

消费升级与娱乐研究中心

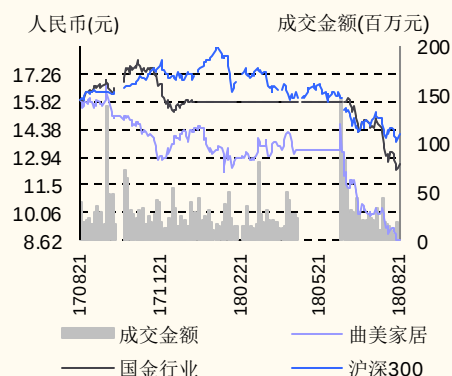
曲美家居 (603818.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.62 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)	4,236.56
年内股价最高最低(元)	16.68/8.62
沪深 300 指数	3326.65
上证指数	2733.83



相关报告

- 1.《曲美家居深度研究-重组挪威高端软体标的, 大家居产品线全布局》, 2018.6.15
- 2.《曲美家居 2017 年年报点评-“新曲美”战略落地, 多领域爆发可...》, 2018.3.28

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

开店提速, 并购强品牌, 整装业务蓄势待发

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	0.48	0.67	0.89
每股净资产(元)	2.86	3.29	4.06	4.51	5.11
每股经营性现金流(元)	0.59	0.51	0.65	0.86	1.09
市盈率(倍)	46	29	18	13	10
净利润增长率(%)	58.21%	32.78%	-5.77%	41.04%	32.44%
净资产收益率(%)	13.38%	15.44%	11.78%	14.95%	17.48%
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

- 1H2018, 公司分别实现营收/归母净利润 9.73 亿元/7,047.61 万元, 同比分别增长 10.32%/-33.33%, 实现全面摊薄 EPS0.15 元, 低于预期。

经营分析

- **新开门店备货贡献带动收入增长, 销售费用和管理费用激增压制利润增长。**公司上半年开店明显提速, 净增加 106 家, 同比增长 21.36%, 增速提升 5.31pct.。而初步测算同店收入下滑 9.09%, 由于公司为成品家具企业, 新店开设门店面积大且需要进行备货, 因此上半年收入端的增长基本全部依靠新店开设带动。公司销售费用增长 27.01%, 销售费用率 17.09%, 同比提高 2.25pct.。销售费用的大幅提升, 一方面由于经销商开店加速公司予以扶植, 新增直营店 2 家, 前期筹备费用投放相应增加, 另一方面也是为应对地产后周期效应减弱加大促销力度所致。今年公司全年规划新增门店 270-280 家, 上半年新开 136 家, 渠道铺设速度虽符合预期, 但伴随下半年开店计划的继续推进, 销售费用端年内出现明显改善难度可能较大。与此同时, 海外并购带来较高的咨询服务费用是造成上半年业绩不佳的另一主要原因。
- **下半年试水整装业务。**从定制板块来看, 尚品宅配和欧派家居等龙头公司均开始涉足整装业务。公司今年引入京东作为战略合作商, 共同打造家装运营体系。凭借京东的物流能力, 以及公司全品类 SKU 体系, 有望实现家装全生命周期服务内容供应。公司首家整装门店预计将于 9 月下旬开业。
- **Ekornes 中报业绩大增, 旗下四大品牌与公司各渠道均能实现协同。**6 月公司公告, 拟收购挪威沙发椅企业 Ekornes 不低于 55.57% 的股权。短期来看, Ekornes 中报利润为 2 亿挪威克朗 (约 1.67 亿人民币), 同比增长 93.43%, 超出我们的预期, 将增厚公司业绩平滑地产景气度下降对增长的扰动。长期来看, Ekornes 在全球拥有 4,000 多个门店, 并购后公司将存在全球化拓展基础。Ekornes 旗下 4 大品牌, 均与公司各类渠道存在融合协同可能, 同时 Svane 品牌可作为软体产品补充, 进一步丰富产品矩阵。

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主要亮点,**由于收购 Ekornes 短期将使公司付出较高的管理费用和财务费用, 我们下调公司 2018-2020 年 EPS 预测为 0.48/0.67/0.89 元 (三年 CAGR20.7%), 对应 PE 分为 18/13/10 倍。维持“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。

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	2,497	3,255	4,102
增长率		32.5%	26.0%	19.1%	30.3%	26.0%
主营业务成本	-784	-989	-1,282	-1,552	-2,037	-2,582
%销售收入	62.4%	59.5%	61.1%	62.1%	62.6%	63.0%
毛利	472	674	815	945	1,218	1,520
%销售收入	37.6%	40.5%	38.9%	37.9%	37.4%	37.0%
营业税金及附加	-10	-18	-23	-26	-35	-45
%销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-196	-289	-344	-430	-532	-636
%销售收入	15.6%	17.3%	16.4%	17.2%	16.3%	15.5%
管理费用	-120	-149	-169	-225	-267	-320
%销售收入	9.5%	9.0%	8.0%	9.0%	8.2%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	146	219	279	265	384	519
%销售收入	11.6%	13.2%	13.3%	10.6%	11.8%	12.7%
财务费用	-3	1	1	23	29	35
%销售收入	0.3%	-0.1%	0.0%	-0.9%	-0.9%	-0.8%
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	24	25	26
%税前利润	6.6%	5.4%	7.6%	7.7%	5.7%	4.5%
营业利润	151	230	302	312	439	580
营业利润率	12.0%	13.8%	14.4%	12.5%	13.5%	14.1%
营业外收支	6	3	-3	-3	-3	-4
税前利润	157	233	299	308	435	576
利润率	12.5%	14.0%	14.3%	12.4%	13.4%	14.0%
所得税	-40	-48	-54	-77	-109	-144
所得税率	25.4%	20.5%	17.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	117	185	246	231	326	432
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	117	185	246	231	326	432
净利率	9.3%	11.1%	11.7%	9.3%	10.0%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	117	185	246	231	326	432
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	41	45	53	55	62	70
非经营收益	-7	-12	-23	-21	-22	-23
营运资金变动	26	69	-29	48	48	48
经营活动现金净流	177	287	246	315	415	527
资本开支	-58	-122	-205	-102	-107	-112
投资	0	-90	0	0	0	0
其他	-513	274	399	24	25	26
投资活动现金净流	-571	62	194	-78	-82	-86
股权募资	513	0	40	0	0	0
债权募资	-120	0	0	1	1	2
其他	-45	-24	-37	144	-108	-143
筹资活动现金净流	349	-24	3	144	-107	-141
现金净流量	-45	325	442	380	226	300

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	1,306	1,532	1,832
应收款项	32	40	120	88	115	145
存货	141	171	194	225	296	375
其他流动资产	550	287	31	35	46	58
流动资产	865	973	1,270	1,655	1,989	2,410
%总资产	58.3%	54.9%	60.4%	65.4%	68.4%	71.6%
长期投资	0	90	0	0	0	0
固定资产	393	448	558	595	630	663
%总资产	26.5%	25.3%	26.5%	23.5%	21.7%	19.7%
无形资产	213	214	227	232	238	244
非流动资产	618	799	833	877	918	957
%总资产	41.7%	45.1%	39.6%	34.6%	31.6%	28.4%
资产总计	1,484	1,772	2,104	2,531	2,906	3,366
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	151	288	335	363	484	615
其他流动负债	76	65	87	112	146	185
流动负债	228	353	423	475	631	800
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	35	36	51	51	52	52
负债	263	389	473	526	682	853
普通股股东权益	1,221	1,383	1,591	1,966	2,184	2,474
少数股东权益	0	0	40	40	40	39
负债股东权益合计	1,484	1,772	2,104	2,531	2,906	3,366

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.242	0.382	0.507	0.478	0.674	0.893
每股净资产	2.522	2.856	3.285	4.060	4.512	5.110
每股经营现金净流	0.366	0.592	0.508	0.650	0.858	1.089
每股股利	0.049	0.077	0.102	0.158	0.223	0.295
回报率						
净资产收益率	9.58%	13.38%	15.44%	11.78%	14.95%	17.48%
总资产收益率	7.88%	10.44%	11.68%	9.15%	11.23%	12.84%
投入资本收益率	8.93%	12.59%	14.06%	9.91%	12.96%	15.48%
增长率						
主营业务收入增长率	14.78%	32.52%	26.05%	19.08%	30.34%	26.03%
EBIT 增长率	3.38%	49.77%	27.57%	-5.15%	45.05%	35.05%
净利润增长率	16.40%	58.21%	32.78%	-5.77%	41.04%	32.44%
总资产增长率	54.41%	19.42%	18.72%	20.33%	14.82%	15.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.2	6.5	13.0	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	60.2	57.5	52.0	53.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	37.8	45.2	49.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	112.6	87.5	95.6	84.3	67.4	55.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.61%	-34.39%	-56.74%	-65.10%	-68.87%	-72.83%
EBIT 利息保障倍数	44.1	-189.6	-319.9	-11.5	-13.1	-14.9
资产负债率	17.71%	21.98%	22.49%	20.77%	23.48%	25.33%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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
5	2018-06-15	买入	14.82	18.96~18.96

来源：国金证券研究所

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


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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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