

“三新”营销转型促发展， 业绩拐点可期

事件

9月16日，国家统计局发布1-8月房地产开发和销售数据。1—8月份，房地产开发企业房屋施工面积813156万平方米，同比增长8.8%，增速比1—7月份回落0.2个百分点。其中，住宅施工面积568025万平方米，增长10.1%。房屋新开工面积145133万平方米，增长8.9%，增速回落0.6个百分点。其中，住宅新开工面积107053万平方米，增长8.9%。房屋竣工面积41610万平方米，下降10.0%，降幅收窄1.3个百分点。其中，住宅竣工面积29336万平方米，下降9.6%。

1—8月份，商品房销售面积101849万平方米，同比下降0.6%，降幅比1—7月份收窄0.7个百分点。其中，住宅销售面积增长0.6%，办公楼销售面积下降10.8%，商业营业用房销售面积下降13.9%。商品房销售额95373亿元，增长6.7%，增速加快0.5个百分点。其中，住宅销售额增长9.9%，办公楼销售额下降11.7%，商业营业用房销售额下降12.8%。

8月27日，曲美家居2019年半年报显示：公司2019H1实现营业总收入20.11亿元，同比增长106.62%；归母净利润0.72亿元，同比增长1.71%；扣非后归母净利润0.59亿元，同比下降10.36%。其中2019Q2单季度收入10.06亿元，同比增长73.80%；归母净利润5988.33万元，同比增长41.05%；扣非后归母净利润5734.50万元，同比增长39.34%。公司业绩符合我们预期。

我们的分析和判断

19H1 业绩符合预期，“三新”营销改革促进零售持续增长

公司2019H1实现营业总收入20.11亿元，同比增长106.62%；归母净利润0.72亿元，同比增长1.71%。其中2019H1 Ekornes 并表收入12.42亿元，剔除并表部分我们预计公司本部收入7.69亿元。公司本部19H1由于高基数、营销转型拉长订单周期等原因收入同比下降，但总体符合预期。

自18年6月开始“曲美+”战略转型，以市场组织架构优化和营销改革为核心，快速推进主动营销转型。19年5月销售端“三新”模式（新营销、新零售、新渠道）大面积推广以来，公司

曲美家居 (603818)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519060003

研究助理：翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

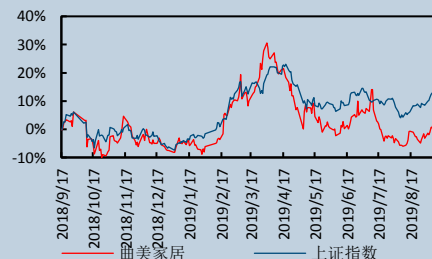
010-86451610

发布日期：2019年09月16日

主要数据

1 个月	3 个月	12 个月
5.85/-1.8	4.68/-0.5	3.12/-9.92
12 月最高/最低价 (元)		9.71/6.27
总股本 (万股)		48,876.1
流通 A 股 (万股)		48,412.0
总市值 (亿元)		37.15
流通市值 (亿元)		36.79
近 3 月日均成交量 (万)		133.25
主要股东		
赵瑞海		32.66%

股价表现



相关研究报告

19.04.30	曲美家居(603818):Q1 拐点起, 国内外优化 财费节省带来弹性
19.02.12	曲美家居(603818):并购费用短期拖累, 股权激励彰显长期信心
18.11.05	曲美家居(603818):Ekornes 顺利并表, Q3 收入高增, 后续协同可期

经销商合同额增速持续快速上升，核心大商显著增长。同时公司 7 月新提出“时尚家居”品牌定位，瞄准刚需时尚家居市场，为消费者打造拎包入住一站式服务。我们预计，3、4 季度公司本部收入同比恢复增长。

Ekornes 国内全年增速预计超 300%，新激励方案推动 Ekornes 全球长期发展

公司对 Ekornes 的整合井然有序，其中国内 Stressless 独立加盟店已有 50 家，收入超 3000 万元，增速超 50%；IMG 全国体验点近 400 个，收入超 2000 万元；预计 Ekornes 国内全年收入达到 1.2 亿元，同比增速超 300%。Ekornes 全球通过管理层激励方案新设计，更加注重长中短激励与业绩目标结合；同时，公司通过加快全球新旗舰店的建设，进一步推动业绩稳增。

毛利率提升明显，并购 Ekornes 致费用率大增

盈利能力方面，2019H1 公司销售毛利率为 43.70%，同比增加 6.81pct，主要由于毛利率相对较高的 Ekornes 品牌收入并表提升整体毛利率；销售净利率为 4.40%，同比下降 2.82pct，但 2019Q2 环比 2019Q1 提升 4.80pct。

期间费用方面，报告期内公司销售费用率为 40.70%，同比提升 16.37pct。其中销售费用率同比提升 8.02pct 至 25.11%，管理费用率同比提升 3.03pct 至 10.35%，财务费用率同比提升 5.31pct 至 5.23%，公司 2018 年 9 月完成对 Ekornes 的收购，导致 2019H1 销售费用、管理费用、财务费用分别同比增长 203.66%、192.24%、14618.43%。

投资建议：

公司战略和营销转型效果显著，与 Ekornes 协同驱动发展，业绩拐点可期。我们预计，公司 2019-2020 年营业收入为 52.33、60.66 亿元，同比增长 80.97%、15.91%；归母净利润为 1.93、3.89 亿元，同比增长 426.76%、101.55%，对应 PE 为 19.2x、9.5x，维持“买入”评级。

风险因素：房地产销售大幅下滑；行业竞争大幅加剧；财务费用节省不及预期。

图表 1：曲美家居分季度财务情况

单季	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业总收入（亿元）	3.94	5.79	7.16	12.02	10.05	10.06
同比 (%)	15.02%	7.33%	30.15%	80.87%	154.79%	73.80%
归母净利润（亿元）	0.28	0.42	0.25	-1.54	0.12	0.60
同比 (%)	12.46%	-47.45%	-64.06%	-315.40%	-57.91%	41.05%
扣非归母净利润（亿元）	0.25	0.41	0.23	-1.24	0.02	0.57
同比 (%)	8.84%	-48.62%	-65.42%	-313.07%	-92.01%	39.34%
累计	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1
营业总收入（亿元）	3.94	9.73	16.90	28.92	10.05	20.11
同比 (%)	15.02%	10.32%	17.94%	37.88%	154.79%	106.62%
归母净利润（亿元）	0.28	0.70	0.95	-0.59	0.12	0.72
同比 (%)	12.46%	-33.33%	-45.40%	-124.04%	-57.91%	1.71%
扣非归母净利润（亿元）	0.25	0.66	0.89	-0.35	0.02	0.59
同比 (%)	8.84%	-35.80%	-47.27%	-115.60%	-92.01%	-10.36%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：曲美家居分产品收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业总收入 (亿元)	10.94	12.55	16.64	20.97	28.92	20.11
同比 (%)	7.54	14.78	32.52	26.05	37.88	106.62
曲美本部 (亿元)	-	-	-	-	-	7.35
占比 (%)	-	-	-	-	-	36.54
毛利率 (%)	-	-	-	-	-	38.04
Stressless (亿元)	-	-	-	-	7.30	9.72
占比 (%)	-	-	-	-	25.25	48.33
毛利率 (%)	-	-	-	-	56.50	50.99
IMG (亿元)	-	-	-	-	1.44	1.94
占比 (%)	-	-	-	-	4.98	9.63
毛利率 (%)	-	-	-	-	46.00	46.45
Svane (亿元)	-	-	-	-	0.54	0.76
占比 (%)	-	-	-	-	1.87	3.77
毛利率 (%)	-	-	-	-	-0.79	6.39
成品家具 (亿元)	-	-	-	-	11.60	-
占比 (%)	-	-	-	-	-17.87	-
同比 (%)	-	-	-	-	40.10	-
毛利率 (%)	-	-	-	-	36.52	-
定制家具 (亿元)	-	-	-	-	5.94	-
占比 (%)	-	-	-	-	40.17	-
同比 (%)	-	-	-	-	20.54	-
毛利率 (%)	-	-	-	-	43.03	-
饰品及其他 (亿元)	-	-	-	-	0.96	-
占比 (%)	-	-	-	-	-35.81	-
同比 (%)	-	-	-	-	3.33	-
毛利率 (%)	-	-	-	-	22.25	-
人造板家居 (亿元)	4.43	5.5	7.98	10.32	-	-
同比 (%)	8.62	24.14	45.13	29.27	-	-
占比 (%)	40.52	43.82	47.99	49.22	-	-
毛利率 (%)	34.42	36.05	42.26	39.75	-	-
综合类家居 (亿元)	3.23	3.11	3.53	3.31	-	-
同比 (%)	-6.06	-3.46	13.47	-6.33	-	-
占比 (%)	29.49	24.8	21.23	15.78	-	-
毛利率 (%)	36.61	39.36	41.59	40.52	-	-
家具饰品类 (亿元)	1.05	1.51	2.28	3.09	-	-
同比 (%)	29.36	43.99	51.09	35.89	-	-
占比 (%)	9.57	12	13.68	14.75	-	-
毛利率 (%)	25.5	26.63	24.52	24.05	-	-

实木类家居（亿元）	2.07	2.24	2.61	3.03	-	-
同比（%）	21.64	8.28	16.53	15.94	-	-
占比（%）	18.94	17.87	15.71	14.45	-	-
毛利率（%）	45.63	45.78	46.87	46.15	-	-

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长、轻工消费分析师，统计学硕士。获2015年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第5名；2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名；2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第3名，水晶球第2名；2018年水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名。
罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016年加入中信建投。
研究助理 翟延杰：轻工制造行业研究员，北京大学金融硕士，2019年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859