

## 曲美家居(603818)

# B8 定制持续高增长，生活馆模式推进顺利 买入(维持)

2017 年 08 月 15 日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002  
010-66573557

[mal@dwzq.com.cn](mailto:mal@dwzq.com.cn)

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001  
[tangj@dwzq.com.cn](mailto:tangj@dwzq.com.cn)

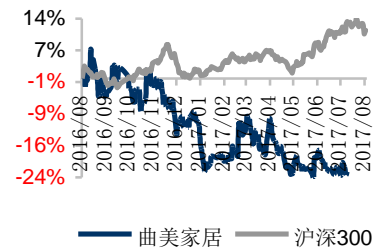
证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002  
[shifk@dwzq.com.cn](mailto:shifk@dwzq.com.cn)

### 投资要点

- 公司发布 2017 年中报:** 2017 年上半年, 公司实现营业收入 8.82 亿元, 同比增长 29.73%; 归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 45.57%; 扣非净利润 1.03 亿元, 同比增长 49.80%。其中, 单二季度实现营业收入 5.39 亿元, 同比增长 25.17%; 归母净利润 8079 万元, 同比增长 41.94%。基本符合市场预期。
- 收入稳定增长, 定制品类持续放量:** 报告期内, 公司积极推进“新曲美”战略, 收入端同增 29.73%至 8.82 亿元, 收入增长较为稳健。其中 Q1、Q2 单季收入分别为 3.43 亿、5.39 亿, 收入增速分别为 37.61%、25.17%。分产品来看, 上半年公司 B8 独立定制系列实现收入 1.97 亿 (+80%左右)、家具饰品实现收入 1.32 亿 (+33%)、成品家具收入约为 5.53 亿 (+17%左右), B8 定制贡献了较高的收入增速。在坚定转型定制大家居的思路下, 我们预期 B8 定制全年将持续放量 (收入同比翻倍至 5 亿+), 为公司收入端高增长奠定基础。
- 毛利率小幅承压, 精细化管理下净利率提升:** 由于原料成本及人工成本略有上升, 上半年公司综合毛利率 38.30%, 较去年同期的 39.43% 小幅下滑 1.13 pct。同期公司的期间费用率合计为 22.7%, 同比去年的 24.55% 下降了 1.85 pct。其中, 销售费用率 14.84% (-2.19 pct)、管理费用率 7.88% (+0.29 pct)、财务费用率 -0.02% (+0.05 pct)。精细化管理下, 上半年公司净利率达 11.98%, 同比小幅提升 1.3 pct。报告期内, 公司归母净利润增速为 45.57%。刨除高新企业所得税影响, 公司利润总额增速为 33.01%, 基本与收入增速相匹配。
- 应收账款大幅增长, 经营性现金流略有下滑:** 上半年公司应收款项较年初大幅增长 91.45%至 6486 万元, 这主要是由于大宗工程单增加所致。预收账款较年初下滑 20.08%至 7086 万元, 经销商贷款略有减少。综合来看, 公司经营性现金流净额较上年同期减少 26.93%至 8792 万元, 略有下滑。
- 渠道充分布局, 生活馆大店模式推进顺利:** 上半年, 公司合计开店 38 家至 810 家 (直营店 14 家, 加盟店 796 家), 单店收入约为 109 万, 较去年同期单店收入 96 万提升了 14%, 主要是得益于 OAO 模式导入及大店模式的拓展。其中, 公司积极拓展大店模式, 截至 6 月 30 日新开面积在 1500 平以上的大店 28 家, 全年预计开店 70-80 家。同时, 公司开辟专门针对四、五线城市的产品, 打造“居+生活馆”大店模式, 渠道不断进行下沉。
- 盈利预测与投资评级:** 渠道上, 公司 17 年开启大店生活馆模式, 打造高频次场景化消费; 产品上, B8 定制持续快速推广, 为公司带来收入增量。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 35.6%、32.5%; 归母净利润 2.60、3.50 亿元, 增速 40.5%、34.7%; EPS 为 0.54、0.72 亿元, 当前市值对应 17、18 年 28.9、21.5 倍 PE, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 房地产下行, 开店节奏不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	15.53
一年最低/最高价	14.54/21.37
市净率 (倍)	5.18
流通 A 股市值 (百万元)	2043.90

### 基础数据

每股净资产 (元)	3.00
资本负债率 (%)	20.13
总股本 (百万股)	484.12
流通 A 股 (百万股)	131.61

### 相关研究

1. 曲美家居: 开启定制大家居模式, 新曲美迈入高增长通道 -20170709

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
<b>流动资产</b>	<b>973.2</b>	<b>1,173.2</b>	<b>1,408.3</b>	<b>1,569.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,663.8</b>	<b>2,256.6</b>	<b>2,990.2</b>	<b>3,885.3</b>
货币资金	475.4	568.1	750.6	794.4	<b>营业成本</b>	<b>989.3</b>	<b>1,315.6</b>	<b>1,749.3</b>	<b>2,270.2</b>
应收款项	40.0	67.1	72.0	104.3	营业税金及附加	17.5	22.6	29.9	38.9
存货	170.7	231.3	283.8	346.8	销售费用	288.7	403.9	523.3	668.3
其他	287.0	306.8	301.9	324.0	管理费用	149.3	193.0	247.5	309.9
<b>非流动资产</b>	<b>798.7</b>	<b>876.2</b>	<b>1,046.7</b>	<b>1,335.7</b>	财务费用	-1.2	20.1	24.0	25.6
长期股权投资	-	-	-	-	资产减值损失	2.7	1.4	7.1	17.1
固定资产	398.8	460.2	581.6	795.3	投资净收益	12.6	9.4	10.8	10.9
在建工程	49.2	74.6	122.3	196.2	其他	-0.0	-	-	-
无形资产	194.5	196.4	198.2	200.0	<b>营业利润</b>	<b>230.0</b>	<b>309.4</b>	<b>419.9</b>	<b>566.2</b>
其他	156.2	145.1	144.6	144.3	营业外净收支	2.7	7.6	7.2	5.8
<b>资产总计</b>	<b>1,771.9</b>	<b>2,049.5</b>	<b>2,455.0</b>	<b>2,905.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>232.7</b>	<b>317.0</b>	<b>427.1</b>	<b>572.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>353.2</b>	<b>381.9</b>	<b>533.6</b>	<b>602.8</b>	所得税费用	47.7	57.1	76.9	103.0
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	-	-	-	-
应付账款	153.6	183.7	276.6	336.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>185.0</b>	<b>259.9</b>	<b>350.2</b>	<b>469.1</b>
其他	199.6	198.2	257.0	265.8	EBIT	236.5	344.1	470.1	636.9
<b>非流动负债</b>	<b>36.2</b>	<b>76.2</b>	<b>49.6</b>	<b>54.0</b>	EBITDA	278.3	605.3	597.0	856.0
长期借款	-	40.0	13.3	17.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	36.2	36.2	36.2	36.2	每股收益(元)	0.38	0.54	0.72	0.97
<b>负债总计</b>	<b>389.4</b>	<b>458.2</b>	<b>583.2</b>	<b>656.8</b>	每股净资产(元)	2.86	3.29	3.87	4.64
少数股东权益	-	-	-	-	发行在外股份(百万股)	484.1	484.1	484.1	484.1
归属母公司股东权益	1,382.5	1,591.3	1,871.8	2,248.3	ROIC(%)	13.60%	17.30%	20.45%	23.05%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,771.9</b>	<b>2,049.5</b>	<b>2,455.0</b>	<b>2,905.1</b>	ROE(%)	14.21%	17.48%	20.23%	22.77%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	40.54%	41.70%	41.50%	41.57%
经营活动现金流净额	294.0	463.0	603.9	679.2	EBIT Margin(%)	14.21%	15.25%	15.72%	16.39%
投资活动现金流净额	61.9	-298.9	-443.8	-660.1	销售净利率(%)	11.12%	11.52%	11.71%	12.07%
筹资活动现金流净额	-23.7	-70.0	22.4	24.6	资产负债率(%)	21.98%	22.36%	23.75%	22.61%
现金净增加额	332.2	94.1	182.6	43.8	收入增长率(%)	32.52%	35.63%	32.51%	29.93%
折旧与摊销	41.9	261.2	126.9	219.1	净利润增长率(%)	58.21%	40.51%	34.73%	33.94%
资本开支	122.8	224.7	369.7	585.9	P/E	40.64	28.92	21.47	16.03
营运资本变动	69.2	-78.1	99.2	-48.0	P/B	5.78	5.06	4.34	3.65
企业自由现金流	352.7	768.1	882.1	1327.3	EV/EBITDA	25.30	11.48	11.34	7.86

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>

