

曲美家居(603818)

新曲美战略逐步落地，业绩增长符合预期 买入(维持)

2017 年 10 月 25 日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002

010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营业收入 14.33 亿元, 同比增长 27.23%, 归母净利润 1.74 亿元, 同比增长 30.67%, 扣非后归母净利 1.68 亿元, 同比增长 33.05%。单三季度实现营业收入 5.5 亿元, 同比增长 23.4%, 归母净利 0.68 亿元, 同比增长 12.82%, 扣非后归母净利 0.65 亿元, 同比增长 12%, 业绩增长基本符合预期。

■ **渠道拓展按计划推进, 收入保持稳定增长。**公司 16 年首次尝试“你+生活馆”模式, 单店面积超 1500 平米, 满足实体店体验化、个性化和情境化的升级趋势。前三季度, “你+生活馆”开店拓展计划继续稳步落实, 我们估计截止三季度“你+生活馆”开店至 45 家左右; B8 定制系列独立店继续按计划开店, 我们估计截止三季度 B8 独立店数量 200 家左右, 对应收入继续保持快速增长。稳步推进开店计划驱动公司前三季度收入增长 27.23%。

■ **毛利率有所下滑, 研发费提升带动管理费用率有所提升。**公司前三季度毛利率 38.93%同比下降 0.68pct, 主要系报告期间板材等原材料价格上涨所致; 销售费用率 15.64%同比下降 0.58pct, 系公司前期市场投入规模效应显现; 管理费用率 7.7%同比提升 0.37pct 主要系公司针对四五线城市开发“居+生活馆”, 新产品开发导致研发支出较去年同期大幅增长所致。

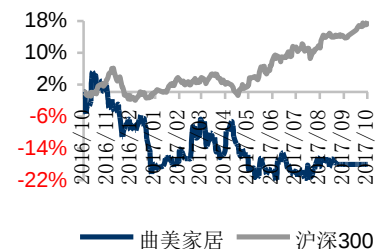
■ **应收账款周转天数有所下降, 预收款保持稳定增长。**公司应收账款照比期初增 182.14%, 应收账款周转天数增 4.53 天至 12.2 天, 主要系大宗地产客户及工程单应收账款增加所致; 存货照比期初增 12.1%, 存货周转天数降 4.08 天至 55.88 天, 存货周转情况提升。预收款照比期初增 24.64%, 与收入增长基本保持同步。

■ **“新曲美”战略逐步落地, “居+生活馆”蓄势待发。**公司“新曲美”战略持续落地, 渠道端在“你+生活馆”基础上针对四、五线城市开发“居+生活馆”, 整合全品类成品系列、定制系列、儿童系列、软装饰品, 产品价格定位更具性价比, 稳步推进渠道下沉, 我们预计四季度开始落实开店。信息化方面继续完善 OAO 设计服务模式导入, 实现 90%以上的店面导入设计服务体系, 采用 CRM 平台完善终端店面数据管理, 有效提升市场运营效率。产品端在现有 8 大系列基础上持续优化设计, 巩固其现代北欧风生活方式。

■ **盈利预测与投资建议:** 渠道上, 公司 17 年开启大店生活馆模式; 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 21.7、27.9 亿元, 同比增长 30.5%、28.6%; 归母净利润 2.5、3.2 亿元, 增速 35.2%、28.6%; EPS 为 0.52、0.66 亿元, 当前市值对应 17、18 年 29、22 倍 PE, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 渠道扩展不及预期, 地产调控超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.93
一年最低/最高价	14.67/20.24
市净率(倍)	4.75
流通 A 股市值(百万元)	1964.94

基础数据

每股净资产(元)	3.14
资本负债率(%)	22.86
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: B8 定制持续高增长, 生活馆模式推进顺利 -20170816
2. 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
流动资产	973.20	1,092.11	1,278.53	1,363.70	营业收入	1,663.77	2,170.56	2,791.42	3,549.01
现金	475.43	487.68	644.60	637.18	营业成本	989.31	1,273.04	1,632.98	2,079.72
应收款项	40.03	81.00	72.17	91.65	营业税金及附加	17.53	21.71	27.91	35.49
存货	170.73	218.26	262.56	315.14	销售费用	288.65	384.19	494.08	624.63
其他	287.01	305.17	299.19	319.73	管理费用	149.34	186.68	235.83	291.64
非流动资产	798.73	920.85	1,104.96	1,424.43	财务费用	-1.15	15.31	20.03	19.83
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	549.52	662.28	895.19	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	297.34	384.86	492.94
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	2,012.96	2,383.49	2,788.13	利润总额	232.67	304.92	392.09	498.77
流动负债	353.17	378.30	491.33	567.68	所得税费用	47.67	54.89	70.58	89.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	153.61	172.81	256.93	305.16	归属母公司净利润	185.01	250.03	321.51	408.99
其他	199.56	205.50	234.41	262.52	EBIT	236.47	326.66	428.53	553.03
非流动负债	36.24	51.31	51.31	51.31	EBITDA	278.35	369.18	478.43	616.56
长期借款	-	-	-	-					
其他	36.24	51.31	51.31	51.31	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	389.41	429.61	542.64	618.99	每股收益(元)	0.38	0.52	0.66	0.84
少数股东权益	-	-	-	-	每股净资产(元)	2.86	3.27	3.80	4.48
归属母公司股东权益	1,382.52	1,583.34	1,840.84	2,169.14	发行在外股份(百万股)	484.12	484.12	484.12	484.12
负债和股东权益总计	1,771.93	2,012.96	2,383.49	2,788.13	ROIC(%)	13.60%	16.92%	19.09%	20.91%
					ROE(%)	14.21%	16.86%	18.78%	20.40%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	40.54%	41.35%	41.50%	41.40%
经营活动现金流	294.02	242.06	477.99	488.30	EBIT Margin(%)	14.21%	15.05%	15.35%	15.58%
投资活动现金流	61.88	(369.31)	(408.57)	(642.48)	销售净利率(%)	11.12%	11.52%	11.52%	11.52%
筹资活动现金流	(23.72)	140.94	87.51	146.77	资产负债率(%)	21.98%	21.34%	22.77%	22.20%
现金净增加额	332.19	13.69	156.92	(7.42)	收入增长率(%)	32.52%	30.46%	28.60%	27.14%
折旧和摊销	41.87	42.53	49.90	63.54	净利润增长率(%)	58.21%	35.15%	28.59%	27.21%
资本开支	122.79	295.12	334.52	568.31	P/E	39.07	28.91	22.48	17.67
营运资本变动	69.16	(65.91)	83.60	(16.08)	P/B	5.55	4.87	4.22	3.60
企业自由现金流	352.69	605.51	735.81	1085.33	EV/EBITDA	24.26	18.26	13.76	10.69

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>