

曲美家居（603818）

公司研究/简评报告

首次推出股权激励计划，继续看好公司长期发展

一曲美家居（603818）事件点评

简评报告/轻工制造

2018 年 02 月 05 日

一、事件概述

2 月 2 日，公司发布 2018 年限制性股票激励计划（草案）。拟向公司及各控股子公司任职的董事、高级管理人员、部分中层管理人员及核心技术（业务）骨干，共 57 人授予 763 万股限制性股票，授予价格为 6.76 元/股。

二、分析与判断

➤ 首次推出股票激励计划，助力公司长期发展

此次股权激励计划的解锁条件是，以 2017 年为基数，2018、2019、2020 年营收增长率分别不低于 25%、56.25%、95.31%，2018、2019、2020 年净利润增长率分别不低于 20%、44%、72.80%。对应 2018-2020 年营收、净利润同比增速均分别为 25%、20%。此次股权激励将公司中高层管理人员和技术骨干人员利益与公司经营密切联系，有利于激发公司内部的活力与积极性，助力公司业绩持续增长。

➤ 实施“新曲美”战略，“你+生活馆”、“居+生活馆”持续推进

公司实施“新曲美”战略，由单一家具制造商向整体解决方案提供商转型，同时推进“你+生活馆”和“居+生活馆”。“你+生活馆”方面，其以客户为中心打造多样化生活场景间，实现定制、成品和软装一体化实景呈现，截至 2017 年 6 月 30 日，“你+生活馆”共开店 28 家，店面面积平均超过 1500 平。“居+生活馆”方面，公司持续推动渠道下沉，针对四、五线城市消费群打造时尚、超值的一站式家居购物体验空间“居+生活馆”，其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，目前已完成宜居系列产品的开发项目。“居+生活馆”覆盖更多消费人群，有望贡献业绩增量。

➤ 深耕经销、直营渠道，拓展大宗业务，培育新的利润增长点

公司线下渠道以经销为主、直营为辅，截至 2017 年 6 月底拥有直营专卖店 14 家，经销商专卖店 796 家。其中，店面面积超 1000m² 的大店共 188 家，B8 单独专卖店 181 家，可提供 B8 定制服务的专卖店有 330 多家。此外，公司持续拓展大宗业务，已分别与恒大“美居工程”项目以及万科“拎包入住”项目展开合作，同时组织经销商积极拓展小区营销渠道。公司充分发挥产品品类丰富、提供整体空间解决方案的优势，未来可能会与更多大型地产商合作，大宗业务有望成为公司新的利润增长点。

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司生活馆、OAO 模式对客单价的提升作用、以及渠道拓展对业绩增长的拉动作用，预计公司 2017、2018、2019 年能够实现基本每股收益 0.50、0.67、0.86 元/股，对应 2017、2018、2019 年 PE 分别为 25X、19X、15X。维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1、原材料价格上涨；2、房地产销售下行；3、定制业务发展不及预期。

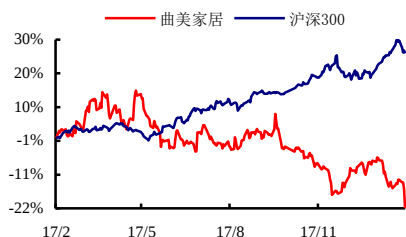
强烈推荐 维持评级

当前价格： 12.58 元

交易数据 2018-2-2

近 12 个月最高/最低	18.05/12.24
总股本（百万股）	484
流通股本（百万股）	132
流通股比例（%）	27.18
总市值（亿元）	60.9
流通市值（亿元）	16.6

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075

电话： 01085127729

邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

1. 《曲美家居（603818）2017 年半年报点评：业绩快速增长，推出“居+生活馆”宜居系列产品》20170816
2. 《曲美家居（603818）2017 年一季报点评：销量与客单价齐升，业绩持续高增长》20170426

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,664	2,128	2,800	3,673
增长率 (%)	32.5%	27.9%	31.6%	31.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	185	243	322	419
增长率 (%)	58.2%	31.5%	32.4%	29.9%
每股收益 (元)	0.38	0.50	0.67	0.86
PE (现价)	32.92	25.03	18.90	14.55
PB	4.4	3.7	3.1	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,664	2,128	2,800	3,673
营业成本	989	1,277	1,676	2,196
营业税金及附加	18	19	26	35
销售费用	289	357	467	613
管理费用	149	190	251	330
EBIT	219	285	380	499
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	13	9	11	11
营业利润	230	295	391	510
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	233	299	395	514
所得税	48	55	73	95
净利润	185	243	322	419
归属于母公司净利润	185	243	322	419
EBITDA	268	326	423	543

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	475	674	1055	1537
应收账款及票据	36	45	57	74
预付款项	16	35	41	50
存货	171	206	270	351
其他流动资产	271	271	271	271
流动资产合计	973	1246	1710	2302
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	399	411	422	434
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	799	785	774	768
资产合计	1772	2031	2484	3070
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	154	142	189	254
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	353	369	500	667
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	36	36	36	36
非流动负债合计	36	36	36	36
负债合计	389	405	536	704
股本	484	484	484	484
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1383	1626	1948	2367
负债和股东权益合计	1772	2031	2484	3070

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	32.5%	27.9%	31.6%	31.2%
EBIT 增长率	49.8%	30.3%	33.3%	31.2%
净利润增长率	58.2%	31.5%	32.4%	29.9%
盈利能力				
毛利率	40.5%	40.0%	40.1%	40.2%
净利率	11.1%	11.4%	11.5%	11.4%
总资产收益率 ROA	10.4%	12.0%	13.0%	13.6%
净资产收益率 ROE	13.4%	15.0%	16.5%	17.7%
偿债能力				
流动比率	2.8	3.4	3.4	3.4
速动比率	2.3	2.8	2.9	2.9
现金比率	1.3	1.8	2.1	2.3
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	6.5	7.3	7.0	6.9
存货周转天数	57.5	58.9	58.9	58.4
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.9
每股净资产	2.9	3.4	4.0	4.9
每股经营现金流	0.6	0.4	0.8	1.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	32.9	25.0	18.9	14.6
PB	4.4	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.9	16.6	11.9	8.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	185	243	322	419
折旧和摊销	52	41	42	44
营运资金变动	69	(58)	48	58
经营活动现金流	294	213	398	505
资本开支	122	23	27	34
投资	(90)	0	0	0
投资活动现金流	62	(14)	(16)	(23)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(24)	0	0	0
现金净流量	332	199	381	482

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。