

外延拖累业绩表现，静待盈利拐点 增持（维持）

2019年04月30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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,892	5,080	5,641	6,193
同比（%）	37.9%	75.7%	11.0%	9.8%
归母净利润（百万元）	-59	262	394	460
同比（%）	-124.0%	544.1%	50.4%	16.7%
每股收益（元/股）	-0.12	0.53	0.80	0.94
P/E（倍）	-64.39	14.50	9.64	8.26

投资要点

- **公司发布 2018 年报及 2019 年一季报：**18 年公司实现营收 28.92 亿元（+37.88%），归母净利润-0.59 亿（去年同期为 2.46 亿），扣非归母净利润-0.35 亿（去年为 2.27 亿）；19Q1 实现营收 10.05 亿（+154.79%），归母净利润 0.12 亿（-57.91%），扣非归母净利润 0.02 亿（-92.01%）。18 年公司收购的 Ekornes（持股 90.5%）并表四个月贡献收入 9.28 亿，归母净利润预计贡献 7868 万，剔除并表因素预计公司 18 年内生收入同比下滑约 6%，内生归母净利约-1.38 亿。
- **海外收购费用及直营大店调整拖累利润表现：**公司 18 年 9 月完成对挪威中高端家具知名企业 Ekornes 的收购，产生较多并购相关费用，根据此前业绩预告，18 年发生贷款利息费用约 1.3 亿元、汇兑费用 0.68-0.85 亿元，中介费用约 0.8 亿元、资产评估增值摊销费用约 0.35 亿，合计 3.13-3.3 亿元。此外，公司 18 年与京东合作打造曲美·京东生活馆，导致北京旗舰店闭店 135 天，而新开 7 家直营店租金、人工成本发生较多。
- **与 Ekornes 实现全球供应链协同，强化品类和品牌：**Ekornes 在全球拥有 5394 家门店，其中 Stressless 拥有 3271 家，IMG 拥有 1713 家，Svane 拥有 410 家；欧洲 2269 家、亚太 1273 家、北美 1422 家、其他地区 430 家；9 家工厂分布于挪威、美国、立陶宛、东南亚；18 年并表的 9.28 亿中，挪威本土 1.29 亿、欧洲（除挪威外）3.47 亿、北美 3.07 亿，亚太及其他 1.44 亿，全球化布局先发优势突出。旗下品牌 Stressless 定位中高端，是全球舒适椅品类销售冠军，可与公司高端事业部渠道协同，18 年贡献收入 7.3 亿，毛利率为 56.5%；IMG 定位和定价均与公司中国区生活馆渠道相似，可扩充其品类，18 年贡献收入 1.44 亿，毛利率为 46%；床垫品牌 Svane 工艺精良，可对公司现有软体产品进行补强，18 年贡献收入 0.54 亿。同时公司将借助 Ekornes 的全球供应商体系，推动公司原材料采购全球化，对木材、皮革等重要生产原材料进行全球供应链布局，降低采购成本。
- **成品转定制稳步进行，落实大家居战略：**18 年公司定制家具产品收入 5.94 亿（+40.17%），销量同增 35.4%，毛利率 43.03%（+1.78pct），实现量价齐升；成品家具收入 11.6 亿（-17.87%），毛利率 36.52%（-3.3pct）；饰品及其他 0.96 亿（-35.81%），毛利率 22.25%（+5.45pct）。同时公司继续推进橱柜产品的门店上样工作，基本完成了橱柜产品线在你+生活馆的渠道布局，18 年销售额同比增速超过 300%，目前公司已开始在直营渠道试水木门业务，多品类战略持续深化。此外，公司积极落实“减 SKU，降成本”策略，并在 18 年 9 月上线了订单池优化项目，板材一次利用率提高至 85% 以上，优化生产成本。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.74
一年最低/最高价	6.27/14.69
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	3747.09

基础数据

每股净资产(元)	2.88
资产负债率(%)	74.56
总股本(百万股)	491.35
流通 A 股(百万股)	484.12

相关研究

- 1、《曲美家居 (603818)：费用拖累业绩增长，全球化、新零售布局助力长期成长》2018-10-25
- 2、《曲美家居 (603818)：海外并购添动力，渠道优化“新曲美”起航》2018-08-23
- 3、《【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

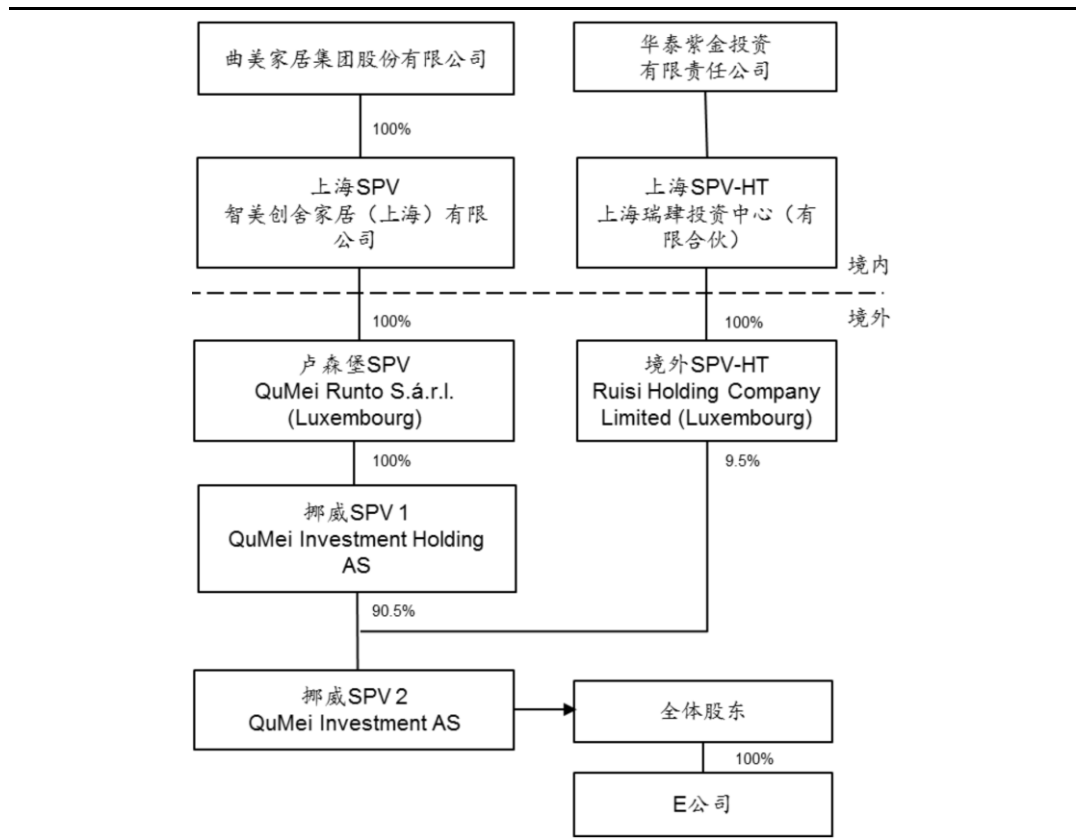
- 渠道优化提升终端竞争力，进军新零售扩容单：**18年公司顺利完成总规模1.5亿元的经销商持股计划，实现核心经销商利益与公司利益的绑定；全面推动新零售营销体系建设，帮助经销商增流量、扩单值，并完成近200家老店的门店形象优化升级；同时持续优化线上引流模型，开辟抖音、小红书等新的线上流量入口，有效降低获客成本，线上销售0.68亿(+12.97%)；大宗渠道表现稳健，实现收入2.06亿，毛利率58.65%。一/二/三线城市收入占比分别为26.63%/33.50%/36.80%，渠道持续下沉。截至18年底，公司共有1036家门店(+161家)，其中你+生活馆649家(包含高端品牌万物、凡希)，较年初净增30家，B8全屋定制306家(+79家)，居+生活馆60家(+45家)，几乎各类门店全部实现了定制服务；直营门店数量达到21家(+7家)。2019年公司计划新开你+生活馆30家、B8全屋定制70家、居+生活馆50家、凡希和万物品牌计划合计新开店30家，计划开店合计180家，保持较快的开店速度。
- 并表致费用大幅增长，经营性现金流向好：**18年公司销售毛利率42.41%，同比增加3.54pct，系内生业务成本优化、并表业务毛利率较高所致。期间费用率合计42.24%(+17.83pct)，其中销售费用率同增7.89pct至24.30%，系Ekornes销售开支较多；管理+研发费用率同增4.82pct至12.86%，系并购重组费用、人工成本上升所致；财务费用率同增5.12pct至5.08%，系收购产生贷款利息较多所致。因并表Ekornes公司应收账款、存货等科目均大幅增长。综合来看，公司18年经营性现金流净额3.12亿元(+23.00%)，仍然实现稳健增长，且19Q1为1.39亿元，较去年同期-0.53亿元大幅增长，持续向好。
- 全球化、新零售布局助力长期成长：**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，新零售模式开拓顺利，同时借助海外并购完善全球化供应链及渠道布局，具备长期生命力。2019年，公司预计国内营业收入同比增长15%左右，海外营业收入同比个位数增长；预计合并净利润扭亏为盈，海外净利润同比个位数增长。尽管公司18年业绩受到较大拖累，我们看好公司19年迎来盈利拐点。
- 盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司营收50.8/56.4/61.9亿(+75.7%/+11.0%/+9.8%)，归母净利润2.62/3.94/4.60亿(+544.1%/+50.4%/+16.7%)，对应PE为14.50X/9.64X/8.26X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**Ekornes海外整合不达预期，渠道拓展不达预期

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	2018Q4	2019Q1
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	1,202.11	1,005.12
YOY	22.70%	26.49%	29.49%	46.40%	37.61%	25.17%	23.40%	23.59%	15.02%	7.33%	30.15%	80.87%	154.79%
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	-154.12	11.79
YOY	148.91%	78.87%	33.73%	54.62%	58.71%	41.94%	12.82%	38.22%	12.46%	-47.45%	-64.06%	-315.40%	-57.91%
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%	45.55%	46.71%
期间费用率	30.49%	23.00%	22.24%	28.62%	28.13%	19.61%	24.54%	26.07%	27.49%	27.41%	36.83%	55.05%	42.64%
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%	28.05%	25.26%
管理+研发费用率	10.84%	7.59%	7.33%	8.98%	8.45%	7.88%	7.70%	8.04%	10.10%	10.65%	12.14%	12.86%	14.95%
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%	14.14%	2.43%
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%	-12.82%	1.17%
存货	155.46	142.76	160.83	170.73	185.79	157.63	191.40	194.34	207.50	182.02	673.47	625.47	641.10
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	431.12	433.59
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	28.48	34.20
较上年同期增减	0.40	-0.70	-2.40	1.10	-0.80	0.00	-2.50	0.00	0.00	12.81	14.97	28.48	34.20
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	403.53	406.95
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	288.28	296.77
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	324.12	362.01
较上年同期增减	12.22	22.29	14.06	61.94	13.96	28.83	68.12	36.95	27.08	41.88	90.28	133.56	229.37
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	111.02	84.11
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	28.77	3.86
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	209.16	139.10
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	143.76	192.23
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	-103.12	-86.88
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	-103.12	-86.88
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	61.79	99.90
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	32.09	35.62
ROE	1.28%	4.54%	4.66%	3.82%	1.79%	5.65%	4.61%	4.60%	1.75%	2.62%	1.50%	-10.27%	0.85%
YOY(±)	0.26%	0.89%	0.77%	1.04%	0.51%	1.11%	-0.06%	0.79%	-0.04%	-3.10%	-3.10%	-14.87%	-0.89%
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%	77.73%	74.56%
YOY(±)	-17.96%	0.07%	0.05%	4.26%	2.84%	1.78%	3.42%	0.52%	-1.02%	3.03%	49.12%	55.24%	55.78%

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

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1502	1884	2377	2928	营业收入	2892	5080	5641	6193
现金	296	406	787	1254	减:营业成本	1665	2754	2959	3231
应收账款	404	501	470	567	营业税金及附加	21	51	56	62
存货	625	715	891	824	营业费用	703	1166	1296	1421
其他流动资产	178	262	228	283	管理费用	387	574	633	696
非流动资产	5784	5711	5803	5830	财务费用	147	176	173	170
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	5	30	29	31
固定资产	1619	1659	1699	1739	加:投资净收益	-23	4	1	-6
在建工程	184	96	140	118	其他收益	6	0	0	0
无形资产	2534	2544	2554	2564	营业利润	-44	323	484	564
其他非流动资产	1447	1411	1410	1408	加:营业外净收支	-9	-3	-3	-3
资产总计	7287	7595	8180	8758	利润总额	-53	320	481	561
流动负债	979	1025	1117	1126	减:所得税费用	4	58	87	101
短期借款	88	44	66	55	少数股东损益	2	0	0	0
应付账款	324	354	365	408	归属母公司净利润	-59	262	394	460
其他流动负债	567	627	686	663	EBIT	137	587	753	844
非流动负债	4686	4709	4633	4583	EBITDA	267	677	857	962
长期借款	3844	3876	3800	3750					
其他非流动负债	842	833	833	833	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	5664	5734	5750	5709	每股收益(元)	-0.12	0.53	0.80	0.94
少数股东权益	273	0	0	0	每股净资产(元)	2.75	3.79	4.95	6.21
	1350	1861	2430	3049	发行在外股份(百万股)	491	491	491	491
归属母公司股东权益					ROIC(%)	6.1%	23.0%	22.5%	20.3%
负债和股东权益	7287	7595	8180	8758	ROE(%)	-3.5%	15.1%	18.4%	16.8%
					毛利率(%)	43.0%	45.8%	47.6%	47.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	-2.0%	5.2%	7.0%	7.4%
经营活动现金流	312	370	669	734	资产负债率(%)	77.7%	75.5%	70.3%	65.2%
投资活动现金流	-4425	-287	-328	-329	收入增长率(%)	37.9%	75.7%	11.0%	9.8%
筹资活动现金流	3497	26	41	62	净利润增长率(%)	-124.0%	544.1%	50.4%	16.7%
现金净增加额	-629	110	381	467	P/E	-64.39	14.50	9.64	8.26
折旧和摊销	131	90	103	117	P/B	2.82	2.04	1.56	1.25
资本开支	195	295	337	339	EV/EBITDA	13.46	5.08	3.60	2.71
营运资本变动	-324	335	401	542					

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>

