

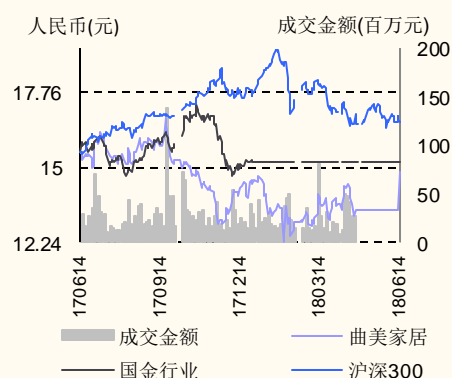
## 曲美家居 (603818.SH) 买入 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.82 元  
 目标价格 (人民币): 18.96-18.96 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	484.12
总市值 (百万元)	7,283.73
年内股价最高最低 (元)	16.83/12.24
沪深 300 指数	3773.37
上证指数	3044.16



## 相关报告

- 1.《曲美家居 2017 年年报点评-“新曲美”战略落地, 多领域爆发可...》, 2018.2.28
- 2.《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

## 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  
 qiუსijia@gjzq.com.cn

## 重组挪威高端软体标的, 大家居产品线全布局

## 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	0.51	0.63	0.86	1.17
每股净资产 (元)	2.86	3.29	4.16	4.74	5.52
每股经营性现金流 (元)	0.59	0.51	0.82	1.05	1.38
市盈率 (倍)	46	29	23	17	13
净利润增长率 (%)	58.21%	32.78%	24.52%	35.50%	36.55%
净资产收益率 (%)	13.38%	15.44%	15.18%	18.07%	21.18%
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

## 投资逻辑

- **逻辑一: 收购挪威软体标的完善产品线, 成大家居布局最完善的企业。**公司拟收购 Ekornes ASA 至少 55.57% 的股权。Ekornes ASA 以制造高端软体家居为主业, Stressless 沙发椅为拳头品牌和产品。2017 年, Ekornes ASA 净利润为 1.5 亿元人民币, 并表后将大幅提升公司整体业绩, 公司将成为第一家完成板式成品+板式定制+全套软体家居+家饰配套产品布局的大家居企业。在全装修推进以及单身消费群体扩大的背景下, 年轻人居家消费行为正逐步向欧美靠拢, 追求个体舒适度的居家消费需求正在兴起, 有利于沙发椅等放大个人舒适度产品的销售, 促使本次并购实现中长期 1+1>2 的效果。
- **逻辑二: 类宜家式渠道升级, 正推进公司持续向上改善。**2016 年, 公司试水生活馆模式, 将传统主动销售型家居营销模式, 升级为兼顾服务与消费的体验式营销模式。2017 年, 90% 以上的门店完成 OAO 模式覆盖, 结合线下消费体验升级, 将促使门店提升订单转化率, 带动后续生活馆坪效增长。目前来看, 公司存货周转率等指标皆保持向好态势, 本次并购完成后, 公司一体化家居解决方案供应能力大幅提升, 有利于销售品质继续提高。
- **逻辑三: 产品和设计优势将保障公司产品溢价能力。**公司坚持“设计创造生活”理念, 将家居产品打造为文化载体, 通过跨界合作等形式, 持续挖掘产品设计理念和创新经营模式。公司现有丰富的产品体系, 配合持续更新升级的原创设计理念, 势必将推动终端客单价的持续提升。
- **逻辑四: 推进与地产商大宗业务合作, 实现工程渠道收入增长。**公司自 2014 年开始切入工程业务, 2017 年与恒大家居产业园合资设立河南恒大曲美公司, 深度绑定恒大工程业务。全装修政策的推进, 势必将对木制家居产品的客户形成分流, 对 C 端零售产生冲击。而公司目前在工程业务端有先发优势, 看好后续该方面业务实现快速放量。

## 估值与投资建议

- OAO 模式、全品类定制是公司未来发展的最大亮点, 而本次并购完成后, 不仅将增厚公司业绩, 也使得公司完成大家居全面布局。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 预测为 0.63/0.85/1.17 元 (三年 CAGR32.1%), 对应 PE 分为 23/17/13 倍。我们给予公司 2018 年 PE 为 30 倍, 对应目标价 18.96 元/股, 维持“买入”评级 X。

## 风险

- 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。

## 内容目录

估值与投资建议.....	4
快速成长的曲木家居制造领头羊.....	4
逻辑一：收购挪威软体标的完善产品线，成大家居布局最完善的企业.....	6
被收购标的软体家居布局完整，为全球化企业.....	6
并购 Ekornes ASA，短期至少可以实现 1+1=2 的效果.....	8
长期来看，并购将在国内市场形成协同效应，总体效果 1+1>2.....	10
逻辑二：类宜家式渠道升级，正推进公司持续向上改善.....	13
渠道扩张速度平稳，看质不看量.....	13
逻辑三：产品和设计优势将保障公司产品溢价能力.....	16
逻辑四：推进与地产商大宗业务合作，实现工程渠道收入增长.....	18
风险因素.....	19
原材料成本上涨风险.....	19
房地产市场下行风险.....	19
管理风险.....	19
OAO 模式不达预期.....	19
盈利预测.....	19
关键假设.....	19

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	4
图表 2：曲美家居近年主要获奖产品.....	4
图表 3：曲美家居收入增速保持攀升.....	5
图表 4：曲美家居近两年业绩增速均超过 30%.....	5
图表 5：人造板式家居为曲美家居核心主业.....	5
图表 6：曲美家居 2017 年收入增速略逊于定制家居公司.....	5
图表 7：曲美家居 17 年净利润增速居定制家居中游水平.....	6
图表 8：曲美家居 17 年板式家居毛利率比肩定制家居.....	6
图表 9：本次重大资产重组交易结构.....	6
图表 10：Ekornes ASA 旗下 4 大品牌基本情况.....	7
图表 11：Ekornes ASA 近年主营收入情况.....	8
图表 12：Ekornes ASA 近年净利润情况.....	8
图表 13：标的公司 4 大品牌收入占比.....	8
图表 14：标的公司分区域销售占比.....	8
图表 15：Stressless 沙发椅的组成结构.....	9
图表 16：Stressless 沙发椅同款产品用三种型号.....	9
图表 17：美国新房销售情况.....	10
图表 18：美国新开工住宅情况.....	10

图表 19: 2017 年全国精装房市场规模.....	11
图表 20: 2017 年全国精装房项目分城市等级情况.....	11
图表 21: 2017 年全国精装房数量分城市等级情况.....	11
图表 22: 2017 年精装房家居家电配套率.....	11
图表 23: 中国婚姻登记对数.....	12
图表 24: 此次并购将直接提升曲美家居产品供应与服务能力.....	12
图表 25: 曲美家居历代门店变更.....	13
图表 26: 近年曲美家居门店变化情况.....	13
图表 27: 曲美家居原有门店与生活馆对比.....	14
图表 28: 你+&居+生活馆对比.....	14
图表 29: 曲美家居万众设计平台.....	15
图表 30: 曲美家居存货周转率.....	15
图表 31: 曲美家居营业利润率 (%).....	15
图表 32: 2017 年曲美家居库存商品占比下降明显.....	16
图表 33: 曲美家居单店收入情况.....	16
图表 34: 曲美家居八大生活馆设计概况.....	16
图表 35: “我爱瑜伽”系列产品充分展现了曲美家居卓越的曲木工艺.....	17
图表 36: 曲美家居与众多国内外优秀设计师合作.....	18
图表 37: 万科曲美样板间示意图.....	19
图表 38: 曲美与万科、恒大合作模式.....	19
图表 39: 曲美家居盈利预测.....	20

## 估值与投资建议

- 2017年，定制家居企业密集IPO上市，完美的商业模式和高速的业绩成长，使定制家居板块成为资本市场最关注的焦点之一。而2016/2017两年亦斩获58%/33%高速增长，并且已在定制家居领域发力的曲美家居似乎有所沉寂。藉着此次公司收购Ekornes ASA的重大事件，我们梳理**海外并购、类宜家零售模式、设计溢价和工程渠道**四大逻辑，再次解读并重点推荐曲美家居。
- **维持“买入”评级。**曲美家居从事中高档民用家具的设计、生产和销售，OAO模式、全品类定制是公司未来发展的最大亮点，且此次并购挪威高档软体家居标的，我们认为其估值应该参考A股中从事板式定制、成品家具和软体家居相关业务的公司。我们选取索菲亚、欧派家居、顾家家居、金牌厨柜、尚品宅配和美克家居作为估值参考。可比公司2018-2020年预测PE均值分别为31/24/18倍。考虑到此次并购及非公开发行审批流程长，存在较大不确定性，我们维持公司2018-2020年完全摊薄后EPS为0.63/0.85/1.17元的预测。若并购顺利完成，不仅将短期大幅增厚公司业绩，同时将形成渠道和产品的协同，推动公司中长期快速成长。我们给予公司2018年PE为30倍，对应目标价18.96元/股，维持“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS		PEG (倍)
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		CAGR (%)	PEG (倍)	
002572	索菲亚	36.88	340.56	0.98	1.32	1.78	2.31	38	28	21	16	0.0	33.1	1.1	
603833	欧派家居	143.40	603.14	3.21	4.06	5.25	6.71	46	35	27	21	0.0	29.5	1.6	
603816	顾家家居	70.27	300.85	1.99	2.52	3.31	4.20	37	28	21	17	0.0	29.8	1.2	
603180	金牌厨柜	113.32	76.49	2.78	3.32	4.60	6.19	46	34	25	18	0.0	35.8	1.3	
300616	尚品宅配	114.41	227.33	3.71	2.74	3.72	5.06	60	42	31	23	0.0	38.3	1.6	
600337	美克家居	6.03	107.44	0.24	0.28	0.36	0.45	29	21	17	13	0.0	29.6	1.0	
平均								<b>43</b>	<b>31</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>0.0</b>	<b>32.7</b>	<b>1.3</b>	
中值								<b>42</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>0.0</b>	<b>31.5</b>	<b>1.3</b>	
603818	曲美家居	14.82	72.84	0.51	0.63	0.86	1.17	29	23	17	13	3.1	32.1	0.9	

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为2018年6月14日收盘价

## 快速成长的曲木家居制造领头羊

- **曲木家具行业的开创者，近两年业绩实现高速增长。**公司是国内最早从事曲木家具设计、生产、销售及服务的家具企业。近年来，公司产品多次获得“中国创新设计红星奖”等知名设计大奖，公司产品在设计、质量及服务等方面均居于行业领先地位。2017年，公司分别实现营收和净利润20.97亿元和2.46亿元，同比增长26.05%和32.78%。我们认为公司高速增长得益于“新曲美”战略的持续落地，2017年，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。同时终端销售以“生活馆”为呈现形式，满足消费转型和美学升级的市场需要，并且全面提升消费者到店消费体验，提升流量转化率。

图表 2：曲美家居近年主要获奖产品



“乐山居”沙发



“豌豆公主”休闲椅



“绝色大丽花”沙发



“耳朵”沙发

(IF 产品设计奖)



C3 椅  
(中国创新设计红星奖)

(中国创新设计红星奖、IF 产品设计奖)



“涟漪”屏风  
(中国创新设计红星奖)

(中国创新设计红星奖)



“蜂巢”隔断  
(中国设计红星奖)

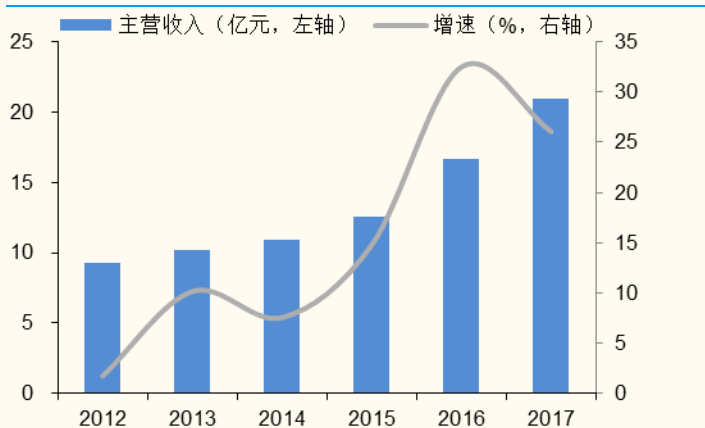
(中国创新设计红星奖)



“旋律”休闲椅  
(中国设计红星奖)

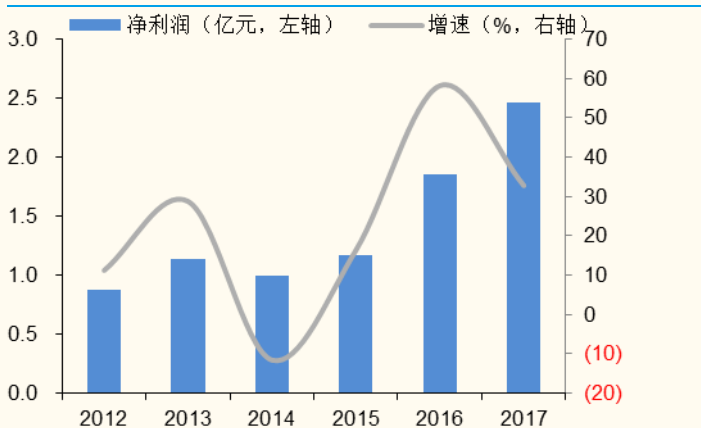
来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

图表 3：曲美家居收入增速保持攀升



来源：wind，国金证券研究所

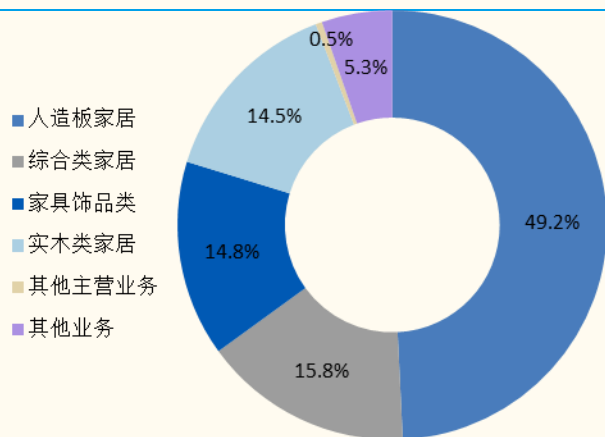
图表 4：曲美家居近两年业绩增速均超过 30%



来源：wind，国金证券研究所

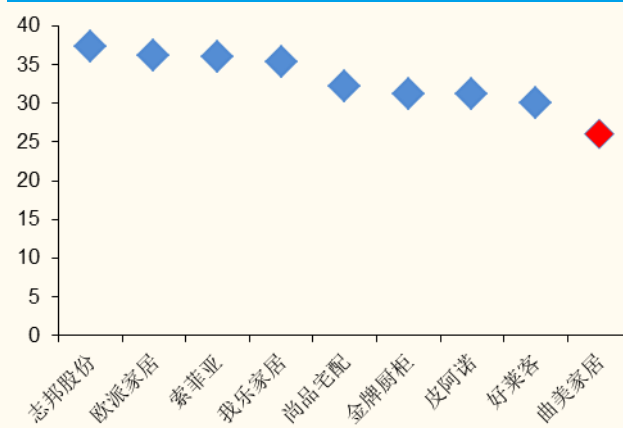
- 以板式家居为核心，成长性不逊于板式定制家居。2017 年，公司核心销售产品为人造板家居产品，实现收入 10.3 亿元，占比 49.22%，增长 29.27% 是公司增长最快的家居类业务。与其他以板式家居为核心主业的定制家居企业相比，公司整体收入增速略低，但净利润增速并不落后。尤其在盈利能力方面，公司人造板家居产品毛利率高达 39.75%，可以比肩定制家居企业。

图表 5：人造板式家居为曲美家居核心主业



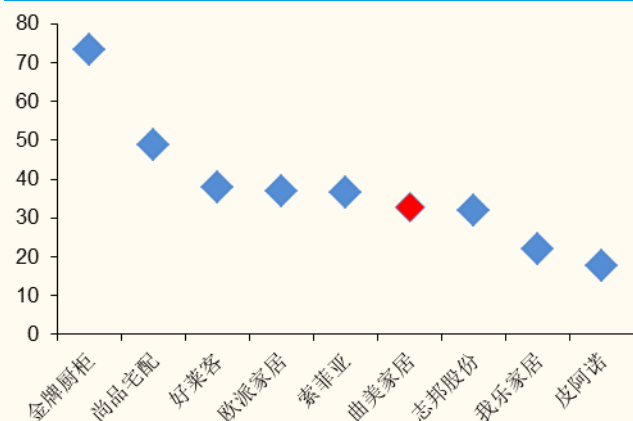
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：曲美家居 2017 年收入增速略逊于定制家居公司



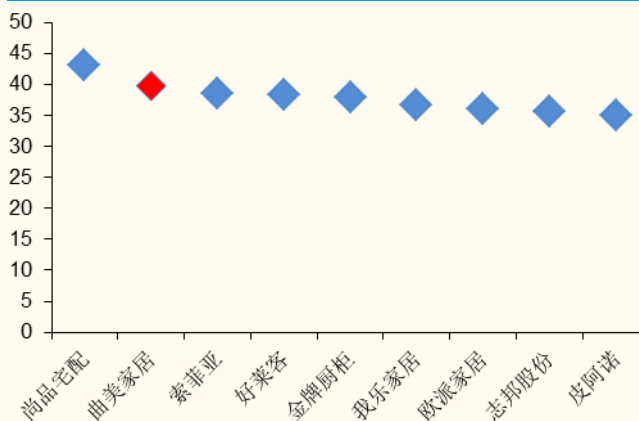
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：曲美家居 17 年净利润增速居定制家居中游水平



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：曲美家居 17 年板式家居毛利率比肩定制家居



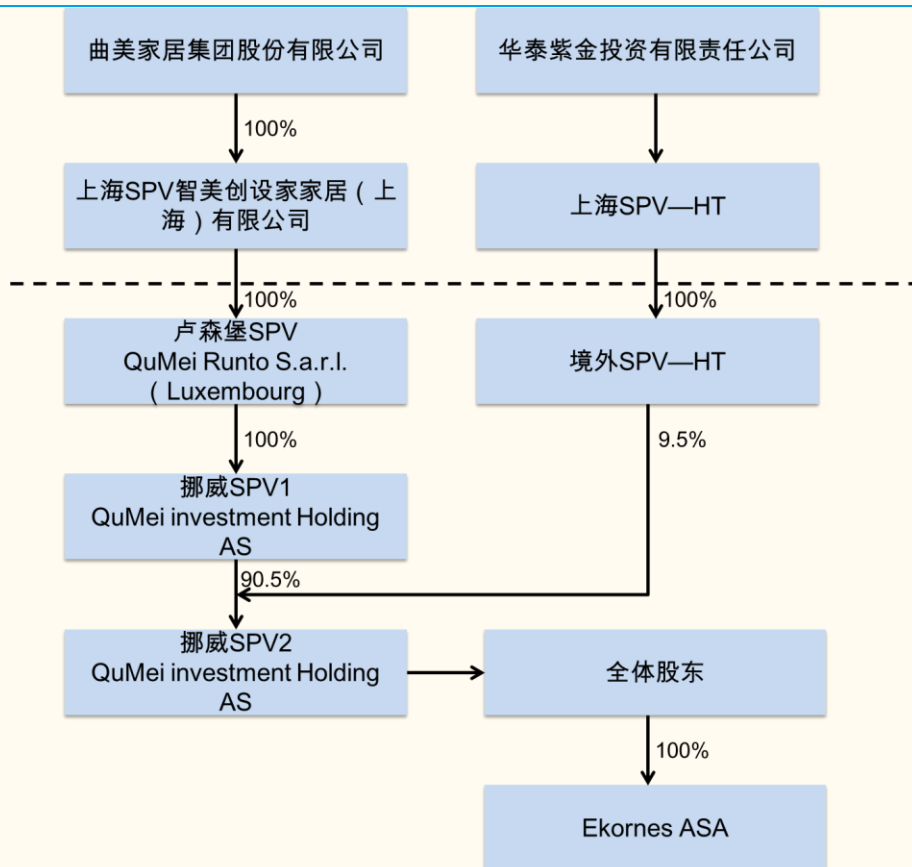
来源：wind，国金证券研究所

### 逻辑一：收购挪威软体标的完善产品线，成大家居布局最完善的企业

被收购标的软体家居布局完整，为全球化企业

- 拟收购挪威高端家居上市企业。5 月 24 日，公司公告重大资产重组草案，公司拟联合华泰紫金通过境外子公司 QuMei Investment AS，以 36.77 亿元的交易对价，收购挪威奥斯陆证券交易所上市公司 Ekornes ASA 至少 55.57% 的股权。公司本次采取现金收购股权，将通过非公开发行的方式，募集 25 亿元用于股权收购。

图表 9：本次重大资产重组交易结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 被收购方主营高端软体家居，下辖 4 大品牌产品分类明晰。Ekornes 始于 1934 年，初期主要以家具和床垫制造为主业。1994 年，Ekornes ASA 将

原有 Ekornes 旗下业务进行整合，并于 1995 年在奥斯陆交易所上市。截至 2017 年，标的公司旗下共有 Stressless、IMG、Svane 和 Ekornes Contract 4 大品牌，全球范围内拥有 10 家制造工厂，21 家销售公司，雇员 2,140 名。Stressless 产品包括沙发椅和沙发，其中沙发椅最具代表性，也是标的公司的拳头产品；IMG 以躺椅和沙发为核心产品，与 Stressless 产品体系类似；Svane 以功能床垫为主；Ekornes Contract 以躺椅为主但主要针对酒店和办公市场。整体上看，Ekornes ASA 是一家全球化的家居制造企业，且核心品牌分别覆盖软体家居的不同领域以及销售渠道。

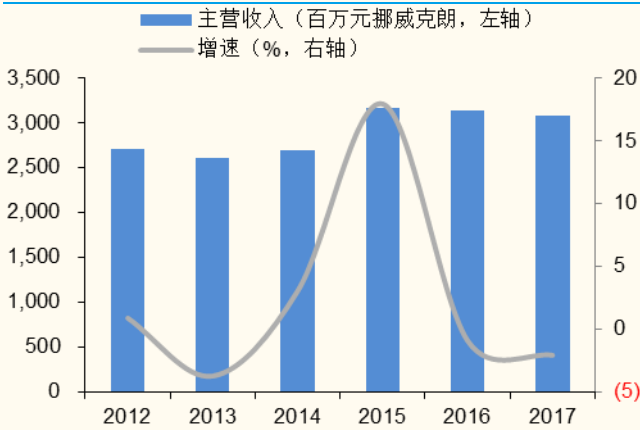
图表 10: EkornesASA 旗下 4 大品牌基本情况

品牌	成立时间	雇员	工厂	代表产品	2017 年创收 (百万挪威克朗)
Stressless	1935	1305	5		2292.9
IMG	2006	743	3		478.6
Svane	1937	84	1		255.2
Ekornes Contract	1989	8	-		52.2

来源: Ekornes ASA annual report, 国金证券研究所

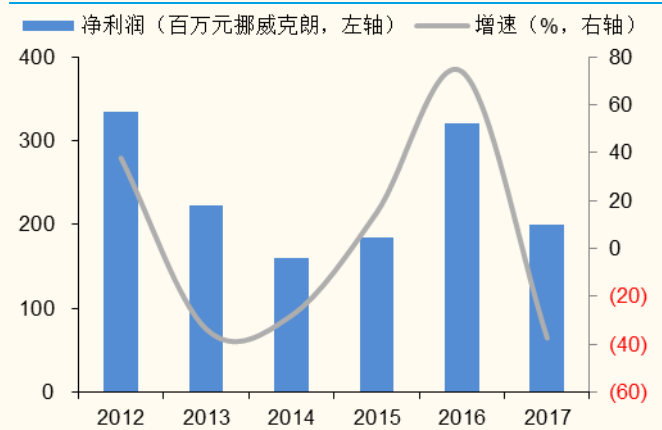
- 标的公司收入规模基本保持稳定，Stressless 贡献绝对收入为核心品牌。2017 年，标的公司实现营收 30.78 亿元挪威克朗，收入同比小幅下滑 2.05%。净利润为 2 亿挪威克朗，同比下滑 37.40%，主要系由汇兑损益以及产能搬迁导致资产减值增加所致。标的公司作为挪威最具代表性的软体家居品牌享誉欧美，近 4 年平均毛利率高达 73.11%，显著高于中国软体家居标的的利润水平，具备明显的品牌溢价。从收入结构上看，标的公司 4 大品牌中，Stressless 2017 年公司贡献 22.92 亿挪威克朗收入，占总收入 74.47%，贡献利润 1.85 亿挪威克朗，占比接近 60%，为绝对头部品牌。2017 年，受益美国经济复苏，标的公司在美国/加拿大/墨西哥区域销售收入同比增长 6.26%，贡献度提升 2.39pct。欧洲作为标的公司的核心销售区域收入贡献超过 56%，但由于中欧、南欧地区销售下滑明显，欧洲区域整体收入占比下降了 2.8pct。

图表 11: EkornesASA 近年主营收入情况



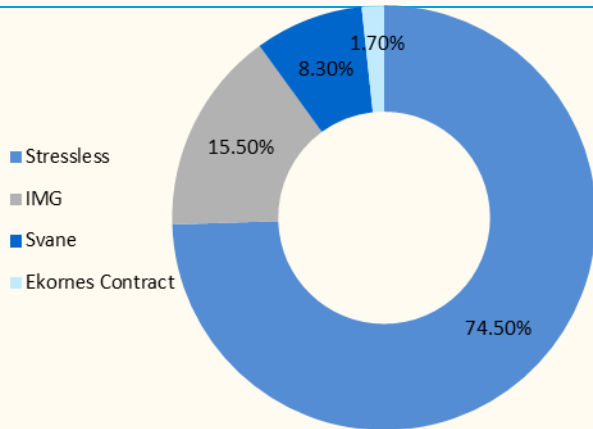
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12: EkornesASA 近年净利润情况



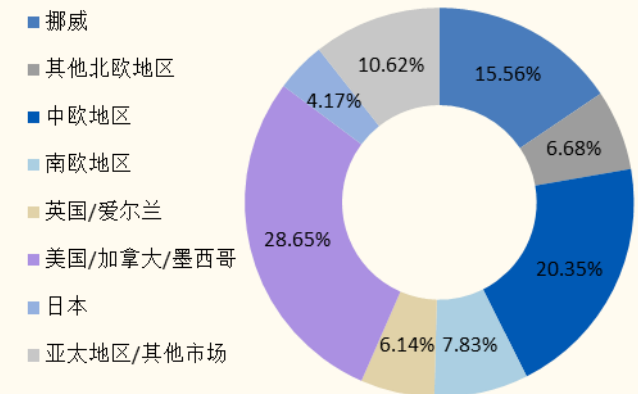
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 13: 标的公司 4 大品牌收入占比



来源: Ekornes ASA annual report, 国金证券研究所

图表 14: 标的公司分区域销售占比



来源: Ekornes ASA annual report, 国金证券研究所

并购 Ekornes ASA, 短期至少可以实现 1+1=2 的效果

- Ekornes ASA 具备独一无二的产品特色, 产品端即形成护城河。Ekornes ASA 核心品牌 Stressless 主打舒适的沙发和高级的躺椅等产品, 定位为“高价的、有品质的品类领导者”, 被称为“世界上最舒服的椅子”。在挪威 Stressless 的沙发椅销售数量已超过 100 万个, 其品牌基本已经成为沙发椅的代名词, 全球范围内用户也已超过 550 多万。Stressless&reg Plus 系统作为 Stressless 沙发椅的核心内部机械结构, 是一种用高强度合金钢制成的弹簧框架, 坐垫和靠背随着身体的前倾或后倚会运动而变换角度的系统, 受全球专利保护。此外, Stressless 沙发椅的外形设计也受全球专利保护, 使得模仿者仿其形而未得其神。

图表 15: Stressless 沙发椅的组成结构



来源：好百年家居微信公众号，国金证券研究所

- **选材独具匠心，兼具品质、个性和舒适，符合欧美消费者需求。** Ekornes ASA 在意大利和巴西有两大专业皮革供应商，且公司内部品控严格。目前，Stressless 沙发椅主要选用巴帝克 (Batick)、科拉斯 (Classic)、宝罗马 (Paloma) 和洛耶琳 (Royalin) 4 种不同牛皮 28 个颜色为主材，保障产品的耐久性、柔软度以及手感。钢制和木质结构均采用机器人自动加工，确保产品质量。Stressless 沙发椅每一个系列产品均拥有大、中、小三个尺寸，适用于不同消费者的不同体型。在欧美国家住宅基本都完成装修，并配套全部家居产品。因此，消费者在购房后的家居消费中，更加注重个体消费，倾向于购买高品质，且能满足并提升个体舒适的家居产品，Stressless 沙发椅则完美契合这一消费需求。

图表 16: Stressless 沙发椅同款产品用三种型号

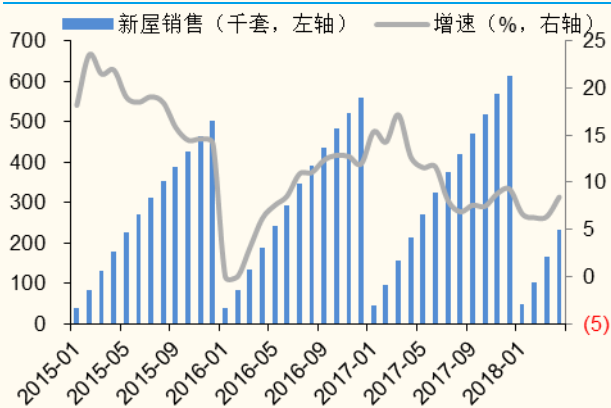
Three sizes  
– same design



来源：Stressless 产品目录，国金证券研究所

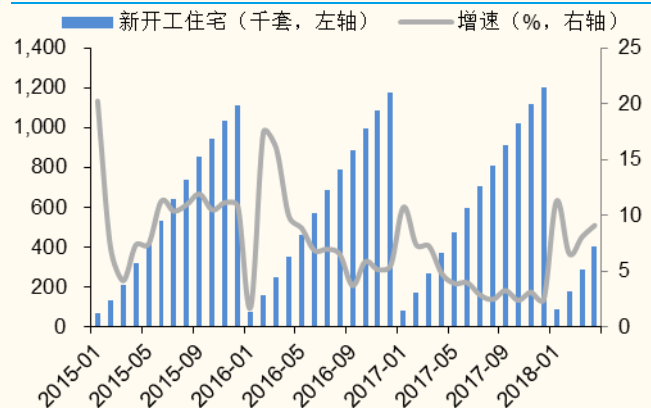
- **Ekornes ASA 产品特性保障销售规模，并表将明显增厚曲美业绩。** Stressless 的产品特性决定其在欧美市场需求中将持续占有一席之地，并为 Ekornes ASA 保有稳定销售规模提供有力支撑。对于目前外销占比仅为 0.23% 的曲美家居而言，此次并购后 Ekornes ASA 在全球的销售将是新增业务。2017 年，Ekornes ASA 收入约为 24.58 亿人民币，净利润 1.5 亿元人民币，收购完成后实现并表，将大幅提升公司整体业绩，有利于对冲在国内地产销售不景气背景下，公司销售业绩下滑的风险。另一方面，北美区域作为 Ekornes ASA 销售第一大区域，美国从 2016 年 2 月开始，新房销售增长回暖，且新开工住宅也保持稳定增长。尤其进入今年后，新售房和新开工住宅增长，自 2 月后开始提速。我们认为，美国地产行业的回暖，势必将在一定程度上推动 Ekornes ASA 在北美区域的销售，进一步对曲美家居作出并表后的业绩贡献。

图表 17: 美国新房销售情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 美国新开工住宅情况



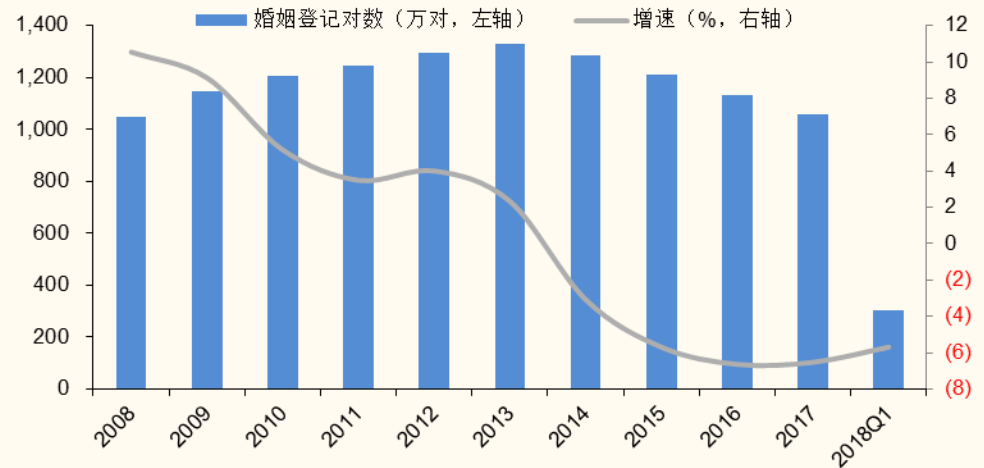
来源: wind, 国金证券研究所

长期来看，并购将在国内市场形成协同效应，总体效果 1+1>2

- **全装修政策下，将推高国民个体居家消费热情。**2017 年以来，全装修政策加速推进，在此背景之下去年全年精装修新开盘项目 1293 个，整体市场规模 127.4 万套，同比增长 9.9%。二、三、四线城市精装修市场正在快速崛起，其中三四线城市 2017 年新开盘和市场规模，分别增长 32.3% 和 41.7%。在这样的发展趋势之下，我们认为对家居产品消费会出现两种结果。
  - 1) 精装房验收后实际上已经基本上满足购房者居住需求，相比购买毛坯房对家庭使用居家产品的消费诉求已有所降低。在此情况下，消费者则更有意向购买满足个体舒适度和个性化追求的居家产品。也就是说，在全装修政策推进之下，中国未来的居家消费，将逐步向欧美国靠拢，满足整个家庭共同使用的居家产品，将不再是购房后消费者首要考虑购买的产品，反而满足个体居家生活诉求的产品消费将逐步崛起。因此，我们看好，沙发椅、按摩椅、床垫等具备将个体舒适度放大的产品未来的发展前景。
  - 2) 互联网大时代背景下，为低线城市创造了许多曾经没有的产品与服务，从而造就了现阶段低线城市的消费行为和习惯。很多对于一二线城市消费者属于消费降级的行为，但放到低线城市实际上就是消费升级，因为曾经没有这样的消费产品和服务。因此，低线消费群体对于新事物的接受度会更高。另一方面，低线城市的房价明显低于一二线城市，较低的住房投入使得该部分人去具备更多的资金投放在居家产品消费。同时，低线消费者多是“有钱、悠闲”，对于消费更是以娱乐、安逸和享受优先。低线城市精装市场加速崛起，完全匹配家居企业渠道下沉趋势，且基于消费特征，有理由看好高端享受型家居产品在低线城市的成长。



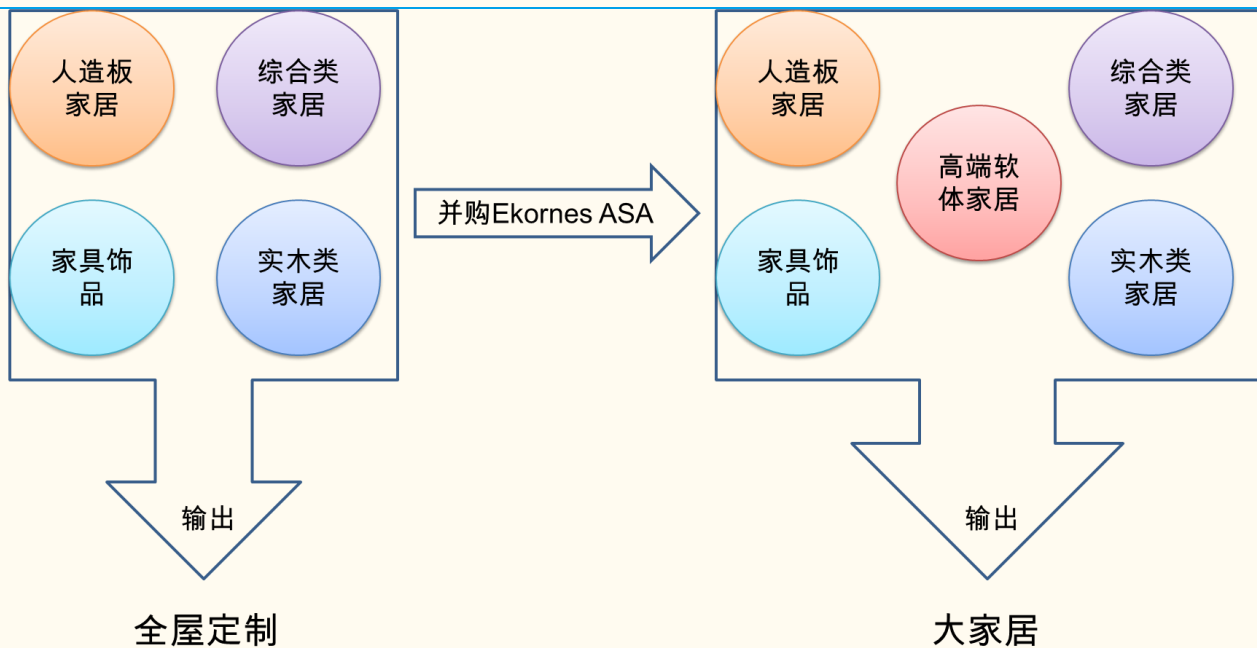
图表 23: 中国婚姻登记对数



来源: wind, 国金证券研究所

- 并购完成后, 将进一步完善公司在软体家居领域的产品布局。在此次并购之前, 公司的核心产品为人造板式成品家居, 并已通过优化 OAO 模式, 提升柔性制造能力, 为客户提供全品类定制化的产品和服务, 具备了全屋木制板式全屋定制的能力。但软体家居领域, 相对为公司的产品线弱项, 而此次并购后, 依靠 Ekornes ASA 完整的软体产品线布局, 公司将完成板式成品+板式定制+全套软体家居+家饰配套产品的大家居全产品链覆盖, 并成为行业内第一家拥有完整大家居产品输出能力的上市家居企业。
- 另一方面, Ekornes ASA 在中国线下销售渠道仅覆盖 24 个城市, 总门店数不超过 40 家, 整体销售实力偏弱。从 Ekornes ASA 亚太地区收入仅占总收入的 10.62%, 便可侧面印证其在中国市场的销售并未十分突出。目前, 曲美在国内拥有 875 家终端销售渠道, 具备良好终端产品呈现能力。此次并购完成后, 两大品牌将在中国市场形成渠道和品牌融合, 未来国货个体居家消费确定崛起的趋势下, 将持续利好 Ekornes ASA 在华销售增长提速, 实现 1+1>2。

图表 24: 此次并购将直接提升曲美家居产品供应与服务能力



来源: 国金证券研究所制作

## 逻辑二：类宜家式渠道升级，正推进公司持续向上改善

### 渠道扩张速度平稳，看质不看量

- 伴随业务优化，门店持续升级。自成立以来，公司始终重视终端销售渠道升级，先后对门店形象进行4次升级。1999年开始与丹麦设计师汉斯合作，推出“丹麦生活”系列，产品从单一弯曲木工艺向系列产品转变，并于同年聘请丹麦设计师海瑞克设计第二代“黑色概念”形象店。2007年，公司产品设计有北欧风格转向现代国际设计，先后推出8大核心系列产品，并伴随新品的推出，于5月聘请法国设计师设计了全新的第三代独立店形象。2013年，公司由家具制造企业向家居整体解决方案供应商升级，并在2014年，启动以北京市亚运村店为起点的第四代店面形象升级。

图表 25：曲美家居历代门店变更



1999年丹麦设计师设计的店面形象



2007年法国设计师设计的店面形象



2014年亚运村店的店面新形象



2014年亚运村店的店内新形象

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 门店数量少于定制家居企业，但应看质不看量。2017年，公司总门店875家，直营14家，经销商门店861家。与任何一家上市定制家居企业相比，公司总门店数都处在下风。但我们认为，对于公司门店的评判应该看重质量而非数量。首先，公司门店从原来的300平逐步扩大至现在的千平方米以上，整体门店面积显著大于定制家居企业。由于门店面积大，公司对于新店开设的选址要高于定制家居企业，影响扩张速度。其次，公司主营成品家具，且门店面积偏大，导致门店装潢和铺货周期较长，在一定程度上也会拖累渠道的铺设速度。但相比定制家居平均200-300平米的门店，仅能实现空间展示，公司的千平米大店能够实现全屋空间展示，而非单一房间的空间展示，其终端产品呈现品质领先于定制家居门店。

图表 26：近年曲美家居门店变化情况

	经销商	经销商专卖店	其中：独立店	店中店	直营店	其中：独立店	店中店
1H2015	302	641	132	509	10	5	5
2015	307	663	120	543	11	5	6
1H2016	311	698	133	565	14	6	8
2016	323	758	154	604	14	6	8
1H2017	343	796	182	614	14	6	8
2017	377	861	218	643	14	6	8

来源：公司公告，国金证券研究所

### 生活馆推广，提升消费者到店体验

- **生活馆模式推出，家居门店不再只买家具。**2016年，公司推出“你+生活馆”模式，平均单店面积超过1,500平方米。在实现成品、定制和软装产品的组合展示的同时，生活馆也涵盖了咖啡区、阅读区、VR体验等多维度空间。与传统家居门店相比，生活馆更注重客户到店体验，将原来家居卖场中的主动营销升级为体验式营销。同时，通过提升设计师的配置比例，提供由空间设计师、家具设计师、软装搭配师组成的多对一设计服务，弱化导购的主导地位。让设计师成为订单转化率提升的核心，并提升与客户营销谈话的专业性。把消费者从传统家居门店导购呱噪的销售中，升级转向由设计师主导的全屋展示消费体验。生活馆模式，让家居门店不再只销售家居产品，而是让客户在最轻松的购物环境中，通过最专业的指引购买最正确的产品，是一种由单一产品销售向服务与体验销售的升级。

图表 27：曲美家居原有门店与生活馆对比

	门店面积	门店选址	产品种类	服务体系
原有模式	300/500/700/900/1000/3000 平米	店中店/街边店/独立店	根据大小面积涵盖产品系列不同	导购为主,设计师为辅
生活馆	2000 平左右	街边店/店中店为主	八大系列产品+家居饰品+休闲服务区	设计师为主,配合 OAO 系统可提供整套空间设计方案

来源：公司公告，国金证券研究所

- **针对低线城市，推出“居+生活馆”。**针对家居企业渠道下沉四五线城市的趋势，公司于2017年上半年推出“居+生活馆”。与“你+生活馆”相比，“居+生活馆”同样包含全品类成品系列、定制系列、儿童系列、软装饰品等四大系列。但“居+生活馆”的产品在样式和材料方面有所改变，且价格便宜30%-40%，高性价比路线有利于公司快速实现渠道下沉。

图表 28：你+&居+生活馆对比

	开设城市	产品系列	目标人群	门店开设方式	经销商
你+生活馆	一二三线城市	成品+定制+软装装饰	高消费人群	新增门店+老门店升级	老经销商+新经销商
居+生活馆	四五线城市	成品+定制+软装装饰,但较你+价格便宜	中低消费群体	新增门店	新经销商

来源：公司公告，国金证券研究所

- **OAO 模式线上线下全程解决方案闭环，将带动生活馆经营效率提升。**公司 OAO 运营模式于 2015 年 10 月正式上线。OAO (Online And Offline) 模式是指消费者既可以在线上云设计平台实现家具挑选、搭配、室内设计布局，又可以在线下门店中接收设计师团队一对一量身设计服务，还可以通过线下扫描二维码获取全方位产品信息等，消费者可充分享受线上线下的信息资源一体化。相较于传统的 O2O 模式，OAO 平台整合产品体验、设计服务和智慧生产，真正实现了线上线下一体化。在用户使用功能上，OAO 通过为用户提供有价值指导的灵感库、覆盖全国超过 7000 套楼盘户型图的样板间以及可自主进行家居 DIY 的 3D 云平台，为用户带来极致的家装体验。2017 年，公司分别拥有“你+”和“居+”生活馆 67 家和 28 家，且已分别签约 100 家门店，生活馆模式后续还将保持稳定扩张。配合 OAO 模式公司将设计为流量切入口，为生活馆持续引流，并结合线下消费体验升级，提升订单转化率，带动后续生活馆坪效增长。

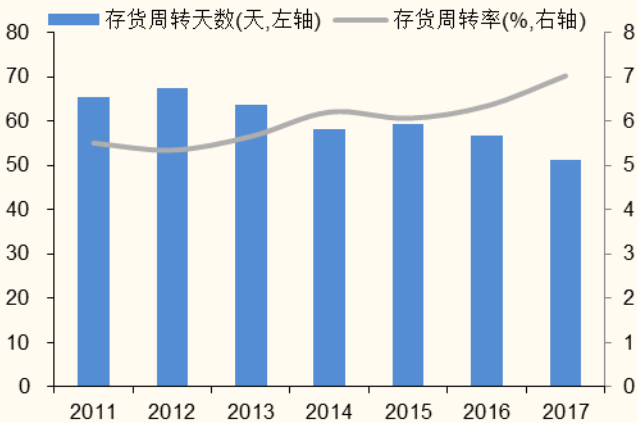
图表 29：曲美家居万众设计平台



来源：公司官网，国金证券研究所

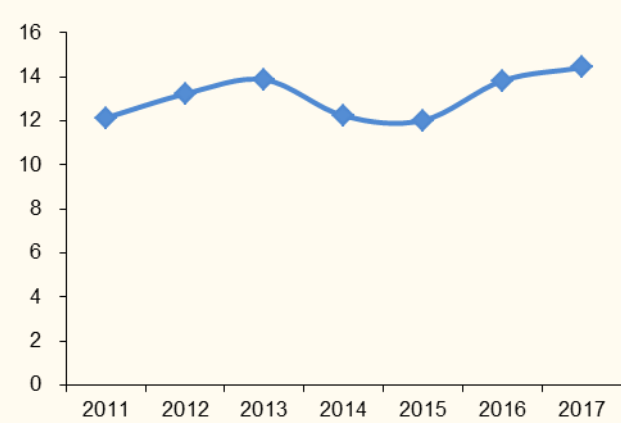
- **相关指标验证公司生活馆模式逐步提升经营品质。**我们认为，生活馆模式将提升公司的经营效率。2017 年，公司存货周转率为 7.02%，较 2016 年提升 0.68pct。2017 年，公司库存商品在总库存中占比为 48.41%，较 16 年下降近 8pct.，生活馆模式正在提升公司产品销售效率。2017 年，公司单店收入 239.68 万元，同比增长 11.21%，近三年单店收入平均增速超过 10%。我们认为，公司本次收购 Ekornes ASA 后，将进一步丰富门店软体家居产品品类，并提高现有软体产品整体价值，有利于带动单店收入的持续增长。

图表 30：曲美家居存货周转率



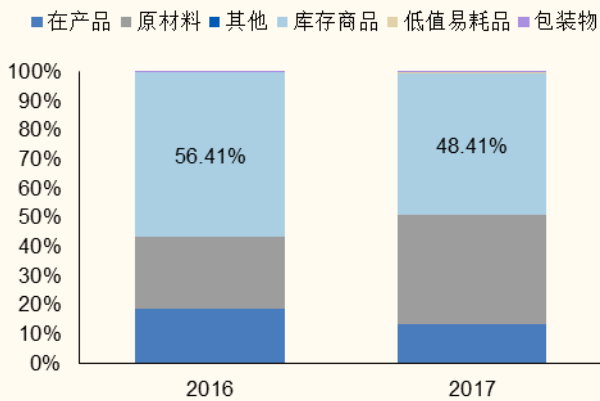
来源：wind，国金证券研究所

图表 31：曲美家居营业利润率 (%)



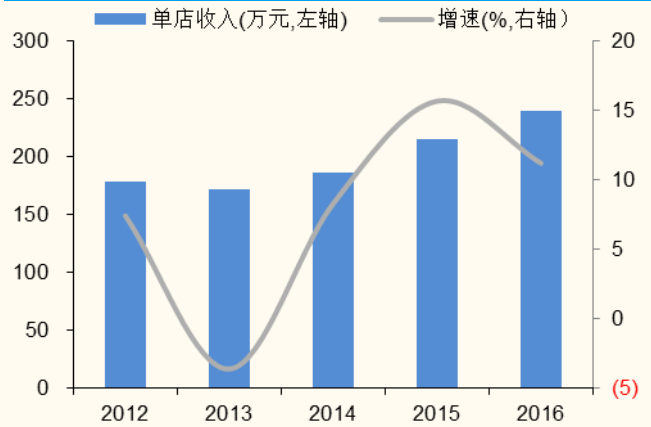
来源：wind，国金证券研究所

图表 32：2017 年曲美家居库存商品占比下降明显



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：曲美家居单店收入情况






来源：公司公告，国金证券研究所

### 逻辑三：产品和设计优势将保障公司产品溢价能力

- 八大生活馆覆盖不同生活方式需求。**为了满足客户不同生活方式需求，2015 年公司正式推出了“八大生活馆”系列产品，风格主打精致、简约和轻奢路线，品类囊括板材、板木和实木等各类材质家具。八大生活馆以 4.0 生活馆形象呈现，为客户提供了不同风格、不同材质的餐厅、客厅、卧室、书房、衣帽间及阳台空间解决方案。通过全力打造八大生活馆，不仅丰富了公司产品线及定位人群，公司也完成了从单纯家具制造商向家居型企业的转型升级，公司综合竞争力全面提升。此外，成品家具 SKU 数量超过 2 万个，饰品 SKU 超过 1 万个，为消费者提供全面而多样的选择。

图表 34：曲美家居八大生活馆设计概况

八大生活馆	套价 (两室一厅)	设计定位	设计理念	设计图
“维格尚品” 轻北欧设计风格	3 万元左右	定位年轻人群	无拘无束是生活本来的面貌，无论多少外界的牵制和约束羁绊着我们的步伐，都不应该影响生活快乐的本质	
“北欧阳光” 精致北欧设计风格	4-5 万元	定位轻熟人群	自然、内敛、宁静、现代，却不乏蕴藏丰富的内在能量，不浮夸的理念体现细腻和谐的质感	
“古诺凡希” 经典北欧设计风格	10 万元左右	定位中产人群	设计理念简单实用，但在细节之处匠心却处处可见，功能与形式透过卓越工艺找到新的平衡，形成了回归自然、独具特色的风格	
“自在空间” 意大利摩登设计风格	8 万元左右	定位城市人群	随性和个性，跨界和无界，设计的终极价值就是生活的可能性。因为对美狂热的偏执，设计和时尚成为一种非刻意的本能	
“如是·中国家” 现代中式设计风格	15-40 万 (适合大户型)	定位传统中式风格	大篇幅是对传统的继承，少量融汇现代元素，将传统精神理念融合于现代都市生活，提取传统中式设计的精华元素和生活符号	

<p>“万物” 新中式简素设计风格</p>	<p>70-100 万 (会所及大户型)</p>	<p>定位新中式简素风格</p>	<p>除了保留传统中式风格的含蓄秀美和古朴韵味，并将丰富的经典中式元素与现代都市风尚进行改良融合，最后形成了更符合当代人审美需求的新中式风格</p>	
<p>“B8 创意空间” 定制产品、空间管家</p>	<p>--</p>	<p>全线创意定制</p>	<p>基于严格的生产工艺和环保安全的材料，从空间设计、家具设计到家居饰品设计，B8 团队全线打造不同创意想法</p>	
<p>“艺树空间” 中式汉唐风格</p>	<p>--</p>	<p>潮流混搭</p>	<p>沿用“跨界混搭”的潮流设计，巧妙的融合了东南亚风格的奔放雅致，北欧风格的简约自然，日式风格的内敛禅意，用 fusion 无国界的设计精神，成就了与众不同的居家格调</p>	

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所整理

- **合作理念不设限，产品丰富度持续提升。**除了覆盖不同生活方式需求的八大生活馆，公司还积极推进跨界合作，以打造公司丰富且极具设计感的产品线。上半年，公司与非常建筑主持建筑师张永和联合推出“我爱瑜伽”系列，并受邀于上海当代艺术中心进行展出，获得设计界、艺术界和家居界的广泛关注。此外，公司也与浙江圣奥家具制造有限公司合作推出“曲美圣奥办公家具”，开始涉足办公家具产品，公司产品品类进一步拓展。同时，公司还通过与海尔定制平台的跨界合作推出场景化的“童话家”定制家居，将定制深入到家居的文化层面，创新开启定制合伙人的新模式。公司以不设限的合作理念，规划多系列产品，不断提升产品丰富度，所覆盖的多元化营销渠道及多样化系列产品也为获取多层次客户打下了坚实基础。

图表 35：“我爱瑜伽”系列产品充分展现了曲美家居卓越的曲木工艺



来源：公司官网，国金证券研究所整理

- **坚持“设计创造生活”理念，家居产品成为文化载体。**多年来，公司一直坚持“原创设计”的理念，通过与国内外优秀的设计师合作及自身精益求精的制造优势，为消费者提供不同材质、生产工艺及设计风格的产品，满足更多消费群体需求。凭借公司家居设计团队的丰富经验及设计师杰出的设计理念，公司在家具行业中始终引领家居时尚前沿，独特的设计理念也

确保了公司产品的消费粘性及良好的品牌口碑。2017年，公司新增北欧饰品（曲美 Living）设计合作项目、生活馆空间设计研发项目、新凡希产品研发项目、新实木研发项目，为后续新品投放奠定基础。家居产品具备设计溢价属性，公司坚持原创设计，将为旗下产品新增附加价值。同时，现有产品体系与丰富的SKU储备，使得公司具备极强的一站式家居解决方案供应能力，势必将推动终端客单价的持续提升。

图表 36：曲美家居与众多国内外优秀设计师合作

设计师/设计所	背景说明	代表作品
Hans Sandgren Jakobsen (汉斯)	作品曾获德国工业设计“IF”奖、创意设计大奖 RED DOT AWARD（红点奖）等国际知名奖项	“丹麦生活”系列、“北欧阳光”系列、“精致生活”系列、“枫侣之家”系列、“青少年船甲板”系列家具、C3 座椅，设计风格为简约、自然的北欧风
Pagnon & Pelhaitre Design (法国 P&P 设计所)	创始人 Patrick Pagnon（帕瑞特）和 Claude Pelhaitre（克劳德）均为法国著名设计师；在建筑设计、室内及家具设计领域成就显著	曲美第三代独立店形象、“蜗牛”系列、“圆点”系列、“艺空间”系列、“猫耳朵”沙发
Pelican Design Studio (鹤鹑设计事务所)	世界著名的丹麦设计所，多次获得各种国际设计大奖；推出世界流行的“i.Q”式（智能化）办公家具设计理念	SOHO 家庭办公系列家具
Henrik B Sosresen (邦纳利克设计所)	创始人 Henri B Sosresen（汉瑞克邦纳利克）是丹麦皇家设计学院教授；在建筑业、工业设计方面获得显著成就	“橡皮糖”系列、“经典空间”系列软体家具，设计上擅长将生活元素、自然环境和建筑设计相结合，作品带有时尚的雕塑感
Gareth Griffiths (盖瑞斯)	国际著名设计所鸽子设计所的设计师；曾获英国家具设计奖	“古诺凡希”经典系列家具，产品设计上将北欧闲适生活与现代生活相融合，崇尚自然、纯真
北京仲松建筑景观设计所	创始人仲松系国内知名设计师，作品曾获得“白玉兰”奖、上海浦东开放开发十年精品项目雕塑金奖	曲美第四代独立店形象；“万物”系列家具，将中式建筑、装饰元素融入到产品中，实现“和谐中正”的东方之美
吴其华 刘轶楠	亚太设计先锋屋里门外（IN.X）设计公司著名设计师；空间设计案例屡获亚太室内设计双年展等国内外专业奖项	“逸尚·家品”系列家具，设计上擅长将空间设计感与时尚前沿的设计思想结合，创造出时尚、摩登的家居产品
吴桐	国内著名设计师，“无同设计（UTO DESIGN）”创始人；曾获二十一世纪生活文化设计国际大赛全场大奖、“中国建筑奖”、美国“全球设计先锋奖”、“亚洲最具影响力最高荣誉设计大奖”等奖项	“如是·中国家”系列家具，在设计上将中国传统古典元素与现代家具相结合
袁媛	国内知名设计师，毕业于法国圣艾蒂安高等艺术&设计学院，多款设计作品获中国设计红星奖、国际著名设计奖“IF 产品设计奖”	“自在空间”系列以及“豌豆公主”座椅、“乐山居”沙发、“涟漪”屏风，将中西方设计文化与现代生活方式很好地融合

来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

#### 逻辑四：推进与地产商大宗业务合作，实现工程渠道收入增长

- **持续推进工程端业务发展。**公司自 2014 年起与万科物业开展业务合作，推出“拎包入住”装修模式，即为客户提供一站式、一体化装修入住服务，最大程度满足都市年轻群体的需求。作为万科物业该模式的供应商，公司通过批量化定制模式，降低装修成本与销售价格，力图为客户带来最具性价比的家装服务。
- 2015 年，公司深度参与恒大集团“美居工程”项目，包括公司在内的 15 家知名品牌企业与恒大集团建立合作联盟，通过该联盟，购买恒大楼盘的业主将可享受到购房送 3 万至 20 万的“品牌家居券”优惠，所涉及的恒大地产项目覆盖全国 140 多个城市，超 300 个楼盘。
- 2016 年，包括公司在内的 7 家企业，与恒大集团共同出资，组建恒大家居联盟产业园，投资总额超 100 亿元。2017 年，公司与恒大家居产业园合资设立河南恒大曲美公司，为恒大在河南地区的楼盘提供配套家居产品服务。我们认为，全装修政策的推进，势必将对木制家居产品的客户形成分流，对 C 端零售产生冲击。因此，我们认为，家居制造企业切入工程端业务已经成为必然趋势，且工程业务较零售业务虽毛利率较低，但由于销售费用

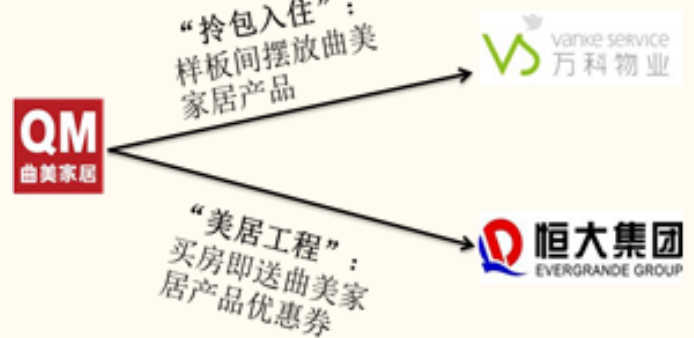
的缩减，净利率并不逊于零售。公司自 2014 年便切入工程业务端口，已具备一定先发优势，看好后续工程业务的稳定放量。

图表 37：万科曲美样板间示意图



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 38：曲美与万科、恒大合作模式



来源：公司公告，国金证券研究所

## 风险因素

### 原材料成本上涨风险

- 公司生产家具产品的主要原材料为木材、五金和油漆等，原材料价格的变动直接影响公司产品成本的变动。如果未来国内原材料价格上涨，将增加公司产品的成本，对公司盈利水平产生不利影响。

### 房地产市场下行风险

- 公司所处的家具制造业是房地产后周期行业，行业景气度直接取决于房地产新屋交易量和二手房交易量。若中国或公司主要出口国房地产市场下行，将对公司业务发展带来系统性风险。

### 管理风险

- 公司采取直销和经销相结合，经销为主的渠道模式，经销商数量众多且地域分布广泛，存在公司覆盖地域和经销商体系的迅速扩展而引致的管理风险。

### OAO 模式不达预期

- 公司 OAO 模式顺利导入需要经销商来配合完成，且不同的经销商对于新模式的执行与接受力度可能会存在差异，此外，模式推广初期，店面设计师配备也将影响到 OAO 的顺利导入，公司存在 OAO 模式导入进程不及预期的风险。

## 盈利预测

### 关键假设

- IPO 募投项目东区生产基地 2017 年 4 月建成，投产以后四年达产率分别为 30%、60%、80%和 100%。
- 随着公司优化生产工艺流程和组织管理架构，提升品牌知名度，公司综合毛利率在现有行业平均水平的基础上逐年小幅提高。
- OAO 模式推广顺利，门店客单价在现有的 1.4 万元基础上逐年小幅提升。
- 由于并购及非公开发行还将分别完成上交所、奥斯陆交易所以及发改委、商务部和外管等相关审批流程，存在较大不确定性，未将 Ekornes ASA 纳入盈利预测范围

**图表 39：曲美家居盈利预测**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (万元)	166,377.4	209,717.6	274,023.5	354,114.2	456,248.1
人造板家居	79,849.0	103,223.0	137,286.6	177,099.7	226,333.4
综合类家居	35,326.0	33,092.0	37,063.0	41,399.4	46,122.1
家具饰品类	22,767.0	30,939.0	40,839.5	53,646.7	70,133.9
实木类家居	26,143.0	30,311.0	45,466.5	67,290.4	97,571.1
其他	2,292.4	12,152.6	13,367.9	14,677.9	16,087.6
营业成本 (万元)	98,931.0	128,204.1	169,030.8	219,871.5	283,880.6
人造板家居	46,108.0	62,196.0	83,744.8	108,916.3	139,195.1
综合类家居	20,634.0	19,683.0	22,237.8	25,170.8	28,403.8
家具饰品类	17,185.0	23,497.0	30,833.8	40,634.7	53,293.0
实木类家居	13,889.0	16,322.0	24,461.0	36,513.1	53,390.3
其他	1,115.0	6,506.1	7,753.4	8,636.5	9,598.4
业务利润 (万元)	67,446.3	81,513.5	104,992.7	134,242.7	172,367.5
人造板家居	33,741.0	41,027.0	53,541.8	68,183.4	87,138.4
综合类家居	14,692.0	13,409.0	14,825.2	16,228.6	17,718.2
家具饰品类	5,582.0	7,442.0	10,005.7	13,012.0	16,840.9
实木类家居	12,254.0	13,989.0	21,005.5	30,777.3	44,180.8
其他	1,177.3	5,646.5	5,614.5	6,041.4	6,489.2
毛利率 (%)	40.5	38.9	38.3	37.9	37.8
人造板家居	42.3	39.7	39.0	38.5	38.5
综合类家居	41.6	40.5	40.0	39.2	38.4
家具饰品类	24.5	24.1	24.5	24.3	24.0
实木类家居	46.9	46.2	46.2	45.7	45.3
其他	51.4	46.5	42.0	41.2	40.3
增速 (%)	32.5	26.0	30.7	29.2	28.8
人造板家居	45.1	29.3	33.0	29.0	27.8
综合类家居	13.5	-6.3	12.0	11.7	11.4
家具饰品类	51.1	35.9	32.0	31.4	30.7
实木类家居	16.5	15.9	50.0	48.0	45.0
其他	21.1	430.1	10.0	9.8	9.6

来源：wind，国金证券研究所

基于以上假设，经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 3.06/4.14/5.66 亿元，三年 CAGR 为 32.1%，全面摊薄后每股收益为 0.63/0.86/1.17 元。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,255</b>	<b>1,664</b>	<b>2,097</b>	<b>2,740</b>	<b>3,541</b>	<b>4,562</b>	货币资金	142	475	925	1,365	1,653	2,051
增长率		32.5%	26.0%	30.7%	29.2%	28.8%	应收账款	32	40	120	97	125	161
主营业务成本	-784	-989	-1,282	-1,690	-2,199	-2,839	存货	141	171	194	245	319	412
%销售收入	62.4%	59.5%	61.1%	61.7%	62.1%	62.2%	其他流动资产	550	287	31	38	50	64
毛利	472	674	815	1,050	1,342	1,724	流动资产	865	973	1,270	1,746	2,147	2,689
%销售收入	37.6%	40.5%	38.9%	38.3%	37.9%	37.8%	%总资产	58.3%	54.9%	60.4%	66.6%	70.1%	73.8%
营业税金及附加	-10	-18	-23	-29	-36	-43	长期投资	0	90	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产	393	448	558	595	630	663
营业费用	-196	-289	-344	-432	-531	-649	%总资产	26.5%	25.3%	26.5%	22.7%	20.6%	18.2%
%销售收入	15.6%	17.3%	16.4%	15.8%	15.0%	14.2%	无形资产	213	214	227	232	238	244
管理费用	-120	-149	-169	-225	-276	-338	非流动资产	618	799	833	877	918	957
%销售收入	9.5%	9.0%	8.0%	8.2%	7.8%	7.4%	%总资产	41.7%	45.1%	39.6%	33.4%	29.9%	26.2%
息税前利润 (EBIT)	146	219	279	363	500	694	<b>资产总计</b>	<b>1,484</b>	<b>1,772</b>	<b>2,104</b>	<b>2,623</b>	<b>3,065</b>	<b>3,645</b>
%销售收入	11.6%	13.2%	13.3%	13.3%	14.1%	15.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-3	1	1	24	31	38	应付款项	151	288	335	394	522	676
%销售收入	0.3%	-0.1%	0.0%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	76	65	87	122	158	204
资产减值损失	-2	-3	-4	0	0	0	流动负债	228	353	423	516	681	880
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	10	13	23	24	25	26	其他长期负债	35	36	51	51	52	52
%税前利润	6.6%	5.4%	7.6%	5.8%	4.5%	3.5%	<b>负债</b>	<b>263</b>	<b>389</b>	<b>473</b>	<b>567</b>	<b>732</b>	<b>933</b>
营业利润	151	230	302	411	556	758	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,221</b>	<b>1,383</b>	<b>1,591</b>	<b>2,016</b>	<b>2,293</b>	<b>2,672</b>
营业利润率	12.0%	13.8%	14.4%	15.0%	15.7%	16.6%	少数股东权益	0	0	40	40	40	39
营业外收支	6	3	-3	-3	-3	-4	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,484</b>	<b>1,772</b>	<b>2,104</b>	<b>2,623</b>	<b>3,065</b>	<b>3,645</b>
税前利润	157	233	299	408	552	754	<b>比率分析</b>						
利润率	12.5%	14.0%	14.3%	14.9%	15.6%	16.5%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-40	-48	-54	-102	-138	-189	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.4%	20.5%	17.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.242	0.382	0.507	0.632	0.856	1.169
净利润	117	185	246	306	414	566	每股净资产	2.522	2.856	3.285	4.163	4.737	5.520
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.366	0.592	0.508	0.824	1.046	1.383
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>117</b>	<b>185</b>	<b>246</b>	<b>306</b>	<b>414</b>	<b>566</b>	每股股利	0.049	0.077	0.102	0.209	0.283	0.386
净利率	9.3%	11.1%	11.7%	11.2%	11.7%	12.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.58%	13.38%	15.44%	15.18%	18.07%	21.18%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.88%	10.44%	11.68%	11.66%	13.52%	15.53%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	8.93%	12.59%	14.06%	13.26%	16.07%	19.17%
净利润	117	185	246	306	414	566	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	14.78%	32.52%	26.05%	30.66%	29.23%	28.84%
非现金支出	41	45	53	55	62	70	EBIT增长率	3.38%	49.77%	27.57%	30.15%	37.48%	38.79%
非经营收益	-7	-12	-23	-21	-22	-23	净利润增长率	16.40%	58.21%	32.78%	24.52%	35.50%	36.55%
营运资金变动	26	69	-29	58	51	56	总资产增长率	54.41%	19.42%	18.72%	24.68%	16.87%	18.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>177</b>	<b>287</b>	<b>246</b>	<b>399</b>	<b>506</b>	<b>669</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-58	-122	-205	-102	-107	-112	应收账款周转天数	7.2	6.5	13.0	12.0	12.0	12.0
投资	0	-90	0	0	0	0	存货周转天数	60.2	57.5	52.0	53.0	53.0	53.0
其他	-513	274	399	24	25	26	应付账款周转天数	37.8	45.2	49.0	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-571</b>	<b>62</b>	<b>194</b>	<b>-78</b>	<b>-82</b>	<b>-86</b>	固定资产周转天数	112.6	87.5	95.6	76.8	62.0	49.8
股权募资	513	0	40	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-120	0	0	1	1	2	净负债/股东权益	-11.61%	-34.39%	-56.74%	-66.43%	-70.87%	-75.61%
其他	-45	-24	-37	119	-137	-187	EBIT利息保障倍数	44.1	-189.6	-319.9	-15.3	-16.0	-18.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>349</b>	<b>-24</b>	<b>3</b>	<b>120</b>	<b>-136</b>	<b>-185</b>	资产负债率	17.71%	21.98%	22.49%	21.64%	23.89%	25.61%
<b>现金净流量</b>	<b>-45</b>	<b>325</b>	<b>442</b>	<b>440</b>	<b>288</b>	<b>398</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

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
买入	0	0	0	0	12
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.43

来源：贝格数据

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	15.53	N/A
4	2018-03-28	买入	13.31	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作出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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。

此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