

转型期短期阵痛，静待“新曲美”蜕变 增持（维持）

2019年08月29日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,892	4,579	5,077	5,603
同比（%）	37.9%	58.3%	10.9%	10.4%
归母净利润（百万元）	-59	204	380	479
同比（%）	-124.0%	445.5%	86.1%	26.0%
每股收益（元/股）	-0.12	0.42	0.78	0.98
P/E（倍）	-58.74	16.91	9.09	7.21

投资要点

- 公司发布 2019 年半年报：**期内公司实现营业收入 20.11 亿元 (+106.62%)，归母净利润 0.72 亿元 (+1.71%)，扣非净利润 0.59 亿元 (-10.36%)。其中 Q2 单季度实现营收 10.06 亿元 (+73.80%)，归母净利润 5988.33 万元 (+41.05%)，扣非后净利润 5734.5 万元 (+39.34%)，利润表现环比一季度改善显著。19H1 Ekornes 并表贡献收入 12.42 亿元、主营业务利润 9067 万元，剔除并表因素预计公司内生收入 7.69 亿（同比下滑 21%）。
- Ekornes 国内渠道建设初显成效，有望贡献增量：**期内公司整合 Ekornes 顺利，旗下品牌 Stressless/IMG/Svane 分别实现收入 9.72/1.94/0.76 亿元：(1) Stressless 以品牌独立加盟店的形式持续在全国门店布局，目前国内门店数量 50 家，收入超过 3000 万元，同比增速超过 50%；(2) IMG 品牌以店中店、品牌合作联营店、咖啡生活馆店等多元化渠道形式进行门店铺设，目前全国体验点数量接近 400 个，订单量超过 10000 套，交付产品 6000 套，销售收入超过 2000 万元；(3) 公司预计 Ekornes 国内全年有望实现 1.2 亿以上的收入规模，同比去年增长接近 300%。
- 稳步落实大家居战略，减 SKU、降本增效：**期内曲美分部实现营收 7.35 亿元，我们预计其下滑主要系公司持续推进成品向定制转型，尽管成品家具业务承压，但我们预计定制家具增速较快。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，并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，上半年，第一批淘汰的 SKU 已经全部停产，生产效率得到一定提升，第二批低效 SKU 计划于 9 月下线。
- 并表致费用增加较多，经营性现金流向好：**公司 18 年 9 月完成对挪威中高端家具知名企业 Ekornes 的收购，并表导致公司产生期间费用大幅提升，销售/管理（含研发）/财务费用分别为 5.05/2.48/1.05 亿元，费用率分别为 25.11% (+8.02pct) /12.35% (+1.7pct)/5.23% (+5.3pct)。由于 Ekornes 毛利率较高，且公司生产部门通过淘汰低效 SKU、合并职能部门、生产工序优化等控制生产成本，19H1 公司毛利率 43.7% (+6.81pct)。综合来看，公司销售净利率 4.4% (-2.82pct) 报告期末账上应收账款及票据 4.14 亿元，较期初减少 0.18 亿元，应收账款周转天数同比增加 10.67 天至 35.73 天；存货 6.52 亿，较期初增加 0.26 亿元，存货周转天数较同期增加 46.37 天至 101.51 天。期内公司经营性现金流 2.98 亿元，同比增长 663.3%。
- 盈利预测与投资评级：**公司不断优化开店策略，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。预计 19-21 年公司营收 45.79/50.77/56.03 亿 (+58.3%/+10.9%/+10.4%)，归母净利 2.04/3.80/4.79 亿 (+445.5% /+86.1% /+26.0%)，对应 PE 为 16.91X/9.09 X/7.21X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**Ekornes 整合效果不达预期，渠道扩展低于预期

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

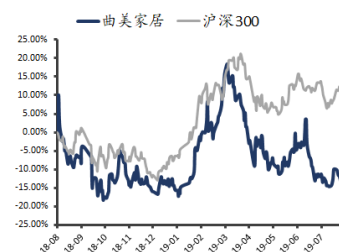
执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.06
一年最低/最高价	6.27/9.71
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	3417.89

基础数据

每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	74.03
总股本(百万股)	488.76
流通 A 股(百万股)	484.12

相关研究

- 1、《【东吴轻工】曲美家居：外延拖累业绩表现，静待盈利拐点》2019-04-30
- 2、《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
- 3、《曲美家居 (603818)：海外并购添动力，渠道优化“新曲美”起航》2018-08-23

表 1: 曲美家居季度财务数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	342.97	539.38	550.22	664.61	394.49	578.93	716.11	1,202.11	1,005.12	1,006.19
YOY	37.61%	25.17%	23.40%	23.59%	15.02%	7.33%	30.15%	80.87%	154.79%	73.80%
归母净利润	24.92	80.79	68.39	71.55	28.02	42.45	24.58	-154.12	11.79	59.88
YOY	58.71%	41.94%	12.82%	38.22%	12.46%	-47.45%	-64.06%	-315.40%	-57.91%	41.05%
扣非归母净利润	23.02	80.11	65.15	58.23	25.05	41.15	22.53	-124.08	2.00	57.35
YOY	82.10%	42.54%	13.05%	27.13%	8.84%	-48.62%	-65.42%	-313.07%	-92.01%	39.34%
毛利率	37.68%	38.69%	39.94%	38.74%	36.27%	37.31%	44.63%	45.55%	46.71%	40.70%
期间费用率	28.13%	19.61%	24.54%	26.07%	27.49%	27.41%	36.83%	55.05%	42.64%	45.36%
其中: 销售费用率	19.73%	11.74%	16.91%	18.08%	17.47%	16.83%	27.82%	28.05%	25.26%	24.97%
管理+研发费用率	8.45%	7.88%	7.70%	8.04%	10.10%	10.65%	12.14%	12.86%	14.95%	12.35%
财务费用率	-0.05%	-0.01%	-0.06%	-0.05%	-0.07%	-0.08%	-3.13%	14.14%	2.43%	8.03%
归母净利率	7.26%	14.98%	12.43%	10.77%	7.10%	7.33%	3.43%	-12.82%	1.17%	5.95%
存货	185.79	157.63	191.40	194.34	207.50	182.02	673.47	625.47	641.10	651.74
较上年同期增减	30.33	14.87	30.57	23.62	21.72	24.39	482.07	431.12	433.59	469.72
存货周转天数	75.06	54.28	55.88	51.26	71.93	55.14	115.90	88.61	106.40	101.51
较上年同期增减	-12.23	-7.76	-4.09	-5.50	-3.13	0.86	60.02	37.36	34.46	46.37
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.81	14.97	28.48	34.20	18.77
较上年同期增减	-0.80	0.00	0.00	-2.50	0.00	12.81	14.97	28.48	34.20	5.95
应收账款	40.40	64.86	95.58	115.25	110.18	155.75	476.70	403.53	406.95	395.01
较上年同期增减	14.90	39.08	56.88	81.37	69.78	90.89	381.12	288.28	296.77	239.26
应收账款周转天数	9.75	10.07	12.20	12.80	25.72	25.06	47.30	32.29	36.29	35.73
较上年同期增减	0.58	3.32	4.53	6.40	15.97	14.99	35.10	19.49	10.57	10.67
应付账款及应付票据	242.80	373.67	425.83	511.33	313.12	485.59	486.32	549.41	338.01	520.50
较上年同期增减	8.16	88.87	141.55	174.76	70.32	111.92	60.49	38.08	24.89	34.91
预收账款	102.44	70.86	110.48	82.25	80.25	77.99	98.06	111.02	84.11	106.53
较上年同期增减	48.95	30.14	40.81	-6.41	-22.19	7.13	-12.42	28.77	3.86	28.55
经营性现金流净额	-0.30	88.22	100.60	65.40	-53.13	92.17	64.13	209.16	139.10	158.87
较上年同期增减	3.47	-35.87	34.30	-42.00	-52.83	3.94	-36.46	143.76	192.23	66.70
筹资性现金流净额	40.00	-37.28	0.00	0.00	0.00	-10.63	3611.11	-103.12	-86.88	89.34
较上年同期增减	40.00	-13.56	0.00	0.00	-40.00	26.65	3611.11	-103.12	-86.88	99.97
资本开支	62.80	59.10	54.73	29.70	64.28	30.59	38.51	61.79	99.90	70.90
较上年同期增减	52.88	44.66	13.75	-27.76	1.48	-28.51	-16.22	32.09	35.62	40.31
ROE	1.79%	5.65%	4.61%	4.60%	1.75%	2.62%	1.50%	-10.27%	0.85%	4.05%
YOY (±)	0.51%	1.11%	-0.06%	0.79%	-0.04%	-3.03%	-3.10%	-14.87%	-0.89%	1.42%
资产负债率	19.79%	20.13%	22.86%	22.49%	18.77%	23.17%	71.98%	77.73%	74.56%	74.03%
YOY (±)	2.84%	1.78%	3.42%	0.52%	-1.02%	3.03%	49.12%	55.24%	55.78%	50.86%

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1502	1729	2267	2773	营业收入	2892	4579	5077	5603
现金	296	422	714	1279	减:营业成本	1665	2482	2663	2924
应收账款	404	441	463	504	营业税金及附加	21	46	51	56
存货	625	624	863	729	营业费用	703	1116	1240	1368
其他流动资产	178	241	226	261	管理费用	387	471	519	573
非流动资产	5784	5711	5803	5830	财务费用	147	176	99	48
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	5	29	29	30
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	252	466	586
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	7441	8070	8603	利润总额	-53	249	463	584
流动负债	979	946	1103	1042	减:所得税费用	4	45	83	105
短期借款	88	44	66	55	少数股东损益	2	0	0	0
应付账款	324	299	360	352	归属母公司净利润	-59	204	380	479
其他流动负债	567	602	677	636	EBIT	137	510	656	738
非流动负债	4686	4709	4633	4583	EBITDA	267	600	759	855
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	5655	5736	5626	每股收益(元)	-0.12	0.42	0.78	0.98
少数股东权益	273	0	0	0	每股净资产(元)	2.75	3.65	4.78	6.09
归属母公司股东权益	1350	1786	2334	2977	发行在外股份(百万股)	491	489	489	489
负债和股东权益	7287	7441	8070	8603	ROIC(%)	6.1%	20.7%	20.3%	18.1%
					ROE(%)	-3.5%	12.0%	18.4%	18.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	43.0%	45.8%	47.6%	47.8%
经营活动现金流	312	403	512	703	销售净利率(%)	-2.0%	4.5%	7.5%	8.5%
投资活动现金流	-4425	-287	-328	-329	资产负债率(%)	77.7%	76.0%	71.1%	65.4%
筹资活动现金流	3497	11	108	191	收入增长率(%)	37.9%	58.3%	10.9%	10.4%
现金净增加额	-629	127	292	565	净利润增长率(%)	-124.0%	445.5%	86.1%	26.0%
折旧和摊销	131	90	103	117	P/E	-58.74	16.91	9.09	7.21
资本开支	195	295	337	339	P/B	2.57	1.93	1.48	1.16
营运资本变动	-324	260	380	567	EV/EBITDA	12.14	5.12	3.69	2.60

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>

