

23H1 业绩承压，不利因素渐去，看好公司下半年业绩改善

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:	8.62/4.96
目标价格:		总市值(亿)	32.37
最新收盘价:	5.53	自由流通市值(亿)	32.10
		自由流通股数(百万)	580.40

事件概述

曲美家居发布 2023 半年报。2023H1 公司实现营业收入 19.47 亿元，同比-23.24%；归母净利润-1.57 亿元，同比-224.68%；扣非后归母净利润-1.26 亿元，同比-224.29%。单季度来看，2023Q2 公司实现营收 9.80 亿元，同比-19.93%；归母净利润-0.60 亿元，同比-189.63%。现金流方面，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 3.64 亿元，同比+81.42%，主要系报告期内支付采购商品及支付税费减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为-4.46 亿元，同比-591.14%，主要系报告期内偿还借款增加所致。

分析判断:

► 收入端：收入整体短暂承压，海外订单逐渐企稳。

国内曲美业务方面：报告期内，曲美品牌实现收入 5.41 亿元，同比-12.62%，主要受国内经济运行偏温和叠加地产销售端面临一定压力，终端家居需求维持低位复苏，宏观不利环境对公司国内收入产生一定影响。而报告期内，公司持续深化产品创新，一方面，通过“墩墩沙发”、“曲美 Lab 可变桌椅”等新产品，结合线上内容资产的建设，推动电商业务的增长，另一方面，以“2023 新 B8”、“河湾”、“集木”、“漾”等产品为抓手，结合线下渠道复苏的窗口期，推进店面形象升级与招商工作，2023 年上半年，曲美家居品牌经销商门店净增长 40 家，呈现良好的复苏趋势；此外，公司大宗业务在手业务订单持续增长，已中标未履约完成的合同金额突破 2.0 亿元，同比提升 30%+，看好保交楼下公司大宗业务的持续向好。

海外 Ekornes 业务方面：报告期内，Stressless、IMG、Svane 分别实现收入 10.84、2.48、0.83 亿元，同比-23.92%、-37.75%、-21.48%。全球家具市场持续受到经济低迷的影响，2023 上半年公司海外核心收入地区欧美市场消费需求较疲软，公司海外业务有所下滑，对整体业绩拖累较明显。报告期内，公司海外业务着眼于内生发展，一方面，持续提高电动椅、功能沙发、餐椅等非舒适椅类产品的渠道渗透率，并在 2023 年二季度开始在主要市场地区进行软床及床垫产品的销售（截至 2023 年 6 月末，Stressless 品牌床垫及软床类产品单月销售已突破 600 万元）；另一方面，积极渗透中国及北美市场，在中国市场进行渠道和销售模式创新，鼓励经销商发展高坪效、高回报、低投入的百货及购物中心等复合流量渠道店，表现较好；而在北美市场则持续通过买手进行渠道下沉，多层次挖掘潜在增量机会。二季度以来，海外业务订单已逐步企稳，同比实现正增长，我们预计随着海外家具库存见底，下半年公司海外业务修复可期。

► 盈利端：多因素扰动下盈利能力有所下滑

盈利能力方面，2023H1 公司毛利率、净利率分别为 30.72%、-8.28%，同比分别-3.51pct、-13.26pct，其中，Q2 单季度毛利率、净利率分别为 31.26%、-6.38%，同比分别-1.53pct、-11.91pct。公司盈利能力下滑较多，我们预计主要是报告期内受美联储加息影响，海外融资成本持续走高；而原材料成本虽高位回落，但与去年同期相比仍然处于较高水平，因而诸多不利因素下，公司盈利能力短期压力较大。

期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 37.12%，同比+7.70pct，其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 20.53%、8.84%、2.15%、5.60%，同比分别+4.25pct、+1.19pct、+0.20pct、

+2.05pct。财务费用率的上升主要系本期利息支出增加所致。

► 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%，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 8 月 30 日收盘价 5.53 元/股，PE 分别为 117/11/8 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) 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	291	383
YoY (%)	71.3%	-79.2%	-25.3%	953.1%	31.5%
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%	11.6%	13.3%
市盈率	17.84	92.17	117.18	11.13	8.46

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

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,853	4,359	5,225	6,063	净利润	37	28	306	403
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	436	476	727
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	123	105	投资活动现金流	-54	-30	-11	-87
研发费用	98	87	110	152	股权募资	291	-10	0	0
资产减值损失	-17	-18	3	3	债务募资	-64	-556	-320	-330
投资收益	-11	4	-5	-36	筹资活动现金流	-95	-740	-457	-448
营业利润	46	34	378	503	现金净流量	260	-359	9	191
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	46	34	378	503	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	8	6	72	101	成长能力 (%)				
净利润	37	28	306	403	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	291	383	净利润增长率	-79.2%	-25.3%	953.1%	31.5%
YoY (%)	-79.2%	-25.3%	953.1%	31.5%	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%	5.6%	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%	5.2%
货币资金	815	456	465	656	净资产收益率 ROE	1.7%	1.3%	11.6%	13.3%
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	1.29	1.44	1.69
其他流动资产	599	509	619	712	速动比率	0.38	0.58	0.66	0.85
流动资产合计	2,481	1,991	2,208	2,582	现金比率	0.23	0.29	0.30	0.43
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	69.2%	66.6%	62.6%	58.0%
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	0.59	0.74	0.84
非流动资产合计	5,145	5,075	4,928	4,725	每股指标 (元)				
资产合计	7,626	7,066	7,136	7,307	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	3.77	4.27	4.92
应付账款及票据	282	313	328	360	每股经营现金流	0.71	0.74	0.81	1.24
其他流动负债	3,061	804	872	939	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,574	1,547	1,531	1,529	估值分析				
长期借款	873	1,373	1,383	1,403	PE	92.17	117.18	11.13	8.46
其他长期负债	831	1,785	1,555	1,305	PB	1.69	1.47	1.30	1.12
非流动负债合计	1,704	3,158	2,938	2,708					
负债合计	5,278	4,705	4,469	4,237					
股本	587	585	585	585					
少数股东权益	154	154	169	189					
股东权益合计	2,348	2,361	2,667	3,070					
负债和股东权益合计	7,626	7,066	7,136	7,307					

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。