

曲美家居（603818）

公司研究/简评报告

拟定增收购挪威 Ekornes 股权，加强国际化布局

一曲美家居（603818）事件点评

简评报告/轻工制造

2018 年 05 月 24 日

一、事件概述

5 月 24 日晚，公司发布公告称拟非公开发行不超过 25 亿元，所募资金用于向标的公司全体股东要约收购挪威上市公司 Ekornes ASA 至少 55.57% 已发行股份。

二、分析与判断

➤ 拟向挪威上市公司 Ekornes ASA 全部股东发起要约收购，标的公司 2017 年实现营收 24.40 亿元

此次收购股份比例至少为 55.57%，至多为标的公司全部已发行股份。若标的公司全部股东接受要约，则交易价格为 40.63 亿元人民币。2017 年 Ekornes 实现营收 24.40 亿元人民币，净利润 1.59 亿元人民币（以 5 月 22 日汇率 100 人民币兑 126.21 挪威克朗计算），估值约 25.5 倍。

➤ 标的公司为全球化家具制造销售企业，产品系列较为丰富

Ekornes 是一家全球化的家具制造销售企业，截至 2017 年底，Ekornes 在全球拥有 21 家销售公司，9 家工厂，2140 名员工。Ekornes 产品系列也较为丰富，旗下拥有中高端沙发及躺椅品牌 Sressless（在 40 多个国家拥有超过 3500 个销售点）、中端躺椅品牌 IMG、床垫品牌 Svane、针对酒店渠道的 Ekornes Contract，主要产品包括沙发、床垫、桌子、椅子等家具。

➤ 迈出全球化布局第一步，新曲美成长可期

一方面，Ekornes 完善的品牌矩阵和丰富的产品系列将对公司现有的产品体系形成有效补充。另一方面，Ekornes 欧洲地区和北美地区营收占比 84% 以上，其中欧洲中部地区和北美地区合计贡献近一半的收入，此次收购将助力公司打开国际市场，新曲美成长可期。

三、盈利预测与投资建议

公司以生活馆模式进行渠道升级，同时积极推进国际化布局，预计公司 2018、2019、2020 年能够实现基本每股收益 0.67、0.86、1.09 元，对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 20X、16X、12X。维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1、原材料价格上涨；2、房地产销售下行；3、定制业务发展不及预期。

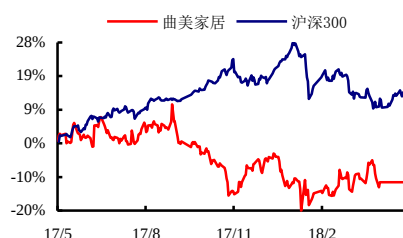
强烈推荐 维持评级

当前价格： 13.47 元

交易数据 2018-4-24

近 12 个月最高/最低	18.05/12.24
总股本（百万股）	484
流通股本（百万股）	132
流通股比例（%）	27.18
总市值（亿元）	65.21
流通市值（亿元）	17.73

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075
电话： 01085127729
邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

- 1.《曲美家居（603818）2018 年一季报点评：业绩保持增长，“新曲美”战略持续推进》20180426
- 2.《曲美家居（603818）2017 年年报点评：业绩符合预期，渠道升级、产能释放助力公司未来成长》20180328

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,097	2,730	3,560	4,549
增长率（%）	26.0%	30.2%	30.4%	27.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	246	322	414	526
增长率（%）	32.8%	31.1%	28.6%	27.0%
每股收益（元）	0.51	0.67	0.86	1.09
PE（现价）	27	20	16	12
PB	4.1	3.4	2.8	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,097	2,730	3,560	4,549
营业成本	1,282	1,667	2,174	2,778
营业税金及附加	23	27	37	47
销售费用	344	464	608	779
管理费用	169	237	310	396
EBIT	279	334	431	549
财务费用	(1)	(31)	(44)	(58)
资产减值损失	4	0	0	0
投资收益	23	15	17	18
营业利润	302	381	492	625
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	299	383	492	625
所得税	54	61	78	99
净利润	246	322	414	525
归属于母公司净利润	246	322	414	526
EBITDA	336	393	496	621

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	925	1295	1762	2309
应收账款及票据	115	69	95	133
预付款项	30	39	45	63
存货	194	258	330	416
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	1270	1672	2244	2934
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	549	606	679	773
无形资产	210	208	209	211
非流动资产合计	833	841	857	875
资产合计	2104	2513	3101	3809
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	191	201	274	353
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	423	510	684	867
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	473	560	735	918
股本	484	484	484	484
少数股东权益	40	40	40	39
股东权益合计	1630	1952	2366	2892
负债和股东权益合计	2104	2513	3101	3809

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	26.0%	30.2%	30.4%	27.8%
EBIT 增长率	27.6%	19.7%	29.0%	27.2%
净利润增长率	32.8%	31.1%	28.6%	27.0%
盈利能力				
毛利率	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
净利率	11.7%	11.8%	11.6%	11.6%
总资产收益率 ROA	11.7%	12.8%	13.4%	13.8%
净资产收益率 ROE	15.4%	16.8%	17.8%	18.4%
偿债能力				
流动比率	3.0	3.3	3.3	3.4
速动比率	2.5	2.8	2.8	2.9
现金比率	2.2	2.5	2.6	2.7
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	13.0	8.9	9.4	10.4
存货周转天数	52.0	56.6	55.4	54.6
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	0.9	1.1
每股净资产	3.3	4.0	4.8	5.9
每股经营现金流	0.5	0.9	1.1	1.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	27	20	16	12
PB	4.1	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.6	13.3	9.6	6.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	246	322	414	525
折旧和摊销	61	58	65	72
营运资金变动	(29)	55	70	39
经营活动现金流	254	418	532	619
资本开支	205	64	81	90
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	194	(49)	(64)	(72)
股权募资	40	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	3	0	0	0
现金净流量	450	369	468	547

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。