

曲美家居 (603818.SH)

家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

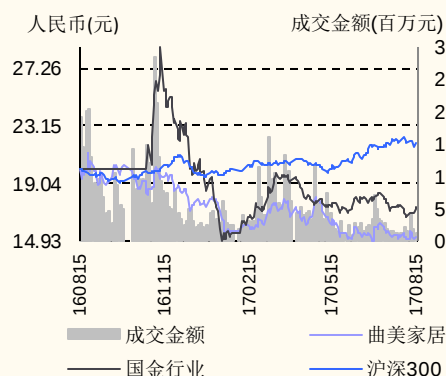
市场价格 (人民币): 15.53 元

战略布局加速落地，期待系列产品全线放量

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	131.61
总市值(百万元)	7,518.35
年内股价最高最低(元)	21.19/15.00
沪深 300 指数	3706.06
上证指数	3521.26



相关报告

- 1.《曲美家居 2016 年年报点评-产品、渠道全面升级，新曲美战略加...》，2017.3.28
- 2.《曲美家居深度研究-“新曲美”战略全面升级，定制新星冉冉升起_》，2016.12.19

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.24	0.38	0.55	0.72	0.96
每股净资产(元)	2.52	2.86	3.39	3.97	4.90
每股经营性现金流(元)	0.38	0.61	1.03	0.82	1.07
市盈率(倍)	85	46	28	21	16
行业优化市盈率(倍)	93	82	190	190	190
净利润增长率(%)	16.40%	58.21%	43.51%	31.82%	32.64%
净资产收益率(%)	9.58%	13.38%	16.18%	18.22%	19.56%
总股本(百万股)	484.12	484.12	484.12	484.12	484.12

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年上半年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 8.82 亿元、1.32 亿元和 1.06 亿元，同比分别增长 29.73%、34.29%和 45.57%。实现全面摊薄 EPS0.22 元/股，高于市场一致预期，符合我们的预期。经营活动净现金流为 0.88 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 37.61%/25.17%，归母净利润同比增速分别为 58.71%/41.94%。

经营分析

- 订单销量持续增长，费用管控成效显著。2017 年上半年，公司收入继续保持高速增长 (+29.73%)，多品类覆盖及新曲美战略有效驱动下，公司订单量持续增长。受生产人力成本及原材料成本上升影响，公司毛利率降至 38.30% (-1.13pct.)。公司期间费用率降低 1.86pct.，其中销售费用率降低 2.19pct.，管理费用率与财务费用率分别增加 0.29pct./0.05pct.。公司归母净利润率为 11.98% (+1.30pct.)，盈利能力有所提升。
- 加强巩固品类及设计优势，产品系列无缝覆盖多样化消费需求。公司通过同步推进成品与定制家具两大板块业务来满足消费者差异、多样化的消费需求。公司主打的“八大生活馆”系列产品为客户覆盖了不同风格及不同生活方式需求，公司采用不设限的设计理念，在办公家具、儿童家具及艺术家具等领域均有广泛涉足。除了已有“8 大生活馆”系列产品，上半年公司还完成了“居+生活馆”宜居系列产品的开发项目，打造定位于四、五线城市的产品和模式，“居+生活馆”包含了全品类成品系列、定制系列、儿童系列、软装饰品等四大全新系列。同时，公司已完成实木新系列、定制新系列的研发工作，并将于 2017 年下半年逐步推向市场。
- 渠道优化渗透稳步推进，多细分盈利点共同发力。公司继续加强大店开设及店面精细化管理运作，上半年公司新增经销商专卖店 38 家，超 1000 平米大店增至 188 家，整体线下体验服务能力持续升级。公司从去年开始深入推进全品类大定制战略规划，重新规划 B8 定制生产线，提升 B8 生产效率，上半年公司新增 B8 单独专卖门店有 31 家，可提供 B8 定制服务的专卖店增至 330 多家。此外，全品类大定制“你十”生活馆也正加速拓展，目前全国范围内已开设 28 家。除了线上线下同步经营销售，公司还深挖多细分渠道盈利，公司与恒大家居产业园的合作不仅有利于深入推进公司地产大宗业务的

发展，公司也有望通过与恒大合作，分享全装修住宅这一巨大市场，从而为公司带来持续多点的业绩驱动。

- **“新曲美”战略全面升级，量价齐升保障业绩高弹性。**2016 年，公司全面推进新曲美发展战略，并从产品、模式、价值链三个维度进行战略工作部署，以进一步提升家居空间解决方案的综合能力。目前公司已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，同时 OAO 模式已全面导入终端店，覆盖率达 90%以上，并实现 IPAD 端、一体机和 PC 端数据共享、多屏联动。我们认为，随着公司新曲美战略持续深化，一方面，更多层次的产品线覆盖及 OAO 模式的线上引流将使得公司产品订单量有效提升；另一方面，OAO 模式下消费体验全面优化，设计环节也将实现有效增值，同时全品类大定制也将促进联动销售，客单价提振效用非常明显。未来在量价齐升驱动下，公司业绩持续高增长将得到有力保障。

风险因素

- 原材料成本上涨风险；房地产市场下行风险；OAO 模式不达预期。

盈利预测与投资建议

- OAO 模式、全品类定制是公司未来发展的最大亮点，考虑到公司 IPO 项目产能正陆续释放，定制类业务有望快速发展，同时新曲美战略将带动公司业务量价齐升，我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 0.55/0.72/0.96 元/股（三年 CAGR35.9%），对应 PE 分为 28/21/16 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,094	1,255	1,664	2,169	2,798	3,599
增长率		14.8%	32.5%	30.4%	29.0%	28.6%
主营业务成本	-695	-784	-989	-1,321	-1,726	-2,239
%销售收入	63.5%	62.4%	59.5%	60.9%	61.7%	62.2%
毛利	399	472	674	849	1,072	1,360
%销售收入	36.5%	37.6%	40.5%	39.1%	38.3%	37.8%
营业税金及附加	-8	-10	-18	-17	-22	-28
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-157	-196	-289	-308	-377	-461
%销售收入	14.3%	15.6%	17.3%	14.2%	13.5%	12.8%
管理费用	-92	-120	-149	-195	-239	-292
%销售收入	8.4%	9.5%	9.0%	9.0%	8.6%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	141	146	219	328	433	578
%销售收入	12.9%	11.6%	13.2%	15.1%	15.5%	16.1%
财务费用	-10	-3	1	14	22	29
%销售收入	0.9%	0.3%	-0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-3	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	10	13	7	7	7
%税前利润	3.9%	6.6%	5.4%	2.1%	1.6%	1.2%
营业利润	134	151	230	350	463	615
营业利润率	12.2%	12.0%	13.8%	16.1%	16.5%	17.1%
营业外收支	3	6	3	4	4	4
税前利润	136	157	233	354	467	619
利润率	12.5%	12.5%	14.0%	16.3%	16.7%	17.2%
所得税	-36	-40	-48	-89	-117	-155
所得税率	26.4%	25.4%	20.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	100	117	185	266	350	464
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	100	117	185	266	350	464
净利率	9.2%	9.3%	11.1%	12.2%	12.5%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	117	185	266	350	464
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	48	52	40	45	49
非经营收益	7	-7	-12	-1	-11	-11
营运资金变动	-26	26	69	194	14	17
经营活动现金净流	124	184	294	498	397	519
资本开支	-64	-58	-122	-17	-71	-75
投资	8	0	-90	-1	0	0
其他	143	-513	274	7	7	7
投资活动现金净流	86	-571	62	-10	-63	-68
股权募资	0	513	0	0	-61	0
债权募资	-60	-120	0	-37	0	1
其他	-65	-45	-24	0	-7	-9
筹资活动现金净流	-125	349	-24	-37	-68	-8
现金净流量	85	-38	332	451	266	444

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	180	142	475	927	1,192	1,636
应收款项	34	32	40	64	82	106
存货	117	141	171	226	296	383
其他流动资产	24	550	287	41	52	67
流动资产	356	865	973	1,257	1,623	2,193
%总资产	37.0%	58.3%	54.9%	62.0%	67.0%	72.6%
长期投资	0	0	90	91	90	90
固定资产	378	393	448	477	505	531
%总资产	39.4%	26.5%	25.3%	23.6%	20.8%	17.6%
无形资产	217	213	214	199	203	207
非流动资产	605	618	799	769	800	830
%总资产	63.0%	41.7%	45.1%	38.0%	33.0%	27.4%
资产总计	961	1,484	1,772	2,027	2,422	3,022
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	101	151	288	246	320	413
其他流动负债	74	76	65	140	182	235
流动负债	175	228	353	386	501	648
长期贷款	120	0	0	0	0	1
其他长期负债	35	35	37	0	0	0
负债	330	263	390	386	501	649
普通股股东权益	631	1,221	1,382	1,641	1,921	2,373
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	961	1,484	1,772	2,027	2,422	3,022

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.55	0.24	0.38	0.55	0.72	0.96
每股净资产	3.48	2.52	2.86	3.39	3.97	4.90
每股经营现金净流	0.68	0.38	0.61	1.03	0.82	1.07
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.01	0.02	0.02
回报率						
净资产收益率	15.92%	9.58%	13.38%	16.18%	18.22%	19.56%
总资产收益率	10.45%	7.88%	10.44%	13.10%	14.45%	15.36%
投入资本收益率	13.86%	8.93%	12.59%	15.00%	16.92%	18.27%
增长率						
主营业务收入增长率	7.54%	14.78%	32.52%	30.39%	28.99%	28.61%
EBIT 增长率	-6.69%	3.38%	49.77%	49.93%	32.05%	33.45%
净利润增长率	-11.58%	16.40%	58.21%	43.51%	31.82%	32.64%
总资产增长率	-2.78%	54.41%	19.42%	14.37%	19.53%	24.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8	7	6	8	8	8
存货周转天数	59	60	58	62	62	62
应付账款周转天数	38	38	45	39	39	39
固定资产周转天数	126	113	87	70	56	45
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.53%	-11.61%	-34.40%	-56.47%	-62.07%	-68.89%
EBIT 利息保障倍数	13.6	44.1	-189.6	-22.8	-20.0	-20.0
资产负债率	34.31%	17.71%	21.99%	19.03%	20.70%	21.47%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	2
增持	0	1	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.67	1.67	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-19	买入	17.67	19.10~19.10
2	2017-03-28	买入	17.69	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD