

并购初期业绩承压，曲美+Ekornes 协同效应将显现

投资要点

- **事件：**公司发布2018年年报和2019年一季报。18年，公司实现营收28.9亿元，同比增长37.9%，实现归母净利润-5906.4万元，同比下降124%，实现扣非后归母净利润-3534.2万元，同比下降115.6%。18年营收增长主要因为并表Ekornes的4个月收入，合计约9.8亿元，剔除并表影响，公司原生业务增速约为8%。18年出现亏损主要因并购费用、利息支出、合并对价分摊可辨认资产的折旧摊销、远期外汇合同公允价值变动增加所致。19年一季度，公司实现营收10.1亿元，同比增长154.8%，营收仍然受并表Ekornes影响；实现归母净利润1179.4万元，同比下降57.9%；实现扣非后归母净利润200.2万元，同比下降92%，一季度利润下滑主要因并购整合初期，费用增长较多所致。公司预计19年国内营收增速在15%左右，海外营业收入同比个位数增长。
- **汇率波动及并购整合致短期业绩承压。**公司18年实现毛利率为42.4%，同比上升3.5pp。分品牌看，公司原有品牌“曲美”的毛利率为37.9%，Ekornes旗下Stressless为56.5%，IMG为46%，Ekornes总体毛利率要显著高于公司原有业务，随着Ekornes占比提升，公司毛利率将会进一步上升。2019年一季度公司实现毛利率为46.7%，同比上升9pp。费用方面，受并购整合的影响，公司整体费率上升较多，18年四项费率合计为42.2%，同比上升了17.8pp，其中销售费率24.3%（+7.9pp），管理和研发费率12.9%（+4.8pp），财务费率5.1%（+5.1pp），2019年一季度四项费率为42.6%，同比上升15.1%，随着整合推进，公司费用率或会逐步下降。此外，因18年汇率波动较大，公司全资子公司智美创舍购买远期结售汇，产生投资损失2937.6万元，境外子公司Ekornes产生外汇远期投资损失1151万元，对公司净利润造成显著影响，19年汇率基本平稳，预计汇率波动对净利润的影响将会减小。
- **并购Ekornes，着力全球化布局。**公司于2018年8月完成Ekornes的要约收购。Ekornes是一家全球化的家具制造销售企业，在全球范围拥有21家销售子公司、9家工厂、超过5300家门店，并有Stressless、IMG、Svane等多个中高端家具品牌。通过收购，公司可获得海外渠道资源、全球供应链资源、高端品牌资源以及先进的自动化生产能力。通过优势资源共享，公司欲加力Stressless和IMG在中国的发展，并将推动全球市场的战略升级，曲美+Ekornes的协同效应将逐步显现。
- **渠道和品类多元化建设持续推进。**经销渠道方面，18年，公司净新开B8全屋定制门店79家，总门店数达到306家，定制家具业务全年实现营收5.9亿元，同比增长40.2%；你+生活馆全年净新开30家，总数达到649家；居+生活馆净新开45家，总数达到60家。门店快速扩张叠加海外并购的影响，经销渠道全年实现营收22.8亿元，同比增长53%。直营门店全年净新开7家，总数为21家，但因门店改造的影响，直营渠道总收入为2.1亿元，同比下降8%。算上Ekornes，公司18年总门店数达到6430家。2019年，公司将继续推进门店建设，计划新开你+生活馆30家，B8全屋定制70家、居+生活馆50家、凡希和万物品牌计划合计新开店30家，计划开店合计180家。此外，公司的线上渠道也在稳定发展，18年全年实现收入6799万元，同比增长13%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.53、0.7、0.84元，对应PE为15倍、11倍和9倍。我们参考欧派和索菲亚19年平均23倍PE，考虑公司目前处在整合初期，给予公司20%折价，19年PE目标18倍，目标价9.54元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；市场竞争加剧导致终端销售低于预期的风险；房地产市场增速下行；汇率波动风险；并购整合成效或不及预期的风险。

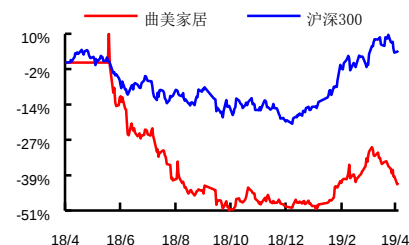
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2891.63	4906.31	5404.65	5915.93
增长率	37.88%	69.67%	10.16%	9.46%
归属母公司净利润（百万元）	-59.06	261.06	344.45	414.67
增长率	-124.04%	541.99%	31.94%	20.39%
每股收益EPS（元）	-0.12	0.53	0.70	0.84
净资产收益率ROE	-3.50%	12.95%	14.90%	15.58%
PE	-65	15	11	9
PB	2.84	2.18	1.87	1.60

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.91
流通A股(亿股)	4.84
52周内股价区间(元)	6.52-14.82
总市值(亿元)	38.33
总资产(亿元)	72.46
每股净资产(元)	2.88

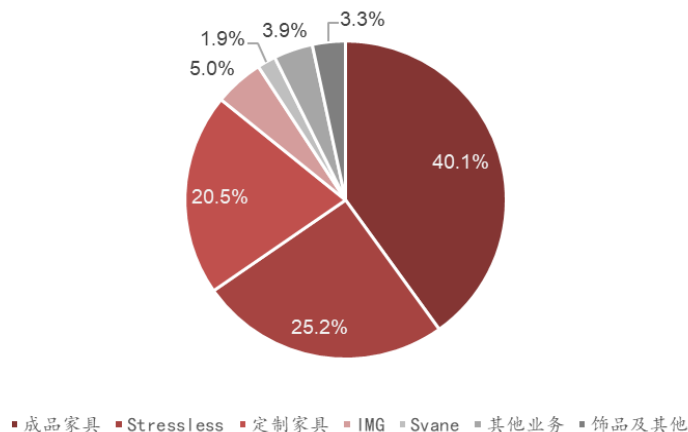
相关研究

1 公司基本情况

曲美家具有限公司成立于 1993 年，前身为成立于 1987 年的建华工贸公司，2011 年改组为曲美家具集团股份有限公司，并于 2015 年登陆 A 股。公司主要从事中高档民用家具的设计、生产和销售，产品范围涵盖了客厅、书房、卧室以及餐厅等家居生活所使用的主要家具。公司目前采用订单生产与规模生产相结合的生产模式。制造系统按材质和工艺专业细分为板式定制、板式成品、沙发、万物实木、古诺凡希实木、板木及弯曲木六大工厂。2018 年 8 月公司完成对挪威上市公司 Ekornes ASA 的要约收购，通过子公司持有 Ekornes 90.5% 的股份，成为 Ekornes 控股股东。Ekornes 定位于中高端市场，在全球拥有 5300 多个零售门店，市场定位与曲美相仿，借助于 Ekornes 完善的外海布局及丰富的高端产品开发经验，公司将加力国际化发展。

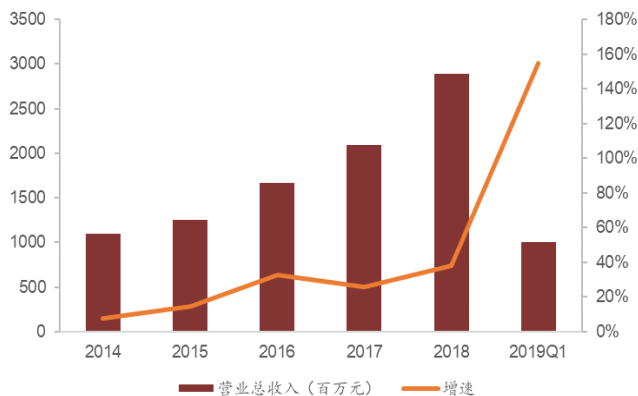
公司主营业务结构：公司原有“曲美”品牌业务以木质家具为主，具体包括实木类家具、人造板类家具和综合类家具，主要以内销为主。18 年完成对 Ekornes 的收购后，国际业务占比提升，18 年国内部分业务占比 64%，海外业务占比 32%。从细分品类看，成品家具占比为 40.1%，定制家具占比为 20.5%，Stressless 占 25.2%、IMG 占 5%、Svane 占 1.9%，由于收购的三大品牌 18 年只有 4 个月并表数据，19 年全年看，三大品牌的占比会上升。

图 1：公司 2018 细分品类营收占比

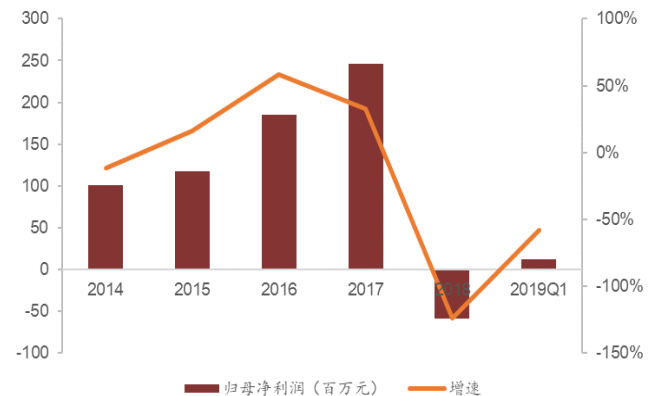


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩情况：与主要的竞争对手相比，公司原有业务总体门店规模尚小，近年加大了新开门店的力度，也带动公司原有业务营收保持稳定增长趋势。截止 18 年年末，公司内销总门店为 1036 家，其中直营店 21 家（+5），B8 全屋定制 306 家（+79），你+生活馆 649 家（+30），居+生活馆 60 家（+45）。2014 年至 2017 年，公司营收从 10.9 亿增长到了 21 亿，年复合增速超过 24%，18 年因公司实现了 Ekornes 的并表，全年实现营收 28.9 亿元（+37.9%），19 年 Q1 实现营收 10 亿元，同比增加 154.8%。2014-2017 年，公司归母净利润从 1 亿提升到了 2.46 亿，复合增速达到 34.7%，18 年因收购 Ekornes，费用上升较多，再叠加汇率波动对净利润的影响，公司出现亏损，当前汇率影响已经平缓，但并购整合仍在推进，费用率尚处高位，19 年 Q1 公司归母净利润为 1179 万元，同比下降 57.9%。

图 2：2014-2019Q1 公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2014-2019Q1 公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：收入端：假设公司继续保持稳定的开店速度，19-21 年每年净新开 180 家左右门店，其中“你+生活馆”每年新开 30-50 家，“居+生活馆”每年同样新开 50 家左右门店，B8 全屋定制每年新开 70 家左右门店。

假设 2：公司因并购 Ekornes，18 年毛利率显著提升，随着 Ekornes 占比上升，19-21 年公司毛利率也呈上升趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
成品家具	收入	1159.6	1264.0	1377.8	1488.0
	增速	-17.9%	9.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	36.5%	36.5%	37.0%	37.5%
Stressless	收入	730.0	2002.9	2103.1	2208.2
	增速			5.0%	5.0%
	毛利率	56.5%	60.0%	60.0%	60.0%
定制家具	收入	593.8	772.0	965.0	1158.0
	增速	40.2%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	43.0%	45.0%	45.0%	45.0%
IMG	收入	143.8	418.1	480.8	552.9
	增速			15.0%	15.0%
	毛利率	46.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Svane	收入	54.1	222.9	234.1	245.8
	增速			5.0%	5.0%
	毛利率	54.1	222.9	234.1	245.8

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
其他业务	收入	113.8	125.2	137.7	151.5
	增速		10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	41.9%	42.0%	43.0%	44.0%
饰品及其他	收入	96.4	101.2	106.3	111.6
	增速	-35.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	2891.6	4906.3	5404.7	5915.9
	增速	13.8%	69.7%	10.2%	9.5%
	毛利率	42.4%	47.3%	47.5%	47.7%

数据来源：Wind，西南证券

我们基于公司的业务结构选择欧派和索菲亚作为公司的可比公司，可比公司 19 年平均 PE 为 23 倍，考虑公司目前处在整合初期，给予公司 20%折价，19 年 PE 目标 18 倍，目标价 9.54 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

股票简称及代码	每股收益（元）			市盈率		
	19E	20E	21E	19E	20E	21E
曲美家居(603818)	0.53	0.70	0.84	15	11	9
欧派家居(603833)	4.49	5.32	6.27	27	23	19
索 菲 亚(002572)	1.18	1.35	1.55	19	16	14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2891.63	4906.31	5404.65	5915.93	净利润	-56.77	263.36	346.75	416.97
营业成本	1665.31	2586.58	2837.50	3091.75	折旧与摊销	141.48	345.19	348.29	351.87
营业税金及附加	21.31	42.06	44.16	49.13	财务费用	146.82	171.72	162.14	147.90
销售费用	702.77	1152.98	1243.07	1360.66	资产减值损失	4.60	5.00	5.00	5.00
管理费用	292.64	588.76	648.56	709.91	经营营运资本变动	-422.06	-181.14	-103.80	-6.64
财务费用	146.82	171.72	162.14	147.90	其他	498.26	19.73	18.71	18.93
资产减值损失	4.60	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	312.33	623.85	777.09	934.02
投资收益	-22.53	-21.41	-20.34	-19.32	资本支出	-2539.46	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-11.51	-2.88	-3.60	-4.50	其他	-1885.38	-24.28	-23.93	-23.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4424.84	-64.28	-63.93	-68.81
营业利润	-44.19	334.93	440.29	527.76	短期借款	87.58	-87.58	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.54	-5.73	-6.85	-6.55	长期借款	3843.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	-52.73	329.20	433.44	521.21	股权融资	52.03	0.00	0.00	0.00
所得税	4.05	65.84	86.69	104.24	支付股利	0.00	11.87	-52.40	-69.13
净利润	-56.77	263.36	346.75	416.97	其他	-486.00	-36.08	-162.14	-147.90
少数股东损益	2.29	2.30	2.30	2.30	筹资活动现金流净额	3497.37	-111.79	-214.54	-217.03
归属母公司股东净利润	-59.06	261.06	344.45	414.67	现金流量净额	-629.14	447.78	498.61	648.17
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	295.73	743.51	1242.12	1890.30	成长能力				
应收和预付款项	504.78	669.24	808.89	855.57	销售收入增长率	37.88%	69.67%	10.16%	9.46%
存货	625.47	971.04	1065.51	1160.89	营业利润增长率	-114.62%	857.99%	31.46%	19.87%
其他流动资产	76.50	66.38	108.05	99.16	净利润增长率	-123.12%	563.89%	31.67%	20.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-31.86%	248.95%	11.61%	8.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1802.90	1725.14	1646.18	1566.02	毛利率	42.41%	47.28%	47.50%	47.74%
无形资产和开发支出	3807.58	3584.90	3360.32	3138.37	三费率	39.50%	39.00%	38.00%	37.50%
其他非流动资产	173.85	169.09	164.34	159.58	净利率	-1.96%	5.37%	6.42%	7.05%
资产总计	7286.80	7929.30	8395.42	8869.89	ROE	-3.50%	12.95%	14.90%	15.58%
短期借款	87.58	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.78%	3.32%	4.13%	4.70%
应付和预收款项	704.12	948.65	1095.04	1195.95	ROIC	3.51%	7.42%	8.88%	10.33%
长期借款	3843.76	3843.76	3843.76	3843.76	EBITDA/销售收入	8.44%	17.36%	17.59%	17.37%
其他负债	1028.67	1103.36	1128.74	1154.45	营运能力				
负债合计	5664.13	5895.77	6067.53	6194.16	总资产周转率	0.62	0.64	0.66	0.69
股本	491.35	491.35	491.35	491.35	固定资产周转率	2.67	3.10	3.60	4.16
资本公积	373.65	373.65	373.65	373.65	应收账款周转率	11.15	10.33	9.02	8.77
留存收益	669.16	942.09	1234.13	1579.67	存货周转率	4.06	3.24	2.79	2.78
归属母公司股东权益	1349.64	1758.21	2050.26	2395.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.10%	—	—	—
少数股东权益	273.03	275.33	277.63	279.93	资本结构				
股东权益合计	1622.67	2033.54	2327.88	2675.72	资产负债率	77.73%	74.35%	72.27%	69.83%
负债和股东权益合计	7286.80	7929.30	8395.42	8869.89	带息债务/总负债	69.41%	65.20%	63.35%	62.05%
					流动比率	1.54	2.02	2.33	2.66
					速动比率	0.90	1.22	1.56	1.89
					股利支付率	0.00%	-4.55%	15.21%	16.67%
					每股指标				
					每股收益	-0.12	0.53	0.70	0.84
					每股净资产	2.75	3.58	4.17	4.88
					每股经营现金	0.64	1.27	1.58	1.90
					每股股利	0.00	-0.02	0.11	0.14
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	244.12	851.84	950.72	1027.53					
PE	-64.89	14.68	11.13	9.24					
PB	2.84	2.18	1.87	1.60					
PS	1.33	0.78	0.71	0.65					
EV/EBITDA	30.08	7.99	6.63	5.51					
股息率	0.00%	—	1.37%	1.80%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn