.59%	29.96%	27.93%
	管理费用率	-	12.14%	11.11%	10.48%	9.05%	9.24%
	财务费用率	-	0.09%	0.09%	0.07%	0.08%	0.07%
曲美家居	销售费用率	16.16%	15.23%	15.01%	14.34%	15.61%	17.35%
	管理费用率	8.64%	8.41%	8.52%	8.44%	9.531%	8.98%
	财务费用率	0.51%	0.69%	1.18%	0.95%	0.26%	-0.07%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

与行业中其他家居企业相比，曲美家居 17% 左右的销售费用率较高，2011-2015 年管理费用率也相对较高，而 2016 年则控制较好，降到了 8% 左右。财务费用率与行业平均基本一致。整体来看，曲美三费率与行业平均相差不大，考虑到公司未来短期内将继续着重渠道开拓和营销，预计公司三费率将继续维持在行业平均左右。公司 11% 左右的净利率相对于其他企业，尤其是索菲亚等龙头，则还有待改善。但随着公司毛利率较高的定制产品线发力，净利率还有提升潜力。

图表 21: 行业净利率对比

公司名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016
索菲亚	13.87%	14.41%	14.20%	14.00%	14.14%	14.07%
顾家家居	18.21%	14.02%	14.94%	12.97%	13.31%	11.94%
美克家居	7.67%	0.79%	6.43%	8.61%	10.52%	9.54%
欧派家居	3.97%	7.26%	6.17%	8.11%	8.61%	13.22%
好莱客	12.03%	13.24%	15.48%	15.69%	15.01%	17.60%
尚品宅配	-	10.25%	9.94%	6.81%	4.52%	6.35%
曲美家居	8.56%	9.81%	11.12%	9.19%	9.31%	11.12%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

经营性现金流近年保持稳定增长: 公司经营性现金流基本呈现上升趋势。2012 年度和 2013 年度, 经营活动现金流量随着公司利润水平的逐年上升而上升。2014 年度, 公司经营性现金流较 2013 年度减少 6,090.17 万元, 产生 33% 的负增长, 主要是由于 2013 财年木材等家具主要原材料价格上涨, 加上期末存货余额增加, 导致购买商品支付的现金显著增加。2014-2016 年, 公司现金流恢复增速, 2016 年增速达到 59.7%, 经营性现金流达到 2.9 亿元, 保持着快速上涨的趋势。

图表 22: 行业经营性现金流对比 (单位: 亿元)

公司名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016
索菲亚	138.71	204.22	352.55	352.26	829.70	1192.59
顾家家居	374.46	329.92	454.53	228.50	762.09	974.60
美克家居	399.96	205.26	315.67	-36.82	277.12	587.67
欧派家居	243.02	384.50	736.11	906.25	624.92	1496.77
好莱客	78.66	55.55	167.19	163.00	214.46	365.03
尚品宅配		104.98	222.04	416.45	455.19	717.87
曲美家居	85.17	119.77	184.70	123.80	184.16	294.02

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

综合来看，公司正处于爬坡阶段，16 年业绩已经证明其模式得到良性的进展。17 年是公司“你+生活馆”和 B8 定制快速推广的一年，相较于 16 年而言发展更为狼性，基于公司具备产品、人才、柔性生产基础，新曲美模式值得期待。

我们预计公司 17、18 年收入为 22.57、29.90 亿元，同比增长 35.63%、32.51%；归母净利润 2.60、3.5 亿元，增速 40.51%、34.73%；EPS 为 0.54、0.72 元，当前 77 亿市值对应 17、18 年 29、21 倍 PE。随着市场风格切换，二线家居龙头可以适当给予更高估值，我们认为曲美家居合理估值应该在 35X 左右，对应目标价 19.24 元，给予“买入”评级。

7. 附注

7.1 公司运营历史

曲美家具集团股份有限公司成立于 2011 年 12 月 2 日，是由北京曲美家具集团有限公司整体变更设立的股份有限公司。经过多年经营发展，公司上市前营收从 2012 年 9.08 亿增长到 2015 年 16.64 亿，于 2015 年 4 月 22 日于上交所挂牌上市。

公司历史沿革可分为三个阶段：第一，公司前身建华家俱厂设立、更名为曲美家具公司并改制为有限公司；第二，曲美有限公司扩张，多次增资、股权转让；第三，曲美有限整体变更为股份公司，继续增资并上市。

第一阶段，建华家俱厂设立、更名、改制为曲美有限：1993 年 4 月，公司前身建华家俱厂成立，赵瑞宾、高升周曼等 3 名自然人每人分别出资 2 万元组建的集体所有制企业，注册资金为 6 万元。后建华家俱厂更名为建华工贸公司并增资至 100 万元，1995 年 3 月更名为“北京曲美家具公司”。1998 年 3 月，北京曲美家具公司改制为“北京曲美家具有限公司”。

第二阶段，曲美有限集团化并扩张增资阶段：2000 年 12 月，曲美有限股权转让并增资至 2,300 万元；2008 年 11 月，曲美有限更名为“北京曲美家具集团有限公司”并增资至 14,000 万元，由股东赵瑞海、股东赵瑞宾各自以货币资金出资 1,329.31 万元和持有的曲美新业和曲美馨家股权出资 2,233.14 万元，分别增资 3,500 万元；2011 年 6 月 25 日，赵瑞海、赵瑞宾与赵瑞杰签订股权转让协议，分别以 1,141 万元的转让价格将其持有的曲美有限 5% 的股权（对应 700 万元出资）转让给赵瑞杰。2011 年 8 月，曲美有限增资至 14,298 万元，吸收谢文友、吴娜妮、谢文斌、杨前生、代大升、康华宁等 6 名自然人以货币资金认缴。

第三阶段，曲美有限整体变更为股份公司，继续增资并上市：2011 年 12 月，曲美有限整体变更为股份公司，2011 年 8 月 31 日经审计的净

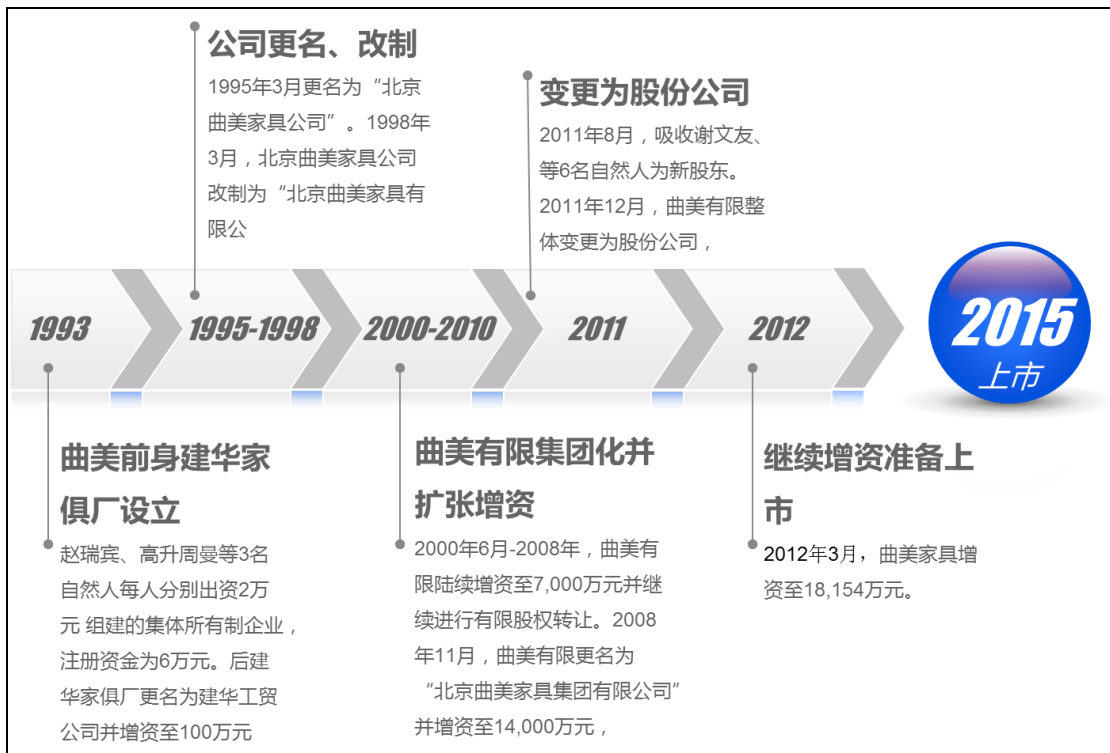
资产 30,411.25 万元为基数，折合成股本 18,000 万元。赵瑞海、赵瑞宾、赵瑞杰分别持有 44.1%，43.4%，9.71% 的股权。2012 年 3 月，曲美家具增资至 18,154 万元。2015 年 4 月 22 日，曲美家具正式于上交所挂牌上市，步入新的发展阶段。

图表 23: 公司上市前主要股东

股东名称	持股数 (万股)	持股比例 (%)
赵瑞海	8,010.00	44.50
赵瑞宾	7,853.40	43.63
赵瑞杰	1,762.20	9.79
其他自然人	374.4	2.08
合计	18,000	100

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图表 24: 曲美家居历史发展阶段

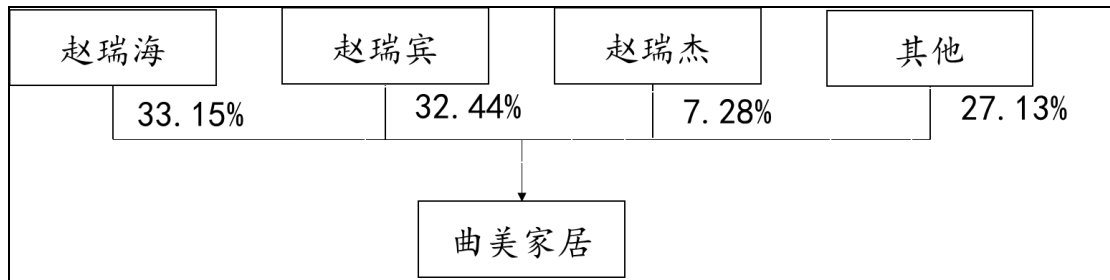


资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

7.2 股权结构集中

曲美家居股权结构较为集中。截至 2016 年 12 月 31 日，曲美家居第一大股东为赵瑞海，持有股份 16,048 万股，占公司总股本的 33.15%。第二大股东为赵瑞宾，持有股份 15,707 万股，占公司总股本的 32.44%。赵瑞海、赵瑞宾为公司实际控制人。曲美家居第三大股东为赵瑞杰，持有股份 3,524 万股，占公司总股本的 7.28%。

图表 25: 曲美家居股权结构图



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

7.3 产能、渠道布局日益完善

公司产能集中在北京地区, 在北京市怀柔区、朝阳区、顺义区均设有厂房。2012 年 10 月, 公司顺义东区的生产基地 1 号、2 号、3 号厂房投入使用, 家具总产能提升至 183 万件。2015 年, IPO 募集资金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。东区生产基地项目 6 号、7 号厂房目前尚且处于在建状态, 预计 2017 年 5 月完工, 陆续新增 6-8 亿产能。东区生产基地项目投产后第一年、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。总体来看, 公司在产能方面的布局趋于完善。

渠道方面, 公司在北京地区全部实行自营店的经营模式, 其他地区则全部都是加盟店。在北京地区做直营店一是因为公司北京总部管理方便, 二是为了给其他区域经销商梳理标杆。截止 2016 年, 公司拥有独立店面 152 家, 店中店 620 家, 总计 772 家, 大部分门店在一二线城市布局。16 年 8 月公司推出新的店面模式, 即“你+生活馆”, 经过近半年的磨合打造, 未来新开门店将以生活馆为主, 打造全品类+定制的商业形态。

8. 风险提示

地产调控超预期; 渠道扩展数量不及预期。

曲美家居三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	973.20	1,173.24	1,408.32	1,569.43	营业收入	1,663.77	2,256.64	2,990.20	3,885.25
现金	475.43	568.08	750.63	794.39	营业成本	989.31	1,315.62	1,749.27	2,270.15
应收款项	40.03	67.07	71.97	104.25	营业税金及附加	17.53	22.57	29.90	38.85
存货	170.73	231.27	283.79	346.81	营业费用	288.65	403.94	523.28	668.26
其他	287.01	306.82	301.93	323.98	管理费用	149.34	192.96	247.54	309.94
非流动资产	798.73	876.25	1,046.67	1,335.68	财务费用	-1.15	20.12	24.01	25.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	12.57	9.40	10.77	10.91
固定资产	398.78	460.16	581.61	795.25	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	194.54	196.36	198.18	200.00	营业利润	229.99	309.43	419.87	566.21
其他	156.20	145.12	144.57	144.28	营业外净收支	2.68	7.58	7.23	5.84
资产总计	1,771.93	2,049.49	2,454.99	2,905.11		232.67	317.01	427.10	572.05
流动负债	353.17	381.93	533.60	602.75	利润总额				
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	47.67	57.06	76.88	102.97
应付账款	153.61	183.73	276.61	336.95	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	199.56	198.21	256.99	265.80	归属母公司净利润	185.01	259.95	350.22	469.08
非流动负债	36.24	76.24	49.58	54.02	EBIT	236.47	344.12	470.11	636.89
长期借款	-	40.00	13.33	17.78	EBITDA	278.35	605.35	597.01	855.98
其他	36.24	36.24	36.24	36.24					
负债总计	389.41	458.17	583.17	656.77	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.38	0.54	0.72	0.97
归属母公司股东权益	1,382.52	1,591.32	1,871.82	2,248.34	每股净资产(元)	2.86	3.29	3.87	4.64
负债和股东权益总计	1,771.93	2,049.49	2,454.99	2,905.11	发行在外股份(百万股)	484.12	484.12	484.12	484.12
						13.60%	17.30%	20.45%	23.05%
					ROIC(%)				
					ROE(%)	14.21%	17.48%	20.23%	22.77%
					毛利率(%)	40.54%	41.70%	41.50%	41.57%
					EBIT Margin(%)	14.21%	15.25%	15.72%	16.39%
					销售净利率(%)	11.12%	11.52%	11.71%	12.07%
					资产负债率(%)	21.98%	22.36%	23.75%	22.61%
					收入增长率(%)	32.52%	35.63%	32.51%	29.93%
					净利润增长率(%)	58.21%	40.51%	34.73%	33.94%
					P/E	40.51	28.83	21.40	15.98
					P/B	5.76	5.04	4.33	3.64
					EV/EBITDA	25.22	11.44	11.30	7.83

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

