



Research and  
Development Center

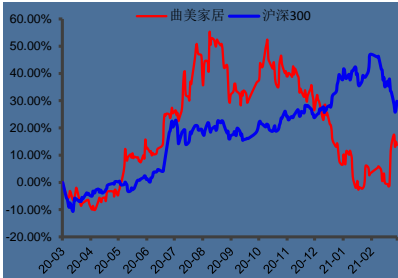
# 并购整合渐入佳境，轻装上阵曲美飞扬

— 曲美家居（600818.SZ）深度报告

2021年3月14日

汲肖飞 行业分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛  
liyanyuan@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**深度报告**
**曲美家居 (603818.SH)**
**投资评级 买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	8.29
52周内股价	6.44-11.70
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	10.09
总股本(亿股)	5.83
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	48.32

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 并购整合渐入佳境，轻装上阵曲美飞扬

2021年3月14日

**本期内容提要：**

◆**收购海外舒适椅龙头 Ekornes，短期高费用率拖累业绩。**公司主要从事中高端民用家具及配套家居的研发、设计、生产和销售业务，旗下曲美品牌为国内家居市场龙头。2018年公司全资收购挪威国宝级舒适椅公司 Ekornes，拓展海外业务，收入增长提速。2019年公司实现收入 42.79 亿元、同比增长 47.99%，实现净利润 0.82 亿元、同比扭亏，但受并购财务费用较高等影响盈利能力仍处较低水平。2020 年受新冠疫情影响，公司前三季度收入、净利同比降低 3.59%、61.08%。20Q4 公司财务费用下降、受疫情影响改善，2020 年预计归母净利 1.00~1.30 亿元，同增 21.72%~58.24%。

◆**家居行业稳定增长，分散格局下龙头有望破局。**1) 近年来国内家具行业市场保持增长趋势，2019 年中国家具行业规模以上企业收入为 7117.2 亿元，同增 1.50%。随着地产去库存政策推行、定制家居+精装修房渗透率提高、国民收入水平提高以及消费观念升级，家居行业市场有望维持稳定增长。2) 家具行业进入门槛较低，市场集中度不高，近年来龙头不断扩张市场份额，2013-18 年我国家具行业 CR10 市占率从 4.54% 提升至 9.69%。未来随着国内家具消费需求增速放缓，行业进入洗牌阶段，龙头公司依靠品牌、渠道以及产品优势有望实现市场份额的持续提升。

◆**多重因素催化，公司迎来短期业绩拐点。**1) 国内新渠道业务快速放量。精装修房市场渗透率提升带动工程渠道兴起，公司强化团队激励，工程渠道在手订单估计超过 3 亿，支撑 2021 年大宗业务高速增长；家装渠道方面，公司成立“管家装”品牌抢占二手房装修市场。2) Ekornes 大力拓展国内市场，2019 年 Stressless、IMG 品牌在国内销售额同比增加 245% 至 1.07 亿元，未来后续开店速度加快。此外 Ekornes 加大非舒适椅品类拓展，对外输出制造能力为渠道品牌代工，布局跨境电商渠道，推动收入加速增长。3) 多重举措降低财务费用。公司通过引入战略投资者、定向增发、海外公司发行债券及经营性净现金流还款等多种方式降低负债规模，公司财务费用有效降低，盈利能力改善。

◆**品牌持续升级，打造长期发展动力。**1) 2019 年公司定位时尚家居赛道，从品牌、产品、服务、渠道四个方面推动品牌向“时尚曲美”转型。产品方面，针对 80 后、90 后消费需求和消费偏好，公司积极研发环保、高颜值及高性价比时尚家居产品。销售和服务上，公司致力打造“全品类家居+一站式拎包入住”模式，提高消费者购物体验。渠道方面，深化推动“三新”营销战略，提高经销商客流量和客单值水平。2) 海外业务方面，公司从管理架构、产品研发、渠道策略、市场策略等多方面对 Ekornes 进行升级改革，协助 Ekornes 研发非舒适椅类等新产品，稳固市场龙头地位。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.19/0.54/0.84 元，目前股价对应 21 年 15 倍 PE。通过相对估值方法，参考同业我们给予公司 21 年 25 倍 PE，对应合理股价 13.50 元，目前估值处于较低水平，看好短期公司盈利能力持续修复，长期 Ekornes 与曲美品牌的协同发展以及“时尚曲美”品牌转型效果有望显现，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**财务费用改善不及预期、下游房地产市场调控风险、行业竞争加剧、产品质量风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,892	4,279	4,288	5,195	6,262
增长率 YoY %	37.9%	48.0%	0.2%	21.2%	20.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-59	82	111	315	492
增长率 YoY%	-124.0%	239.1%	34.8%	183.8%	56.2%
毛利率%	42.4%	43.6%	44.1%	45.0%	45.6%
净资产收益率ROE%	-4.4%	5.5%	6.9%	16.4%	20.3%
EPS(摊薄)(元)	-0.10	0.14	0.19	0.54	0.84
市盈率 P/E(倍)	—	58.82	43.63	15.32	9.83
市净率 P/B(倍)	3.58	3.22	3.00	2.51	2.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年3月12日收盘价

## 投资逻辑

公司深耕家居行业 30 余载，已成为国内集设计、生产、销售于一体的全品类家居企业。2018 年收购挪威国宝级舒适椅公司 Ekornes ASA，加速公司海外业务发展。受并购导致财务费用增加、新冠肺炎疫情等影响，净利润持续下滑。

短期来看，多重因素催化下公司业绩拐点有望显现：1) 国内新业务快速放量，精装修房市场渗透率提升带动公司工程渠道兴起，二手房交易市场快速发展推动家装渠道发展。2) 海外公司国内业务迅速增长，借助曲美在国内渠道资源，Stressless、IMG 品牌在国内快速布局，后续开店速度加快，Ekornes 中国市场有望保持高速增长。此外 Ekornes 加大非舒适椅品类拓展，对外输出制造能力为渠道品牌代工，布局跨境电商渠道，推动收入加速增长。3) 有息负债有效减少，盈利能力改善。公司通过引入战略投资者、定向增发、海外公司发行债券及经营性净现金流还款等多种方式降低负债规模，财务费用有效降低，净利润端有望得到显著改善。根据公司业绩快报，2020 年公司实现净利润 1.0-1.3 亿元，同比增长 21.72%-58.24%，业绩拐点显现。

长期来看，公司定位时尚家居赛道，全面推进“时尚曲美”品牌转型计划，针对 80 后、90 后消费需求和消费偏好，积极研发环保、高颜值及高性价比时尚家居产品。渠道方面，公司深化推动“三新”营销战略，有效提高经销商客流量和客单值水平。海外业务方面，一方面公司协助 Ekornes 对非舒适椅类新产品开发，提高 IMG、Stressless 等品牌业务协同性，稳固市场龙头地位；另一方面，借助曲美国内渠道，加速海外业务国内布局，推动公司业绩增长。未来 Ekornes 与曲美品牌的协同发展以及“时尚曲美”品牌转型效果有望显现。

## 与市场不同的观点：

市场担心公司业绩复苏确定性及持续性，但我们分析后认为：

- 1) 国内房地产竣工数据好转、疫情影响持续改善催化曲美品牌收入增长。此外公司新渠道收入快速放量，估计工程渠道在手订单超过 3 亿，支撑 2021 年工程业务收入增长；家装渠道方面公司成立“管家装”品牌抢占二手房装修市场，2020 年实现营业收入超过 2000 万元，2021 年公司计划开设门店 200 家，推动收入提升。
- 2) Ekornes 国内业务迅速拓展，2019 年 Stressless、IMG 品牌在国内销售额同比增加 245% 至 1.07 亿元，随着疫情得到控制，公司加速 Ekornes 旗下品牌与国内业务协同性，并持续优化 Ekornes 公司管理、扩张非舒适椅品类、拓展跨境电商渠道及 OEM 代工业务，有望推动收入快速增长。
- 3) 公司定位符合年轻消费群体需求，持续优化曲美品牌设计、营销、品牌形象，并积极拓展抖音等年轻化平台，提升产品设计感、性价比，品牌升级成功概率较高，有望推动长期收入增长。

## 目录

公司概况：全品类家居龙头，海外并购拓展收入 .....	7
基本情况：收购海外舒适椅龙头公司，国内外业务快速发展 .....	7
商业模式：全产业链运营，集研发设计、品牌营销、产品生产与销售于一体 .....	8
财务分析：并购推动收入增长，高费用拖累业绩表现 .....	10
公司治理：实际控制人持股比例较高，积极引入战略资本 .....	11
行业分析：市场格局分散，龙头品牌提升市场份额 .....	12
定制家居+精装修房渗透率提高，新销售渠道有望持续发力 .....	13
受益地产竣工回暖，2020 年家居市场销售改善 .....	14
业绩拐点：国内外业务两翼驱动，多举措齐下债务改善 .....	15
疫情影响减弱，曲美品牌新渠道快速放量 .....	15
Ekornes 多重驱动，推动收入加速增长 .....	17
多重举措降低财务费用，盈利能力改善 .....	19
发展前景：国内业务持续升级，海外业务稳定增长 .....	20
“时尚曲美”转型效果显现，提升品牌影响力 .....	20
推动“三新”营销战略，强化经销商营运能力 .....	21
多举措优化 Ekornes 运营，助力海外业务稳定增长 .....	23
盈利预测、估值与投资评级 .....	24
风险因素 .....	25

## 表目录

表 1：近年来国家对精装房市场政策文件 .....	14
表 2：可比公司 EPS 及估值对比 .....	25

## 图目录

图 1：公司主要发展历史 .....	7
图 2：曲美品牌旗下生活馆系列 .....	7
图 3：Ekornes 公司主要品牌矩阵 .....	7
图 4：近年来公司国内外收入增长情况 .....	8
图 5：近年来公司业务构成变化 .....	8
图 6：公司在家具行业产业链所处环节 .....	8
图 7：公司研发费用占营收比例 .....	8
图 8：Ekornes 全球工厂分布（2019 年） .....	9
图 9：Ekornes 自动化生产展示图 .....	9
图 10：近年来公司门店数量稳定增加 .....	9
图 11：近年来公司经销店收入增长迅速 .....	9
图 12：近年来公司收入变化情况 .....	10
图 13：近年来公司利润变化情况 .....	10
图 14：近年来公司毛利率、净利率情况 .....	11
图 15：近年来公司期间费用率变化情况 .....	11
图 16：近年来公司存货及存货周转率 .....	11
图 17：近年来公司现金流情况（亿元） .....	11
图 18：公司股权结构图（截至 2020 年 11 月 23 日） .....	12
图 19：中国家具行业规模以上企业营业收入变化情况 .....	12
图 20：中国近年来房地产新开工面积累计同比（%） .....	12
图 21：近年来规模以上家具制造企业数量变化情况 .....	13
图 22：2019 年中国家具行业国内外龙头市场占有率 .....	13
图 23：国内外家具行业竞争格局变化情况 .....	13
图 24：近年来家具市场 CR10 市占率变化情况 .....	13
图 25：近年来中国定制家具市场规模 .....	14
图 26：中国与发达国家定制家具渗透率对比 .....	14
图 27：中国精装修市场新开盘项目规模 .....	14
图 28：近年来精装修渗透率变化情况 .....	14
图 29：近年来住宅销售面积累计值 .....	15
图 30：近年来住宅竣工面积累计值 .....	15
图 31：家具制造业营业收入、住宅销售面积、住宅竣工面积累计同比变化 .....	15
图 32：单季度公司营收变化情况（亿元） .....	16

图 33: 单季度公司净利润变化情况 (亿元)	16
图 34: 大宗业务收入变化情况 (亿元)	16
图 35: 公司大宗业务毛利率相对较高	16
图 36: 截至 2020 年公司订单在手 (亿元)	17
图 37: 公司大宗业务收入增长目标 (亿元)	17
图 38: 管家装门店数量变化 (家)	17
图 39: 公司定制家装业务收入增长目标	17
图 40: 2020 年 Stressless 中国累计订单额	18
图 41: Ekornes 中国区收入 (万元)	18
图 42: 北京思特莱斯居然之家旗舰店	18
图 43: “挪威宠”、“挪威躺”等产品	18
图 44: Ekornes 推出沙发等非舒适椅产品	19
图 45: Ekornes 采用机器人生产制造能力强	19
图 46: 收购资金主要来源大股东借款和银行贷款 (亿元)	19
图 47: 利息支出大幅增加 (亿元)	19
图 48: 近年来公司财务费用增长情况 (亿元)	20
图 49: 公司将多举措改善公司债务结构	20
图 50: 北京曲美各年龄段客户数占比	20
图 51: 消费者选择家具关注因素	20
图 52: 曲美推出“悦时”系列 (2019 年 Q3 首发)	21
图 53: 曲美推出“嘉炫”系列 (2019 年 Q4 首发)	21
图 54: 公司打造“新营销”销售模式	22
图 55: 公司线上直播销售表现亮眼	22
图 56: 公司推出家居套餐式营销模式	22
图 57: 近年来公司经销商平均客单价 (元)	23
图 58: 近年来公司经销商合同及增速 (万元)	23
图 59: 2019 年 Stressless 新产品占沙发类产品比重	23
图 60: 2019 年 stressless 沙发类产品月度同比增速	23
图 61: Stressless 品牌非舒适椅类新产品	24
图 62: 2020 年 Stressless 推出新形象店	24

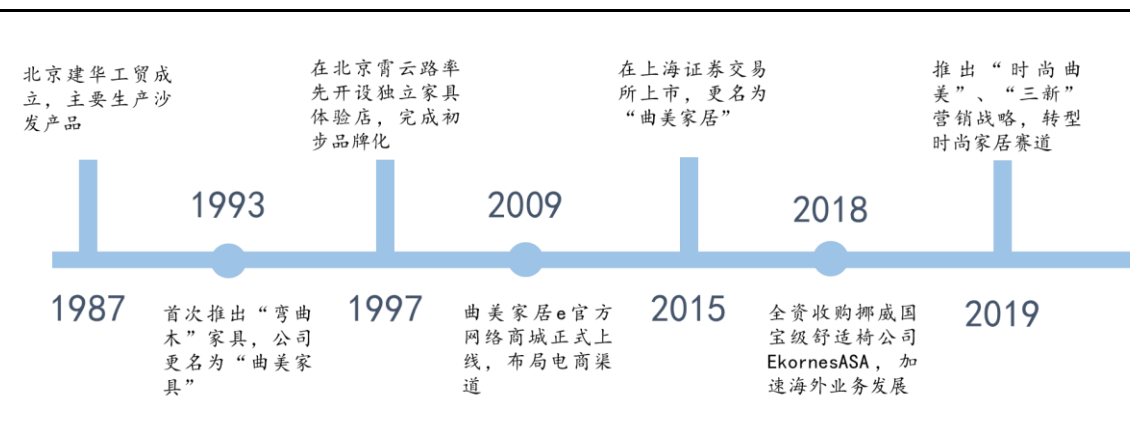


## 公司概况：全品类家居龙头，海外并购拓展收入

### 基本情况：收购海外舒适椅龙头公司，国内外业务快速发展

深耕家居市场 30 余载，公司现已成为国内一流的家具公司，主要从事中高档民用家具及配套家居的研发、设计、生产和销售业务。公司前身为成立于 1987 年的建华工贸，1993 年推出“弯曲木”家具并更名为“曲美家具”，成为国内首家设计并生产“弯曲木”家具的家居公司。2009 年公司在淘宝成立网上官方商城，较早布局电商渠道。2015 年 4 月公司在上交所上市。2018 年公司全资收购挪威国宝级舒适椅公司 Ekornes ASA，加速海外业务拓展。2019 年公司定位时尚家居赛道，推出“时尚家居”品牌转型计划。

图 1：公司主要发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司业务分为国内、海外两大板块。国内业务以“曲美”品牌为主，公司定位时尚家居赛道，致力于为年轻消费群体提供高颜值、高性价比产品，通过“全屋定制+成品+软装”产品模式满足年轻人需求。海外业务以 Ekornes 公司为主，旗下品牌包括 Stressless、IMG、Svane 等，主要开发、生产、销售家具和床垫，在多个国家拥有销售和生产基地，其中：Stressless 品牌享誉全球，产品定位高级舒适的沙发和躺椅，被誉为“全世界最舒服的椅子”；IMG 定位引领市场潮流+高性价比，产品多为中端市场的躺椅和活动家居产品，有效补充 Stressless 品牌在中高端市场的竞争力；Svane 是欧洲知名的床垫品牌，产品主打时尚感和功能性。

图 2：曲美品牌旗下生活馆系列



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：Ekornes 公司主要品牌矩阵

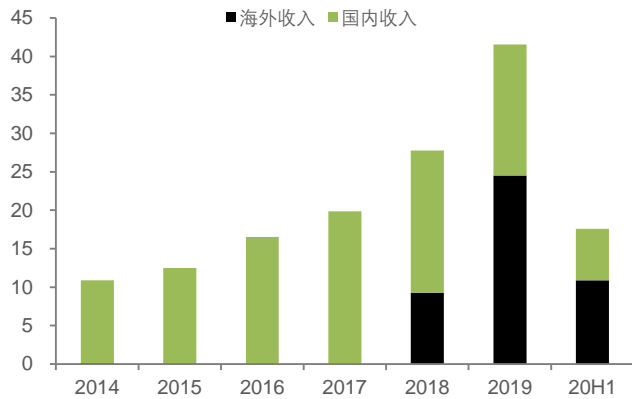


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从收入结构来看，2014-17 年公司营业收入主要来源于人造板家居，2017 年人造板家居实

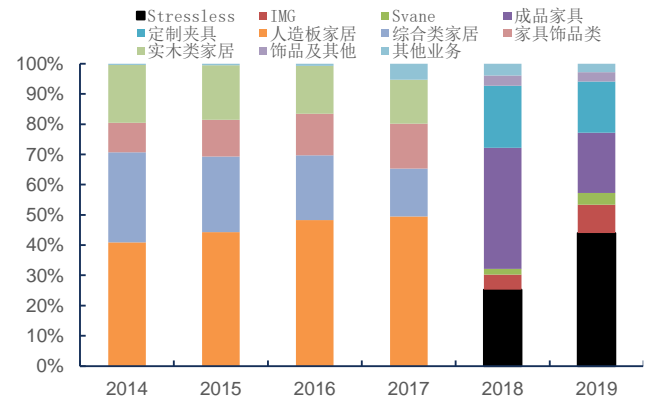
现营收 10.32 亿元，占整体营业收入比例提升至 49.22%。2018 年公司收购 Ekrones 后海外收入规模快速扩大并超过国内收入，2019 年公司国内、海外收入分别为 17.07 亿元、24.50 亿元。截止到 20H1 年公司国内、海外收入分别为 6.68 亿元、10.90 亿元。分品类来看，Stressless 业务收入成为公司营收主要来源，2018-2019 年 Stressless 实现营收 7.30 亿元、18.83 亿元，占比由 25.25% 提升至 44.01%，截至到 2020H1，Stressless 实现收入 8.26 亿元，占整体收入 47.01%。

图 4：近年来公司国内外收入增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：近年来公司业务构成变化



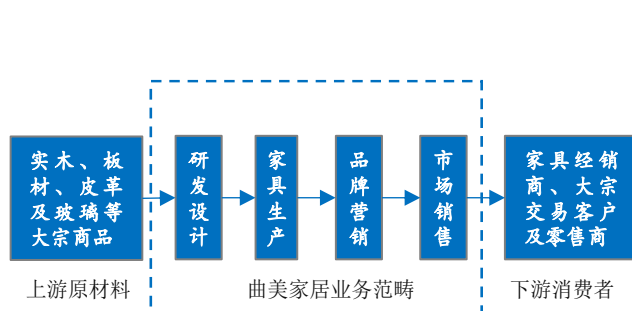
资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 商业模式：全产业链运营，集研发设计、品牌营销、产品生产与销售于一体

国内方面，从产业链来看，公司上游原材料主要是实木、板材等大宗商品，近年来由于原材料产品趋于同质化且价格信息公开透明，供应商议价能力较弱。公司下游主要为家具经销商、零售商等，公司将“特许连锁经营”销售模式引入家居行业，向经销商提供门店形象设计、运营、产品批销等服务。

研发设计方面，公司产品设计以内部设计师为主导，同时和众多国内国际知名设计师建立稳定合作关系，1999 年公司买断丹麦设计师汉斯·雅各布森在中国的设计，保证产品风格的唯一性，并成立“曲美国际设计师联盟”，吸引丹麦鹤鹑设计所、丹麦邦纳利克设计所等众多国际知名设计所加入。目前公司拥有超过 300 人的家具研发设计团队，19 年研发费用 0.91 亿元、占营收比例为 2.13%，强大的产品研发能力已成为公司的核心竞争力。

图 6：公司在家具行业产业链所处环节



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7：公司研发费用占营收比例



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

生产方面，公司国内业务采用订单式生产和批量式生产结合的生产模式，在北京市、河南省



兰考县拥有四个大型生产基地和九个生产工厂，按照产品类别划分为曲木工厂、沙发工厂、万物工厂、定制工厂、板木工厂等。公司对于成品家具和定制家具的生产采用订单式，根据客户的要求进行产品生产，充分满足客户的需求。此外，公司自主研发 ERP 信息系统进行生产管理，实现定制及成品家具多个生产环节的自动化、半自动化生产。

公司海外业务采用全球化生产布局，成本优势显著。Ekornes 在全球拥有 9 家生产基地，其中 Stressless 品牌旗下拥有 5 家工厂（位于挪威、美国），IMG 品牌旗下拥有 3 家工厂（位于泰国、越南、立陶宛），Svane 品牌旗下拥有 1 家工厂（位于挪威）。一方面，公司工厂生产自动化水平高，主要生产环节（包括国内仍旧手工操作的喷漆、打磨等环节）均已实现自动化；另一方面，公司通过将工厂设置在立陶宛、东南亚等人工成本较低的国家，有效的降低生产成本。

图 8: Ekornes 全球工厂分布 (2019 年)

品牌	地区	数量
Stressless	挪威	4
Stressless	美国	1
IMG	立陶宛	1
IMG	东南亚	2
Svane	挪威	1

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

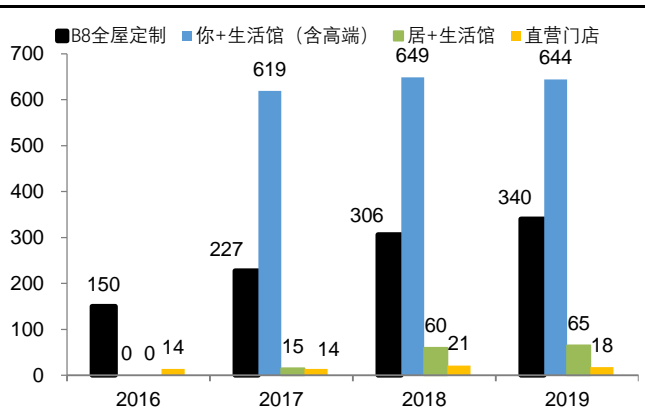
图 9: Ekornes 自动化生产展示图



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

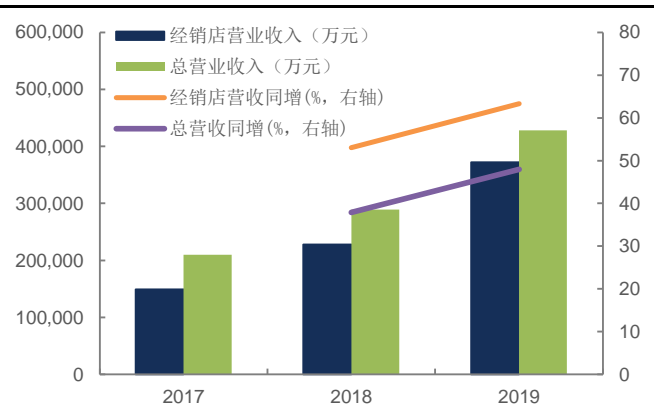
渠道方面，公司国内业务以线下经销为主，直营和线上渠道为辅，其中经销店收入占比较高，2018-19 年经销收入同比增速为 53.02%、63.32%，高于整体收入增速。截止 2019 年，公司拥有 18 家直营门店，经销商店约 1049 家，销售范围辐射全国。同时公司积极和天猫、京东等电商平台合作，通过新零售模式促进线上销售平台和线下体验店融合，形成线上引流服务、线下深度服务的销售模式。此外，近年来公司与各大地产商建立合作关系，为地产客户提供全套家具产品服务。

图 10: 近年来公司门店数量稳定增加



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 11: 近年来公司经销店收入增长迅速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

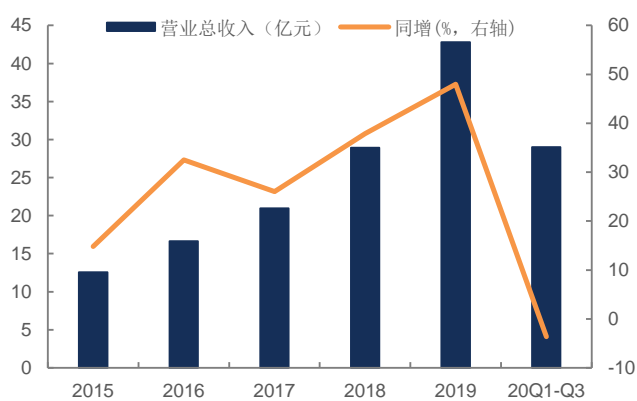
Ekornes 渠道销售采用经销模式，下游客户包括家具连锁商、大型零售商和小型零售店等销售终端，销售区域覆盖欧洲、北美、亚太等地区，与超过 5000 多个零售终端合作。此外公司发挥全球化生产布局优势，积极开拓 OEM、ODM 类业务，为 Costco、Gplan 等大型渠

道商提供代加工服务。上游原材料方面，公司采购皮革、布料、木材、钢铁部件等常规原材料，定期对供应商进行评估，根据性价比或者按照长协进行采购，针对资本投入较大、产品定制特殊等用于“多功能沙发”等产品的机械装置、铝制基座，公司一般与该类供应商保持长期合作关系，近年来公司为降低生产成本，部分战略原材料转为自行生产。

### 财务分析：并购推动收入增长，高费用拖累业绩表现

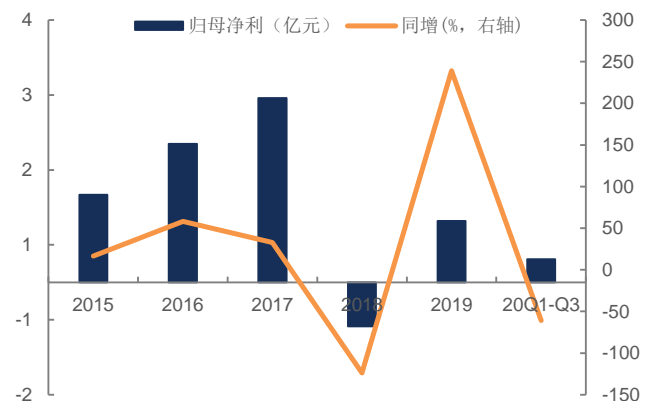
收入方面，近年来公司营业收入保持稳步增长，2018年收购 Ekornes 公司后并表导致收入大幅提升。2019年公司实现营业收入 42.79 亿元，同比增加 47.99%，主要由于海外业务并表，不考虑并表，公司国内收入同比增长 7.42%；净利润方面，2018年收购 Ekornes 后公司利息支出大幅增加，导致净利润下滑至-0.59 亿元，2019年公司净利润触底反弹，实现归母净利润 0.82 亿元，主要由于 Ekornes 公司净利润增加以及本期并购费用同比减少。2020年受新冠疫情影响，线下客流减少，公司前三季度实现营收 29.01 亿元，同比降低 3.59%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比降低 61.08%。

图 12：近年来公司收入变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

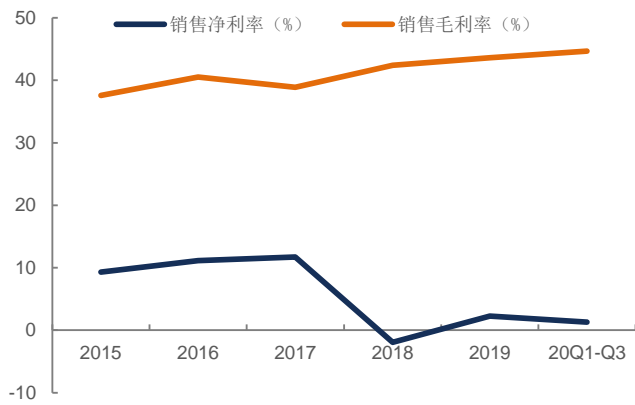
图 13：近年来公司利润变化情况



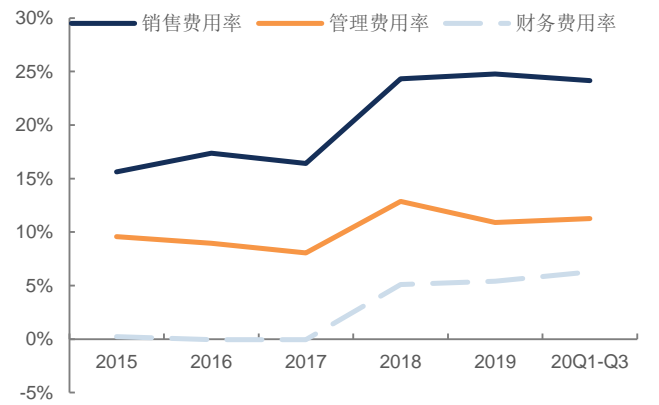
资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率方面，公司近年来毛利率维持较高水平且相对稳定。2017年人造板成本上涨导致毛利率下降 1.67PCT 至 38.87%。2018年公司毛利率上升主要系收购并表，海外业务毛利率较高。2019年公司毛利率小幅度上涨，一方面由于公司精简 SKU，降低生产成本；另一方面 Ekornes 新产品销售毛利率较高所致。20Q1-Q3 公司“三新”营销战略效果显现，公司经销商客单值提高，带动毛利率提升。

费用率方面，2018年公司收购 Ekornes 后费用率同比增加 17.84PCT 至 42.25%，其中销售费用率、管理费用率（包含研发费用率）、财务费用率分别为 24.31%/12.86%/5.08%，同比变化+7.90/+4.80/+5.13PCT。2019年公司费用率小幅下降至 41.06%，主要系管理费用率（包含研发费用率）下降 1.97PCT。2019-20 年公司采取多种措施降低财务费用，截止到 2020Q1-Q3 公司费用率为 41.72%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率为 24.18%/11.27%/6.27%。

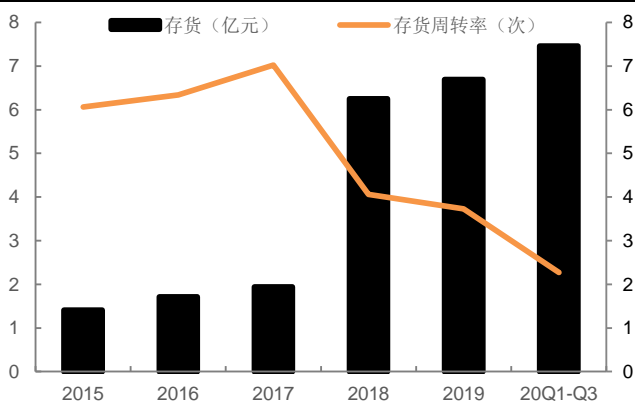
**图 14：近年来公司毛利率、净利率情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

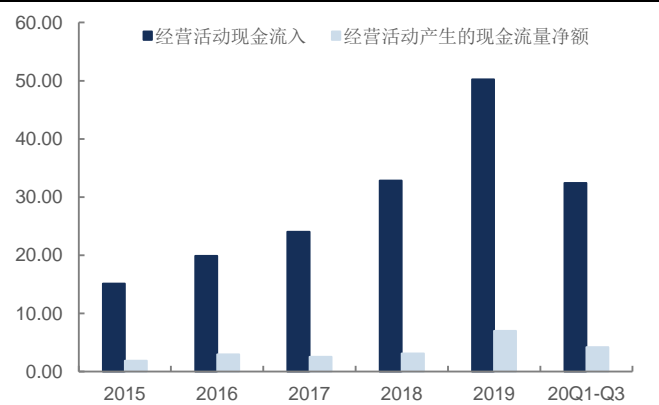
**图 15：近年来公司期间费用率变化情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2018 年收购 Ekornes 后，公司存货显著增加，截至 2020 年三季度末存货达到 7.46 亿元，前三季度存货周转天数持续提升至 118.98 天。现金流方面，2019 年公司经营性现金流净额为 7.00 亿元，同比增加 3.88 亿元，公司经营活动现金流量大幅增加，2020 年前三季度公司经营性现金流净额为 4.19 亿元，充足的现金流有利于偿还公司债务，缓解资金压力。

**图 16：近年来公司存货及存货周转率**


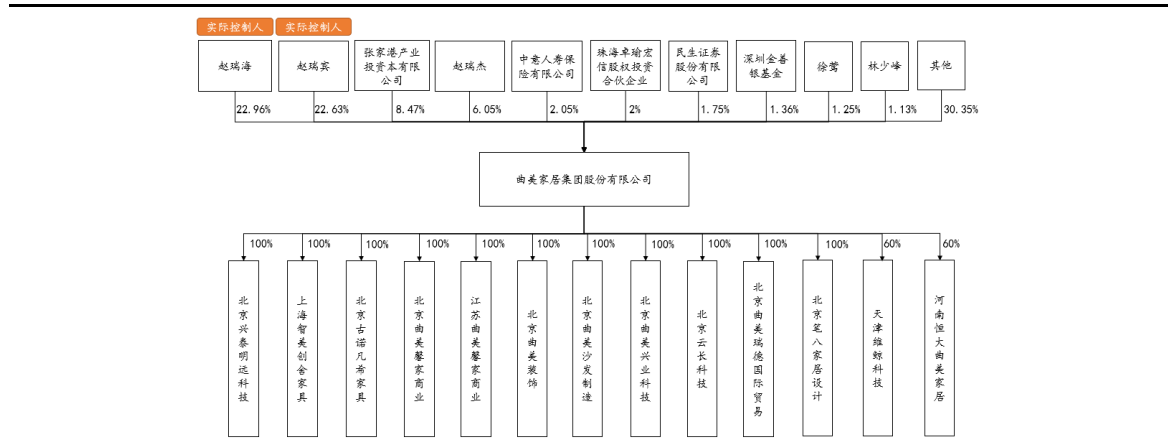
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 17：近年来公司现金流情况 (亿元)**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 公司治理：实际控制人持股比例较高，积极引入战略资本

公司股权结构集中，实控人运营经验丰富。截止到 2020 年 11 月 23 日，公司实际控制人赵瑞海、赵瑞宾持股比例分别为 22.96%、22.63%，张家港产业资本持股 8.47% 为第三大股东，原第三大股东赵瑞杰持股比例降至 6.05%，赵瑞海、赵瑞宾和赵瑞杰系兄弟关系。公司创始人赵瑞海在家具行业根植多年，具有丰富的战略规划经验，同时还任中国家具行业协会副理事长、中国家具协会实木家具专业委员会主席团主席等职务。

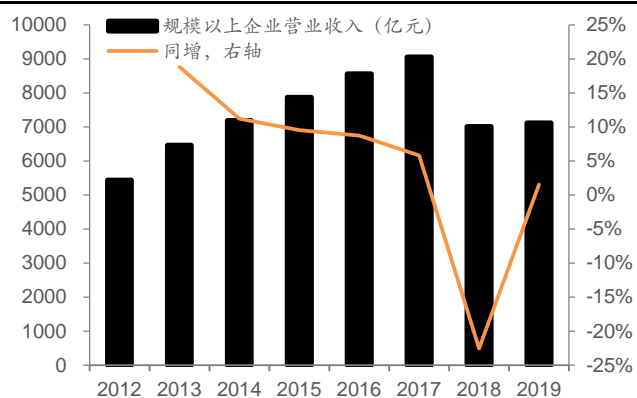
**图 18：公司股权结构图（截至 2020 年 11 月 23 日）**


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

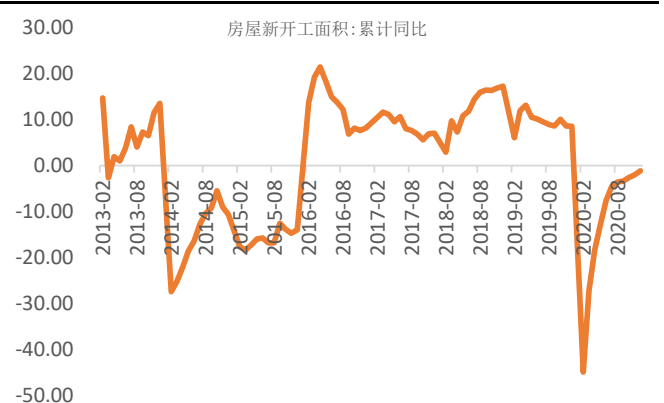
## 行业分析：市场格局分散，龙头品牌提升市场份额

### 家具市场规模保持增长，行业集中度持续提升

近年来国内家具行业市场规模保持稳定增长，根据中国家具协会统计，2012 年中国家具行业规模以上企业营业收入为 5438.9 亿元，2017 年达到 9056 亿元，近 5 年复合增速为 8.87%。2018 年受金融危机以及国内房地产下行周期影响，家具行业遭受较大影响，行业规模以上企业营业收入同降 22.57% 至 7012 亿元。2019 年中国家具行业市场规模为 7117 亿元，同比恢复增长。随着地产去库存政策推行、旧房改造需求提升、国民收入水平提高以及消费观念升级，家居行业市场有望维持稳定增长。

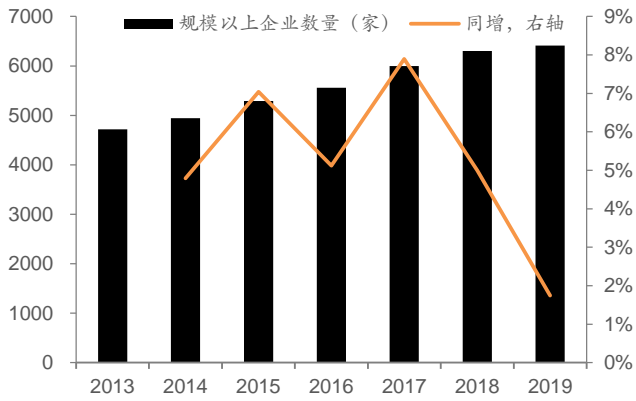
**图 19：中国家具行业规模以上企业营业收入变化情况**


资料来源：中国家具协会，华经产业研究院整理，信达证券研发中心

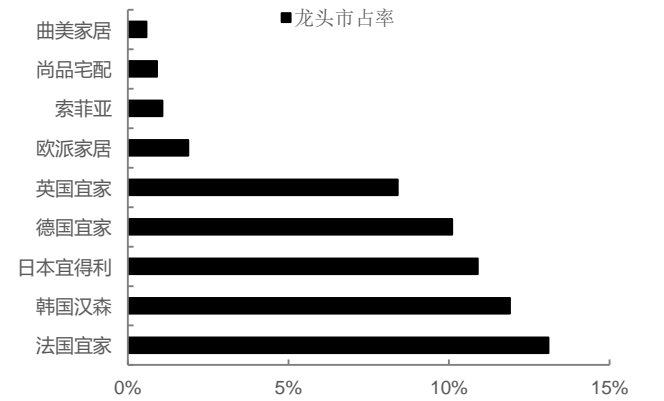
**图 20：中国近年来房地产新开工面积累计同比 (%)**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

竞争格局方面，国内家具行业进入门槛较低，市场集中度不高。根据中国家具协会统计，2019 年我国规模以上家具制造企业数量 6410 家，与 2013 年相比增加 1694 家。近两年由于家具行业不景气，新进企业的数量回落，但是整个家具行业竞争激烈程度仍在加剧。从龙头企业来看，相比海外成熟家具市场，国内家具行业龙头公司规模相对较小，2019 年国内家具龙头欧派家居市占率仅 1.88%，远低于发达国家龙头公司市占率。

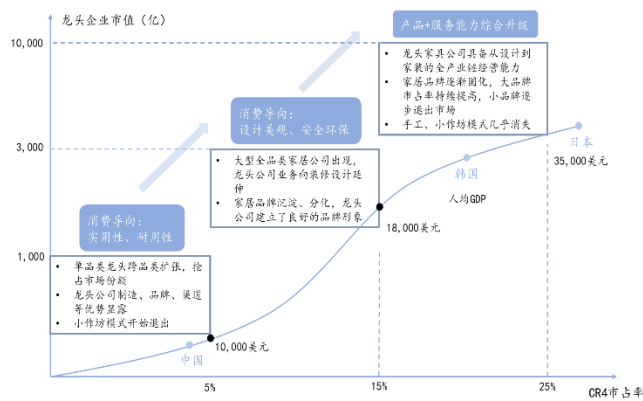
**图 21：近年来规模以上家具制造企业数量变化情况**


资料来源：中国家具协会，华经产业研究院整理，信达证券研发中心

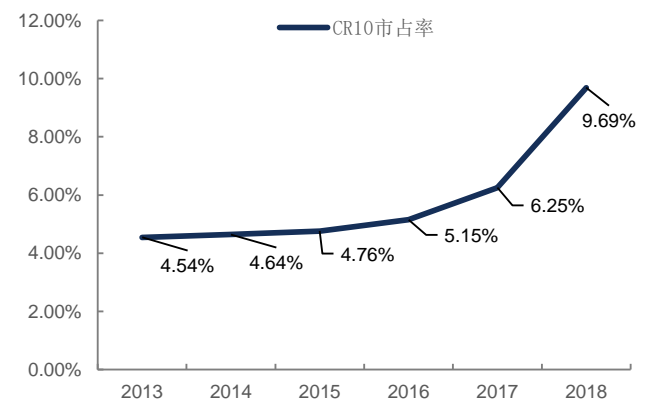
**图 22：2019 年中国家具行业国内外龙头市场占有率**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

在行业稳定增长，竞争格局分散的背景下，未来龙头公司市场份额有望持续提升。2013-18年我国家具行业 CR10 市占率从 4.54% 提升至 9.69%，随着国内家具消费需求增速放缓，家具行业进入洗牌阶段，中小企业不断退出市场，龙头公司依靠品牌、渠道以及产品优势实现市场份额的持续提升。

**图 23：国内外家具行业竞争格局变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

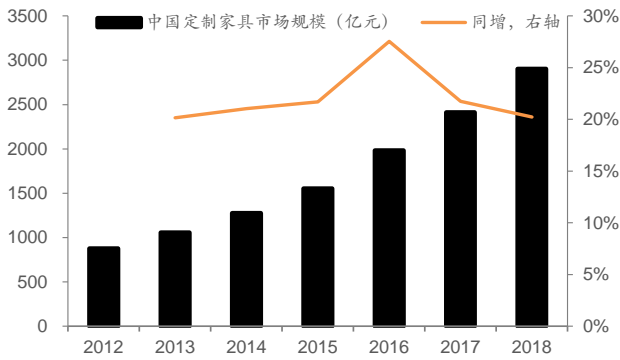
**图 24：近年来家具市场 CR10 市占率变化情况**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

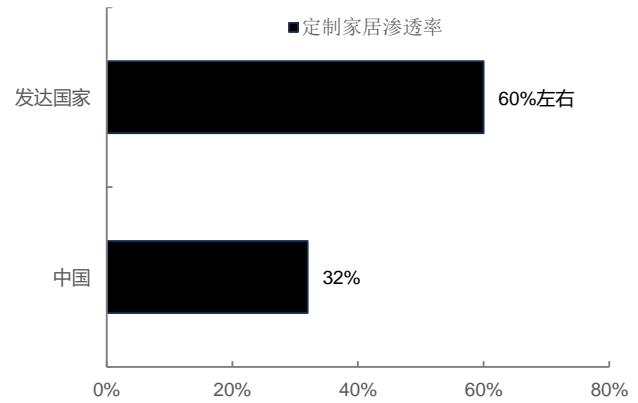
### 定制家居+精装修房渗透率提高，新销售渠道有望持续发力

随着家居行业消费升级，消费者对家居的空间布局、功能性、时尚风格等个性化需求逐渐提高，成品家具难以满足消费者的需求，定制家具凭借个性化设计和能够大规模生产的优势，市场需求迅速增加。国内定制家居最初集中于定制橱柜、衣柜等产品，现已发展到书房、客厅、餐厅等全屋定制。根据前瞻产业研究院统计，2018 年中国定制家具市场规模达 2901 亿元，近 6 年 CAGR 为 22.04%。此外，国内定制家居市场渗透率提升空间较大，2019 年我国定制家居渗透率为 32%，远低于发达国家 60% 左右的渗透率。



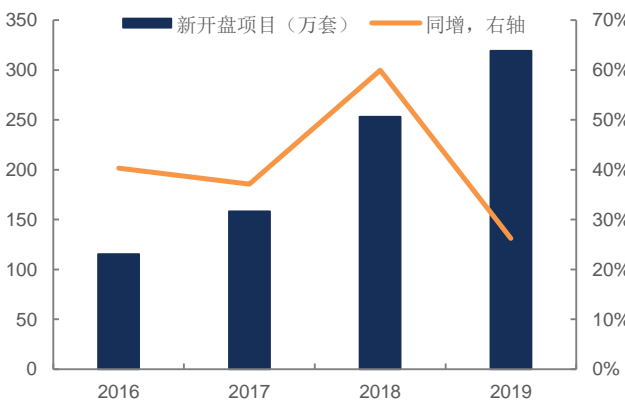
**图 25：近年来中国定制家具市场规模**


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

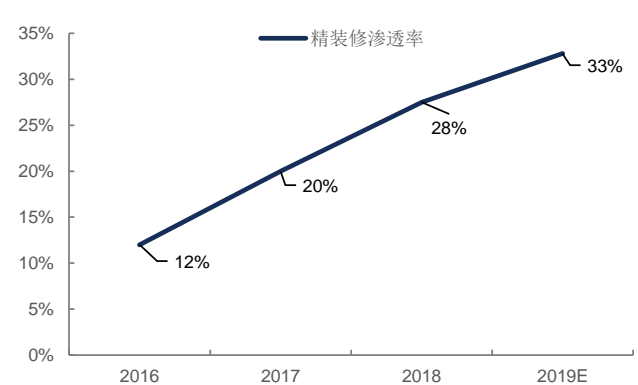
**图 26：中国与发达国家定制家具渗透率对比**


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

在国家政策引导下我国商品房精装修市场快速发展，精装修房新开盘量和渗透率不断上升。根据中国建筑装饰行业协会数据，2019年国内精装修房新开盘量达到319.3万套，2016-19年CAGR为40.39%，精装修房渗透率由2016年的12%提升至2019年的32.8%。从装修流程来看，精装房将家居企业进一步向上游推进，家居公司直接与房地产开发商签订产品供货与安装合同，因此精装修房市场的增长推动家居公司大宗业务需求快速增长。

**图 27：中国精装修市场新开盘项目规模**


资料来源：中国建筑装饰行业协会，信达证券研发中心

**图 28：近年来精装修渗透率变化情况**


资料来源：中国建筑装饰行业协会，信达证券研发中心

**表 1：近年来国家对精装房市场政策文件**

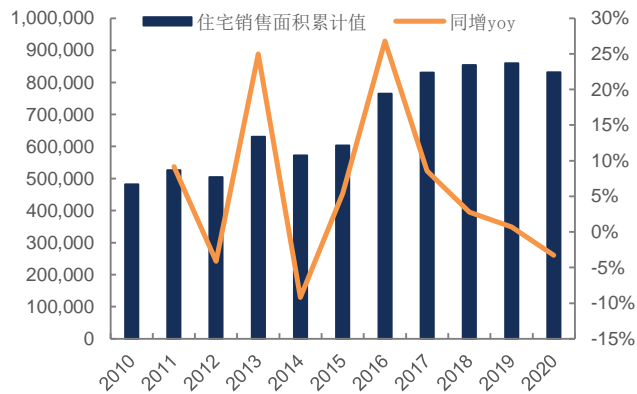
发布时间	文件	部门	内容介绍
2013.	《绿色建筑行动方案》	国务院	积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	国务院	积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，倡导菜单式全装修，满足消费者个性化需求。
2016	《关于推进建筑产业现代化发展指导意见》	住建部	到2020年，全国基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境，新建住宅全装修达到50%。
2017	《建筑业十三五规划》	住建部	到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%，且装配式建筑必须全装修交付。
2019	《住宅项目规范》	住建部	住建部就《住宅项目规范》发布征求意见，明确提出城镇新建住宅建筑应全装修交付。

资料来源：Wind，奥维云网，信达证券研发中心

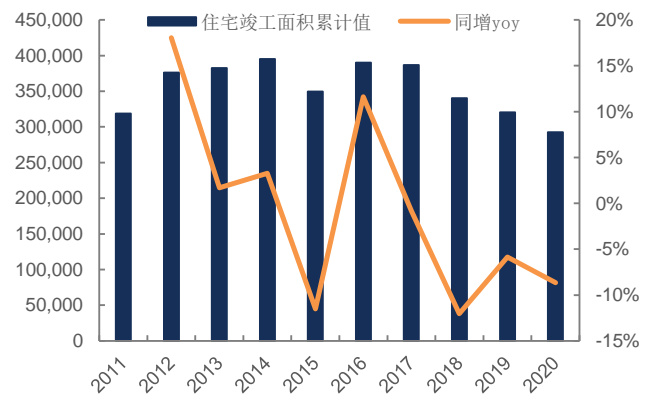
### 受益地产竣工回暖，2020年家居市场销售改善

家居产品需求的主要来源是房地产后周期消费，其作为房地产产业链中的后置环节与房地产

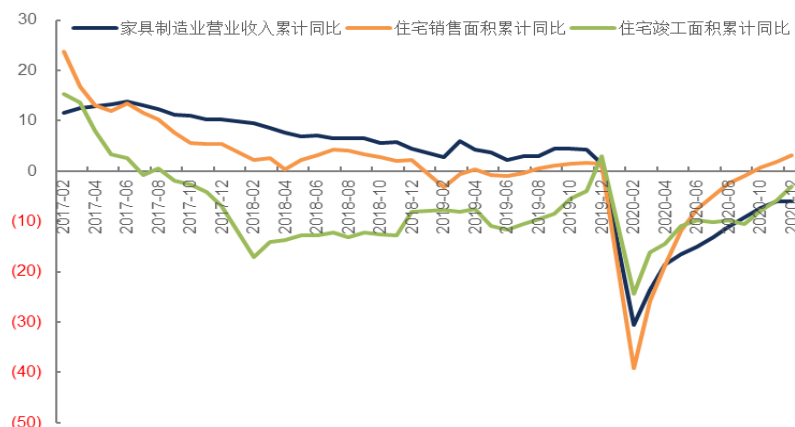
市场景气程度密切相关。近几年受国内地产调控和去杠杆影响，房地产销售面积和竣工面积持续下降，房地产市场不景气导致下游家居销售收入有所下滑。2020Q1 受疫情影响，商品房销售面积遭遇断崖式下跌，2020 年 2 月以来，商品房销售面积开始回暖，2020 年 10 月增速转正，从住宅房屋竣工面积来看，2020 年 2 月房屋竣工面积下降趋势开始减缓。受益于地产订单增加，家居市场需求后置影响显现，家居制造业收入逐渐复苏。

**图 29：近年来住宅销售面积累计值**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 30：近年来住宅竣工面积累计值**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

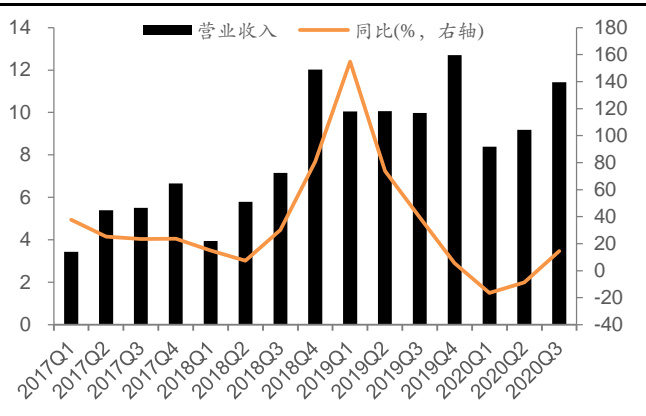
**图 31：家具制造业营业收入、住宅销售面积、住宅竣工面积累计同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

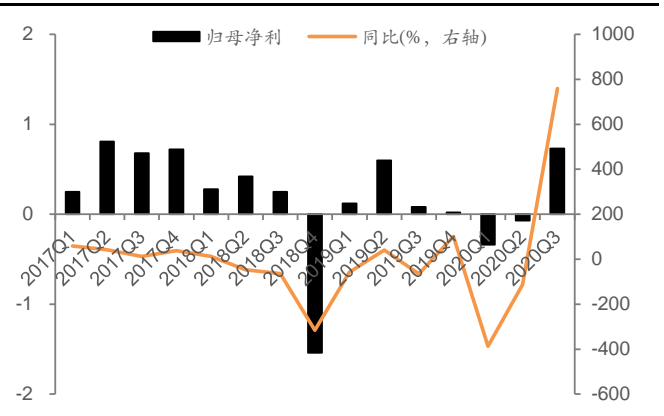
## 业绩拐点：国内外业务两翼驱动，多举措齐下债务改善

### 疫情影响减弱，曲美品牌新渠道快速放量

2020H1 受新冠肺炎疫情疫情影响公司订单减少，收入减少叠加财务费用支出增加给公司带来较大经营压力。分季度来看，2020Q1、Q2 公司实现营业收入 8.39 亿元、9.19 亿元，同降 16.48%、8.71%，实现归母净利润-0.34 亿元、-0.07 亿元，同降 387.10%、112.46%。面对疫情影响，公司迅速调整经营战略，国内市场以“三新营销”、“时尚家居”、“线上直播”为重点推动业务发展，海外市场协助 Ekornes 开发新产品以及优化渠道布局，稳固全球舒适椅龙头地位。随着国内疫情得到控制，公司业绩明显回暖，2020Q3 实现营业收入 11.43 亿元，同增 14.56%，归母净利润 0.73 亿元，同增 758.97%。

**图 32：单季度公司营收变化情况（亿元）**


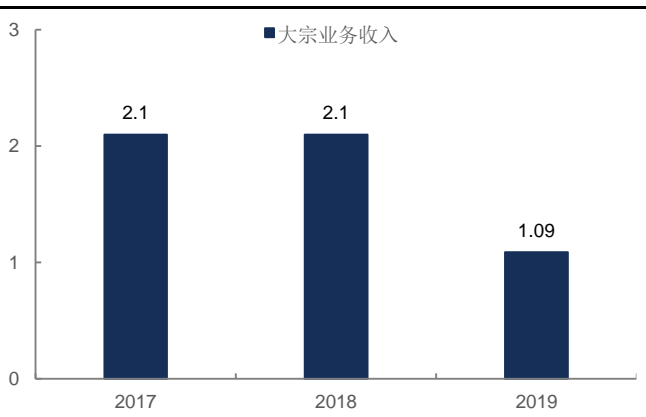
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 33：单季度公司净利润变化情况（亿元）**


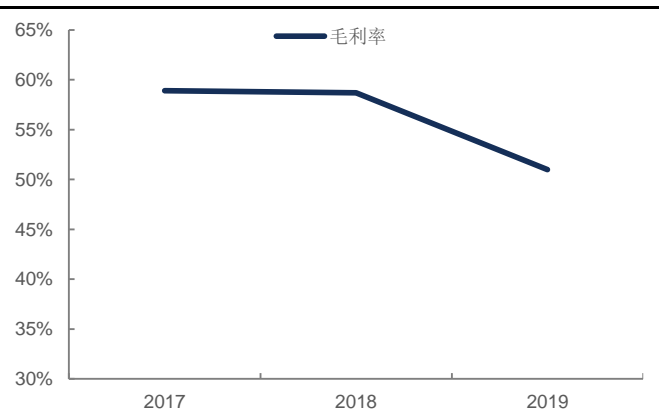
资料来源：Wind，信达证券研发中心

近年来国内精装房市场渗透率持续提升，精装房订单随着房地产竣工回暖有望批量释放，工程渠道兴起，大宗业务成为家居企业发展新的增长点。公司紧密关注行业趋势变化，2019Q4 组建相关业务团队，采用“零售经销商”+“专业工程经销商”双线布局的方式，先后与万达、恒大等头部地产商以及金螳螂、百安居、业之峰等专业精装修公司建立业务合作，抢占市场份额。

工程经销商方面，2017-18 年公司大宗业务收入稳定在 2 亿元，2019 年公司缩减大宗业务缓解收购 Ekornes 带来的资金压力，同年实现营业收入 1.09 亿元，同比下降 47.55%。2020 年公司持续发力工装渠道业务，发展经销商 40 余家，与中国融通、华润集团、红星地产、保利集团等龙头地产企业达成战略合作，进入核心地产商的供应链。目前公司工程渠道在手订单估计超过 3 亿，支撑 2021 年大宗业务高速增长。此外，公司加强团队激励，与员工实现利益绑定，若 2021-23 年工程业务收入目标不低于 1.8 亿、4.0 亿、7.0 亿，则团队可获得不低于 1.5 亿元的期权奖励。

**图 34：大宗业务收入变化情况（亿元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

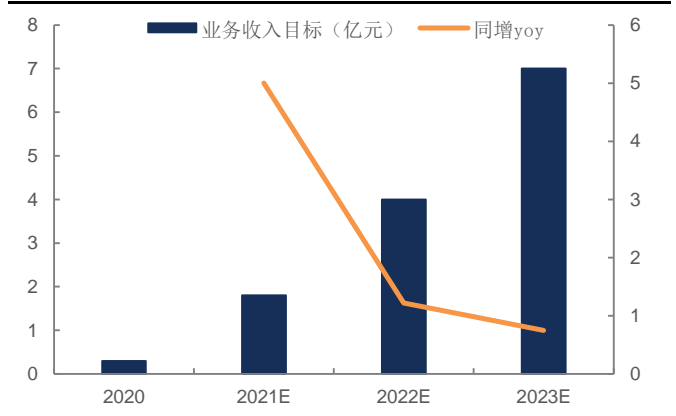
**图 35：公司大宗业务毛利率相对较高**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 36：截至 2020 年公司在手订单（亿元）**

公司	订单金额	已完成金额
中国融通	1.0~1.5 亿	1200 万+
红星地产	0.8~1.0 亿	1800 万+
华润集团	0.4~0.5 亿	
保利集团	0.2~0.3 亿	

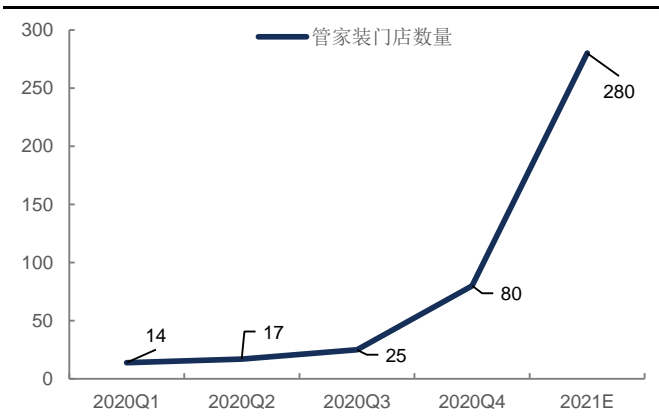
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 37：公司大宗业务收入增长目标（亿元）**


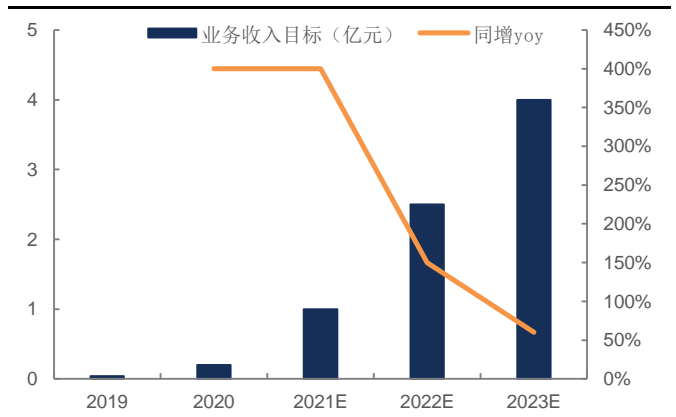
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

零售经销商方面，随着国内定制家居市场规模扩大，家装公司对能够提供定制服务、成品以及材料全套供应链的家居企业有较强的需求，二者的合作互补可有效提升客单值和毛利率。公司深耕家居行业 30 多年，已成为集家具研发设计、生产、品牌营销、销售为一体的大型家居集团。全品类、大店带来的一站式全屋销售模式成为公司在零售端的核心竞争力，有助于经销商获得更高的客单值。

家装渠道方面，近年来全国二手房交易市场发展较快，部分一线城市二手房交易量占比超过 70%，二手房装修多以局部改造、翻新为主，并结合少量家装改造，特点鲜明。二手房客户需求往往涵盖家具更新、水电微改造、墙面屋顶翻新等多种“跨领域”服务。为了抢占二手房市场，2018 年公司成立“管家装”品牌，当年开店 10+ 家，2020 年“管家装”业务迎来爆发增长，截至 2020 年末累计开设门店 80+ 家，实现营业收入超过 2000 万元。2021 年公司计划对管理层实行期权激励，同时开设门店 200 家，实现营收 1 亿+。稳定增长的门店数量和营收推动公司家装渠道收入增加。

**图 38：管家装门店数量变化（家）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 39：公司定制家装业务收入增长目标**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### Ekornes 多重驱动，推动收入加速增长

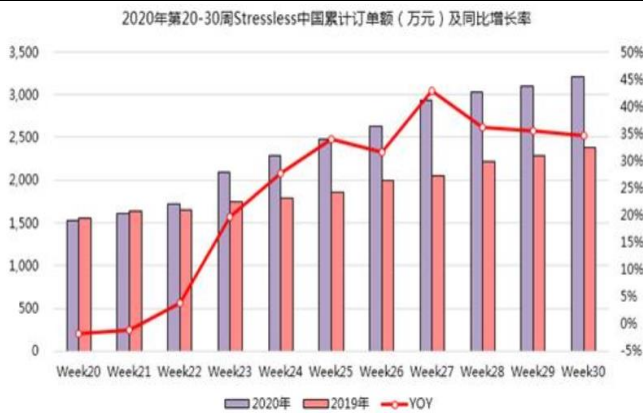
Ekornes 将通过多种举措提升竞争力，推动收入快速增长。未来 Ekornes 收入增长驱动力包括：快速拓展中国市场、丰富产品品类、输出代加工能力、布局跨境电商等新兴渠道。

1) 借助曲美在国内渠道资源，Ekornes 业务在中国市场高速扩张。Stressless、IMG 品牌进入中国市场以来，凭借与公司现有国内业务的协同效应，销售额显著增长，2019 年销售额同比增加 245% 至 1.07 亿元。2020 年 Stressless 品牌国内订单保持稳定增加，预计 2020



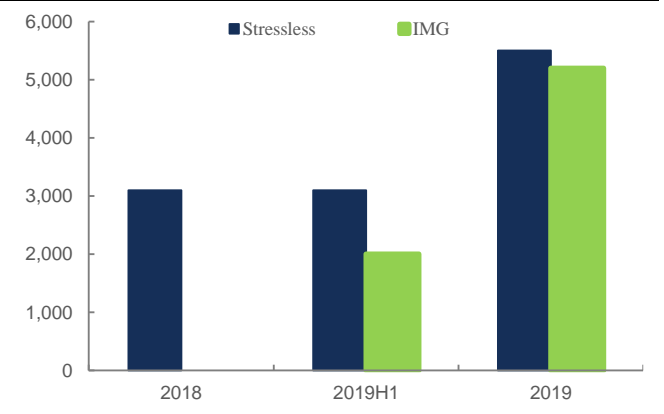
年 Ekornes 中国市场有望保持高速增长，推动公司业务发展。

图 40：2020 年 Stressless 中国累计订单额



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41：Ekornes 中国区收入（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

Stressless 品牌以独立招商、独立开店的发展模式在国内快速布局。针对国内市场特点，公司对 Stressless 的物流渠道、经销条款、市场政策等进行优化升级，升级后的同店销售和招商速度均得到提升，2019 年国内收入同比增长接近 80%。2020 年上半年受疫情影响，品牌收入及开店的速度同比有所放缓，截止到 2020 年 6 月末，Stressless 在国内拥有品牌旗舰店超过 60 家，随着国内疫情得到控制叠加消费复苏，开店速度有望恢复。

IMG 品牌以店中店模式运作，依托曲美 1000+门店布局，迅速提高覆盖度，截止到 2020 年 6 月末，IMG 品牌销售体验点 800 余家。2019 年 IMG 全年销售额约 6000 万元，进入国内首年即实现盈利。同时，IMG 品牌定位契合国内中产市场，“挪威宠”、“挪威躺”等产品凭借较高的颜值和舒适度在小红书、抖音等社交平台上迅速走红，受到国内年轻消费者喜爱。2020 年公司将引入 Svane 床垫品牌，扩充国内市场份额。

图 42：北京思特莱斯居然之家旗舰店



资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

图 43：“挪威宠”、“挪威躺”等产品



资料来源：大娱网，信达证券研发中心

2) Ekornes 以舒适椅产品起家，近年来借助并购协同效应，在曲美家居研发团队支持下推出软体沙发、茶几、餐桌椅等其他家具产品，并陆续实现挪威工厂本地化生产。Ekornes 大力推进多品类战略，提升非舒适椅产品竞争力，满足消费者一体化家居消费需求，新品类收入有望不断增长。

3) Ekornes 家具制造经验丰富，在挪威、立陶宛等地区建有先进自动化工厂，在软体家具生产方面具有智能制造、劳动力成本等优势。Ekornes 输出优质制造能力，为 Costco、Gplan 等大型渠道商提供代工业务，快速扩大收入规模。截止 2020 年 8 月底 Ekornes 已收到软



床、床垫、沙发类订单超过 2 亿挪威克朗，未来代工业务收入有望持续提升。

4) Ekornes 积极拓展跨境电商渠道，自建线上销售平台，提供高性价比家居产品，覆盖更多消费群体。近年来海外电商渠道快速成长，Ekornes 新渠道布局将推动收入加速增长。

图 44: Ekornes 推出沙发等非舒适椅产品



Stressless® Emma E200

\$7,332.00\*

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 45: Ekornes 采用机器人生产制造能力强

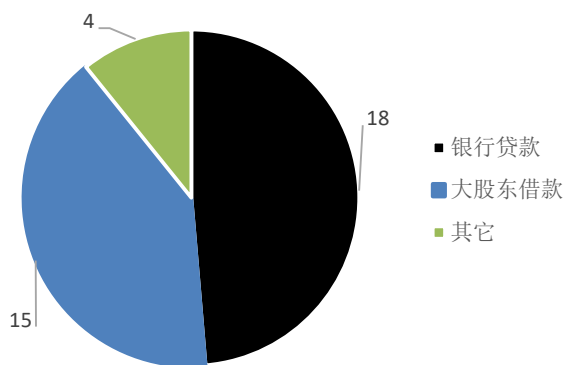


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 多重举措降低财务费用，盈利能力改善

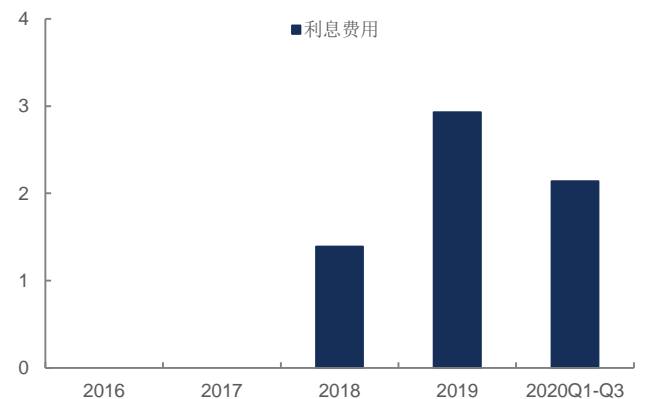
2018 年公司以 46.41 亿挪威克朗(约 37 亿人民币)现金收购 Ekornes 公司 90.5% 的股份，收购资金来源于大股东借款、银行贷款及自筹资金，此次收购导致公司债务规模大幅增加。2017、2018 年公司利息支出为 1.39 亿元、2.93 亿元，高额的利息支出使得公司财务费用增幅较大，对利润产生较大拖累。

图 46: 收购资金主要来源大股东借款和银行贷款 (亿元)



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 47: 利息支出大幅增加 (亿元)



资料来源：WIND，信达证券研发中心

公司引入战略投资者，定增项目完成发行。2020 年 3 月，公司实际控制人赵瑞海、赵瑞宾和张家港产业资本签订股份转让协议，以 6.77 元/股的价格向张家港产业资本转让 4939 万股，转让金额合计 3.34 元，转让股本占发行总股本 10.11%，此次转让所获资金全部用于偿还股权质押融资。截至 2020 年 7 月，赵瑞海、赵瑞宾和赵瑞杰合计质押股份占持有股本比例 21.9%，相比 2019 年 70.75% 的比例明显下降。2020 年 4 月 4 日公司非公开发行股票申请获批，2020 年 7 月 8 日公司以 6.85 元/股的价格非公开发行 0.96 亿股，募集资金净额 6.3 亿元，募集资金用于置换收购投入的自筹资金。

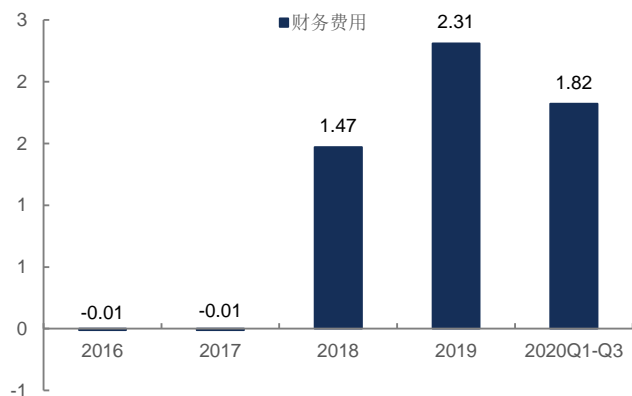
海外子公司发行债券，偿还部分借款。2019 年 4 月海外子公司发行 20 亿挪威克朗(约 15.6 亿人民币)公司债券，债券票面利率约 6%，发行期限 4.5 年。此次公司债发行利率低于收

购所用大股东质押贷款利率 9.3%，2019 年公司部分债券筹集资金提前偿还质押贷款，有助于降低部分财务成本。

部分经营活动现金流可用于偿还公司债务。2019 年公司经营活动现金流净额 7.01 亿元，部分现金流可以偿还债务，减少利息支出，改善资本结构。此外公司在北京拥有闲置工业用地约 310 亩，估计将会寻求闲置土地变现以提供流动资金。

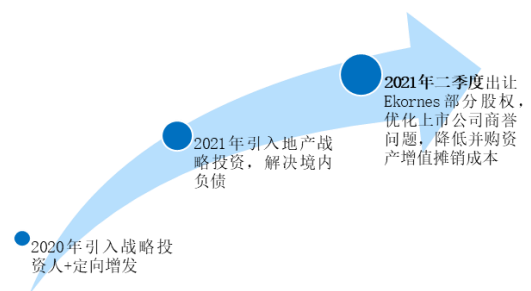
2020 年前三季度公司财务费用为 1.82 亿元，占收入 6.27%。未来公司将采取多重渠道措施彻底解决债务问题，包括引入地产战略投资、Ekornes 海外融资等计划，后续随着公司财务费用下降，净利润有望得到改善。

图 48：近年来公司财务费用增长情况（亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 49：公司将多举措改善公司债务结构



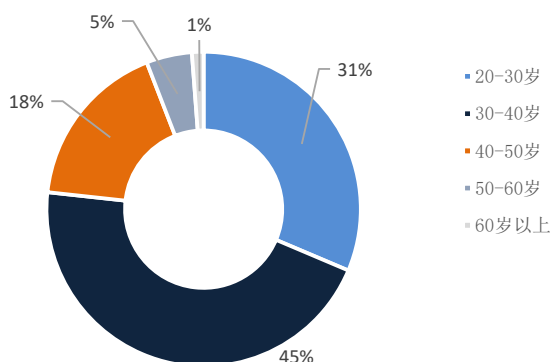
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 发展前景：国内业务持续升级，海外业务稳定增长

### “时尚曲美”转型效果显现，提升品牌影响力

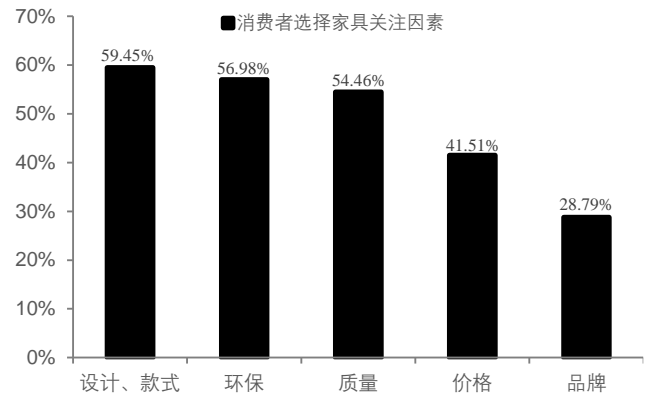
随着年轻一代成为消费主流，“时尚家居”赛道前景广阔。80 后、90 后成为家居消费主流，家居由过去注重功能性需求向时尚、个性化需求转变。年轻消费者更加偏好美观时尚、安全环保的家具产品，而对其耐用程度敏感性下降。此外，年轻一代对家具产品更换频次增多，家具更新换代周期由过去十几年缩短为现在的 5-6 年，家具产品消费属性进一步凸显。在此基础上，曲美于 2019 年确定“时尚曲美”品牌计划，从品牌、产品、服务、渠道四个方面全面转型时尚家居赛道。

图 50：北京曲美各年龄段客户数占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 51：消费者选择家具关注因素



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

产品方面，针对 80 后、90 后消费需求和消费偏好，公司积极研发环保、高颜值及高性价比时尚家居产品。2019 年公司推出曲美“悦时”、“嘉炫”系列家居新品，截至 2020 年 6 月，“悦时”、“嘉炫”系列在 300+经销商门店上样，累计销售收入超 1 亿元。同时，公司加大对新产品研发投入，2020 年 6 月公司“B8”时尚定制家居系列首次上市即获得较大成功，首场展会订购城市超过 120 个，此外公司 2020 年再推出 4 个时尚家居系列，全面实现产品端时尚家居转型。

图 52：曲美推出“悦时”系列（2019 年 Q3 首发）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 53：曲美推出“嘉炫”系列（2019 年 Q4 首发）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

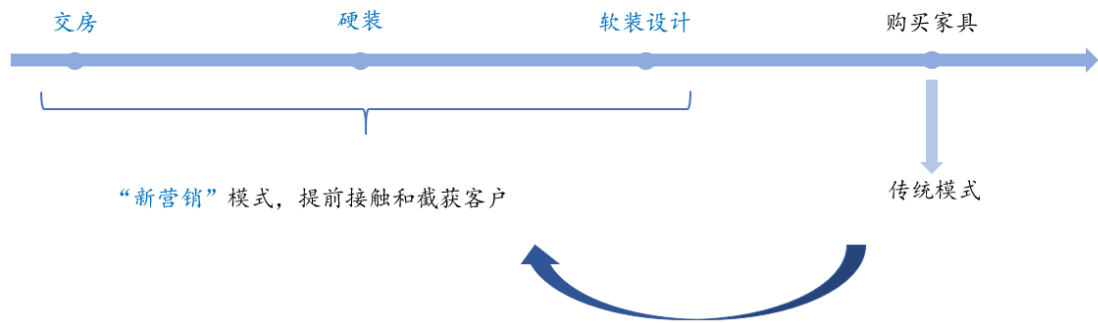
销售和服务上，公司致力打造“全品类家居+一站式拎包入住”模式，凭借全品类家居设计生产能力，以成品家具+定制家具+窗帘壁纸软装+木门+家居生活用品的全品类家居产品为解决方案，为消费者提供高性价比的全屋家居产品，提高消费者购物体验。渠道方面，曲美持续推进存量店面的换新工作，2020 年计划对 80%以上的门店形象进行更新升级，提升用户消费体验。

### 推动“三新”营销战略，强化经销商营运能力

为顺应市场行情变化，提高市场营销能力，2020 年公司推动经销商“新营销、新模式、新零售”的“三新”营销战略，全面提高经销商客流量和客单值水平。

- 1) 新营销：公司前置化引流，提高经销商客流量。房地产行业进入存量市场对家居市场增量影响减弱，传统坐商模式已难以适应当前行业竞争环境，为争夺更多的客户资源，公司将引流方式前置化，采取多种方式主动营销引流。同时，公司实施老带新营销策略，通过返点、会员专享商品、会员积分兑换等方式提高客户粘性。“新营销”有效增加经销商的客流量，提高落地签单过程中的客户转化率。



**图 54：公司打造“新营销”销售模式**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 新模式：全品类家居+一站式服务，提高经销商客单值。公司借助“全品类家居+一站式服务”的核心优势，推出“沙发+茶几”、“餐桌+椅子”等套餐服务，利用“满减”、“买赠”、“以旧换新”等多种形式引导消费者整单成交，从而提高不同品类家具的一站式销售，有效提高客单值和降低经销商加价系数，全面提升经销商盈利能力。此外，公司的大店优势使得该模式难以被模仿，竞争优势明显。

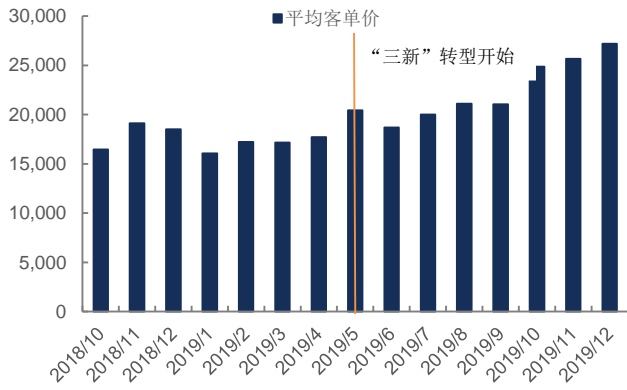
3) 新零售：充分利用线上直播，提高经销商线上客流量。公司早在 2019 年推出“互联网整合直播营销战略”，开展以短视频、直播为主的线上营销活动。2020 年，受新冠疫情影响线下客流大幅度减少，公司迅速推进直播战略，利用直播营销方式重启市场营销活动，同时帮助经销商线上落地。2020 年 3 月公司全国经销商合计进行超 1600 场直播，有效对冲线下客单下滑对公司收入造成的影响。2020 年 7 月广州建博会上公司举办定制新品线上直播发布会并开展直播带货，3 小时带货转化销售额约 1.6 亿元。

**图 55：公司线上直播销售表现亮眼**

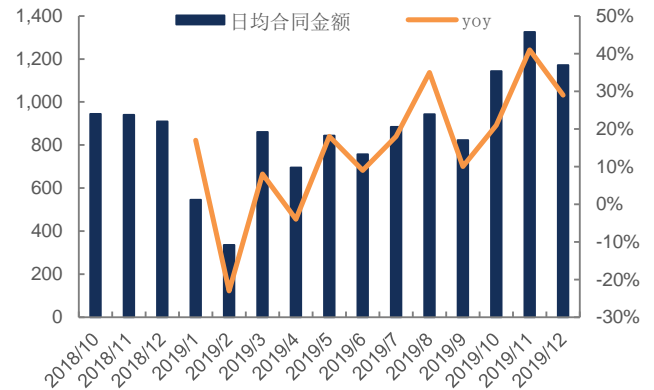

资料来源：曲美家具微信公众号，信达证券研发中心

**图 56：公司推出家居套餐式营销模式**


资料来源：曲美家具微信公众号，信达证券研发中心

**图 57：近年来公司经销商平均客单价（元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

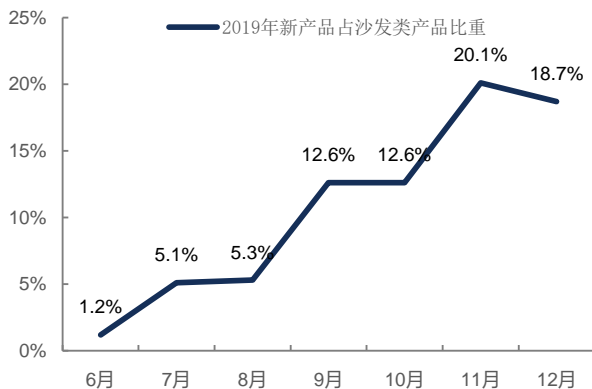
**图 58：近年来公司经销商合同及增速（万元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 多举措优化 Ekornes 运营，助力海外业务稳定增长

受疫情影响，海外市场经销商订单量下降，为了稳定海外公司发展，公司从管理架构、产品研发、渠道策略、市场策略等多方面对 Ekornes 进行改革。管理上，一方面公司引入经验丰富的管理人才，增强董事会的管理职能，提高同一市场 IMG、Stressless 等品牌业务协同性，另一方面公司精简人工，削减人工成本和其它费用开支。市场策略上，以德国市场为切入口，公司优化调整销售培训、产品定价及促销、销售激励等多方面业务。

产品研发上，针对 Stressless 品牌配套产品款式的不足，公司协助 Ekornes 加大对茶几、餐桌椅等非舒适椅类客厅成品家具新产品的研发，2019 年 6 月配套家具产品上线以来市场反响良好，截至 2019 年末，Ekornes 新产品销售占比接近 18.7%，非舒适椅类家具产品单月增速提升至 16.1%。

**图 59：2019 年 Stressless 新产品占沙发类产品比重**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 60：2019 年 stressless 沙发类产品月度同比增速**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

销售渠道上，针对 Ekornes 门店风格不统一、形象不够高端等问题，2019 年公司在全球范围内选取 34 家门店作为试点进行店面形象升级，提高消费者的整体购物体验。试点期内同店收入平均增速达到 12.6%，升级效果显著，公司计划 2020 年在对全球渠道内推广门店升级改造工作。



**图 61: Stressless 品牌非舒适椅类新产品**


资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

**图 62: 2020 年 Stressless 推出新形象店**


资料来源：Stressless 品牌官网，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测与假设

我们预计：

- 1) 收入方面，2020H1 受疫情影响，公司国内国外收入同比下滑，20Q3 后疫情影响逐步改善，公司线下客流恢复，收入恢复增长，新渠道在手订单充足。2021-22 年公司国内工程装修、家装经销等渠道有望快速放量，Ekornes 旗下品牌加快国内渠道布局、持续拓展优势品类，带动整体收入恢复较快增长。
- 2) 毛利率方面，2020 年前三季度受疫情影响，公司毛利率同比略有下滑，20Q4 公司收入恢复增长，盈利能力有望改善。2021-22 年公司持续优化产品结构，提升品牌影响力，强化经销商盈利能力，毛利率有望持续增长。
- 3) 费用率方面，公司持续优化费用结构，提升盈利能力，未来将继续资产变现、海外融资等方式降低财务费用，并加强销售、管理费用管控。

综上，我们预计 2020-22 年公司收入为 42.88/51.95/62.62 亿元，同增 0.2%/21.2%/20.5%，归母净利为 1.11/3.15/4.92 亿元，同增 35.4%/183.8%/56.2%。公司盈利能力显著恢复，国内外业务持续发力，未来成长值得期待。

### 估值与投资评级

**相对估值：**选取同行业竞争对手顾家家居、梦百合、欧派家居、志邦家居作为可比公司进行估值分析，2021 年可比公司平均 PE 为 26 倍，相比之下公司 21 年 PE 仅为 15 倍。目前公司估值处于较低水平，我们看好公司盈利能力持续修复，未来 Ekornes 与曲美品牌的协同发展以及“时尚曲美”品牌转型效果有望显现，参考同业我们给予公司 21 年合理 PE 估值 25 倍，对应合理股价为 13.50 元。

**表 2：可比公司 EPS 及估值对比**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值(亿 元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603816.SH	顾家家居	73.47	465	38.07	34.99	29.04	24.25	1.93	2.10	2.53	3.03
603313.SH	梦百合	37.10	139	33.13	27.48	17.58	13.79	1.12	1.35	2.11	2.69
603833.SH	欧派家居	146.71	883	33.50	42.40	35.01	30.00	4.38	3.46	4.19	4.89
603801.SH	志邦家居	50.25	112	33.95	19.50	22.74	18.41	1.48	1.77	2.21	2.73
	行业平均			34.66	26.22	26.09	21.61				
603818.SH	曲美家居	8.29	48	58.82	43.63	15.32	9.83	0.14	0.19	0.54	0.84

资料来源：Wind, 信达证券研发中心 注：股价为 2021 年 3 月 12 日收盘价

**投资评级：**我们认为公司合理股价为 13.50 元，目前估值处于较低水平，短期业绩拐点显现，未来公司业绩成长空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

**财务费用改善不及预期：**公司现金收购 Ekornes 导致负债规模大幅提升、财务费用高企影响公司净利润。公司通过定向增发、海外公司债券发行、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低有息负债规模，财务费用减少，盈利能力得到改善，若后续改善不及预期，可能会对利润端产生影响。

**下游房地产市场调控风险：**家居产品销售往往与房地产市场景气程度密切相关，因此，家居消费受到房地产销售波动的影响，需求呈现周期性。2018 年-2019 年受政府房地产调整政策影响，商品房住宅销售增速放缓，如果房地产市场持续低迷，将会影响家居消费需求，对公司的经营业绩产生不利影响。

**行业竞争加剧的风险：**2017 年以来多家家具公司集中上市，导致行业产能快速增长。在行业需求增长乏力的背景下，各家居公司之间竞争压力逐渐增大，以套餐、爆款产品等方式进行降价引流的现象越来越普遍，行业呈现出价格战迹象。如果未来大型家具企业持续以降价的方式抢占市场，将对公司的收入和利润产生不利影响。

**产品质量风险：**产品质量关乎企业的品牌形象、产品购物体验、消费者口碑的好坏，如果未来公司在原材料检验、生产过程管控、运输过程及销售过程管控中出现质量问题，导致产品质量下降，将对公司经营发展带来不利的影响。

	单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,502</b>	<b>1,899</b>	<b>1,843</b>	<b>1,840</b>	<b>2,007</b>
货币资金	296	657	527	202	183
应收票据	28	10	10	12	15
应收账款	404	400	412	570	625
预付账款	49	48	58	70	78
存货	625	669	722	862	979
其他	100	115	114	124	127
<b>非流动资产</b>	<b>5,784</b>	<b>5,818</b>	<b>6,228</b>	<b>6,548</b>	<b>6,868</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,619	1,802	2,092	2,292	2,492
无形资产	2,534	2,510	2,530	2,550	2,570
其他	1,631	1,506	1,606	1,706	1,806
<b>资产总计</b>	<b>7,287</b>	<b>7,717</b>	<b>8,071</b>	<b>8,388</b>	<b>8,874</b>
<b>流动负债</b>	<b>979</b>	<b>2,623</b>	<b>2,746</b>	<b>3,005</b>	<b>3,133</b>
短期借款	88	209	209	209	209
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	324	318	379	462	512
其他	567	2,096	2,158	2,334	2,411
<b>非流动负债</b>	<b>4,685</b>	<b>3,152</b>	<b>3,252</b>	<b>2,952</b>	<b>2,752</b>
长期借款	3,844	734	734	734	734
其他	842	2,418	2,518	2,218	2,018
<b>负债合计</b>	<b>5,664</b>	<b>5,775</b>	<b>5,998</b>	<b>5,957</b>	<b>5,885</b>
少数股东权益	273	441	461	504	571
归属母公司股东权益	1,350	1,501	1,612	1,927	2,419
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,287</b>	<b>7,717</b>	<b>8,071</b>	<b>8,388</b>	<b>8,874</b>

	单位:百万 元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,892	4,279	4,288	5,195	6,262
同比(%)	37.9%	48.0%	0.2%	21.2%	20.5%
归属母公司净利润	-59	82	111	315	492
同比(%)	-124.0%	239.1%	34.8%	184.8%	55.9%
毛利率(%)	42.4%	43.6%	44.1%	45.0%	45.6%
ROE%	-4.4%	5.5%	6.9%	16.4%	20.3%
EPS(摊薄)(元)	-0.10	0.14	0.19	0.54	0.84
P/E	—	58.82	43.63	15.32	9.83
P/B	3.58	3.22	3.00	2.51	2.00
EV/EBITDA	28.37	11.97	13.40	9.12	7.00

	单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>2,892</b>	<b>4,279</b>	<b>4,288</b>	<b>5,195</b>	<b>6,262</b>
营业成本	1,665	2,414	2,396	2,859	3,403
营业税金及附加	21	18	19	23	28
销售费用	703	1,060	1,072	1,195	1,378
管理费用	293	375	386	416	501
研发费用	79	91	64	78	94
财务费用	147	231	187	180	164
减值损失合计	5	-1	-10	0	0
投资净收益	-23	-17	-25	-26	-34
其他	-10	35	31	19	21
<b>营业利润</b>	<b>-44</b>	<b>107</b>	<b>159</b>	<b>437</b>	<b>682</b>
营业外收支	-9	-3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-53</b>	<b>104</b>	<b>159</b>	<b>437</b>	<b>681</b>
所得税	4	7	29	79	123
<b>净利润</b>	<b>-57</b>	<b>98</b>	<b>130</b>	<b>358</b>	<b>559</b>
少数股东损益	2	16	20	43	67
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-59</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>315</b>	<b>492</b>
EBITDA	272	630	580	854	1,088
EPS(当年)(元)	-0.10	0.14	0.19	0.54	0.84

	单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>312</b>	<b>701</b>	<b>641</b>	<b>736</b>	<b>931</b>
净利润	-57	98	130	358	559
折旧摊销	141	309	230	230	230
财务费用	191	257	199	191	171
投资损失	7	0	25	26	34
营运资金变动	31	83	50	-63	-58
其它	-1	-46	7	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,425</b>	<b>-267</b>	<b>-672</b>	<b>-571</b>	<b>-579</b>
资本支出	-190	-246	-647	-545	-546
长期投资	-4,190	0	0	0	0
其他	-44	-21	-25	-26	-34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,497</b>	<b>-161</b>	<b>-99</b>	<b>-491</b>	<b>-371</b>
吸收投资	285	13	0	0	0
借款	3,418	187	0	0	0
支付利息或股息	-194	-253	-199	-191	-171
<b>现金流净增加额</b>	<b>-629</b>	<b>362</b>	<b>-130</b>	<b>-325</b>	<b>-19</b>

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。