

推进曲美科创产业园建设，看好公司利润端改善

曲美家居(603818)

评级:	买入	股票代码:	603818
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.68/4.96
目标价格:		总市值(亿)	33.54
最新收盘价:	5.73	自由流通市值(亿)	33.26
		自由流通股数(百万)	580.40

事件概述

近日公司与中科亚太智达(北京)科技有限公司签署了《曲美科创产业园建设运营合作协议》。双方合作经营办公室、厂房与土地租赁业务：由公司提供基础设施建设、物业管理及相关设施的配套，由中科亚太负责园区招商及产业规划项目引进，向入驻企业提供科技服务，同时由上市公司收取办公楼和厂房租金。

分析判断：

► 推进曲美科创产业园建设，有望缓解公司财务成本压力

本次合作具体来看：1) 公司给予中科亚太首期规划运营空间 9377 平方米，并给到 3 年免租支持，而园区其余面积(约 15 万平米规划办公楼与厂房)规划由双方共同协商，在该等空间内，双方共同引入优质企业，由公司收取办公楼和厂房租金。2) 由中科亚太引进的项目，公司按年度租金的一定比例，向其支付中介服务费，金额为承租期前 3 年每年租金收入的 30%，后 3 年每年租金收入的 10%。长期来看，公司有息负债呈下降趋势，但短期高息环境下公司财务费用端仍面临一定压力。我们认为本次公司与中科亚太合作建设运营曲美科创产业园区有利于补充公司短期偿债资金来源，减少财务成本对公司利润端的影响。

► 多因素下 2023H1 业绩有所承压，拖累点渐尽下看好业绩持续改善

根据公司发布的关于 2023 年半年度业绩预告显示，预计 2023H1 实现归属于上市公司股东的净利润为-1.08 亿元至-1.6 亿元(预计 Q2 归母净利润为-0.12 亿元至-0.64 亿元)。利润端短期承压的主要原因有：1) 海外通胀加息下公司财务成本大幅提高；2) 俄乌冲突以及高息消费成本影响下，欧美市场需求下滑导致公司收入占比较高的海外业务订单减少；3) 高价原材料库存下，公司利润端受到一定影响；4) 报告期内公司进行境外债务置换而产生了一次性成本；与此同时，公司合并越南、泰国工厂，以降低亚太区域的生产和运输成本，导致一次性员工离职补偿增加。我们认为随着加息渐尽下债务成本有望下行叠加原材料成本与全球海运价格下降趋势不变，公司业绩有望迎来改善。

► 公司积极因素渐多，拐点机会显现

从行业层面来看：根据国家统计局显示，2023 年 1-6 月限额以上家具零售额同比+3.8% (其中 6 月+1.2%)，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 5.73 元/股(截至 2023 年 7 月 25 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。

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，维持此前的盈利预测，预计公司 23-25 年营业

收入分别为 43.59/52.25/60.63 亿元；23-25 年 EPS 分别为 0.05/0.50/0.65 元，对应 2023 年 7 月 25 日收盘价 5.73 元/股，PE 分别为 121/12/9 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) 产业园合作协议为战略性约定，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	18.48	95.50	121.42	11.57	8.79

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

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	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	8	6	72	100	成长能力 (%)				
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%	盈利能力 (%)				
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%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	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	偿债能力 (%)				
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	0.38	0.55	0.64	0.82
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
长期借款	873	1,373	1,383	1,403	PE	95.50	121.42	11.57	8.79
其他长期负债	831	1,778	1,548	1,298	PB	1.69	1.57	1.38	1.19
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，9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。

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。