



2018-08-22

公司点评报告

买入/首次

曲美家居(603818)

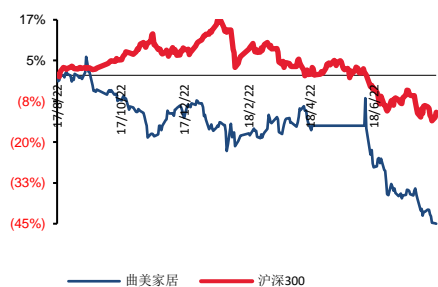
目标价: 12.00

昨收盘: 8.62

轻工制造

利润受海外并购影响,“新曲美”战略加速落地

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	491/484
总市值/流通(百万元)	4,237/4,173
12个月最高/最低(元)	16.83/8.62

证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

事件:

公司发布2018年中报: 2018年上半年实现营业收入9.73亿元,同比增长10.32%;归母净利润0.70亿元,同比下降33.33%;归母扣非净利润0.66亿元,同比下降35.80%;基本每股收益0.15元。Q2单季实现营收5.79亿元,同比增长7.33%;归母净利润0.42亿元,同比下降47.45%;归母扣非净利润0.41亿元,同比下降48.62%。

点评:

盈利能力小幅下滑,期间费用受海外并购影响大幅增加。 2018年上半年公司毛利率36.89%,同比下降1.41pct,主要系公司直营店面北五环店面、北四环店面样品清理及人工成本上涨所致;期间费用率27.67%,同比增加4.97pct,销售、管理、财务费用率分别为17.09%、10.65%、-0.07%,同比变动2.25/2.77/-0.05pct,上半年公司期间费用率大幅增加,导致上半年业绩有所下滑,其中销售费用提升主要系本期广告宣传服务费及租赁费增加所致,管理费用率提升主要是股权激励成本,以及海外收购相关咨询服务费增加所致。

销售渠道多元化布局,开店进程加速推进。 公司积极拥抱互联网与新零售,加强消费业态创新,优化营销渠道,形成了经销商专卖店、直营门店、电商平台以及大宗业务相结合的渠道营销模式。在增加渠道数量和提高渠道运营效率方面,公司在“你+生活馆”、“居+生活馆”、B8全屋定制及高端品牌等几个方面实现渠道扩展。截至2018年6月底,曲美共有983家门店,较2017年末净增长108家,其中:经销商专卖店净增长106家至967家,包括103家大型你+生活馆,43家居+生活馆,276家B8定制独立门店,545家迷你你+生活馆(成品店改造)及高端品牌独立店(万物+凡希)。直营门店数达到16家,净增长2家。下半年公司渠道扩张节奏将进一步加快,同时扩张形式将更加灵活且多样化。

拟要约收购Ekornes,抢占核心战略资源实现协同效应。 报告期内,曲美对挪威上市公司Ekornes进行要约收购,拟收购Ekornes不低于55.57%的股权。Ekornes是全球知名的摇椅生产商,2018年上半年,Ekornes收入16.27亿挪威克朗(折合人民币13.54亿),同比增长3.80%,净利润2.002亿挪威克朗(折合人民币1.67亿),同比增长93.43%。Ekornes拥有遍布全球的渠道资源以及强大的工业4.0自动化生产基地,其核心品牌Stressless拥有覆盖全球的供应链和营销网络。

此次收购完成后，曲美家居将能够充分利用 Ekornes 的国际经销商渠道和客户资源，快速提升其海外收入份额，Ekornes 同时也能利用曲美在互联网营销上的优势以及其在国内现有的门店形成线上线下渠道协同营销的模式；此外，曲美家居也能与 Ekornes 的研发团队紧密合作，紧跟消费潮流和新的设计趋势，实现强强联合，不断向“集设计、生产、销售、服务于一体”的大型、规范化家具集团”的目标大步迈进。总之，我们认为本次收购将有效增强公司全球竞争力，实现海内外业绩均衡发展。

新零售和整装方面与京东展开深度合作。6月16日，曲美家居与京东携手打造的京东曲美-时尚生活体验馆在北京大屯路地铁站旁正式开业，一方面公司“Take 技术”的采用使得消费者更加容易获得相关的产品信息另一方面，京东基于消费者大数据分析，对京东、曲美及入驻品牌相匹配的真实用户进行精准画像，并依此从整体商品池中挑选他们真正想购买的商品，实现更具实效的业态整合。

整装业务方面，曲美从今年开始积极探索，引入京东作为战略合作商，共同打造曲美家装业务体系。曲美借助京东强大的物流能力和家居饰品 SKU 管理能力，整合家装、家具和家居软装产品，为消费者提供家装全生命周期的服务内容，真正实现拎包入住。曲美整装业务首先在北京直营店进行试水，首家门店预计将于2018年9月下旬开业。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.54 元、0.69 元、0.89 元，当前股价对应 PE 为 15.94 倍、12.44 倍、9.67 倍。考虑到公司未来门店和渠道不断调整升级之后收入端有望发力，且公司从产品体系中已经将定制、成品、家配等整合完毕，未来在新零售和整装方面的发力同样值得期待，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2097	2693	3461	4358
(+/-%)	26.0	28.4	28.5	25.9
净利润(百万元)	246	262	335	431
(+/-%)	32.78%	6.54%	28.15%	28.70%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.54	0.69	0.89
市盈率(PE)	28.55	15.94	12.44	9.67

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。