

消费升级与娱乐研究中心

曲美家居 (603818.SH) 买入 (维持评级)

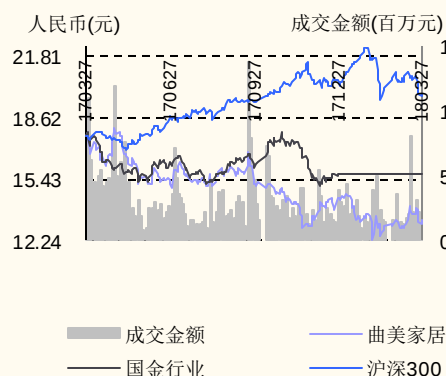
公司点评

市场价格 (人民币): 13.31 元

“新曲美”战略落地，多领域爆发可期

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)	6,443.64
年内股价最高最低(元)	18.05/12.24
沪深 300 指数	3913.27
上证指数	3166.65



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.38	0.50	0.63	0.85	1.17
每股净资产(元)	2.86	3.29	3.88	4.51	5.61
每股经营性现金流(元)	0.61	0.52	0.83	1.02	1.36
市盈率(倍)	46	29	21	16	11
行业优化市盈率(倍)	82	178	171	171	171
净利润增长率(%)	58.21%	31.03%	26.19%	35.31%	36.71%
净资产收益率(%)	13.38%	15.24%	16.28%	18.96%	20.82%
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，公司分别实现营业收入/归母净利润 20.97 亿元/2.46 亿元，同比增长 26.05%/32.78%，实现全面摊薄 EPS0.51 元，基本符合预期。2017 年，公司分配预案为每 10 股派现金红利 1.02 元 (含税)。

经营分析

- “新曲美战略”持续落地，一体化服务能力突出。2016 年，公司全面推进新曲美发展战略，从产品、模式、价值链三个维度进行落地。目前来看，公司已实现“定制+成品+软装”多品类、多层级产品矩阵，可满足不同层级消费需求。公司 90%以上店面完成 OAO 设计服务模式导入，前端设计引流和运营效率显著提升。终端公司采取以“生活馆”为呈现形式，满足消费转型和美学升级的市场需要。去年，“你+生活馆”落地 73 家，针对三、四线市场的“居+生活馆”于 9 月正式亮相，全年新开 15 家。公司无论是产品还是渠道，都实现对所有层级消费者的覆盖，终端一站式家居服务能力极强。
- 渠道优化升级，具备多领域爆发潜质。2017 年，公司 100 家老店完成“你+模式”优化，全力推进的“你+”和“居+”生活馆均签约 100 家，B8 定制新开店中店 87 家，独立店 13 家，专卖店总数达 875 家，整体线下体验服务能力持续升级。另一方面，公司与万科、金螳螂等地产、装饰、建材公司建立业务合作，大力拓展工程和新渠道业务。综合来看，公司渠道上存在两端发力可能，产品端多品类布局具备在细分领域爆发的潜质。
- 制造端柔性升级，产能稳健扩充。2017 年，公司推进柔性化、信息化升级，与德国舒乐继续合作优化生产效率。同时，公司升级水性漆和水性胶环保性能，提升产品综合价值。2017 年末，公司 6 号厂房已全面投产，预计将新增 4 亿年产能，兰考基地也将于今年 8 月投产，预计新增 5 亿产能，整体产能扩充节奏稳健，渠道端扩张与优化将支撑新增产能销售。

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，新曲美战略将带动公司业务量价齐升，我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.63/0.85/1.17 元 (三年 CAGR32.7%)，对应 PE 分为 21/16/11 倍，维持公司“买入”评级。

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。

相关报告

- 1.《曲美家居 2017 年半年报点评-战略布局加速落地，期待系列产品...》，2017.8.16
- 2.《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

揭力

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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,255	1,664	2,097	2,740	3,541	4,562
增长率		32.5%	26.0%	30.7%	29.2%	28.8%
主营业务成本	-784	-989	-1,282	-1,690	-2,199	-2,839
%销售收入	62.4%	59.5%	61.1%	61.7%	62.1%	62.2%
毛利	472	674	815	1,050	1,342	1,724
%销售收入	37.6%	40.5%	38.9%	38.3%	37.9%	37.8%
营业税金及附加	-10	-18	-23	-21	-27	-35
%销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-196	-289	-344	-411	-505	-618
%销售收入	15.6%	17.3%	16.4%	15.0%	14.3%	13.5%
管理费用	-120	-149	-169	-247	-303	-371
%销售收入	9.5%	9.0%	8.0%	9.0%	8.6%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	146	219	279	371	508	701
%销售收入	11.6%	13.2%	13.3%	13.5%	14.3%	15.4%
财务费用	-3	1	1	22	30	39
%销售收入	0.3%	-0.1%	0.0%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-2	-3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	13	23	11	11	11
%税前利润	6.6%	5.4%	7.6%	2.8%	2.1%	1.5%
营业利润	151	230	299	405	549	751
营业利润率	12.0%	13.8%	14.3%	14.8%	15.5%	16.5%
营业外收支	6	3	-3	3	3	3
税前利润	157	233	296	408	552	754
利润率	12.5%	14.0%	14.1%	14.9%	15.6%	16.5%
所得税	-40	-48	-54	-102	-138	-189
所得税率	25.4%	20.5%	18.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	117	185	242	306	414	566
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	117	185	242	306	414	566
净利率	9.3%	11.1%	11.6%	11.2%	11.7%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	117	185	246	306	414	566
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	52	61	56	60	63
非经营收益	-7	-12	-23	-4	-15	-15
营运资金变动	26	69	-29	42	34	43
经营活动现金净流	184	294	254	400	493	658
资本开支	-58	-122	-205	-15	-50	-53
投资	0	-90	0	-1	0	0
其他	-513	274	399	11	11	11
投资活动现金净流	-571	62	194	-5	-38	-42
股权募资	513	0	40	0	-86	0
债权募资	-120	0	0	-51	0	1
其他	-45	-24	-37	0	-17	-23
筹资活动现金净流	349	-24	3	-51	-103	-22
现金净流量	-38	332	450	345	351	594

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	142	475	925	1,270	1,621	2,215
应收账款	32	40	120	99	128	165
存货	141	171	194	245	319	412
其他流动资产	550	287	31	39	50	64
流动资产	865	973	1,270	1,654	2,119	2,857
%总资产	58.3%	54.9%	60.4%	67.8%	73.1%	78.8%
长期投资	0	90	0	1	0	0
固定资产	393	448	558	552	543	533
%总资产	26.5%	25.3%	26.5%	22.6%	18.8%	14.7%
无形资产	213	214	227	230	233	235
非流动资产	618	799	833	785	778	771
%总资产	41.7%	45.1%	39.6%	32.2%	26.9%	21.2%
资产总计	1,484	1,772	2,104	2,438	2,897	3,628
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	151	288	335	374	484	623
其他流动负债	76	65	87	145	190	246
流动负债	228	353	423	519	674	869
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	35	36	51	0	0	0
负债	263	389	473	519	674	870
普通股股东权益	1,221	1,383	1,591	1,879	2,184	2,717
少数股东权益	0	0	40	40	40	40
负债股东权益合计	1,484	1,772	2,104	2,438	2,897	3,628

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.24	0.38	0.50	0.63	0.85	1.17
每股净资产	2.52	2.86	3.29	3.88	4.51	5.61
每股经营现金净流	0.38	0.61	0.52	0.83	1.02	1.36
每股股利	0.00	0.05	0.08	0.04	0.05	0.07
回报率						
净资产收益率	9.58%	13.38%	15.24%	16.28%	18.96%	20.82%
总资产收益率	7.88%	10.44%	11.52%	12.55%	14.29%	15.60%
投入资本收益率	8.93%	12.59%	14.03%	14.49%	17.13%	19.05%
增长率						
主营业务收入增长率	14.78%	32.52%	26.05%	30.66%	29.23%	28.84%
EBIT 增长率	3.38%	49.77%	27.57%	32.80%	36.88%	37.99%
净利润增长率	16.40%	58.21%	31.03%	26.19%	35.31%	36.71%
总资产增长率	54.41%	19.42%	18.72%	15.92%	18.81%	25.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7	6	13	12	12	12
存货周转天数	60	58	52	53	53	53
应付账款周转天数	38	45	49	43	43	43
固定资产周转天数	113	87	96	72	55	41
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.61%	-34.39%	-56.74%	-66.18%	-72.92%	-80.31%
EBIT 利息保障倍数	44.1	-189.6	-319.9	-16.5	-17.1	-17.8
资产负债率	17.71%	21.98%	22.49%	21.30%	23.25%	23.99%

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
	0	2	8	10	19
	0	0	2	2	5
	0	0	1	1	1
	0	0	0	0	0
	0.00	1.00	1.36	1.31	1.28

来源：朝阳永续

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。

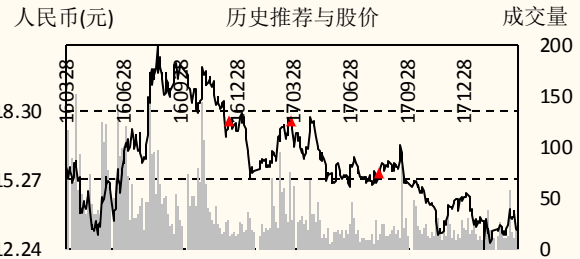
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
3	2017-08-16	买入	15.28	N/A

来源：国金证券研究所


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH