

曲美家居(603818)

股权激励落地健全激励体制，“新曲美”大家居发展可期

买入(维持)

2018年2月4日

证券分析师 史凡可

执业证书编号:

S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证书编号:

S0600517050002

010-66573557

mal@dwzq.com.cn

■ **事件:** 公司拟向 57 位激励对象授予 763 万股限制性股票 (A 股普通股), 授予价格为每股 6.76 元, 约占本计划草案公告时公司股本总额 4.84 亿股的 1.58%。

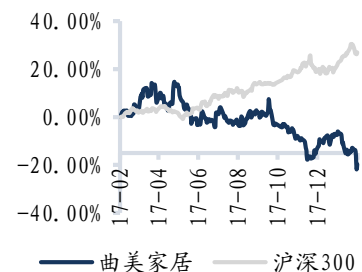
■ **投资建议:**

健全公司长效激励机制, 绑定优秀核心员工。 公司拟向 57 位激励对象授予 763 万股限制性股票 (A 股普通股), 其中包括董秘 (获授 150 万股, 占授予比例 19.66%, 占总股本的 0.31%)、两位董事 (合计获授 55 万股, 占授予比例 7.21%, 占总股本的 0.11%)、财务总监 (获授 30 万股, 占授予比例 3.93%, 占总股本的 0.06%) 以及部分中层管理人员及核心技术骨干 53 人 (获授 528 万股, 占授予比例 69.2%, 占总股本的 1.09%)。本次计划的限售期解除时间分别为授予登记完成后的 12 个月、24 个月、36 个月, 解禁比例分别为 30%、30%、40%, 业绩考核目标分别是以 17 年业绩为基数, 18、19、20 年的营收增长率不低于 25%、56.25%、95.32%, 净利润增长率不低于 20%、44%、72.8%。公司实施本次激励计划一方面是为了进一步建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动公司各级管理、技术人员的积极性, 另一方面彰显公司对未来发展的信心。

从家具到家居, 成长迈入新阶段。 公司于 2015 年引入 OAO 平台、发力定制业务, 依靠其实力雄厚的设计服务、依托丰富的产品品类、OAO 模式并进, 实现线上线下资源整合, 满足客户的差异化个性需求, 公司于 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, 产品涵盖包括 B8 定制系列的全部八大系列产品, 实现了由家具制造商向家居服务商的转型升级。来来公司将持续开拓“你+生活馆”, 稳步推进开店计划持续驱动业绩增长。此外渠道不断下沉, 向四、五线城市开发“居+生活馆”, 全品类整合的同时更具有性价比。

B8 定制全方位满足消费者需求, 逐渐成为主要驱动力。 公司于 2012 年推出以 3D 定制为概念主题的智能化家居电子商务平台 (B8), 全面打造全面高效的一站式家具消费平台, 实现定制和非定制产品相结合, 借助风格不同的八大系列产品, 满足消费者不同消费需求。2017 年是公司重点发展 B8 的一年, 公司预计全年开设 B8 独立门店 200 家, 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。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	12.58
一年最低/最高价	12.15/18.29
市净率 (倍)	4.01
流通 A 股市值 (百万元)	1656

基础数据

每股净资产 (元)	3.14
资产负债率 (%)	22.86
总股本 (百万股)	484.12
流通 A 股 (百万)	131.61

相关研究

1. 曲美家居: 新曲美战略逐步落地, 业界增长符合预期-20171025
2. 曲美家居: B8 定制持续高速增长, 生活馆模式推进顺利-20170816
3. 曲美家居: 开启定制大家居模式, 新曲美迈入高速增长通道-20170703

■ 盈利预测与投资评级:

随着公司渠道建设日益完善,“你+生活馆”+“居+生活馆”渠道不断渗透以及 B8 定制业务快速发展,“新曲美”大家居模式未来发展值得期待。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%;当前市值为 60.9 亿元,对应 PE24X、19X,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。

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	1092.11	1278.53	1363.70	营业收入	1663.77	2170.56	2791.42	3549.01
货币资金	475.43	487.68	644.60	637.18	营业成本	989.31	1273.04	1632.98	2079.72
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	1104.96	1424.43	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	资产减值损失	2.67	1.70	6.50	15.68
固定资产	398.78	549.52	662.28	895.19	投资净收益	12.57	9.40	10.77	10.91
在建工程	49.22	29.84	99.92	184.96	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	1771.93	2012.96	2383.49	2788.13	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	0.00	0.00	0.00	0.00	重要财务与估值指标				
其他	36.24	51.31	51.31	51.31	每股收益(元)	0.38	0.52	0.66	0.84
负债总计	389.41	429.61	542.64	618.99	每股净资产(元)	2.86	3.27	3.80	4.48
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	发行在外股份(百万股)	484.12	484.12	484.12	484.12
归属母公司股东权益	1382.52	1583.34	1840.84	2169.14	ROIC(%)	13.60%	16.92%	19.09%	20.91%
负债和股东权益总计	1771.93	2012.96	2383.49	2788.13	ROE(%)	14.21%	16.86%	18.78%	20.40%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	40.54%	41.35%	41.50%	41.40%
经营活动现金流净额	294.02	242.06	477.99	488.30	EBIT Margin(%)	14.21%	15.05%	15.35%	15.58%
投资活动现金流净额	61.88	(369.31)	(408.57)	(642.48)	销售净利率(%)	11.12%	11.52%	11.52%	11.52%
筹资活动现金流净额	(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%
折旧与摊销	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	32.92	24.36	18.94	14.89
营运资本变动	69.16	(65.91)	83.60	(16.08)	P/B	4.41	3.85	3.31	2.81
企业自由现金流	352.69	605.51	735.81	1085.33	EV/EBITDA	20.17	15.18	11.38	8.84

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>