



603818.SH

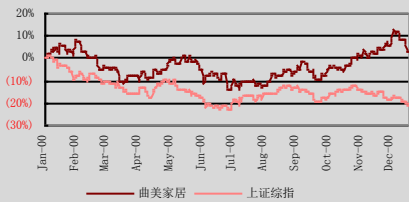
**增持**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.8

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.3	(15.7)	15.7	(41.6)
相对上证指数	(7.6)	(15.3)	(3.8)	(41.5)

发行股数(百万)	491
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	3,833
3个月日均交易额(人民币 百万)	26
净负债比率(%) (2019E)	82
主要股东(%)	
吴娜妮	1

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年4月30日收市价为标准

相关研究报告

- 《曲美家居》 20181026
- 《曲美家居》 20180426
- 《曲美家居》 20180328

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

\*刘凯娜为本报告重要贡献者

**曲美家居**

**并购使业绩短期承压, 静待协同显现**

公司发布2018年年报及2019年一季报: 2018年公司实现营收28.9亿元, 同比+37.9%, 归母净利润-5906万元, 同比-124.0%, 归母扣非净利润-3534万元, 同比-115.6%。其中, 18Q4实现营收12.0亿元, 同比+80.9%, 归母净利润-1.5亿元, 同比-315.4%, 归母扣非净利润-1.2亿元, 同比-313.1%。2019Q1公司实现营收10.1亿元, 同比+154.8%, 归母净利润1179万元, 同比-57.9%, 归母扣非净利润200万元, 同比-92.0%。

支撑评级的要点

- **Ekornes 并表增厚营收, 定制家具表现亮眼。** Ekornes 于18年8月完成并表, 贡献收入9.3亿元, 净利润8704万元, 其中 Stressless/IMG/Svane 贡献营收7.3/1.4/0.5亿元, 占比25.2%/5.0%/1.9%。若剔除并表影响, 受行业景气下降及竞争加剧影响, 公司18年营收同比-6.4%至19.6亿元, 其中定制家具/成品家具/饰品及其它分别同比+40.2%/-17.9%/-35.8%至5.9/11.6/9.6亿元, 占比20.5%/40.1%/3.3%。随着公司与 Ekornes 在供应链、生产、渠道等方面协同作用加强, 销售有望加速放量。公司积极推进橱柜门店上样, 基本完成橱柜产品线在你+生活馆的渠道布局, 18年销售额同比增速超300%, 并开始在直营渠道试水木门业务, 大家居布局进一步完善。
- **渠道稳步扩张, 全球化布局初现。** 截至2018年, 公司 B8 全屋定制/你+生活馆/居+生活馆/直营店分别净增79/30/45/7家至306/649/60/21家, 叠加 Stressless/IMG/Svane 的3271/1713/410家门店, 公司专卖店合计6430家, 贡献营收24.8亿元, 同比增长45.1%, 其中直营店-8.0%至2.1亿元, 经销店+53.0%至22.8亿元。曲美国内店1036家, Ekornes 的欧洲/亚太/北美/其他地区店2269/1273/1422/430家, 初步实现渠道全球化布局。除此之外, 公司线上/大宗/其它渠道营收同比+13.0%/-1.2%/+270.0%至0.68/2.1/0.21亿元。若按城市级别划分, 2018年公司一线/二线/三线及以下城市营收占比分别为26.6%/33.5%/36.8%, 一二线城市渠道占优。
- **并购费用使业绩短期承压。** 2018年公司毛利率同比+3.5%至42.4%, 净利率同比-13.7%至-2.0%, 2019Q1公司毛利率+10.4%至46.7%, 净利率-5.1%至2.0%, 主因: 1) 并表的 Stressless/IMG 毛利率较高, 2018年分别为56.5%/46.0%, 规模效应加强助定制家具业务2018年毛利率同比+1.8%至43.0%; 2) 受收购 Ekornes 产生各项中介费用、贷款利息、汇兑损益等相关成本费用, 及 Ekornes 并表影响, 公司销售/管理/研发/财务费用率2018年分别同比增加7.9%/5.0%/-0.2%/5.1%, 使期间费用率同比+17.8%至42.2%, 2019Q1 分别同比增加7.8%/6.6%/-1.7%/2.5%, 使期间费用率同比+15.1%至42.6%。随双方协同效应加强, 收购成本摊销完毕, 盈利水平有望改善。

估值

- 公司大家居产品矩阵持续完善, 与 Ekornes 的协同效应将加速释放, 短期受 Ekornes 并表影响, 业绩承压, 下调公司盈利预测, 预计19-21年EPS为0.44/0.57/0.69元(原预测为0.80/0.98/-元), 同比+468.6%/27.7%/21.7%, 对应2019PE18X, 下调评级由买入至**增持**。

评级面临的主要风险

- 地产景气持续下行; Ekornes 协同效应不达预期; 债务压力风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,097	2,892	4,850	5,375	5,896
变动(%)	26	38	68	11	10
净利润(人民币 百万)	242	(59)	218	278	338
全面摊薄每股收益(人民币)	0.493	(0.120)	0.443	0.566	0.689
变动(%)	31.0	(124.4)	468.6	27.7	21.7
先前预测每股收益(人民币)			0.799	0.978	
调整幅度(%)			(44.6)	(42.1)	
全面摊薄市盈率(倍)	15.8	(64.9)	17.6	13.8	11.3
价格/每股现金流量(倍)	15.1	12.3	8.1	3.4	7.1
每股现金流量(人民币)	0.52	0.64	0.96	2.28	1.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	38.4	6.3	5.2	5.5
每股股息(人民币)	0.076	0.100	0.066	0.113	0.137
股息率(%)	1.0	1.3	0.8	1.4	1.8

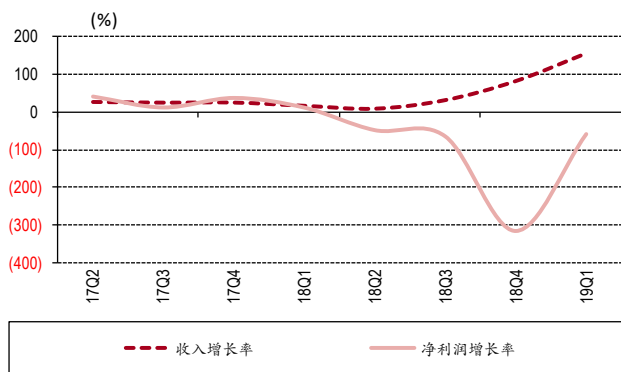
资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 公司 2018 年业绩摘要

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
一、营业总收入	394.5	578.9	716.1	1202.1
二、营业总成本	363.6	532.9	678.8	1337.5
其中：营业成本	251.4	362.9	396.5	654.5
营业税金及附加	4.0	6.5	5.6	5.2
销售费用	68.9	97.4	199.2	337.2
管理费用	39.8	63.8	81.1	140.3
研发费用	0.0	0.0	20.2	26.7
财务费用	(0.3)	(0.4)	(22.4)	169.9
资产减值损失	(0.3)	2.6	(1.5)	3.8
三、其他经营收益	3.7	0.7	6.3	(44.7)
公允价值变动收益	0.0	0.0	6.3	(17.8)
投资收益	3.7	0.7	0.0	(27.0)
四、营业利润	35.2	47.4	45.7	(172.5)
加：营业外收入	0.2	0.5	1.1	(0.4)
减：营业外支出	1.2	0.3	0.7	7.8
五、利润总额	34.2	47.6	46.1	(180.7)
减：所得税	6.3	5.3	16.8	(24.3)
六、净利润	27.9	42.3	29.4	(156.4)
减：少数股东损益	(0.1)	(0.2)	4.8	(2.3)
七、归属母公司净利润	28.0	42.5	24.6	(154.1)
EPS	0.06	0.09	0.05	(0.31)
<b>主要比率(%)</b>				
毛利率	36.3	37.3	44.6	45.6
主营税金率	1.0	1.1	0.8	0.4
销售费率	17.5	16.8	27.8	28.0
管理费用率	10.1	11.0	11.3	11.7
研发费用率	0.0	0.0	2.8	2.2
财务费用率	(0.1)	(0.1)	(3.1)	14.1
营业利润率	8.9	8.2	6.4	(14.3)
实际税率	18.3	11.1	36.4	13.5
净利率	7.1	7.3	3.4	(12.8)
<b>YoY (%)</b>				
收入增长率	15.0	7.3	30.2	80.9
营业利润增长率	12.4	(52.7)	(46.1)	(300.6)
净利润增长率	12.5	(47.5)	(64.1)	(315.4)

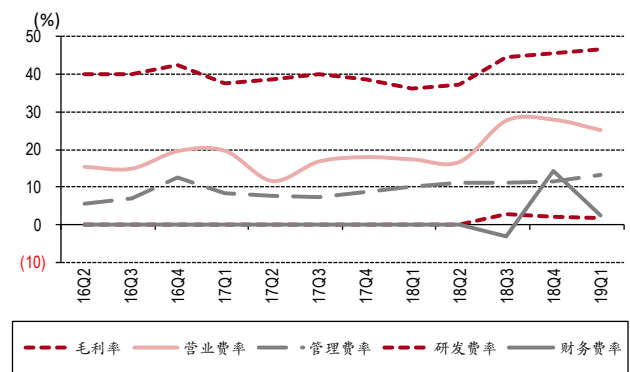
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 2. 公司单季度收入及盈利走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 公司单季度毛利率和费用率走势



资料来源：万得，中银国际证券

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,097	2,892	4,850	5,375	5,896
销售成本	(1,282)	(1,665)	(2,597)	(2,899)	(3,199)
经营费用	(474)	(1,032)	(1,401)	(1,598)	(1,802)
息税折旧前利润	341	194	852	877	895
折旧及摊销	(43)	(92)	(400)	(365)	(335)
经营利润(息税前利润)	298	103	452	512	559
净利息收入/(费用)	4	(78)	(158)	(99)	(47)
其他收益/(损失)	(47)	(159)	(391)	(390)	(374)
税前利润	296	(53)	294	375	454
所得税	(54)	(4)	(65)	(83)	(99)
少数股东权益	0	(2)	(11)	(15)	(18)
净利润	242	(59)	218	278	338
核心净利润	246	(51)	224	285	345
每股收益(人民币)	0.493	(0.120)	0.443	0.566	0.689
核心每股收益(人民币)	0.500	(0.103)	0.455	0.581	0.702
每股股息(人民币)	0.076	0.100	0.066	0.113	0.137
收入增长(%)	26	38	68	11	10
息税前利润增长(%)	30	(66)	341	13	9
息税折旧前利润增长(%)	28	(43)	338	3	2
每股收益增长(%)	31	(124)	(469)	28	22
核心每股收益增长(%)	35	(121)	(542)	28	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	296	(53)	294	375	454
折旧与摊销	43	92	400	365	334
净利息费用	(2)	88	167	112	67
运营资本变动	25	(35)	12	0	199
税金	54	4	65	83	99
其他经营现金流	(161)	215	(466)	184	(615)
经营活动产生的现金流	254	312	473	1,120	538
购买固定资产净值	(193)	(1,162)	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	13	8	15	23	6
其他投资现金流	374	(3,271)	838	(165)	(191)
投资活动产生的现金流	194	(4,425)	803	(192)	(234)
净增权益	0	7	0	0	(1)
净增债务	0	3,844	(1,000)	(1,000)	(500)
支付股息	(37)	(49)	(33)	(56)	(67)
其他融资现金流	40	(304)	893	(106)	(388)
融资活动产生的现金流	3	3,497	(140)	(1,162)	(956)
现金变动	450	(615)	1,135	(234)	(652)
期初现金	475	925	296	1,431	1,197
公司自由现金流	449	(4,102)	1,284	941	323
权益自由现金流	449	(357)	108	(184)	(263)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	925	296	1,431	1,197	546
应收帐款	115	404	656	580	744
库存	194	625	958	861	1,103
其他流动资产	36	178	246	227	302
流动资产总计	1,270	1,502	3,291	2,865	2,694
固定资产	549	1,619	1,532	1,452	1,379
无形资产	210	2,534	2,281	2,053	1,848
其他长期资产	63	1,547	685	820	1,003
长期资产总计	833	5,784	4,582	4,408	4,313
总资产	2,104	7,287	7,873	7,273	7,008
应付帐款	191	324	505	520	606
短期债务	0	88	100	100	299
其他流动负债	232	567	1,730	1,856	1,505
流动负债总计	423	979	2,336	2,475	2,410
长期借款	0	3,844	2,844	1,844	1,344
其他长期负债	51	842	842	842	842
股本	484	491	491	491	491
储备	1,106	858	1,076	1,322	1,603
股东权益	1,591	1,350	1,568	1,813	2,095
少数股东权益	40	273	284	299	317
总负债及权益	2,104	7,287	7,873	7,273	7,008
每股帐面价值(人民币)	3.24	2.75	3.19	3.69	4.26
每股有形资产(人民币)	2.85	(2.41)	(1.45)	(0.49)	0.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.91)	7.40	3.08	1.52	2.23

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.3	6.7	17.6	16.3	15.2
息税前利润率(%)	14.2	3.5	9.3	9.5	9.5
税前利润率(%)	14.1	(1.8)	6.1	7.0	7.7
净利率(%)	11.6	(2.0)	4.5	5.2	5.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.0	1.5	1.4	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	1.0	2.6	4.1	6.5
净权益负债率(%)	净现金	224.0	81.7	35.4	45.5
速动比率(倍)	2.5	0.9	1.0	0.8	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	15.8	(64.9)	17.6	13.8	11.3
核心业务市盈率(倍)	15.6	(75.8)	17.1	13.4	11.1
市净率(倍)	2.4	2.8	2.4	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	15.1	12.3	8.1	3.4	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	38.4	6.3	5.2	5.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	89.8	111.3	114.5	112.1
应收帐款周转天数	20.1	32.7	39.9	42.0	41.0
应付帐款周转天数	33.2	32.5	31.2	34.8	34.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.4	n.a.	15.0	20.0	19.9
净资产收益率(%)	15.2	(4.0)	14.9	16.5	17.3
资产收益率(%)	11.6	2.2	4.7	5.3	6.1
已运用资本收益率(%)	18.4	3.1	8.9	11.9	14.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371