

海外并购添动力，渠道优化“新曲美”起航 增持（下调）

2018年08月23日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,097	3,176	5,302	5,801
同比（%）	26.0%	51.5%	66.9%	9.4%
归母净利润（百万元）	245	203	425	484
同比（%）	32.4%	-17.2%	109.4%	13.8%
每股收益（元/股）	0.51	0.41	0.87	0.98
P/E（倍）	15.79	19.36	9.25	8.12

投资要点

- **事件：**曲美家居发布中期业绩：报告期内实现营收 9.73 亿（+10.32%），归母净利 0.70 亿（-33.33%），扣非净利 0.66 亿（-35.80%）；其中 Q2 单季实现营收 5.79 亿（+7.33%），归母净利 0.42 亿（-47.45%），扣非净利 0.41 亿（-48.63%）。受到海外收购及股权激励费用拖累，利润增速略低于预期。
- **渠道加速扩张，生活馆系列为主。**期内公司经销商专卖店净增 106 家至 967 家，直营门店净增 2 家至 16 家；经销渠道开店加速。其中包括：103 家大型你+生活馆（净增 30 家），43 家居+生活馆（净增 28 家），276 家 B8 定制独立门店（净增 49 家），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），生活馆系列占总门店半数以上。
- **收购挪威软体龙头 Ekornes，全球化战略助力成长。**公司将于 8 月底完成对挪威 Ekornes 的收购，预计持有其 98.39% 股份，收购对价约为 36.77 亿元（按董事会召开前一日汇率计算），除自有资金外拟使用大股东借款不超过 15 亿元、招行境外商业贷款不超过 18 亿元。Ekornes 定位中高端市场，在全球拥有 4000 多个零售门店和强大的自动化生产基地，18H1 实现收入约 13.54 亿（+3.80%），受益于汇兑损益减少，净利润实现 1.67 亿（+93.43%），预计今年将并表 4 个月的收入和利润，增厚业绩的同时将和曲美在渠道、产能、品牌多方面充分协同。
- **事业部改革激发内部活力，积极探索曲美家装。**公司成立了你+、B8、居+、高端四个事业部，在招商、开店、产品定位等方面赋予其充分自主权；同时积极探索家装业务，与京东合作打造时尚生活馆为消费者提供家装、家具和家居软装产品的一站式购齐服务，且将于下半年试水曲美整装直营店。
- **工程上量应收款增长，原材料涨价现金流承压。**报告期内公司加强与地产商战略合作，期末应收账款较期初增 0.4 亿至 1.56 亿；由于支付原材料及租赁费，期末公司预付款较期初增 74% 至 0.52 亿。受到原材料涨价影响，18H1 公司经营性现金流净额 0.39 亿（-55.6%）。
- **毛利率小幅受损，并购及激励致费用上升。**受人工成本上涨及门店样品清理影响，公司期内毛利率同比下降 1.41pct 至 36.89%。期内公司三费率较去年同期大幅增长 4.96pct 至 27.67%。其中销售费用 1.66 亿（费用率+2.25pct），主要由渠道加速扩张、广告宣传及租赁费用增加所致；管理费用 1.03 亿（费用率+2.77pct），系股权激励费用、收购及京东合作项目费增加较多所致。对应公司期内归母净利率 7.24%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 Ekornes 并表影响，预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 31.76 亿元、53.02 亿元、58.01 亿元，同比增速分别为 51.5%、66.9% 和 9.4%；归母净利润分别为 2.03 亿元、4.25 亿元、4.84 亿元，同比增速分别为 -17.2%、109.4% 和 13.8%；当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 19X、9X 和 8X，并购重组费用和利息支出将拖累公司 18 年业绩表现，长期来看海外布局或能为公司添增长动力，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**海外收购不顺利，渠道拓展不达预期，房地产调控超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.00
一年最低/最高价	7.76/17.50
市净率(倍)	2.43
流通 A 股市值(百万元)	3872.96

基础数据

每股净资产(元)	3.29
资产负债率(%)	23.17
总股本(百万股)	491.48
流通 A 股(百万股)	484.12

相关研究

- 1、《【东吴轻工】曲美家居：生活馆加速扩张，开启新征程：曲美家居：生活馆加速扩张，开启新征程》2018-03-28
- 2、《【东吴轻工】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》2018-02-04
- 3、《曲美家居：新曲美战略逐步落地，业绩增长符合预期》2017-10-25

表 1：曲美家居季度数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	249.24	430.90	445.86	537.77	342.97	539.38	550.22	664.61	394.49	578.93
YOY	22.70%	26.49%	29.49%	46.40%	37.61%	25.17%	23.40%	23.59%	15.02%	7.33%
归母净利润	15.70	56.92	60.62	51.77	24.92	80.79	68.39	71.55	28.02	42.45
YOY	148.91%	78.87%	33.73%	54.62%	58.71%	41.94%	12.82%	38.22%	12.46%	-47.45%
毛利率	38.64%	39.89%	39.88%	42.48%	37.68%	38.69%	39.94%	38.74%	36.27%	37.31%
期间费用率	30.49%	21.13%	21.84%	32.07%	28.13%	19.25%	24.25%	26.82%	27.49%	27.78%
其中：销售费用率	19.70%	15.49%	14.99%	19.70%	19.73%	11.74%	16.91%	18.08%	17.47%	16.83%
管理费用率	10.84%	5.71%	6.93%	12.42%	8.45%	7.52%	7.40%	8.79%	10.10%	11.03%
财务费用率	-0.06%	-0.08%	-0.08%	-0.06%	-0.05%	-0.01%	-0.06%	-0.05%	-0.07%	-0.08%
归母净利率	6.30%	13.21%	13.60%	9.63%	7.26%	14.98%	12.43%	10.77%	7.10%	7.33%
ROE	1.28%	4.54%	4.66%	3.82%	1.79%	5.65%	4.61%	4.60%	1.75%	2.62%
YOY (±)	0.26%	0.89%	0.77%	1.04%	0.51%	1.11%	-0.06%	0.79%	-0.04%	-3.03%
资产负债率	16.95%	18.35%	19.44%	21.98%	19.79%	20.13%	22.86%	22.49%	18.77%	23.17%
YOY (±)	-17.96%	0.07%	0.05%	4.26%	2.84%	1.78%	3.42%	0.52%	-1.02%	3.03%
存货周转天数	87.29	62.04	59.96	56.76	75.06	54.28	55.88	51.26	71.93	55.14
较上年同期增减	4.41	-0.56	-0.47	-2.60	-12.23	-7.76	-4.09	-5.50	-3.13	0.86
应收账款天数	9.17	6.75	7.67	6.40	9.75	10.07	12.20	12.80	25.72	25.06
较上年同期增减	-1.41	-2.88	-2.34	-0.69	0.58	3.32	4.53	6.40	15.97	14.99
经营性现金流净额	-3.78	124.09	66.30	107.40	-0.30	88.22	100.60	65.40	-53.13	92.17
较上年同期增减	12.74	59.03	1.23	36.86	3.47	-35.87	34.30	-42.00	-52.83	3.94
筹资性现金流净额	0.00	-23.72	0.00	0.00	40.00	-37.28	0.00	0.00	0.00	-10.63
较上年同期增减	29.92	-438.50	0.58	35.55	40.00	-13.56	0.00	0.00	-40.00	26.65
资本开支	9.92	14.44	40.98	57.46	62.80	59.10	54.73	29.70	64.28	30.59
较上年同期增减	0.57	-2.37	23.59	41.22	52.88	44.66	13.75	-27.76	1.48	-28.51

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：曲美家居收入拆分

曲美家居，单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入	923.46	1,017.07	1,093.76	1,255.46	1,663.77	2,097.18	882.35	973.41
yoy	1.71%	10.14%	7.54%	14.78%	32.52%	26.05%	29.73%	10.32%
毛利率	38.30%	39.42%	36.48%	37.59%	40.54%	38.87%	38.30%	36.89%
按板材分类								
人造板家居	362.86	408.04	443.20	550.17	798.49	1,032.23	428.53	478.67
yoy	-4.08%	12.45%	8.62%	24.14%	45.14%	29.27%	36.19%	11.70%
占比	39.29%	40.12%	40.52%	43.82%	47.99%	49.22%	48.57%	49.17%
毛利率	39.20%	37.46%	34.42%	36.05%	42.26%	39.75%	38.71%	37.91%
销量	620,886	782,316	846,377	895,215	1,174,757	1,375,419	-	-
单件价格(元/件)	584.42	521.58	523.64	614.57	679.71	750.48	-	-
综合类家居	339.64	343.31	322.50	311.33	353.26	330.92	146.15	160.69
yoy	-1.00%	1.08%	-6.06%	-3.46%	13.47%	-6.32%	2.76%	9.95%
占比	36.78%	33.75%	29.49%	24.80%	21.23%	15.78%	16.56%	16.51%
毛利率	38.22%	37.37%	36.61%	39.36%	41.59%	40.52%	37.31%	39.34%
销量	528,202	554,612	510,968	478,947	488,766	457,894	-	-
单件价格(元/件)	643.01	619.01	631.15	650.03	722.76	722.70	-	-
实木类家居	120.16	170.33	207.19	224.35	261.43	303.11	128.03	132.03
yoy	19.86%	41.75%	21.64%	8.28%	16.53%	15.94%	11.88%	3.12%
占比	13.01%	16.75%	18.94%	17.87%	15.71%	14.45%	14.51%	13.56%
毛利率	43.45%	48.40%	45.63%	45.78%	46.87%	46.15%	47.23%	42.77%
销量	105,330	135,330	157,083	158,169	158,404	183,660	-	-
单件价格(元/件)	1,140.80	1,258.63	1,318.98	1,418.42	1,650.40	1,650.39	-	-
家具饰品	85.51	80.90	104.66	150.69	227.67	309.39	131.59	146.49
yoy	15.80%	-5.39%	29.37%	43.98%	51.09%	35.89%	32.87%	11.32%
占比	9.26%	7.95%	9.57%	12.00%	13.68%	14.75%	14.91%	15.05%
毛利率	25.21%	36.87%	25.50%	26.63%	24.52%	24.05%	24.06%	20.58%
按区域分类								
内销	906.48	999.36	1,076.46	1,241.03	1,643.88	1,980.90	835.13	917.43
yoy	2.19%	10.25%	7.71%	15.29%	32.46%	20.50%	24.69%	9.85%
占比	98.16%	98.26%	98.42%	98.85%	98.80%	94.46%	94.65%	94.25%
毛利率	38.26%	39.29%	36.32%	37.49%	40.28%	38.38%	37.27%	36.16%
外销	12.80	12.93	12.07	8.53	8.37	4.87	3.20	2.50
yoy	-26.90%	1.02%	-6.65%	-29.33%	-1.88%	-41.82%	-29.52%	-21.88%
占比	1.39%	1.27%	1.10%	0.68%	0.50%	0.23%	0.36%	0.26%
毛利率	30.56%	34.73%	27.21%	20.10%	43.09%	38.19%	67.91%	28.53%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: Ekornes 季度财务数据一览

单位: 百万元挪威克朗	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2016	2017	2016 (百万元人民币)	2017 (百万元人民币)
总收入	918.5	759.5	712.8	752.6	804.5	762.5	662.6	849.2	828.9	3143.4	3078.8	2490.6	2439.4
YOY	5.9%	1.4%	-7.1%	-4.4%	-12.4%	0.4%	-7.0%	12.8%	3.0%	-	-2.1%	-	-2.1%
Stressless	711.8	575.1	520.1	555.9	595.8	583.6	466.4	647.1	647.4	2362.9	2292.9	1872.2	1816.7
YOY	4.6%	-1.5%	-12.0%	-6.1%	-16.3%	1.5%	-10.3%	16.4%	8.7%	-	-3.0%	-	-3.0%
占比	77.5%	75.7%	73.0%	73.9%	74.1%	76.5%	70.4%	76.2%	78.1%	75.2%	74.5%	75.2%	74.5%
IMG	107.2	109.4	115.0	120.3	115.1	112.9	123.9	126.7	116.4	451.9	478.6	358.1	379.2
YOY	0.2%	4.5%	13.2%	1.8%	7.4%	3.2%	7.7%	5.3%	1.1%	-	5.9%	-	5.9%
占比	11.7%	14.4%	16.1%	16.0%	14.3%	14.8%	18.7%	14.9%	14.0%	14.4%	15.5%	14.4%	15.5%
Svane	87.5	54.5	67.6	61.0	76.8	52.3	61.1	65.0	65.1	270.6	255.2	214.4	202.2
YOY	29.5%	12.5%	8.3%	-0.1%	-12.2%	-4.0%	-9.6%	6.6%	-15.2%	-	-5.7%	-	-5.7%
占比	9.5%	7.2%	9.5%	8.1%	9.5%	6.9%	9.2%	7.7%	7.9%	8.6%	8.3%	8.6%	8.3%
Contract	12.0	20.6	10.0	15.4	16.9	13.7	11.3	10.4	-	58.0	52.3	46.0	41.4
YOY	-3.8%	66.0%	-18.9%	-4.9%	40.8%	-33.5%	13.0%	-32.5%	-	-	-9.8%	-	-9.8%
占比	1.3%	2.7%	1.4%	2.0%	2.1%	1.8%	1.7%	1.2%	-	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%
毛利率	70.7%	76.3%	77.0%	66.7%	72.3%	73.8%	75.1%	68.7%	73.5%	72.5%	72.3%	72.5%	72.3%
营业利润	197.3	72.6	165.7	8.7	75.9	71.1	97.6	64.8	134.6	444.3	309.4	352.0	245.1
YOY	137.9%	16.5%	73.7%	-85.7%	-61.5%	-2.1%	-41.1%	644.8%	77.3%	-	-30.4%	-	-30.4%
营业利润率	21.5%	9.6%	23.3%	1.1%	9.4%	9.3%	14.7%	7.6%	16.2%	14.1%	10.0%	14.1%	10.0%
营业成本及费用	721.2	686.9	547.0	744.0	728.6	691.4	565.0	784.4	694.3	2699.1	2769.4	2138.6	2194.3
营业成本	269.4	179.7	163.7	250.7	222.6	199.6	165.1	265.9	220.0	863.5	853.2	684.2	676.0
人工成本	236.0	232.0	181.8	216.4	230.3	226.7	201.1	220.5	2.3	866.2	878.6	686.3	696.1
折旧和减值	34.8	53.1	35.3	37.3	29.1	29.6	30.8	30.8	0.3	160.5	120.3	127.2	95.3
其他营业支出	268.3	226.3	238.1	214.0	245.9	218.7	192.7	249.1	2.3	946.7	906.4	750.1	718.2
其他净损益	-87.3	-4.1	-71.9	25.6	0.8	16.9	-24.8	18.1	-0.1	-137.7	11.0	-109.1	8.7
财务费用率	3.2%	-1.6%	2.1%	-4.5%	-0.7%	1.0%	1.7%	0.9%	1.7%	-0.1%	0.7%	-0.1%	0.7%
净利润	108.1	59.2	99.6	53.3	60.0	43.5	62.2	34.8	87.7	320.2	200.5	253.7	158.9
YOY	48.5%	109.3%	90.2%	73.6%	-44.5%	-26.5%	-37.6%	-34.7%	46.2%	-	-37.4%	-	-37.4%
销售净利率	11.8%	7.8%	14.0%	7.1%	7.5%	5.7%	9.4%	4.1%	10.6%	10.2%	6.5%	10.2%	6.5%
汇兑损益										-7.4	10.3	-5.9	8.2
扣除汇兑损益后净利润										312.8	210.8	247.8	167.0

注: 所使用汇率为 2018 年 5 月 22 日 (即董事会召开前一日) 人民币汇率中间价 (汇率为 100 人民币兑 126.21 挪威克朗)。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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	1270	2293	2841	3053	营业收入	2097	3176	5302	5801
现金	925	503	1372	1672	减:营业成本	1282	1811	2755	3014
应收账款	115	433	610	499	营业税金及附加	23	32	53	58
存货	194	746	779	850	营业费用	344	596	1163	1275
其他流动资产	36	611	79	32	管理费用	169	393	599	651
非流动资产	833	5450	5515	5588	财务费用	-1	59	173	172
长期股权投资	0	3677	3677	3677	资产减值损失	4	50	54	55
固定资产	549	1219	1288	1365	加:投资净收益	23	15	17	18
在建工程	9	9	10	11	其他收益	3	0	0	0
无形资产	210	252	248	244	营业利润	302	250	522	593
其他非流动资产	66	294	292	290	加:营业外净收支	-3	-3	-3	-3
资产总计	2104	7743	8355	8641	利润总额	299	248	519	590
流动负债	423	2413	1170	1054	减:所得税费用	54	45	93	106
短期借款	0	177	177	177	少数股东损益	-0	0	0	0
应付账款	191	299	379	351	归属母公司净利润	245	203	425	484
其他流动负债	232	1937	614	527	EBIT	302	376	785	861
非流动负债	51	1233	1128	1049	EBITDA	351	454	875	964
长期借款	0	405	405	405					
其他非流动负债	51	828	723	644	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	473	4678	4935	4819	每股收益(元)	0.51	0.41	0.87	0.98
少数股东权益	40	0	0	0	每股净资产(元)	3.29	6.24	6.96	7.78
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	1591	3065	3420	3822	股)	484	491	491	491
负债和股东权益	2104	7743	8355	8641	ROIC(%)	14.6%	6.0%	9.1%	9.4%
					ROE(%)	16.3%	8.6%	13.1%	13.4%
					毛利率(%)	38.9%	43.0%	48.0%	48.0%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	11.7%	6.4%	8.0%	8.3%
经营活动现金流	254	1088	-791	775	资产负债率(%)	22.5%	60.4%	59.1%	55.8%
投资活动现金流	194	-231	-272	-314	收入增长率(%)	26.0%	51.5%	66.9%	9.4%
筹资活动现金流	3	-1278	1931	-161	净利润增长率(%)	32.4%	-17.2%	109.4%	13.8%
现金净增加额	450	-422	869	300	P/E	15.79	19.36	9.25	8.12
折旧和摊销	49	78	90	103	P/B	2.43	1.28	1.15	1.03
资本开支	206	255	295	337	EV/EBITDA	8.56	7.94	3.13	2.53
营运资本变动	228	-968	1791	328					

数据来源: 贝格数据, 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>

