

曲美家居（603818）

公司研究/简评报告

业绩符合预期，渠道升级、产能释放助力公司未来成长

一曲美家居（603818）事件点评

简评报告/轻工制造

2018年03月28日

一、事件概述

3月27日晚，公司发布2017年年报。报告期内，公司实现营业收入20.97亿元，同比增长26.05%；实现归属于上市公司股东的净利润2.46亿元，同比增长32.78%；实现基本每股收益0.51元，拟每10股派发现金1.02元（含税）。

二、分析与判断

➤ 业绩持续快速增长，家具饰品类和人造板家居增速最快

全年公司营收同比增长26%，归母净利润同比增长33%；分季度看，Q4营收、归母净利润分别同比增长24%、38%，业绩实现快速增长。其中，随着公司推进生活馆模式升级，家居饰品类增速最快，全年实现营收3.09亿元，同比增长35.89%。人造板类实现营收10.32亿元，同比增长29.27%，我们预计是定制产品订单增长较多所致。

➤ 费用控制有效，净利率达到近年最高

报告期内，公司销售费用中的运输费用、大宗销售业务服务费以及管理费用中的研发费用、咨询服务费用增长较多，但营收增长更快使销售费用率、管理费用率分别同比下降0.94pct、0.93pct至16.41%、8.04%；财务费用率上升0.03pct至-0.04%，期间费用率整体下降1.84pct至24.41%。

报告期内，公司整体毛利率小幅下降1.67pct至38.87%，得益于期间费用率的有效控制，净利率上升0.59pct至11.71%，净利率水平达到近年最高。

➤ 持续推动渠道升级，夯实增长基础

报告期内，公司持续推动渠道升级。截至2017年底，公司拥有专卖店875家，其中直营店14家，经销店861家，面积超过1000平的大店212家。分模式看，你+生活馆67家，签约超过100家；居+生活馆15家，签约超过100家；B8单独专卖店227家，可提供B8定制服务的专卖店460多家。2018年公司计划新开你+生活馆70-80家、居+生活馆100家、B8定制生活馆100家，渠道的不断拓展有望推动业绩持续增长。

➤ 股权激励落地、产能逐步释放，公司成长可期

2018年公司股权激励落地，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。解锁条件为对应的2018-2020年营收、净利润同比增速均分别不低于25%、20%。产能方面，截至2017年底，6号厂房已正式投产，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，产能的逐步释放有望增厚公司业绩。

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2018、2019、2020年能够实现基本每股收益0.67、0.86、1.09元，对应2018、2019、2020年PE分别为20X、16X、12X。维持公司“强烈推荐”评级。

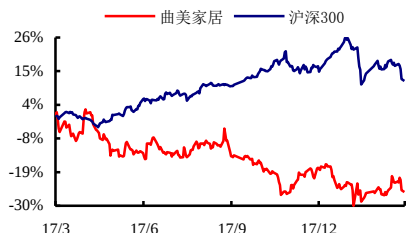
强烈推荐 维持评级

当前价格：13.31元

交易数据 2018-3-27

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（%）	27.2
总市值（亿元）	64
流通市值（亿元）	18

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）事件点评：首次推出股权激励计划，继续看好公司长期发展》20180205
2. 《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

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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,097	2,730	3,560	4,549
增长率（%）	26.0%	30.2%	30.4%	27.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	246	322	414	526
增长率（%）	32.8%	31.1%	28.6%	27.0%
每股收益（元）	0.51	0.67	0.86	1.09
PE（现价）	26	20	16	12
PB	4.1	3.4	2.8	2.3

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)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,097	2,730	3,560	4,549
营业成本	1,282	1,667	2,174	2,778
营业税金及附加	23	27	37	47
销售费用	344	450	587	751
管理费用	169	219	286	366
EBIT	279	366	475	607
财务费用	(1)	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0
投资收益	23	15	17	18
营业利润	302	381	492	626
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	299	383	493	625
所得税	54	61	78	99
净利润	246	322	414	526
归属于母公司净利润	246	322	414	526
EBITDA	336	424	540	679

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	925	1294	1761	2308
应收账款及票据	115	69	95	133
预付款项	30	39	45	63
存货	194	258	330	416
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	1270	1671	2243	2933
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	549	606	679	773
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	833	841	857	875
资产合计	2104	2512	3100	3808
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	191	201	274	353
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	423	509	683	865
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	473	559	733	916
股本	484	484	484	484
少数股东权益	40	40	40	39
股东权益合计	1630	1953	2367	2892
负债和股东权益合计	2104	2512	3100	3808

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	26.0%	30.2%	30.4%	27.8%
EBIT 增长率	27.6%	31.1%	29.8%	27.8%
净利润增长率	32.8%	31.1%	28.6%	27.0%
盈利能力				
毛利率	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
净利率	11.7%	11.8%	11.6%	11.6%
总资产收益率 ROA	11.7%	12.8%	13.4%	13.8%
净资产收益率 ROE	15.4%	16.8%	17.8%	18.4%
偿债能力				
流动比率	3.0	3.3	3.3	3.4
速动比率	2.5	2.8	2.8	2.9
现金比率	2.2	2.5	2.6	2.7
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	13.0	8.9	9.4	10.4
存货周转天数	52.0	56.6	55.4	54.6
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	0.9	1.1
每股净资产	3.3	4.0	4.8	5.9
每股经营现金流	0.5	0.9	1.1	1.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	26.2	20.0	15.6	12.3
PB	4.1	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.4	12.1	8.7	6.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	246	322	414	526
折旧和摊销	61	58	65	72
营运资金变动	(29)	54	70	39
经营活动现金流	254	418	531	619
资本开支	205	64	81	90
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	194	(49)	(64)	(72)
股权募资	40	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	3	0	0	0
现金净流量	450	369	467	547

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。