

曲美家居 (603818.SH)

生活馆加速扩张, 开启新征程 买入(维持)

2018年03月28日

证券分析师 史凡可

021-60199793

执业证书编号 S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

010-66573557

执业证书编号 S0600517050002

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,097.18	2,772.67	3,626.39	4,591.74
同比(%)	26.05	32.21	30.79	26.62
净利润(百万元)	245.65	313.69	411.99	520.18
同比(%)	32.78	27.70	31.34	26.26
毛利率(%)	38.87	40.00	40.00	40.00
ROE(%)	16.30	18.03	20.38	21.63
每股收益(元)	0.51	0.65	0.85	1.07
P/E	26.53	20.88	15.90	12.59
P/B	4.12	3.54	2.99	2.49

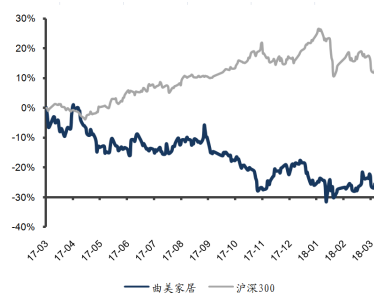
投资要点:

■ **公司发布 17 年年度业绩:** 报告期内实现营收 20.97 亿元, 同比增长 26.05%; 归母净利润 2.46 亿元, 同比增长 32.78%; 净利率 11.71%, 基本符合预期。其中 Q4 单季实现营收 6.65 亿元, 归母净利润 0.72 亿元。分季度来看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入增速分别为 37.61%、25.17%、23.40%、23.59%; 归母净利润增速分别为 58.71%、41.94%、12.82%、38.22%。

■ **板材和饰品高速发展, 大店模式渐入佳境:** 报告期内, 公司家居主营实现收入 19.86 亿, 同比增长 20.19%; 毛利率 38.38%, 受到成本端压力较去年同期下滑 1.91pct。期间“新曲美模式”加速践行, 已经形成“定制+成品+软装”多品类、多层次的产品矩阵, SKU 数量增长很快。分品类来看, 公司家居饰品类业务持续高速发展, 实现营收 3.09 亿, 同比增长 35.89%; 毛利率 24.05%, 较去年同期减少 0.47pct; 受益于 B8 定制业务扩张, 人造板家居产品实现营业收入 10.32 亿元, 同比增长 29.27%; 毛利率为 39.75%, 较上年同期减少 2.51pct。年内公司加速渠道升级, 合计优化原有店面 100 多家。定制的销售子公司笔八 17 年实现营业收入 1.48 亿, 净利润 1232 万, 净利率 8.33%, 较 16 年上升 6.59 pct。截至报告期末, 曲美拥有经销商 377 家, 专卖店 875 家, 其中店面面积超 1000 平方米的大店共 212 家, 店中店 643 家。

■ **生活馆全面布局, 进入业务爆发期:** 报告期内, 曲美全面布局 800-2000 平米的“你+生活馆”, 截至期末已开业店面 67 家; 此外公司在去年 9 月首次推出的“居+生活馆”签约客户超过 100 家, 截至期末已开业 15 家; 另公司拓展定制系列, B8 定制新开店中店 87 家、独立店 13 家; B8 单独专卖店 227 家, 可提供 B8 定制服务的专卖店 460 多家。得益于公司 OAO 模式全面导入终端店, 门店订单的转化效率提升, 公司 17 年的单店收入相较 16 年有所提升达到 240 万。从 17 年的发展来看, 公司的开店速度加快, 18 年即将进入业务爆发期。此外, 公司年内先后与万科、恒大、业之峰、金螳螂装饰、百安居等地产公司、装饰公司、建材公司建立业务合作, 大宗业务有所发展。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.53
一年最低/最高价	12.15/18.15
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(亿元)	17.81

基础数据

每股净资产(元)	3.29
资产负债率(%)	22.49
总股本(亿股)	4.84
流通 A 股(亿股)	1.32

相关研究

1. 曲美家居: 股权激励落地健全激励体制, “新曲美”大家居发展可期 -20180204
2. 曲美家居: 新曲美战略逐步落地, 业绩增长符合预期 -20171025
3. 曲美家居: B8 定制持续高增长, 生活馆模式推进顺利 -20170816

■ **毛利率略有压力，三费率管控良好：**报告期内由于新生产线持续投入，生产人工成本和原材料成本上升，营业成本较上年同期增长 24.03%，导致销售综合毛利率下降 1.91 pct，其中人造板类产品毛利率下降 2.51 个百分点到 39.75%，综合类家具、实木类家具和家居饰品毛利率分别下降 1.07、0.72、0.47 pct。得益于管控精细化初见成效，期内三费率有所压缩，其中销售费用率 16.41%，较上年同期降低 0.94pct；管理费用率为 8.04%，较上年同期减少 0.94pct；财务费用为-0.01 亿元，主要系公司利息收入减少所致。综合来看，公司实现净利率 11.71%，较上年同期增长 0.59 个百分点。

■ **应收款大幅增加，大宗业务所致：**由于大宗业务上量，报告期内公司应收账款大幅增长至 1.15 亿，较 16 年期末增加 240.20%，系大宗地产客户及工程单应收账款增加所致；预付款同比增长 91.97%，系预付技术开发费及咨询服务费所致；预收款较去年同期减少 7.23%。现金流方面，期内公司经营性现金流同比下降 13.64%至 2.54 亿；投资活动现金流同比增长 212.85%，系本期银行理财赎回所致；筹资活动现金流同比增长 111.48%，主要系河南恒大曲美公司投资款到位所致。

■ **持续看好新曲美战略的进程：**新曲美战略自 16 年开始围绕“新产品、新模式、新价值”三个维度展开，由制造品牌向商业品牌转型。（1）报告期内在终端形成了特色精品生活馆模式：“你+生活馆”、“居+生活馆”，满足不同层级的市场需求和消费需求。（2）持续推进 OAO 设计服务模式的导入，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。（3）秉承“设计创造生活”的品牌理念，推出“空间由你而定”的产品和服务策略，为客户提供全方位升级的大家居产品内容。持续看好新曲美战略的发展。

■ **产能快速扩张，股权激励彰显信心：**公司持续推进各工厂柔性化、信息化升级，截至 2017 年末，6 号厂房已全面正式投产，预计将新增 4 亿年产能；兰考生产基地预计将于 2018 年 8 月投产，预计将新增 5 亿年产能。此外，公司期内首推股权激励，考核目标以 17 年业绩为基数，未来三年营收的复合同比增速均不低于 25%，净利润复合同比增速均不低于 20%。

■ **投资建议：**公司正在朝良性发展，我们预计公司 18、19、20 年收入为 27.73、36.26、45.92 亿元，同比增长 32.2%、30.8%、26.6%；归母净利润 3.14、4.12、5.20 亿元，增速 27.7%、31.3%、26.3%；当前市值对应 18、19、20 年 21、16、13 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**开店速度不达预期，地产下行超预期。

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,270.42	1,512.92	1,798.12	2,251.34	营业收入	2,097.18	2,772.67	3,626.39	4,591.74
货币资金	925.08	1,133.12	1,268.51	1,600.03	营业成本	1,282.04	1,663.60	2,175.84	2,755.05
应收款项	119.64	50.28	172.42	109.06	营业税金及附加	23.02	27.73	36.26	45.92
存货	194.34	295.49	308.90	471.69	销售费用	344.16	464.42	607.42	769.12
其他	31.36	34.02	48.29	70.56	管理费用	168.66	205.08	270.63	341.56
非流动资产	833.18	939.89	1,072.56	1,219.31	财务费用	-0.87	34.78	38.89	48.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.80	7.08	8.62	10.84
固定资产	549.17	672.84	809.59	958.95	投资净收益	22.61	15.17	16.78	18.19
在建工程	8.62	8.59	9.92	11.35	其他	(3.24)	0.00	0.00	0.00
无形资产	209.54	205.93	202.32	198.70	营业利润	302.21	385.15	505.51	638.59
其他	65.84	52.53	50.73	50.31	营业外净收支	(3.00)	(2.60)	(3.09)	(3.00)
资产总计	2,103.60	2,452.80	2,870.69	3,470.65	利润总额	299.09	382.55	502.42	635.59
流动负债	422.52	553.37	626.78	794.35	所得税费用	53.57	68.86	90.44	114.41
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	(0.13)	0.00	0.00	1.00
应付账款	190.56	271.55	332.85	432.44	归属母公司净利润	245.65	313.69	411.99	520.18
其他	231.96	281.82	293.93	361.91	EBIT	302.32	439.57	572.51	726.02
非流动负债	50.64	50.64	50.64	50.64	EBITDA	351.29	880.30	715.52	881.64
长期借款	-	-	-	-	重要财务与估值指标				
其他	50.64	50.64	50.64	50.64	每股收益(元)	0.51	0.65	0.85	1.07
负债总计	473.16	604.00	677.42	844.99	每股净资产(元)	3.29	3.82	4.53	5.42
少数股东权益	39.87	-	-	-	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	1,590.57	1,848.80	2,193.27	2,625.67	ROIC(%)	22.13%	25.39%	27.14%	0.00%
负债和股东权益总计	2,103.60	2,452.80	2,870.69	3,470.65	ROE(%)	16.30%	18.03%	20.38%	21.63%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	38.87%	40.00%	40.00%	40.00%
经营活动现金流净额	253.92	884.24	515.30	770.88	EBIT Margin(%)	14.42%	15.85%	15.79%	15.81%
投资活动现金流净额	193.59	(299.82)	(351.09)	(404.33)	销售净利率(%)	11.71%	11.31%	11.36%	11.35%
筹资活动现金流净额	2.72	(376.38)	(28.82)	(35.04)	资产负债率(%)	22.49%	24.63%	23.60%	24.35%
现金净增加额	450.16	208.04	135.39	331.51	收入增长率(%)	26.05%	32.21%	30.79%	26.62%
折旧与摊销	48.98	440.74	143.01	155.62	净利润增长率(%)	32.78%	27.70%	31.34%	26.26%
资本开支	206.32	323.37	374.53	427.83	P/E	26.53	20.88	15.90	12.59
营运资本变动	(29.12)	96.87	(76.28)	45.53	P/B	4.12	3.54	2.99	2.49
企业自由现金流	495.68	1124.94	987.00	1178.78	EV/EBITDA	16.01	6.15	7.38	5.61

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>

