



2021 年 01 月 27 日

拐点向上，新曲美 Q4 业绩增速显著

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:	11.7/6.21
目标价格:		总市值(亿)	42.73
最新收盘价:	7.33	自由流通市值(亿)	42.54
		自由流通股数(百万)	580.40

事件概述

曲美家居披露 2020 年业绩预告，预计全年实现净利润 1.20-1.40 亿元，同比增长 22.88%-43.36%；归母净利润 1.00-1.30 亿元，同比增长 21.72%-58.24%；扣非后归母净利润 0.83-1.06 亿元，同比增长 20.84%-54.33%。其中，预计 Q4 单季度公司实现净利润 0.82-1.02 亿元，同比扭亏为盈；归母净利润 0.69-0.99 亿元，同比增长 3279%-4752%；扣非后归母净利润 0.43-0.66 亿元，同比扭亏为盈。公司业绩从二季度开始拐点向上，四季度延续改善趋势，利润增速显著，全年业绩增长符合预期。

分析判断:

► 四季度延续改善趋势，利润增速显著。

公司四季度业绩增速提速，业绩增速显著，2020Q4 单季度扣非后净利润同比增长 33-48 倍，带动全年业绩高增长，我们认为主要为：

- 1) 国内及海外业务快速恢复增长。国内市场方面，随着国内疫情逐渐稳定，房地产销售、竣工面积数据持续改善，家居终端消费需求提升，公司积极推动“三新营销”战略、“时尚家居”战略，渠道方面推动经销渠道转型，积极推进全国经销商改店，其次发力新零售，加大直播、创新营销业务发展，增强线上引流能力并持续为线下经销商赋能，有效提升经销商店面流量及销售额；产品方面淘汰无效 SKU，持续推出更多系列时尚家居产品，以时尚定制为入口，满足年轻消费群体消费需求。国外市场方面，海外疫情反复带来居家家居改善需求提升。公司坚持两翼战略，在左翼战略方面，从外观创新与性价比入手，推出时尚、舒适、性价比更高的多款舒适椅新品；在右翼战略方面，充分发挥 Ekornes 在全球超过 5000 家零售商门店优势，持续输出国内优质家具产品，与此同时，加大 Ekornes 在中国市场的开店力度，提高渠道的覆盖度。
- 2) 财务费用支出持续改善。公司通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模，截至 2020 年 9 月底，公司短期借款、一年内到期的非流动负债分别为 0.39、8.85 亿元，较 2019 年底分别下降了 1.70、6.71 亿元，有息负债规模的快速下降，带来财务费用的优化，2020Q3 财务费用为 0.51 亿元，环比下降 52%；财务费用率为 4.42%，环比下降 7.25pct，公司资金压力逐渐得以缓解，有助于带来盈利的好转。

► 新曲美拐点向上，业绩预计将在 21 年释放。

公司 2019 年推出“三新”营销战略，定位时尚家居赛道，全面转型为新曲美，通过近两年的持续推进，公司经销商渠道改善，增强线上线下协同，产品结构也愈加年轻化，以满足年轻消费群体的消费需求，收入端取得快速增长。利润端方面，2018 年曲美以 46.41 亿挪威克朗（约 37 亿人民币）现金收购 Ekornes 90.5%的股份，导致公司财务费用以及其他并购相关等费用支出较多，利润端出现亏损，2019 年以来公司非公开发行、引入战略投资者、经营活动现金流持续改善等多种措施并进，不断缓解资金压力，财务费用 20 年明显改善，资产负债率预计将逐渐回归正常水平。行业方面，商品房竣工数据持续改善，预计在商品房交付压力下，21 年竣工数据将持续提升，相应的对家居消费需求有所增加，新曲美将受益于行业需求提升，预计 21 年业绩将快速释放。

投资建议:

新曲美正在起积极变化，预计公司 2020 年业绩处于拐点期，业绩将逐步在 2021 年释放。维持此前盈利预测，

预计公司 2020-2022 年营业收入为 43.99、53.14、62.64 亿元；归母净利润为 1.35、3.49、4.57 亿元，对应 PE 分别为 32 倍、12 倍、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

并购整合不及预期；地产销售不及预期；行业竞争加剧风险；疫情短期影响超预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,892	4,279	4,399	5,314	6,264
YoY (%)	37.9%	48.0%	2.8%	20.8%	17.9%
归母净利润(百万元)	-59	82	135	349	457
YoY (%)	-124.0%	239.1%	64.9%	157.9%	30.7%
毛利率 (%)	42.4%	43.6%	43.1%	44.2%	44.3%
每股收益 (元)	-0.10	0.14	0.23	0.60	0.78
ROE	-4.4%	5.5%	5.9%	13.2%	14.7%
市盈率	-72.34	52.01	31.54	12.23	9.35

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

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,279	4,399	5,314	6,264	净利润	98	143	360	471
YoY (%)	48.0%	2.8%	20.8%	17.9%	折旧和摊销	309	228	229	231
营业成本	2,414	2,505	2,967	3,492	营运资金变动	83	3	48	-86
营业税金及附加	18	19	23	27	经营活动现金流	701	537	755	709
销售费用	1,060	1,072	1,250	1,490	资本开支	-246	121	41	62
管理费用	375	407	463	532	投资	0	0	0	0
财务费用	231	158	77	55	投资活动现金流	-267	120	20	44
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	13	94	0	0
投资收益	-17	-1	-21	-17	债务募资	288	-509	-100	-50
营业利润	107	158	425	555	筹资活动现金流	-161	-255	-426	-358
营业外收支	-3	9	-1	-1	现金净流量	362	402	348	396
利润总额	104	168	424	554	主要财务指标				
所得税	7	25	64	83	成长能力 (%)				
净利润	98	143	360	471	营业收入增长率	48.0%	2.8%	20.8%	17.9%
归属于母公司净利润	82	135	349	457	净利润增长率	239.1%	64.9%	157.9%	30.7%
YoY (%)	239.1%	64.9%	157.9%	30.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.14	0.23	0.60	0.78	毛利率	43.6%	43.1%	44.2%	44.3%
资产负债表 (百万元)					净利率	2.3%	3.2%	6.8%	7.5%
货币资金	657	1,059	1,407	1,803	总资产收益率 ROA	1.1%	1.7%	4.3%	5.4%
预付款项	48	61	73	80	净资产收益率 ROE	5.5%	5.9%	13.2%	14.7%
存货	669	721	837	985	偿债能力 (%)				
其他流动资产	526	557	609	667	流动比率	0.72	0.95	1.07	1.23
流动资产合计	1,899	2,397	2,925	3,535	速动比率	0.45	0.64	0.74	0.86
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.25	0.42	0.51	0.63
固定资产	1,802	1,675	1,527	1,368	资产负债率	74.8%	65.2%	61.9%	57.7%
无形资产	2,510	2,479	2,447	2,406	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5,818	5,480	5,210	4,920	总资产周转率	0.55	0.56	0.65	0.74
资产合计	7,717	7,877	8,136	8,454	每股指标 (元)				
短期借款	209	0	0	0	每股收益	0.14	0.23	0.60	0.78
应付账款及票据	318	330	391	460	每股净资产	2.58	3.94	4.54	5.32
其他流动负债	2,096	2,182	2,351	2,409	每股经营现金流	1.20	0.92	1.30	1.22
流动负债合计	2,623	2,512	2,741	2,869	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	734	434	334	284	估值分析				
其他长期负债	2,418	2,188	1,958	1,728	PE	52.01	31.54	12.23	9.35
非流动负债合计	3,152	2,622	2,292	2,012	PB	3.25	2.14	1.86	1.58
负债合计	5,775	5,134	5,033	4,881					
股本	489	583	583	583					
少数股东权益	441	448	459	473					
股东权益合计	1,942	2,742	3,103	3,573					
负债和股东权益合计	7,717	7,877	8,136	8,454					

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，8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。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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。