

2023年07月10日

# 阳光总在风雨后

## 曲美家居(603818)

### 筑底阶段，积极因素增多，拐点机会显现

**从行业层面来看：**根据国家统计局显示，2023年1-5月限额以上家具零售额同比+4.5%（其中5月+5.0%），在地产竣工持续改善以及国内对家居等消费政策支持背景下，家居行业有望显著受益。**从公司层面来看：**Ekornes海外子公司整体发展势头良好，加快品类扩张以及中国市场布局；国内业务在整体消费回暖下有望改善，且公司积极加快创新转变；而随着欧美国家货币紧缩周期接近尾声、原材料成本与全球海运价格大幅下降等催化下，公司盈利环境持续向好。当前股价5.45元/股（截至2023年7月10日）已处于历史底部阶段，反映了市场过度悲观预期，我们认为随着行业经营环境向好，公司经营能力持续改善的趋势下，曲美的投资布局良机已经显现。

### 海外业务:Ekornes 加快扩张，盈利向好

Ekornes 子公司在 2022 年欧洲和北美主要家具卖场出现客流量下滑、零售商动销不畅的不利背景下，依然实现 34.51 亿元收入，同比+6.49%，品牌势能保持强劲。公司新品类扩张迅速：电机类舒适椅、餐厅产品线、功能沙发等销量快速增长，同时 Stressless 品牌床垫和软床产品蓄势待发。而随着国内疫情影响结束，Ekornes 在中国市场有望迎来快速发展阶段。且在原材料成本、海运费等出现明显改善下，Ekornes 盈利也有望在 23H2 迎来改善。

### 国内业务：多元渠道发力，品牌营销创新赋能

2022 年公司直营整装业务收入同比+20%，大宗业务收入同比+41.07%，毛利率同比+13.16pct 至 36.22%，实现扭亏为盈，公司在积极帮助经销商进行销售模式创新的同时，多渠道并进，趋势向好；此外公司 2023 年加大小红书和抖音等平台线上推广，通过加码线上数字化内容营销，有望吸引更多年轻流量，加强营销变现能力；2023 年初公司推出全新子品牌“漾 YNG”，将作为公司年轻化产品体系的有益补充，有望成为曲美抢占核心流量资源的关键资本；而近期曲美 lab 墩墩沙发的推出，丰富了公司产品线上内容输出，拓宽了品牌引流入口，持续焕发品牌新活力。

### 多举措降低财务成本，有息负债下降趋势明显

公司通过引入战略投资者、非公开发行股票融资等举措不断

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	5.45
股票代码：	603818
52 周最高价/最低价：	8.78/4.96
总市值(亿)	31.90
自由流通市值(亿)	31.63
自由流通股数(百万)	580.40



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

#### 相关研究

1. 【华西轻工】曲美家居（603818.SH）点评报告：Q3 盈利承压，新曲美加速变革推进  
2022.10.28
2. 【华西轻工】曲美家居（603818.SH）点评报告：海外 Ekornes 保持增长势头，国内业务有望逐步改善回升  
2022.08.30
3. 【华西轻工】曲美家居（603818.SH）点评报告：海外 Ekornes 增长强劲，国内业务有望逐步改善回升  
2022.04.27

减少自身负债，有息负债从 2019 年 40.67 亿元已缩减至 2023 一季度 32.40 亿元，整体财务压力下降趋势明显。公司有望凭借良好的经营性现金流以及通过积极的资本运作等方式不断减轻自身财务负担，进而提振利润端。

### 投资建议

随着积极因素逐渐增多，我们看好曲美后续国内外业务的表现，公司经营有望向好。考虑到当前海外降息时间仍具有不确定性叠加前期高价原材料库存影响，我们调整此前的盈利预测，公司 23-24 年营业收入分别由 58.07/65.53 亿元调整至 43.59/52.25 亿元；23-24 年 EPS 分别由 0.52/0.67 元调整至 0.01/0.52 元，预计 2025 年公司收入、EPS 分别为 60.63 亿元、0.68 元，对应 2023 年 7 月 10 日收盘价 5.45 元/股，PE 分别为 512/10/8 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 并购整合不及预期；2) 地产销售恢复不及预期；3) 非公开发行股票融资尚未完成，存在不确定性风险；4) 行业竞争加剧风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,073	4,853	4,359	5,225	6,063
YoY (%)	18.6%	-4.4%	-10.2%	19.9%	16.0%
归母净利润(百万元)	178	37	28	290	382
YoY (%)	71.3%	-79.2%	-25.3%	949.4%	31.6%
毛利率 (%)	35.8%	32.3%	30.0%	35.3%	40.0%
每股收益 (元)	0.31	0.06	0.05	0.50	0.65
ROE	8.8%	1.7%	1.3%	11.9%	13.6%
市盈率	17.58	90.83	115.48	11.01	8.36

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 曲美历史股价复盘：当前处在底部，关注积极因素	4
2. 海外业务：Ekornes 整体势头良好，前期压制因素逐渐消退，经营向好	6
2.1. 盈利能力短期承压，2023 年 H2 起有望改善	7
2.2. 市场需求边际逐渐回暖	8
2.3. 产能持续加快全球化布局	10
3. 国内业务：多元渠道发力，品牌营销创新赋能	10
3.1. 经销渠道持续优化升级，直营、大宗向好	11
3.2. 注重数字化转型升级，加码线上内容营销	11
3.3. 产品焕新，增添品牌活力	12
4. 多举措降低财务成本，有息负债下降趋势明显	13
5. 投资建议	15
6. 风险提示	15

## 图表目录

图 1 公司历史股价涨跌幅表现	5
图 2 国内限额以上家具类零售额累计增速 (%)	5
图 3 国内住宅竣工面积累计同比 (%)	5
图 4 国内住宅销售面积累计同比 (%)	6
图 5 国内消费者信心指数疫情后复苏	6
图 6 美国家具批发商库存季度同比 (%)	6
图 7 OECD 消费者信心指数近期有所回暖	6
图 8 历年公司营收结构 (%)	7
图 9 历年公司海外主要品牌收入及增速 (亿元/%)	7
图 10 CCFI 海运费指数	7
图 11 主要原材料价格及价格指数走势	7
图 12 历年公司营收及增速	8
图 13 历年公司归母净利润及增速	8
图 14 Ekornes 子公司息税前利润率和净利率 (%)	8
图 15 历年美国新建住房和成屋销售同比 (%)	9
图 16 欧美 CPI 增速近期回落趋势明显	9
图 17 中国家具、寝具等出口欧盟地区月度增速 (%)	9
图 18 Stressless 中国门店	10
图 19 IMG 中国独立门店	10
图 20 公司主要海外工厂	10
图 21 公司募集资金拟投资项目	10
图 22 公司与酷家乐现场签约仪式	11
图 23 历年公司分渠道收入	11
图 24 曲美小红书首页与曲美小鱼预定界面	12
图 25 曲美小红书营销内容	12
图 26 曲美河湾、如觅、集木、漾系列	13
图 27 漾 YNG 系列展示	13
图 28 曲美 lab 墩墩沙发	13
图 29 曲美 lab 墩墩沙发线上内容营销	13
图 30 历年公司主要资本事件	14
图 31 历年公司负债规模 (亿元)	14
图 32 历年各季度公司财务费用及同比 (亿元/%)	14
图 33 历年公司经营性活动产生的现金流净额 (亿元)	14

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 1. 曲美历史股价复盘：当前处在底部，关注积极因素

1) 新股上市，市场火热（2015年4月-2016年4月）：公司上市之初市场正处于牛市阶段，PE估值高达100倍以上，公司市值最高升至180亿元；2015年6月市值随股市降温逐渐回落，市值最低至47亿元。

2) 家居行业景气高，竞争格局较好（2016年4月-2017年初）：行业景气度高，整体盈利趋势向好，公司业绩保持较高增长，市值回升至100亿元。

3) 上市家居企业渐多，竞争加剧，且地产景气回落（2017年初-2018年6月）：上市家居公司入局者数量加速，行业竞争加剧，公司业绩表现一般，且地产调控增强，板块估值回落，公司市值逐渐下滑至70亿元。

4) 收购Ekornes，引发市场担忧（2018年6月-2020年初）：公司大额现金收购Ekornes，引发市场对公司负债端担忧，且行业景气持续回落，市值持续下挫，最低跌至32亿元。

5) 经营优化，市场整体回暖（2020年6月-2020年9月）：公司通过多举措并举，负债端持续改善，业绩回升明显，市值回升至60亿元。

6) 地产政策收紧，定增解禁冲击（2020年9月-2021年3月）：随着地产“三条红线”出台以及公司定增资金解禁，市场面临较大压力，公司市值跌落至42亿元。

7) 经营向好，业绩迎来释放期（2021年3月-2021年12月）：海外疫情防控逐渐放松，消费复苏向好，Ekornes业绩稳健增长，带动公司业绩实现较大增长，公司估值逐渐回升。

8) 多因素扰动，估值短期承压（2021年12月-至今）：受到全球通胀加息、国内房市低迷、恒大减值、疫情反复、原材料和海运费仍处高位等因素影响，公司业绩短期承压，市值跌至30亿元左右。

但是站在目前时间点，我们认为无需过度担忧，负面影响因素已经反映充分，积极因素增多，布局良机已经显现：

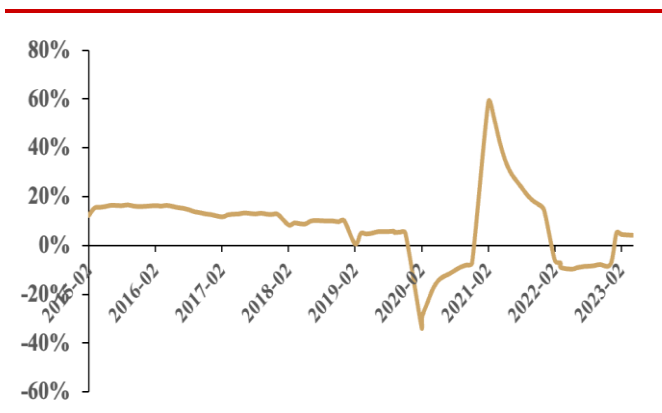
**从行业层面来看：**根据国家统计局显示，2023年1-5月限额以上家具零售额同比+4.5%（其中5月+5.0%），在地产竣工持续改善以及国内对家居等消费政策支持背景下，家居行业有望显著受益；同时，2023年美国家具批发商库存增速逐渐进入负增长阶段以及欧洲市场消费者信心指数近期有所回暖叠加全球通胀预期减缓，欧美市场需求有望拐点向上。**从公司自身来看：**Ekornes品牌势能保持强劲。新品类扩张迅速：电机类舒适椅、餐厅产品线、功能沙发等销量快速增长，同时Stressless品牌床垫和软床产品蓄势待发。而随着国内疫情影响结束，Ekornes在中国市场有望迎来快速发展阶段。且在原材料成本、海运费等出现明显改善下，Ekornes盈利也有望在23H2迎来改善；而国内曲美2022年直营整装业务收入同比+20%，大宗业务实现扭亏为盈，同比+50%，同时加快对经销商渠道的赋能，多元渠道经营趋势向好，此外公司积极加强品牌营销创新赋能；而随着欧美国家货币紧缩周期接近尾声、原材料成本、全球海运价格下降趋势明显，公司盈利环境向好，未来业绩有望迎来改善。当前股价5.45元/股（截至2023年7月10日）已处于历史底部阶段，反映了市场过度悲观预期，我们认为随着行业经营环境向好，公司经营能力持续改善的趋势下，曲美的投资布局良机已经显现。

图1 公司历史股价涨跌幅表现



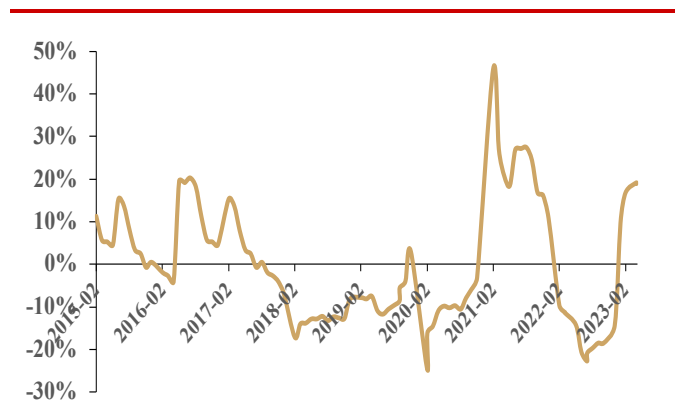
资料来源：wind，华西证券研究所

图2 国内限额以上家具类零售额累计增速 (%)



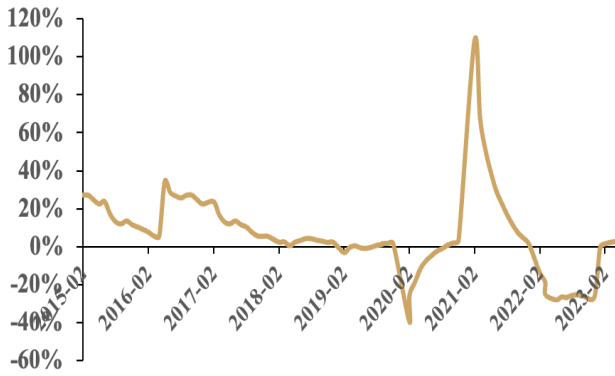
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图3 国内住宅竣工面积累计同比 (%)



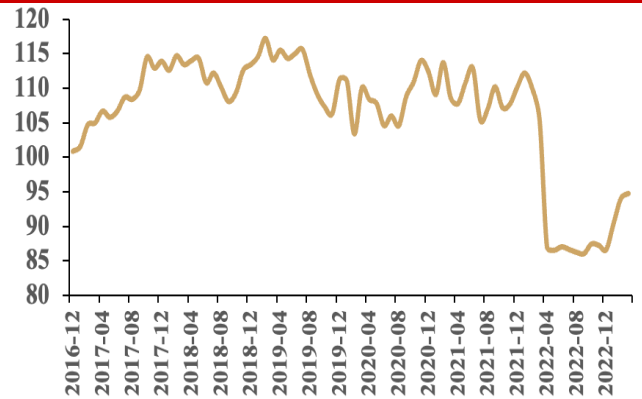
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 4 国内住宅销售面积累计同比 (%)



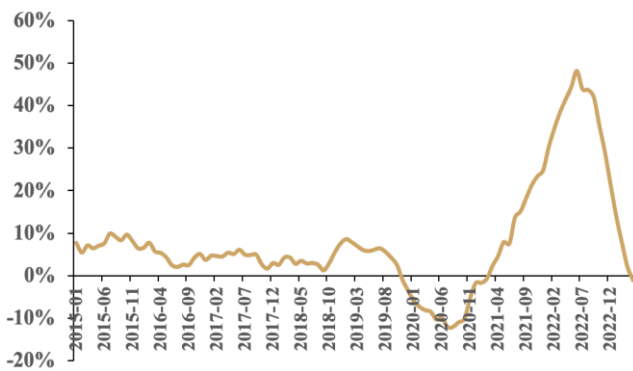
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 5 国内消费者信心指数疫情后复苏



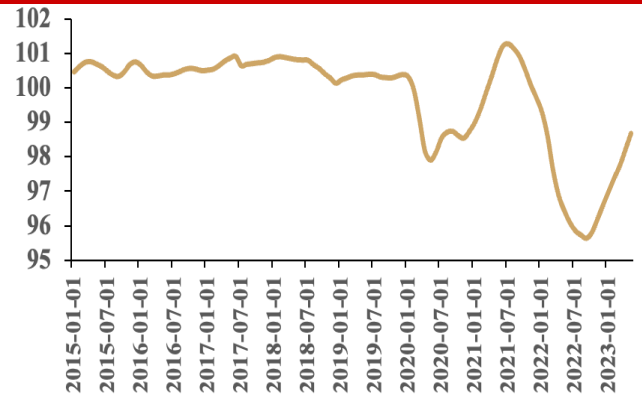
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 6 美国家具批发商库存季度同比 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 7 OECD 消费者信心指数近期有所回暖



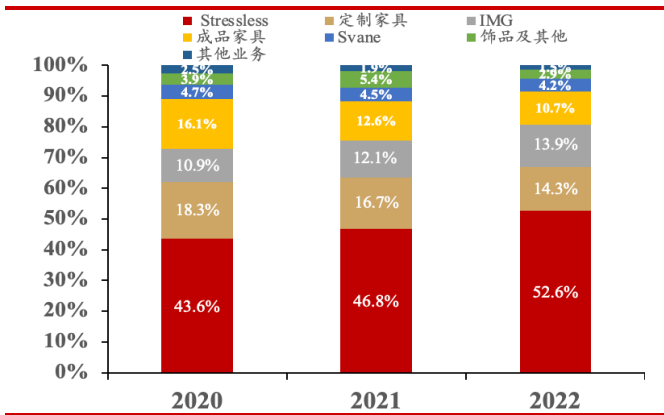
资料来源：OECD，华西证券研究所

## 2. 海外业务：Ekornes 整体势头良好，前期压制因素逐渐消退，经营向好

Ekornes 旗下 Stressless、IMG、Svane 品牌收入除受到 2020 年全球公共卫生影响以及 2022 年全球经济放缓的拖累以外，其他年份营收增速均保持双位数以上增长。2022 年 Ekornes 子公司主要业务收入占公司总营收比为 70.68%，其中，Stressless 占比最高 (52.61%)，是公司核心收入来源。

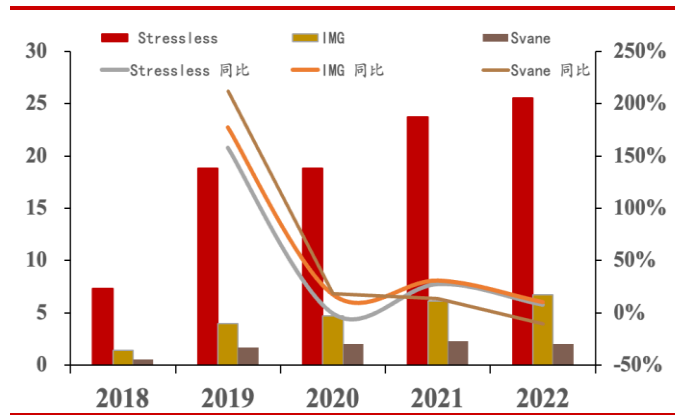
在 2022 年俄乌冲突、通胀加息抑制海外非必选消费需求，全球经济陷入低迷等大环境动荡下，我们认为公司 2022H2 到 2023H1 期间业绩面临较大压力；而公司期间电机类舒适椅产品在欧洲和北美市场保持稳健增长的同时，餐厅产品线受到更多经销商的青睐，功能沙发销量持续增长，Stressless 品牌床垫和软床产品蓄势待发（前期研发工作已经完成），公司通过持续发力餐椅、电动椅和功能沙发等非舒适椅类产品，实现新业务的持续拓展，2022 年 Ekornes 实现销售 34.51 亿元，同比+6.49%（Stressless 同比+7.43%，IMG 同比+10.21%），海外品牌势能依旧保持强劲，Ekornes 整体势头良好。

图 8 历年公司营收结构 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 历年公司海外主要品牌收入及增速 (亿元/%)

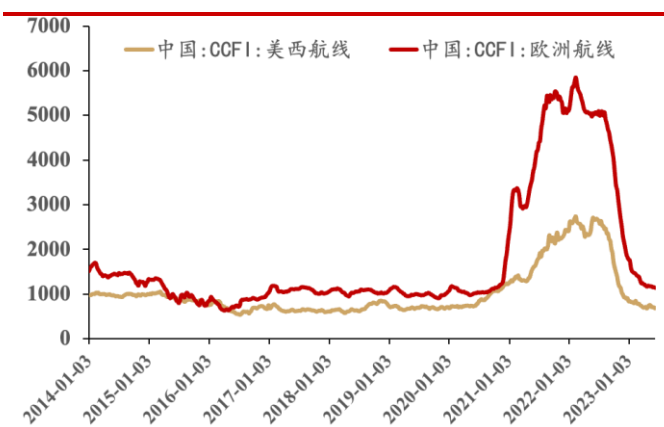


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.1. 盈利能力短期承压，2023 年 H2 起有望改善

2022 年 Ekornes 受到原材料价格与海运费的影响，短期一定程度上拖累了公司盈利能力。其中主要原材料价格如皮革、螺纹钢等年内最高上涨分别达到 40%、20%，导致 Ekornes 单位产品生产平均成本涨幅最高达 33.75%，对公司 2022 年毛利率造成较大的冲击；此外，2022 年公司海运成本占收入比重较 2021 年继续走高 1.3%（绝对额增长超人民币 7000 万元），对公司盈利能力也产生了较大负面影响；而公司高价原材料库存影响以及公允价值变动（汇率变动影响远期合约公允价值）、资产减值损失、信用减值损失（三者合计影响利润 0.51 亿元），导致 2023Q1 利润端整体出现亏损。随着近期海运费逐渐回落至正常水平，主要原材料价格下降趋势明显叠加前期公司产品提价顺利且后续价格有望维持稳定，前期压制性因素逐渐消退，我们预计公司 2023 年下半年起盈利能力有望得到明显改善。

图 10 CCFI 海运费指数



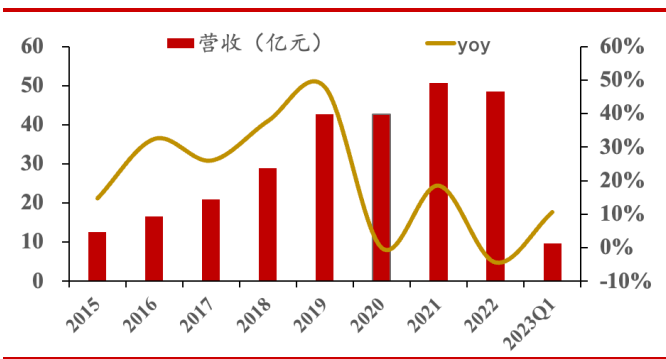
资料来源：wind，华西证券研究所

图 11 主要原材料价格及价格指数走势



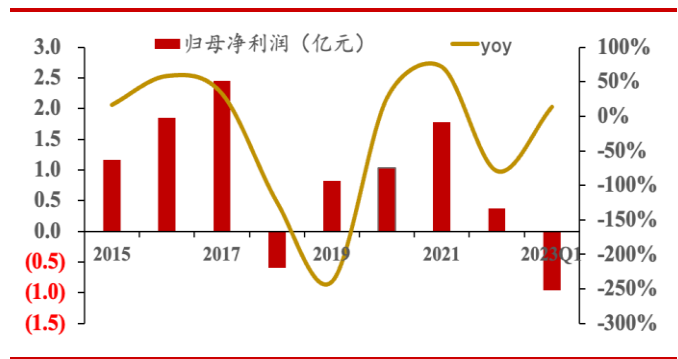
资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 历年公司营收及增速



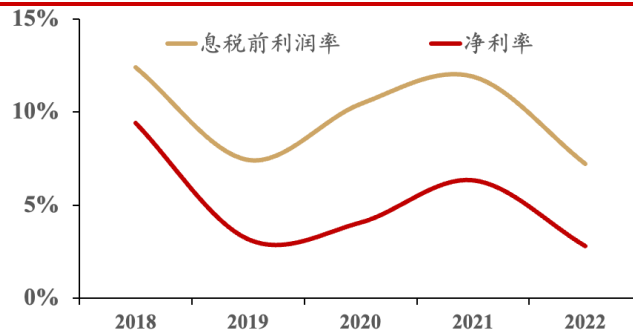
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 13 历年公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 Ekornes 子公司息税前利润率和净利率 (%)



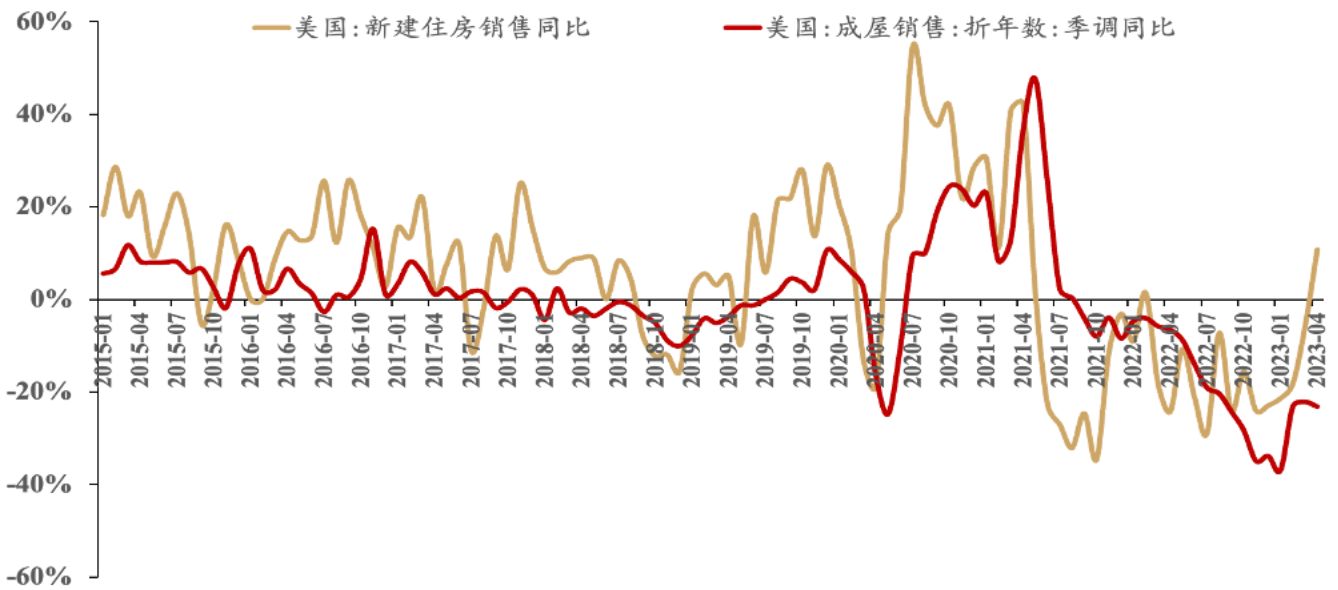
资料来源: Ekornes 公司公告, 华西证券研究所

## 2.2. 市场需求边际逐渐回暖

Ekornes 收入来源主要位于欧美地区，而家居的销售与房市景气度和居民可支配收入相关性较高。受到 2022 年美国整体高通胀，高利率的冲击，美国居民购房成本有较大提升，一定程度上抑制了消费者购房需求，新建住房和成屋销售整体增速为负值，家居市场消费需求因而受到一定影响；而随着美国通胀持续回落，美联储加息渐尽，美国房市销售逐渐迎来复苏，近期增速回升明显，我们预计北美家居市场需求有望迎来边际回暖。



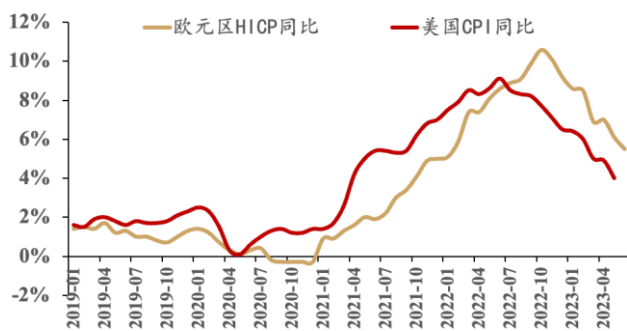
图 15 历年美国新建住房和成屋销售同比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

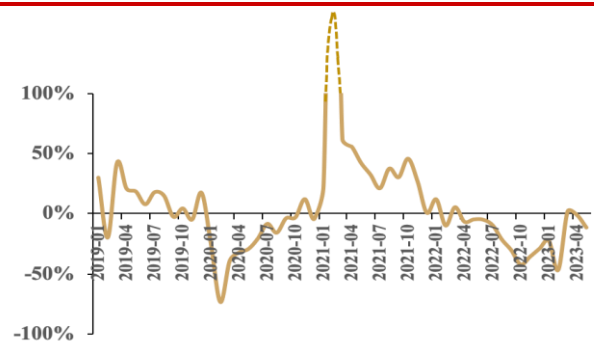
欧洲主要国家近期通胀指数回落趋势明显叠加 OECD 消费者信心指数逐渐走强, 欧洲市场消费活力有望向上; 此外, 国内家具、寝具等出口欧盟市场增速亦有向上之趋势和近期人民币贬值催化, 我们预计近期国内家居出口有望受益, 公司欧洲地区业务或将迎来持续修复。

图 16 欧美 CPI 增速近期回落趋势明显



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 17 中国家具、寝具等出口欧盟地区月度增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

**中国市场厚积薄发, 有望迎来快速发展阶段:**

根据公司年报显示, 当前 Stressless 品牌中国市场渠道体系主要分为三个层级: 1) 品牌标杆-高级购物中心店, 面积位于 30-50 平米之间, 主要位于一、二线城市高端购物中心及高端奢侈品商场 (北京 SKP 店、北京国贸商城店、上海久光百货店等), 强化高端品牌定位; 2) 旗舰店-进口品牌家具城店, 面积位于 200-300 平米之间, 为主力创收门店, 通过在进口家具馆开店, 快速占领核心城市的进口家具卖场, 通过建材城的自然客流实现收入快速增长; 3) 流量店-街边店及机场、高铁门店。2021 年公司聘请全球知名的建筑设计师, 研发了面积 10 平米以下的“装置店”, 未来可在

机场、高铁等人流密集区域及购物中心中岛、高端写字楼等位置进行投放，增加品牌曝光度，提高一二线城市的渠道覆盖率。

随着国内消费者逐渐加大对 Stressless 和 IMG 品牌的认可，Ekorner 中国业务迎来快速发展时期。截至 2021 年末，Stressless 中国门店数超过 120 家（2022 年末 Stressless 总门店数为 3678 家），2020 年 IMG 体验点数量超过 1000 个；此外，Stressless 在受到 2022 年国内疫情反复影响下，凭借其日益增长的品牌效能，市场认知度和经销商信心稳中有升，使得老客户复购率保持稳定，其中国市场仍然保持正增长；同时，2023 年 Ekorner 计划在中国设立 Stressless 品牌销售大区，通过资源持续投入，加快开店节奏，有望推动中国业务实现快速发展。

图 18 Stressless 中国门店



资料来源：百度地图，华西证券研究所

图 19 IMG 中国独立门店



资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 2.3. 产能持续加快全球化布局

公司积极布局全球产能，提高生产规模效应，有效降低成本并优化物流配送。根据公司年报显示，Ekorner 旗下拥有 8 家工厂，5 家位于挪威，1 家位于美国，1 家位于泰国（2022 年末关停 IMG 原有越南工厂，将主要生产需求转移至泰国工厂），1 家位于立陶宛；其中，2021 年和 2022 年挪威工厂产能利用率分别为 100.73% 和 99.43%，面对市场需求回暖趋势，公司当前产能逐渐较难满足市场对畅销产品日益增长的需求，公司于 2023 年 2 月公告称拟通过向特定对象发行股票方式募集资金 8 亿元，其中 3.5 亿元将用于河南曲美家居产业二期项目，2.1 亿元将用于 Ekorner 挪威工厂产能升级建设项目。公司积极深化产能建设，有望为后续公司营收提升提供有力支撑。

图 20 公司主要海外工厂

工厂	主要功能
挪威 Ikorner 工厂	Stressless 躺椅；钢铁、泡沫、塑料家具零部件组装
挪威 Aure 工厂	Stressless 沙发座椅及其他家具产品所使用的层压板；Ekorner 系列固定靠背沙发
挪威 Tynes 工厂	木制零部件及层压板的生产
挪威 Grodas 工厂	木制零部件生产
挪威 Fetsund 工厂	Svane 零部件生产及组装
美国 Morganton 工厂	零部件组装与缝制，专供美国市场
泰国工厂	IMG 产品木制层压板扶手椅、木制零部件、钢架、模塑泡沫零部件；Stressless 产品的缝制、组装
立陶宛工厂	IMG 产品木制层压板扶手椅、木制零部件、钢架、模塑泡沫零部件；Stressless 产品的缝制、组装

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 公司募集资金拟投资项目

项目名称	预计投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
河南曲美家居产业二期项目	36,636	35,000
Ekorner 挪威工厂产能升级建设项目	24,533	21,000
偿还借款及补充流动资金	24,000	24,000
合计	85,170	80,000

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 国内业务：多元渠道发力，品牌营销创新赋能

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

### 3.1. 经销渠道持续优化升级，直营、大宗向好

2022 年以来，公司积极帮助经销商进行销售模式创新，针对年内线下客流减少、消费者阶段性居家、消费意愿下降的情况，通过线上营销、老客户营销、家装公司合作补贴等多种方式获得增量客资，深度挖掘刚需客户。2022 年 8 月 18 日，曲美家居与群核科技（酷家乐）在京正式达成战略合作，有利于赋能全国经销商建立设计营销竞争优势，公司全国的数百家经销商有望充分享受数字经济红利。此外，根据今日头条显示，2023 年公司将重新划分和建立渠道模型，减少冗杂的中间环节，快速地响应经销商需求，实现高效的供给对接，同时建立 8 大渠道赋能中心，全方位支持扶持经销商业务增长。随着核心经销渠道的持续优化升级以及线下消费场景加速修复，公司线下经销开店节奏有望加快。

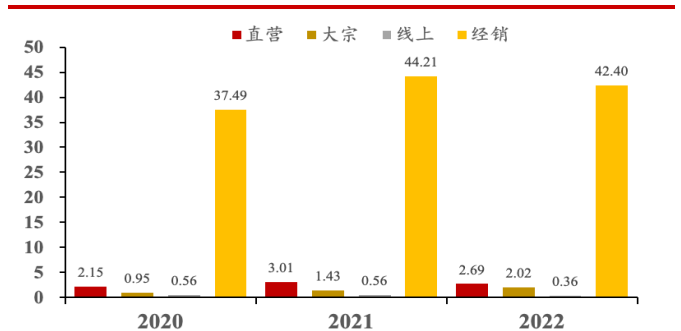
直营业务方面，2022 年公司在北京市场线下客流大幅减少，行业收入普遍下滑的情况下，直营整装业务收入增速达到 20%。大宗业务方面，受益于国企央企背景核心客户（融通集团、华润地产、保利等）的良好信用，公司大宗业务在现金流、账期、回款保证方面具备较强的保障，其自 2020 年成立以来保持高速发展，2022 年大宗业务营业收入同比+41.07%，毛利率同比+13.16pct 至 36.22%，实现扭亏为盈，公司多渠道成长趋势向好。

图 22 公司与酷家乐现场签约仪式



资料来源：凤凰网，华西证券研究所

图 23 历年公司分渠道收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 注重数字化转型升级，加码线上内容营销

随着当前家装消费人群的年轻化，消费习惯的线上化转变，公司注重数字化转型升级，加大线上营销的持续投入。2022 年以来，曲美家居计划以图片、短视频等“云营销”，围绕诸如探店、样板间设计、家装过程记录、二手房焕新、网红户型设计及家居定制等主题推出爆款内容，提高当下消费者对曲美家居品牌的认知，推动曲美家居的品牌曝光，通过情景化营销，打造线上内容资产，力争促成新产品的线上销售转化，为全国门店进行客户赋能。根据今日头条显示，2023 年公司加大了小红书和抖音等平台线上推广，通过直播、培训、数据管理、一客到底等全渠道破局，对客户进行反复触达和培育，通过“曲美小鱼”平台、用户轨迹分析体系、BI 分析体系等机制的搭建，开启流量增长加速器，实现深度交换和转化。公司加码线上数字化内容营销，有望吸引更多年轻流量，加强营销变现能力。

图 24 曲美小红书首页与曲美小鱼预定界面



资料来源：小红书，华西证券研究所

图 25 曲美小红书营销内容



资料来源：小红书，华西证券研究所

### 3.3. 产品焕新，增添品牌活力

公司长期坚持产品原创设计，把产品力作为核心市场竞争力。上市八年来，公司通过国际设计联盟与全球 100 多位知名设计师进行广泛合作，将潮流趋势和中国文化融合创新，形成了曲美家居主品牌和万物、河湾、集木、如觅等子品牌的多元化品牌矩阵。在爆款打造方面，从最早联合国际排名前五的设计大师汉斯帕瑞克打造原创北欧风弯曲木家具，到后来联合著名建筑设计师张永和推出“我爱瑜伽”系列家具，公司产品创新能力不断受到市场认可。2023 年初公司推出全新子品牌“漾 YNG”“漾 YNG”作为公司的全新系列，将作为公司年轻化产品体系的有益补充，有望成为曲美抢占核心流量资源的关键资本。

**关注公司创新案例：**今年以来曲美推出了可选配的模块沙发（曲美 lab 墩墩沙发），其由多个单独的座椅、扶手组成，每个部分虽独立存在，却可以自由组合成一体；同时，其模块化的设计可以一站式满足不同消费者各类场景需求，如娱乐聚会、睡觉、吃饭和工作等。当前曲美 lab 墩墩沙发仍处推广前期，公司以小红书平台作为出发点，聚焦内容营销，将产品特点与内容输出相结合，打开品牌引流新入口。我们预计新品曲美 lab 墩墩沙发凭借轻便、灵活以及场景应用性高等特点，后期有望成为业内爆品，持续焕发品牌新活力。

图 26 曲美河湾、如觅、集木、漾系列



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 27 漾 YNG 系列展示



资料来源：今日头条，华西证券研究所

图 28 曲美 lab 墩墩沙发



资料来源：京东，华西证券研究所

图 29 曲美 lab 墩墩沙发线上内容营销



资料来源：小红书，华西证券研究所

#### 4. 多举措降低财务成本，有息负债下降趋势明显

自 2018 年公司大额现金收购 Ekornes 以来，公司有息负债较高，对公司整体资产负债率和利润端造成较大压力，而公司通过引入战略投资者、非公开发行股票融资等举措不断减少自身负债，有息负债从 2019 年 40.67 亿元已缩减至 2023 年一季度 32.40 亿元，整体负债下滑趋势明显；而公司各个季度财务费也相应呈现下滑趋势（2022 年四季度上升较多主要系海外加息提高了公司财务成本），对公司后续盈利端造成的压力逐渐减小，公司有望凭借稳定的经营性现金流以及积极的资本运作等方式不断减轻自身财务负担，利润端有望迎来释放。

图 30 历年公司主要资本事件

时间	事件	涉及金额
2020/03	控股股东通过协议转让方式引入战投张家港产业资本	3.34亿元
2020/07	非公开发行股票募集资金	6.59亿元
2021/12	引入高瓴投资和银梯咨询	2亿元（高瓴投资）、0.25亿美元（银梯咨询）
2023/03	拟以境外三级子公司 Ekornes QM Holding AS 为主体在境外发行债券和申请银行贷款，对公司境外子公司现有债券及银行贷款进行替换	31.5亿挪威克朗
2023/06	拟非公开发行股票募集资金	拟用募集资金中2.4亿元偿还借款及补充流动资金

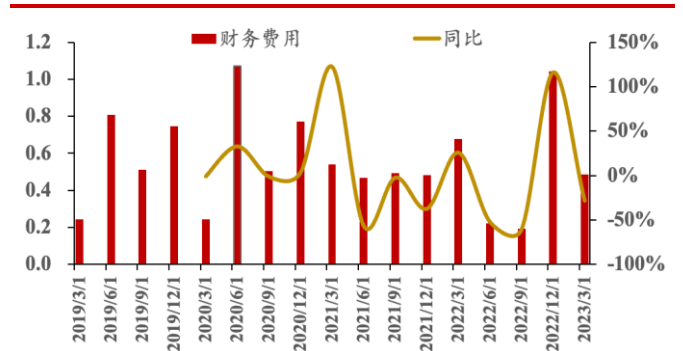
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 历年公司负债规模（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
短期借款	0.88	2.09	0.58	2.21	2.30	2.46
一年内到期的非流动负债		15.56	9.20	11.83	24.86	2.53
长期借款	38.44	7.34	7.74	7.86	8.73	19.55
应付债券		15.68	15.30	14.54		7.86
有息负债合计	39.32	40.67	32.82	36.44	35.89	32.40

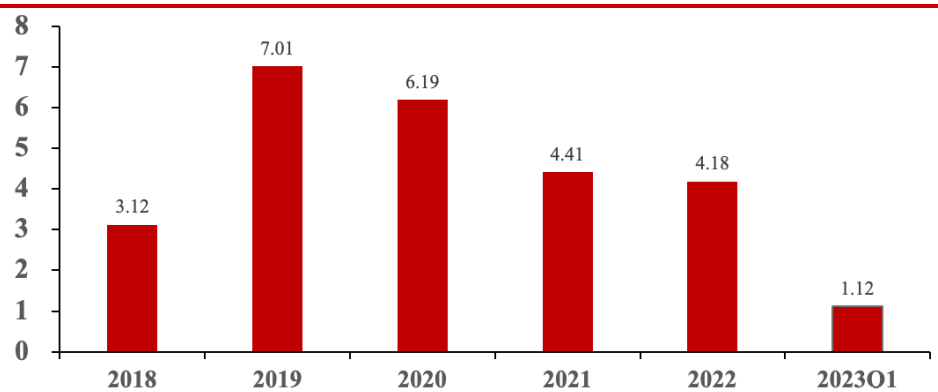
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32 历年各季度公司财务费用及同比（亿元/%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 33 历年公司经营性活动产生的现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5. 投资建议

随着积极因素逐渐增多，我们看好曲美后续国内外业务的表现，公司经营有望向好。考虑到当前海外降息时间仍具有不确定性叠加前期高价原材料库存影响，我们调整此前的盈利预测，公司 23-24 年营业收入分别由 58.07/65.53 亿元调整至 43.59/52.25 亿元；23-24 年 EPS 分别由 0.52/0.67 元调整至 0.01/0.52 元，预计 2025 年公司收入、EPS 分别为 60.63 亿元、0.68 元，对应 2023 年 7 月 10 日收盘价 5.45 元/股，PE 分别为 512/10/8 倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

1) 并购整合不及预期。Ekornes 与曲美并购整合效果不及预期，可能会影响公司整体业绩。

2) 地产销售恢复不及预期。公司所处家居行业与地产行业具有一定的关联性，若后续地产销售恢复不及预期，可能造成对家具的需求减弱，从而影响行业及公司的经营业绩。

3) 非公开发行股票融资尚未完成，存在不确定性风险。若公司非公开发行股票融资未能成功通过，对后续公司产能升级建设和偿债压力带来一定影响。

4) 行业竞争加剧风险。2017 年以来行业内大中型家居公司集中上市，家居行业产能、渠道迅速扩张，行业竞争激烈，若行业竞争加剧，可能造成行业整体盈利水平的下降。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,853	4,359	5,225	6,063	净利润	37	28	305	402
YoY (%)	-4.4%	-10.2%	19.9%	16.0%	折旧和摊销	347	204	207	251
营业成本	3,285	3,052	3,380	3,638	营运资金变动	-142	106	-115	-79
营业税金及附加	15	14	18	30	经营活动现金流	418	459	475	725
销售费用	848	741	914	1,122	资本开支	-31	-41	-5	-51
管理费用	386	309	371	485	投资	0	0	0	0
财务费用	214	142	125	106	投资活动现金流	-54	-28	-11	-87
研发费用	98	87	110	152	股权募资	291	-11	0	0
资产减值损失	-17	-18	3	3	债务募资	-64	-563	-320	-330
投资收益	-11	4	-5	-36	筹资活动现金流	-95	-803	-457	-448
营业利润	46	34	377	502	现金净流量	260	-403	8	190
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	46	34	377	502	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	8	6	72	100	<b>成长能力</b>				
净利润	37	28	305	402	营业收入增长率	-4.4%	-10.2%	19.9%	16.0%
归属于母公司净利润	37	28	290	382	净利润增长率	-79.2%	-25.3%	949.4%	31.6%
YoY (%)	-79.2%	-25.3%	949.4%	31.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.06	0.05	0.50	0.65	毛利率	32.3%	30.0%	35.3%	40.0%
					净利率	0.8%	0.6%	5.5%	6.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	0.5%	0.4%	4.1%	5.3%
货币资金	815	412	420	610	净资产收益率 ROE	1.7%	1.3%	11.9%	13.6%
预付款项	31	30	33	36	<b>偿债能力</b>				
存货	1,036	996	1,091	1,178	流动比率	0.69	1.26	1.42	1.66
其他流动资产	599	509	619	712	速动比率	<b>0.38</b>	<b>0.55</b>	<b>0.64</b>	<b>0.82</b>
流动资产合计	2,481	1,947	2,162	2,535	现金比率	0.23	0.27	0.28	0.40
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	69.2%	67.2%	63.2%	58.5%
固定资产	1,435	1,326	1,221	1,077	<b>经营效率</b>				
无形资产	2,085	2,030	1,964	1,891	总资产周转率	0.64	0.60	0.74	0.85
非流动资产合计	5,145	5,038	4,891	4,688	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,626	6,985	7,053	7,223	每股收益	0.06	0.05	0.50	0.65
短期借款	230	430	330	230	每股净资产	3.74	3.65	4.15	4.80
应付账款及票据	282	313	328	360	每股经营现金流	0.71	0.78	0.81	1.24
其他流动负债	3,061	798	866	933	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,574	1,541	1,524	1,523	<b>估值分析</b>				
长期借款	873	1,373	1,383	1,403	PE	90.83	115.48	11.01	8.36
其他长期负债	831	1,778	1,548	1,298	PB	1.69	1.49	1.31	1.14
非流动负债合计	1,704	3,151	2,931	2,701					
负债合计	5,278	4,692	4,455	4,224					
股本	587	587	587	587					
少数股东权益	154	154	169	189					
股东权益合计	2,348	2,292	2,598	2,999					
负债和股东权益合计	7,626	6,985	7,053	7,223					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。