

费用拖累业绩增长，全球化、新零售布局助力长期成长

增持（维持）

2018年10月25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	2,972	5,080	5,641
同比（%）	26.0%	41.7%	70.9%	11.0%
归母净利润（百万元）	245	167	397	461
同比（%）	32.4%	-32.0%	137.6%	16.2%
每股收益（元/股）	0.51	0.34	0.81	0.94
P/E（倍）	13.28	19.82	8.34	7.18

投资要点

- **公司发布18年三季报**：18Q1-Q3公司实现收入16.90亿（+17.94%），归母净利0.95亿（-45.40%），扣非净利0.89亿（-47.27%）；其中Q3单季实现收入7.16亿（+30.15%），归母净利0.25亿（-64.06%），扣非净利0.23亿（-65.42%）。公司期内履约完成对挪威软体龙头Ekornes90.5%股权的收购，发生较多并购重组开支拖累业绩增速。
- **海外并购落地，全球化战略顺利推进**。公司收购的Ekornes系挪威中高端家具驰名品牌，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，净利润约1.67亿。我们预计18Q3 Ekornes并表一个月贡献收入约1.4亿元，净利润约0.15亿元，剔除并表因素后曲美Q3内生收入增速为+4.7%（预计系北京地区关店较多影响，明年预期有所修复）。本次收购在增加大量费用的同时，还与曲美在渠道、产能、品牌多方面形成协同：旗下品牌Stressless定位中高端，可与公司高端事业部渠道协同；舒适椅品牌IMG定位和定价均与公司现有生活馆渠道相似，可扩充其品类；床垫品牌Svane工艺精良，可对公司现有软体产品进行补强。
- **渠道持续优化，探索家居新零售**。报告期内公司渠道加速扩张，并调整开店策略，撤小店、开大店，主推生活馆系列，预计截止18Q3期末经销商专卖店数已达1010家（18H1为967家），其中生活馆占半数以上，预计Q4继续净增50家。公司积极探索家居新零售模式，与京东合作打造曲美·京东之家，以高频消费的生活百货搭配低频次家居、配套品、家装，以家具为核心向两端延展提供一站式购齐服务，将获客延伸至前端消费，以推动公司客单价和转化率的提升。
- **并表致费用大幅增长，拖累净利率表现**。18Q1-Q3公司毛利率40.17%（+1.24pct），系并表Ekornes毛利率较高。期间费用率32.41%，较同期增加9.11pct。其中销售费用率21.64%，较同期增加6pct，主要系收购的Ekornes并表销售开支较多；管理费用率（合并研发费用计算）同增4.44pct至12.14%，预计系并购重组、京东合作的项目和股权激励费用增加较多所致；财务费用减少1.33pct至-1.37%，系利息支出和汇兑损益综合影响所致。综合来看公司Q1-Q3归母净利率5.63%，较同期下滑6.52pct，其中Q3单季归母净利率为3.43%。
- **筹资性现金流大幅增加，并表增加资产负债**。期内公司大股东质押融资和海外贷款融资33亿元，致使筹资性现金流增长至36亿；经营性现金流1.03亿元（同比-45.27%）。因并表Ekornes公司各项资产负债大幅增长：其中商誉增加36.7亿元；应收账款4.77亿，较18H1增加3.21亿；存货6.73亿，较18H1增加4.92亿；长期借款增加38.76亿元；应付账款及票据较18H1增加0.93亿至2.75亿。
- **盈利预测与投资评级**：长线来看，公司不断优化开店策略、加速开店，生活馆系列持续扩张，新零售模式赋能渠道，海外供应链布局完善。考虑Ekornes并表因素，预计18-20年公司营收29.7/50.8/56.4亿（+41.7%/+70.9%/+11.0%），归母净利1.67/3.97/4.61亿（-32.0%/+137.6%/+16.2%），对应PE为19.82X/8.34X/7.18X，维持“增持”评级。
- **风险提示**：海外业务不顺利，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)	6.73
一年最低/最高价	6.40/14.83
市净率(倍)	2.00
流通A股市值(百万元)	3258.13

基础数据

每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	71.98
总股本(百万股)	491.48
流通A股(百万股)	484.12

相关研究

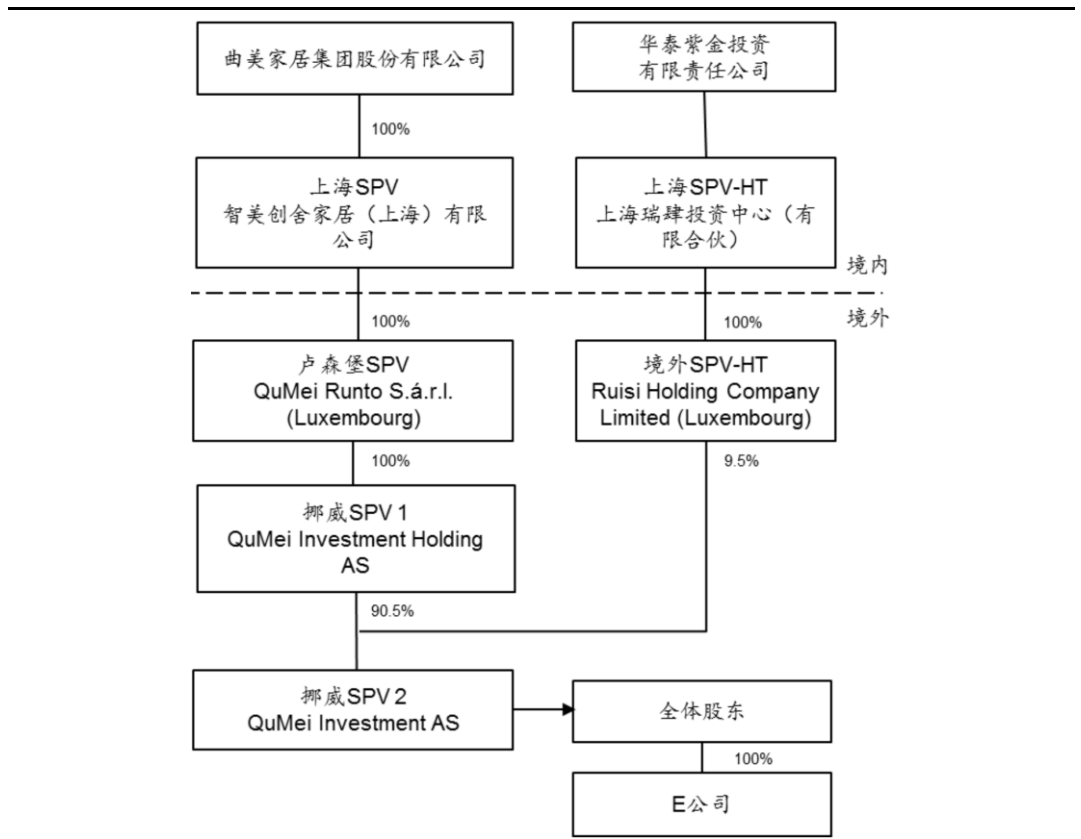
- 1、《曲美家居(603818)：海外并购添动力，渠道优化“新曲美”起航》2018-08-23
- 2、《【东吴轻工】曲美家居：生活馆加速扩张，开启新征程：曲美家居：生活馆加速扩张，开启新征程》2018-03-28
- 3、《【东吴轻工】曲美家居：股权激励落地健全激励体制，“新曲美”大家居发展可期》2018-02-04

表 1：曲美家居季度经营数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
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	716.11
YOY	22.70%	26.49%	29.49%	46.40%	37.61%	25.17%	23.40%	23.59%	15.02%	7.33%	30.15%
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	24.58
YOY	148.91%	78.87%	33.73%	54.62%	58.71%	41.94%	12.82%	38.22%	12.46%	-47.45%	-64.06%
毛利率	38.64%	39.89%	39.88%	42.48%	37.68%	38.69%	39.94%	38.74%	36.27%	37.31%	44.63%
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%	38.85%
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%	27.82%
管理+研发费用率	10.84%	5.71%	6.93%	12.42%	8.45%	7.52%	7.40%	8.79%	10.10%	11.03%	14.16%
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%	-3.13%
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%	3.43%
ROE	1.28%	4.54%	4.66%	3.82%	1.79%	5.65%	4.61%	4.60%	1.75%	2.62%	1.50%
YOY (±)	0.26%	0.89%	0.77%	1.04%	0.51%	1.11%	-0.06%	0.79%	-0.04%	-3.03%	-3.10%
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%	71.98%
YOY (±)	-17.96%	0.07%	0.05%	4.26%	2.84%	1.78%	3.42%	0.52%	-1.02%	3.03%	49.12%
存货	155.46	142.76	160.83	170.73	185.79	157.63	191.40	194.34	207.50	182.02	673.47
较上年同期增减	30.53	18.89	28.31	29.51	30.33	14.87	30.57	23.62	21.72	24.39	482.07
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	115.90
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	60.02
应收票据	0.80	0.00	0.00	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.81	14.97
较上年同期增减	0.40	-0.70	-2.40	1.10	-0.80	0.00	0.00	-2.50	0.00	12.81	14.97
应收账款	25.51	25.78	38.70	33.88	40.40	64.86	95.58	115.25	110.18	155.75	476.70
较上年同期增减	1.94	-8.24	-2.98	8.62	14.90	39.08	56.88	81.37	69.78	90.89	381.12
应收账款周转天数	9.17	6.75	7.67	6.40	9.75	10.07	12.20	12.80	25.72	25.06	47.30
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	35.10
应付账款及应付票据	91.60	111.05	116.21	153.61	105.56	139.88	184.33	190.56	132.64	181.76	274.61
较上年同期增减	12.22	22.29	14.06	61.94	13.96	28.84	68.12	36.95	27.08	41.88	90.28
预收账款	53.48	40.72	69.68	88.66	102.44	70.86	110.48	82.25	80.25	77.99	98.06
较上年同期增减	21.55	13.70	38.36	38.81	48.95	30.14	40.81	-6.41	-22.19	7.13	-12.42
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	64.13
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	-36.46
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	3611.11
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	3611.11
资本开支	9.92	14.44	40.98	57.46	62.80	59.10	54.73	29.70	64.28	30.59	38.51
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	-16.22

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：曲美家居收购 Ekornes 交易架构示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：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	2349.5
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，公司公告，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	1514	1952	2128	营业收入	2097	2972	5080	5641
现金	925	263	593	499	减:营业成本	1282	1695	2616	2905
应收账款	115	459	555	533	营业税金及附加	23	30	51	56
存货	194	652	643	942	营业费用	344	623	1166	1296
其他流动资产	36	140	161	154	管理费用	169	398	574	633
非流动资产	833	5404	5369	5442	财务费用	-1	8	174	174
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	28	30	29
固定资产	549	1219	1288	1365	加:投资净收益	23	15	17	18
在建工程	9	109	10	11	其他收益	3	0	0	0
无形资产	210	252	248	244	营业利润	302	206	487	565
其他非流动资产	66	3825	3823	3822	加:营业外净收支	-3	-3	-3	-3
资产总计	2104	6917	7320	7570	利润总额	299	204	484	562
流动负债	423	1191	1263	1130	减:所得税费用	54	37	87	101
短期借款	0	210	0	0	少数股东损益	-0	0	0	0
应付账款	191	276	375	333	归属母公司净利润	245	167	397	461
其他流动负债	232	706	888	797	EBIT	302	257	725	807
非流动负债	51	3936	3936	3936	EBITDA	1091	335	814	910
长期借款	0	3876	3876	3876					
其他非流动负债	51	60	60	60	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	473	5127	5198	5066	每股收益(元)	0.51	0.34	0.81	0.94
少数股东权益	40	0	0	0	每股净资产(元)	3.29	3.64	4.32	5.10
					发行在外股份(百万股)	484	491	491	491
归属母公司股东权益	1591	1790	2122	2504	ROIC(%)	14.6%	9.9%	25.7%	24.0%
负债和股东权益	2104	6917	7320	7570	ROE(%)	16.3%	9.8%	20.3%	19.9%
					毛利率(%)	38.9%	43.0%	48.5%	48.5%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	11.7%	5.6%	7.8%	8.2%
经营活动现金流	254	-183	852	352	资产负债率(%)	22.5%	74.1%	71.0%	66.9%
投资活动现金流	194	-231	-272	-314	收入增长率(%)	26.0%	41.7%	70.9%	11.0%
筹资活动现金流	3	-247	-251	-133	净利润增长率(%)	32.4%	-32.0%	137.6%	16.2%
现金净增加额	450	-662	330	-94	P/E	13.28	19.82	8.34	7.18
折旧和摊销	49	78	90	103	P/B	2.05	1.85	1.56	1.32
资本开支	206	255	295	337	EV/EBITDA	2.18	9.71	3.33	3.09
营运资本变动	228	-526	367	309					

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>

