



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 公司首次覆盖

内外地产需求共振， 业绩拐点体现

——曲美家居深度报告

证券分析师

姓名：花小伟

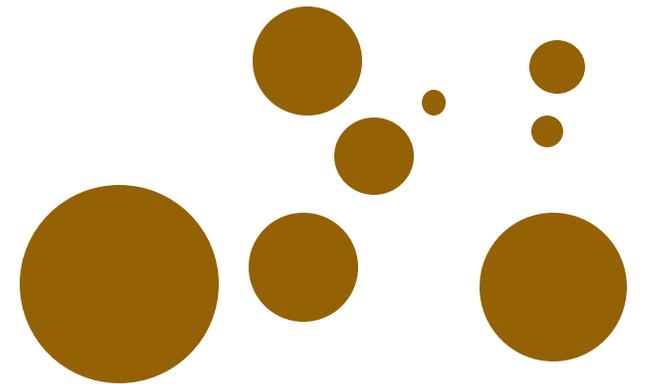
资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

姓名：毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn



2021年3月22日



新曲美定位“时尚家居”，“三新”营销策略落地。国内业务方面，公司产品全面转型面向80、90后的高性价比时尚家居，2019年下半年推出“悦时”、“嘉炫”系列家居。渠道方面，公司“三新”营销战略初见成效，线上引流大幅提升经销商渠道营收。海外业务方面，公司收购Ekornes实现规模翻倍，19年业绩扭亏为盈。

国内：21年地产竣工将迎集中交付，公司C端、B端均受益。2020年我国精装房渗透率已提升至32%，但与发达国家80%以上的精装渗透率相比，具有广阔的发展空间，同时二手房成交增速趋势上行，进一步推动曲美家居销售走强。曲美C端持续推动渠道转型，业绩增长成效显著；曲美B端先后与万科、恒大等公司建立业务合作，业绩增长确定性强。

海外：海外地产火热，公司全球产能、渠道布局，有望迎来高速增长。自2020年Q2开始，本轮美国房地产周期已经实现5千万套新增成屋销售，20年Q4较Q2成交额增长52%。曲美海外业绩占比高，产能全球布局，且均已实现生产自动化，曲美有望持续受益地产回暖趋势。

驱动：1) “时尚家居” + “三新营销” 战略落地：公司践行“曲美+”战略，通过“时尚家居”战略转型与“三新”营销战略持续落地，大大提升国内市场竞争力；**2) 一体两翼，国内外业务协同。**一方面，Stressless利用曲美原品牌渠道优势，加速国内开店，另一方面，充分发挥Ekornes全球范围内的渠道能力、物流能力与本土化服务能力，全面激发市场营销活力；**3) 财务状况改善，战投及定增落地助拐点向上。**曲美有息负债稳步减少，财务费用改善明显，减SKU、降成本工作成效显著，战投及定增落地助拐点向上。

盈利预测及投资建议：预计公司2020~2022年营业收入分别为42.25、53.13、64.03亿元，同比变动-1.26%、25.75%、20.52%；预计公司2020~2022年实现归属于母公司净利润分别为1.18、3.26、5.25亿元，同比增长43.18%、177.27%、61.12%，当前股价对应PE分别为41.72X、15.05X、9.34X。考虑到公司并购后协同效应显著，公司收入、利润有望迎来高速增长，且公司估值仍低，首次覆盖，给予“买入”评级。



1、驱动因素：国内方面，21年地产竣工将迎集中交付，精装房渗透率较发达国家仍有较大的提升空间，政策利好曲美b端增长；二手房成交量上升，带动曲美家居销售增长。海外方面，美国地产火热，曲美全球产能、渠道布局，将充分受益。同时公司“时尚家居”+“三新营销”战略落地，大大提升国内市场竞争力，国内外业务协同，加速国内开店，有息负债稳步减少，财务费用改善明显，助力公司业绩拐点向上。

2、关键假设：（1）国内外地产回暖趋势下，公司国内外业绩充分兑现。（2）Ekornes国内店面数稳定增长，渠道布局进展顺利；（3）工程业务稳步拓展，打开新增长曲线。

3、我们与市场不同的观点：市场观点普遍忽视了海外地产对公司业绩的带动作用，2020年Q2开始，本轮美国房地产周期已经实现5千万套新增成屋销售，同时，本轮地产周期驱动因素为疫情带来的自主需求，因此家居增长确定性高。由于公司海外收入占比高，全球产能布局，公司将持续受益。

4、股价表现的催化因素：地产竣工数据向好，下游家居需求旺盛；公司国内外业务协同良好，Ekornes国内业务拓展顺利，带动公司业绩超预期。

5、主要风险因素：
地产政策大幅收紧；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；公司国内外业务拓展不及预期；产品质量风险。



目录 | CONTENTS

- 01 公司：各大战略逐步落地，新曲美扬帆起航
- 02 国内：地产21年迎集中交付，C端、B端均受益
- 03 海外：海外地产火热，公司全球布局优势明显
- 04 驱动：财务状况改善，战投及定增落地助拐点向上
- 05 盈利预测及投资建议



01 国内：盈利拐点体现， 曲美扬帆起航

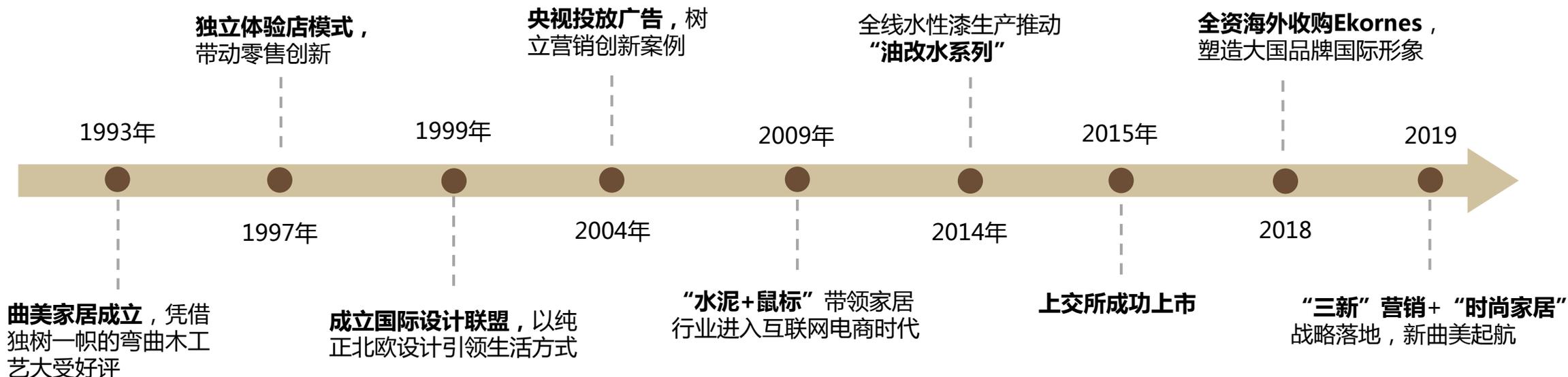
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



“三新营销+时尚家居” 战略落地，曲美起航

- 1993年曲美家居成立，凭借独树一帜的弯曲木工艺大受好评；1997年开启独立体验店模式，带动家居业零售体验创新；2004年在央视黄金时段投放广告，树立家具企业营销创新案例；2009年开创“水泥+鼠标”模式首次触网，推动家具业进入互联网电商时代；2014年实现全线水性漆生产，推动家居业“油改水”绿色环保升级；2015年登陆上交所，大力提振了民族品牌声势；2018年全资收购海外家居品牌Ekornes，在世界家具市场重塑大国品牌国际形象；2019年：通过“时尚家居”战略转型与“三新”营销战略持续落地，大大提升国内市场竞争力。

图表：曲美家居发展历程

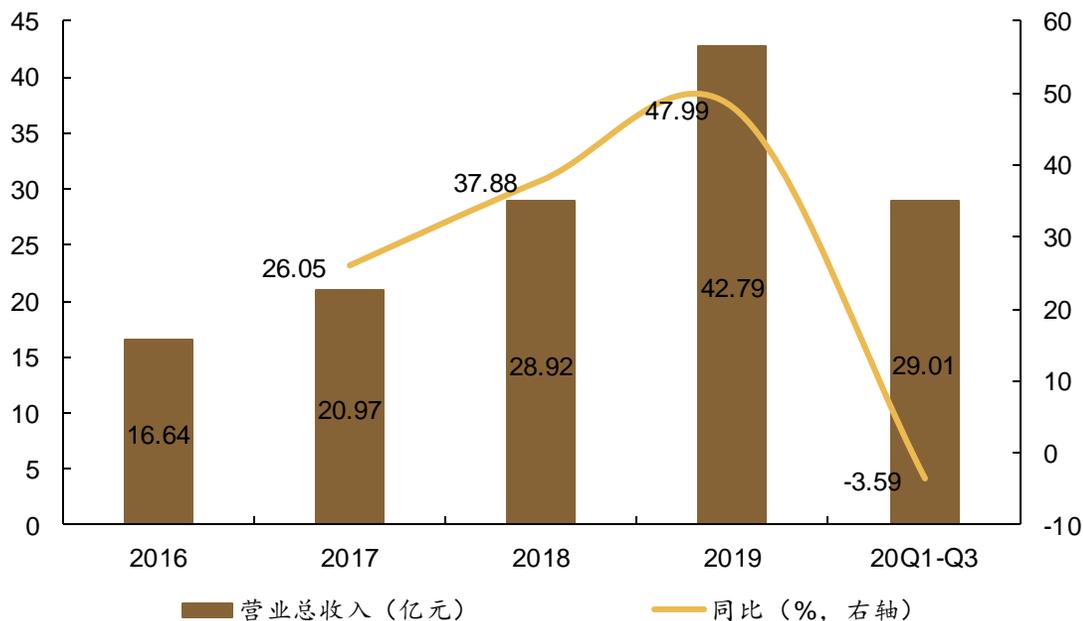


资料来源：公司官网，德邦证券研究所

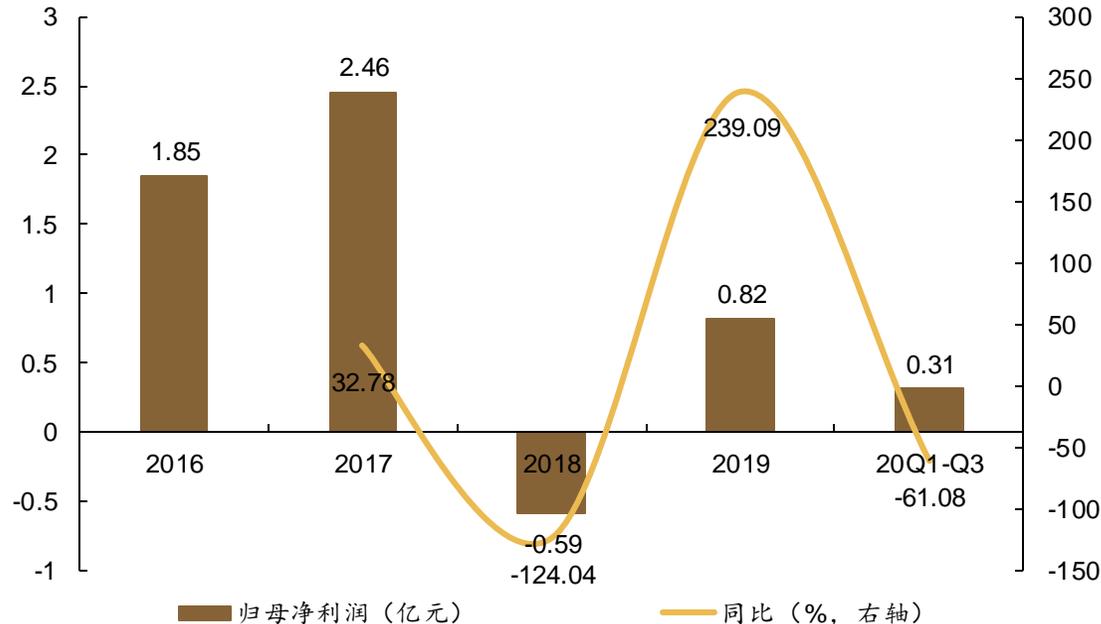
业绩：收购Ekornes后规模翻倍，业绩先抑后扬

- **收购Ekornes后业绩迅速提升，财务调整后，公司盈利拐点明显。**收购Ekornes后，公司业绩持续提升，2019年公司实现营业收入42.79亿元，同比增长47.99%，2019年公司业绩扭亏为盈，2020年预计实现归母净利润1亿~1.3亿元，同比增长21.72%至58.24%，业绩拐点趋势明显。

图表：收购Ekornes后，公司收入规模快速增长



图表：公司归母净利润2019年实现扭亏为盈



资料来源：Wind，德邦证券研究所



国内产品：原创设计，专注80、90后家居需求

- **公司国内品牌定位高性价比“时尚家居”，关注80、90后家居需求。**2019年，公司重新定义“时尚家居”品牌，将目标群体确定为80、90后，针对青年消费者对潮流时尚、健康环保、性价比的追求，在2019年Q3、Q4分别推出曲美“悦时”系列和曲美“嘉炫”系列。
- **全球设计师打造美学产品，受到多个奖项认可。**公司原创设计作品“乐山居”沙发、“豌豆公主”休闲椅获得IF产品设计奖，“绝色大丽花”沙发、“耳朵”沙发获得中国创新设计红星奖。

图表：“悦时”系列



图表：“嘉炫”系列



图表：获奖产品



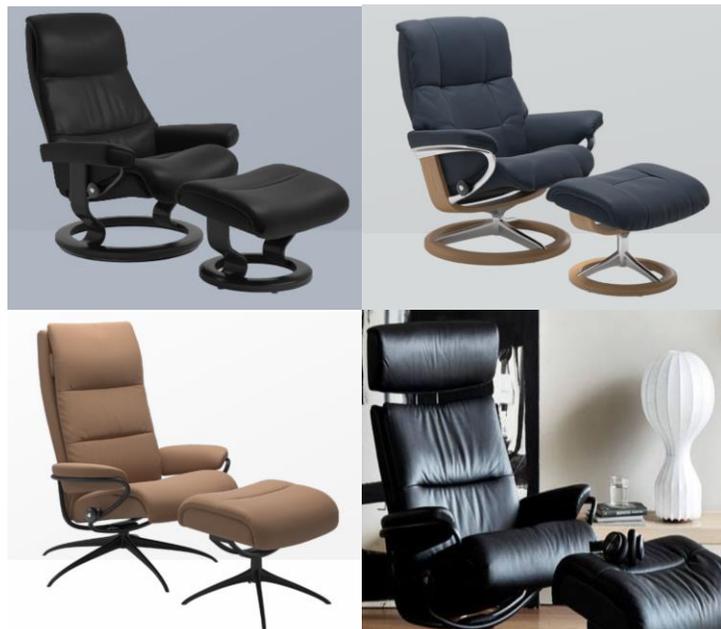
资料来源：公司公告，公司官网、德邦证券研究所



海外产品：顺应消费升级，专注中高端家居需求

- **顺应消费升级趋势，并购挪威中高端品牌Ekornes。** Ekornes是总部位于挪威的全球家具制造零售企业，于2018年被曲美并购，旗下品牌包括Stressless，IMG，Svane和Ekornes Contract。Stressless为全球知名高端舒适椅，具有丰富历史底蕴，享誉全球40余年；IMG定位为高性价比与时尚兼具的舒适椅产品，作为Stressless品牌在中高端市场的补充；Svane是床垫品牌，Ekornes Contract是其针对酒店的渠道。

图表：Stressless舒适椅



图表：IMG舒适椅



图表：Svane床垫

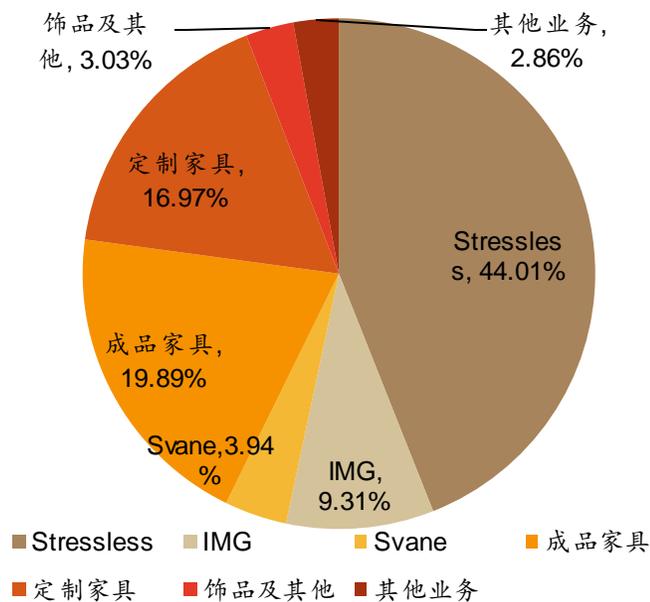


资料来源：公司公告，公司官网、德邦证券研究所

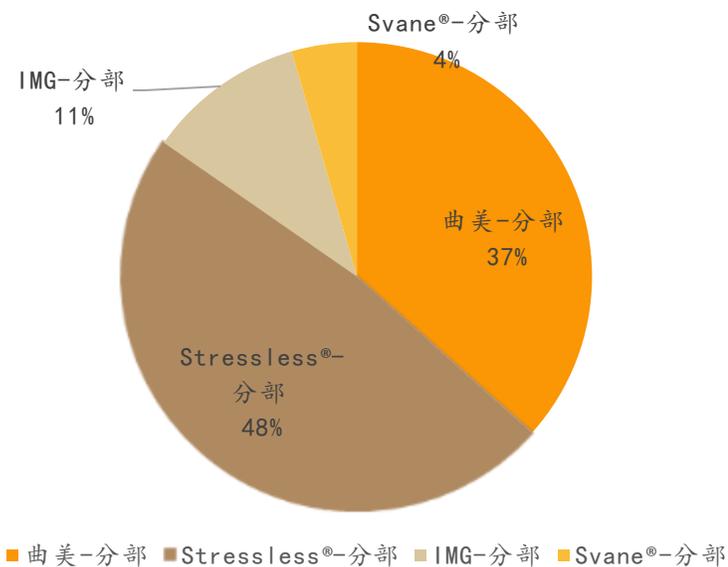
业务结构：国内外业务各占半壁江山

- **收购Ekornes后，国内外业务协同发展，各占半壁江山。**分产品占比看，2019年公司Stressless、IMG、Svane分别实现营业收入18.43、3.98、1.69亿元，占比分别为44.01%、9.31%、3.94%，成品家具和定制家居实现营业收入分别为8.51、7.26亿元，占比分别为19.89%、16.97%；分地区看，国外业务占比为61.11%、国内业务占比为38.89%。

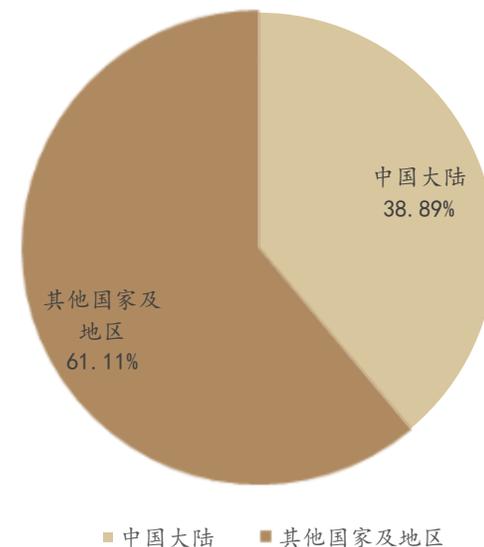
图表：公司2019年各业务收入占比



图表：公司2020H1年各业务收入占比



图表：公司2020H1年分地区收入占比

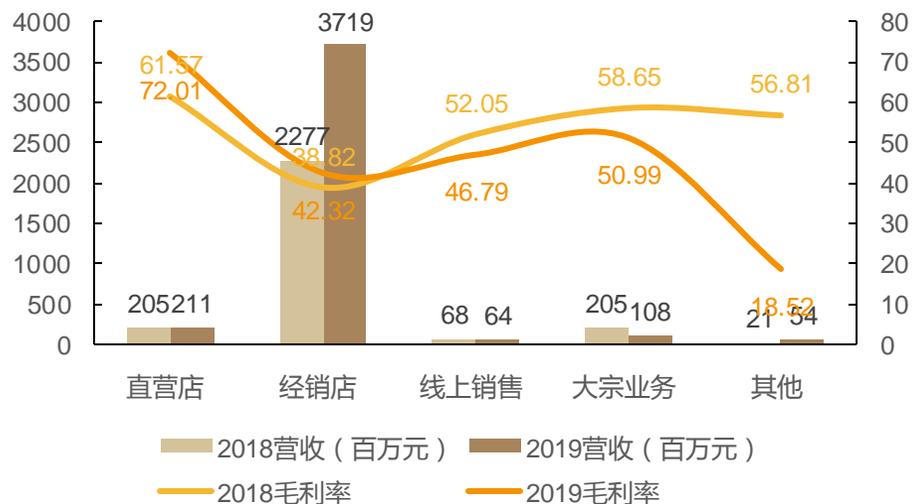


资料来源：Wind，德邦证券研究所

渠道结构：经销商渠道受益“新营销”引流

- 2019年公司“三新”营销战略落地后，引流能力增强，经销商营收实现大幅提升。经销商渠道长期以来是公司营收主要来源，2019年经销商营收37.19亿元，占总营收87%。公司“新营销”战略大力发展线上直播营销模式，前端引流到店，有效增加经销商获客能力，2019年经销商营业收入实现63%同比增长。
- 公司积极拓展大宗业务，大宗毛利率仅次于直营店。国内精装房政策利好大宗渠道拓展，公司先后与万科、恒大、业之峰、金螳螂、百安居等地产、装饰、建材公司建立业务合作。大宗渠道2019年营收占总营收2.6%，属于高毛利渠道，2019年毛利率达到50.99%，仅次于直营店61.57%毛利率，随着大宗业务不断拓展，未来将带动公司利润提升。

图表：公司各渠道营收及毛利率



图表：直播营销线上引流

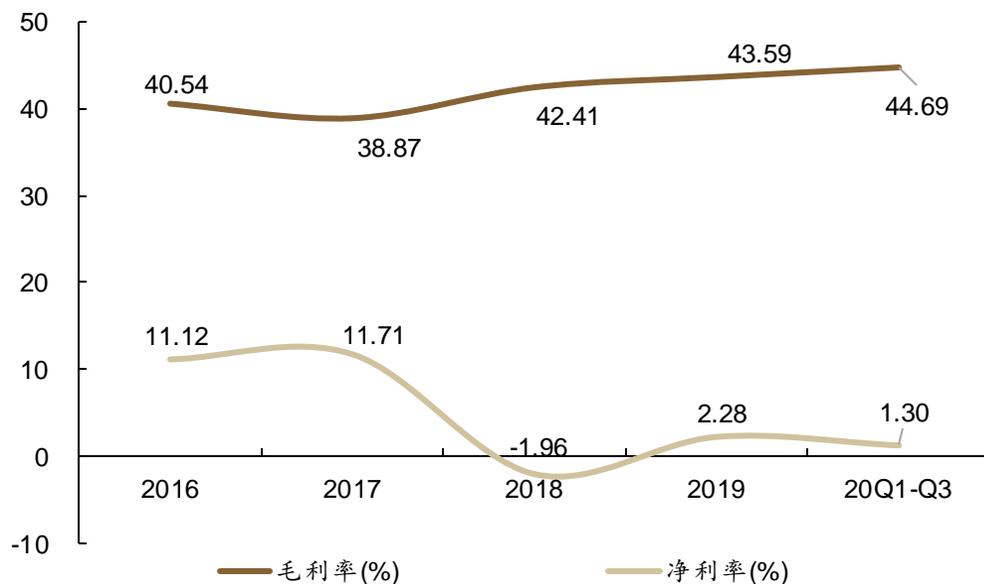


资料来源：Wind，公开资料整理、公司公告、德邦证券研究所

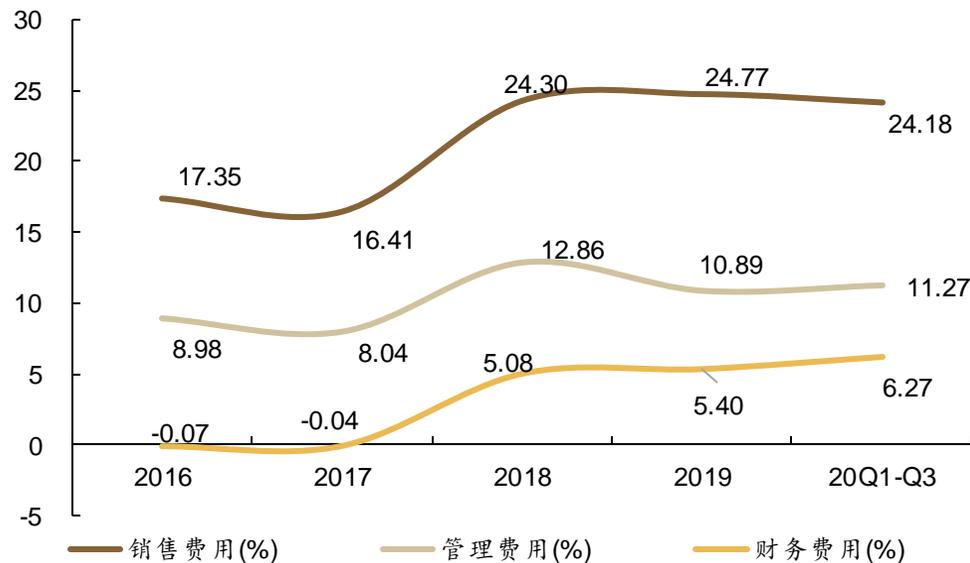
盈利：毛利率提升稳定，净利率拐点向上

- **公司毛利率提升稳定，净利率拐点向上。**公司毛利率从2016年的40.54%，提升至2020Q1-Q3的44.69%，毛利率提升稳定。收购Ekornes带来的净利润压力逐步缓解，在经历2018年的利润大幅下降后，财务费用持续改善，利润端向好。

图表：公司毛利率提升稳定，净利率拐点向上



图表：公司费用水平改善

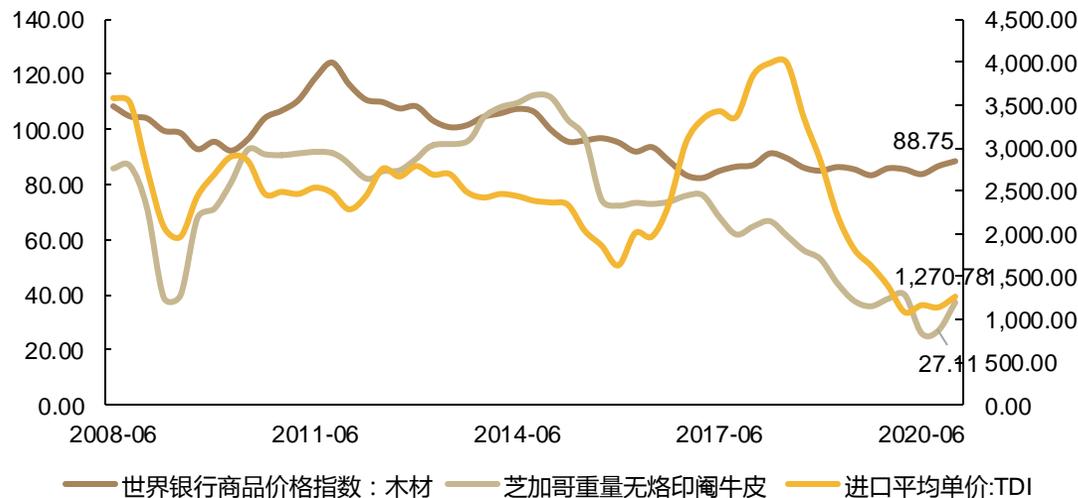


资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所

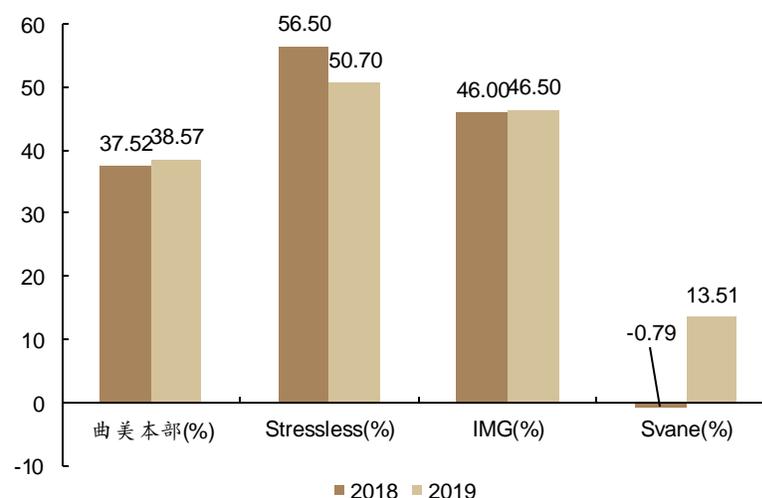
成本：供应链全球布局，有效降本

- **有效利用Ekornes供应链，全球布局原材料采购渠道。**收购Ekornes后，曲美共享Ekornes海外供应链资源，产生协同效应，拉升公司对主要生产材料皮革、木材采购进行全球供应链布局，原材料产地集中在巴西、印度、德国、东南亚、意大利等地，有效降低采购成本。
- **统一采购模式带来成本优势。**家居行业的原材料以大宗材料为主，产品同质化、市场价格透明，凭着业内领先的采购规模，公司议价能力较强，在采购成本和付款周期方面均享有不同程度的政策支持。主要原材料木材、TDI、牛皮等国际价格略有回落，曲美本部、Stressless、IMG毛利率上行。

图表：主要原材料国际价格价格走势



图表：曲美本部、IMG、Svane毛利率上行

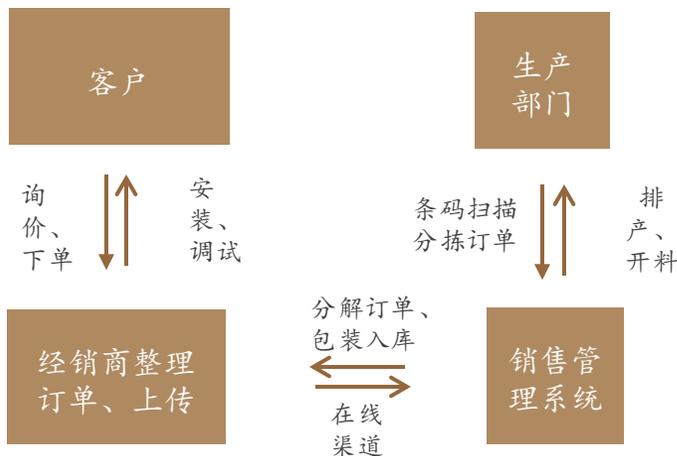


资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所

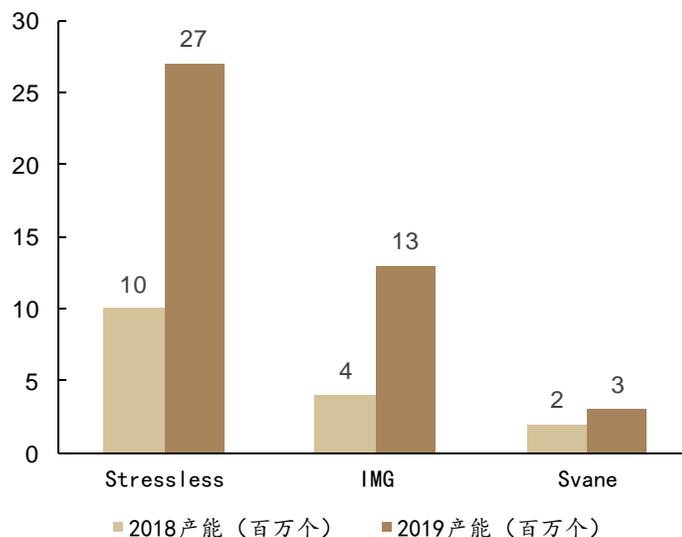
国内ERP信息系统赋能，海外自动化提升产能

- **自主ERP信息系统实现制造端与销售端无缝对接，自动拆单。** 曲美自主研发的ERP系统完成客户、订单、产品、生产信息共享，实现即时报价、自动拆单、和智能生产信息化管理。ERP系统高效对接定制产品订单与生产工厂，自动拆单，解决家居定制公司由于信息化不足产生的规模扩张瓶颈。
- **Ekornes全球布局9家工厂，自动化生产提升产能。** Ekornes工厂生产依靠数控机器人自动化生产，尤其是国内生产中普遍需要手工操作环节，如喷漆、打磨等，Ekornes均已完成自动化生产。2019年Ekornes整体产能大幅提升，Stressless2019年产能较2018年增长170%，IMG2019年产能较2018年增长225%。

图表：曲美家具ERP系统流程



图表：2019年Ekornes产能大幅提升



图表：Ekornes机器人自动化生产



资料来源：Wind，公司公告、公开资料整理、德邦证券研究所



21年地产竣工将迎集中交付，地产后周期需求向上确定性强
精装修趋势不改，利好家居企业
二手房成交增速趋势上行，进一步推动家居销售走强
积极开展B端业务，乘精装东风

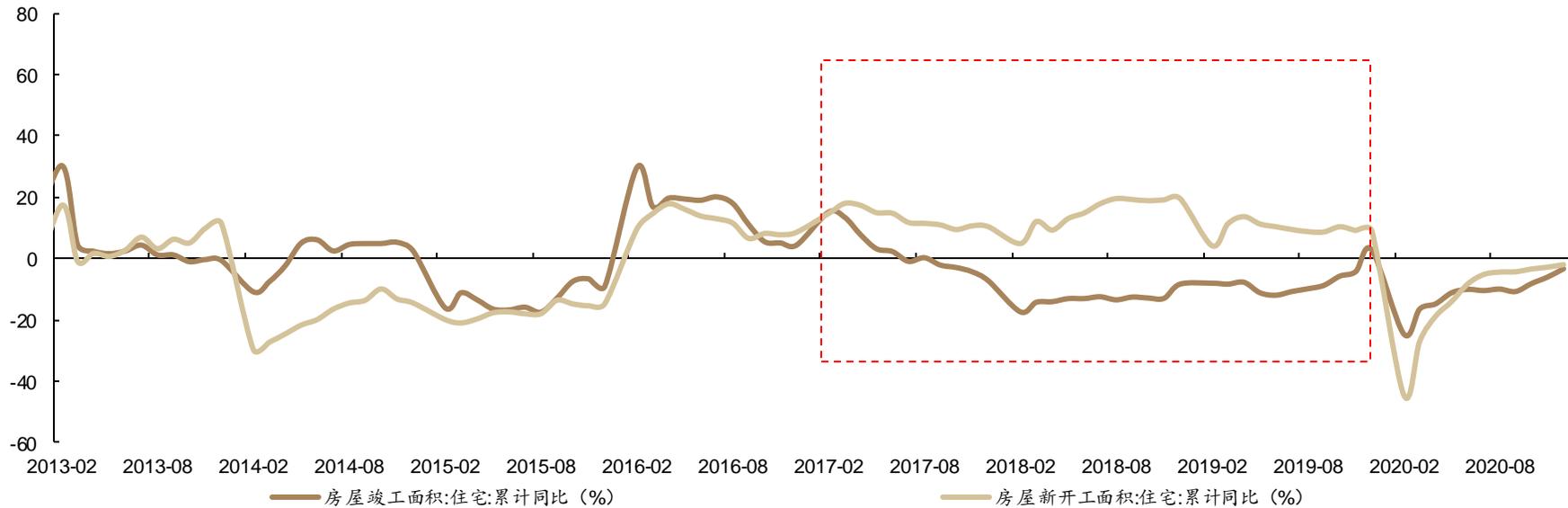
02 国内：地产21年迎集中交付，C端、B端均受益



21年地产竣工将迎集中交付，需求向上

- **两大原因致竣工周期拉长，新开工和竣工增速背离：**1) 房企抢开工，抢销售导致开工前移，竣工后移：在房地产行业融资收紧背景下，房企通过抢开工、抢销售的方式实现快速周转，导致施工强度有较大幅度的下滑。2) 精装渗透率的提升拉长交付周期：一般而言精装房的交房周期比毛坯房滞后半年。
- **竣工迎趋势性修复拐点，提振地产后周期需求：**疫情滞后了竣工增速的回暖，结合历史竣工周期来看，这波竣工集中交付周期将在2021到来。

图表：房屋新开工、竣工增速背离近两年时间



资料来源：Wind，德邦证券研究所

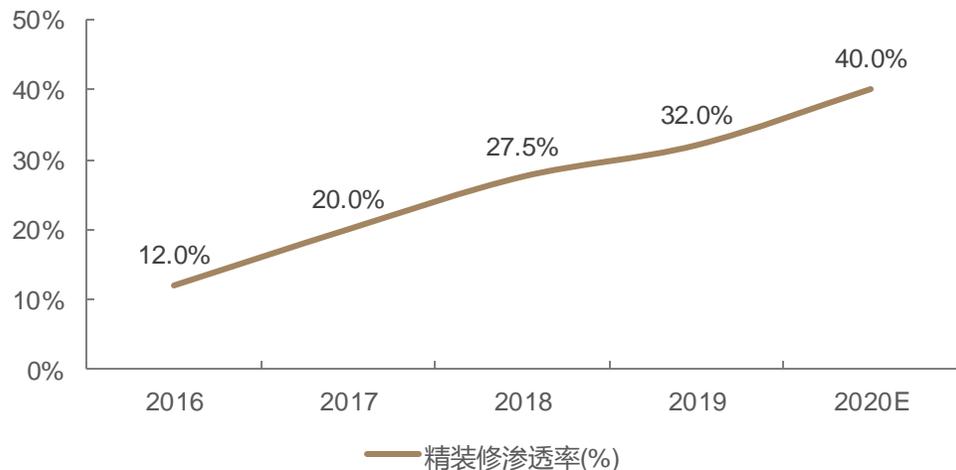
精装修趋势不改，利好家居企业

- **精装渗透率低，发展空间大。**据奥维云网监测数据显示，2019年我国精装房渗透率已提升至32%。2020年受疫情影响小幅波动，但仍保持在30%以上，与发达国家80%以上的精装渗透率相比，具有广阔的发展空间。
- **政策利好精装修渗透率提升。**中国进入房地产精装房时代，多省市相继出台精装修相关政策，并制定全装修实行量化指标，目前全国累计发布精装修政策28次，涉及到18个省，精装修市场规模和精装渗透率逐步提升。
- **精装房趋势利好家居龙头企业。**精装房的大宗交付模式能够快速提高家居企业的销售额，促进龙头企业快速发展，进一步抢占中小品牌的市场空间。

图表：各地精装修相关政策

	精装渗透率	政策
北京	66.0%	2015年起，北京市保障房及自住型商品住房全面实施全装修成品交房
广东	51.0%	2017年4月，推进建筑全装修
上海	47.7%	2017年1月起，外环线以内的城区应达到100%
浙江	47.4%	到2020年底，全省新建多层和高层住宅全装修比例达100%
江苏	40.9%	到2020年，新建商品房全装修比例达50%以上

图表：精装渗透率持续提升

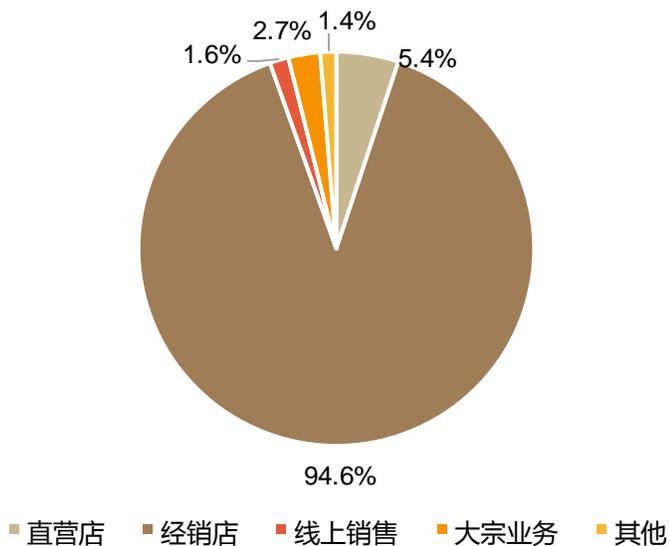


资料来源：Wind，公开资料整理、德邦证券研究所

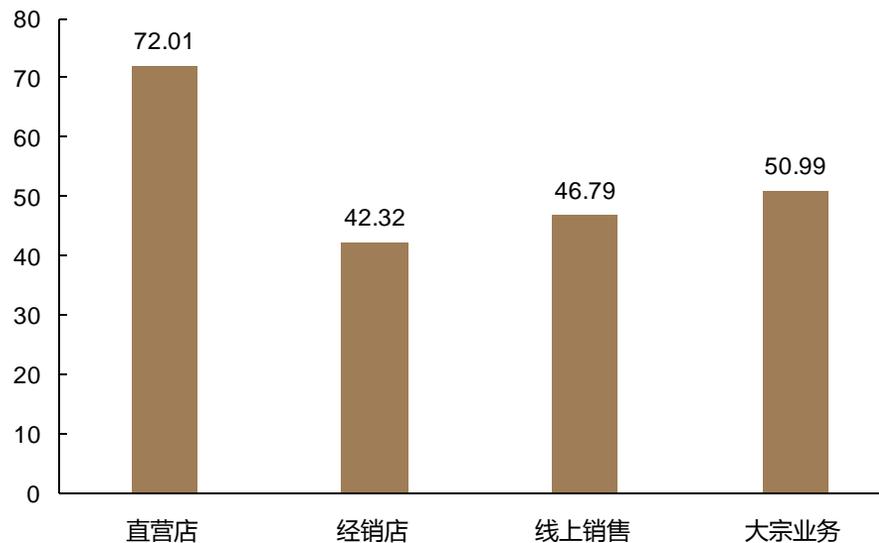
B端：曲美乘精装东风，合作地产建材装饰公司

- **积极开拓大宗业务。**为拓展工程和新渠道业务，曲美家居先后与万科、恒大、业之峰、金螳螂、百安居等地产、装饰、建材公司建立业务合作。2019年公司大宗业务实现营收1.08亿元，占总营收比例的2.7%。
- **大宗业务的毛利率较高。**曲美的大宗交易客户以房地产企业、政府部门、大型国企为主。由于大宗客户的采购批量较大，采购需求集中，因此大宗交易客户对品牌家具企业往往具有较强的议价能力，但相比经销店和线上销售，大宗业务仍具有毛利率优势。

图表：2019年各渠道营收占比



图表：各销售渠道毛利率（%）

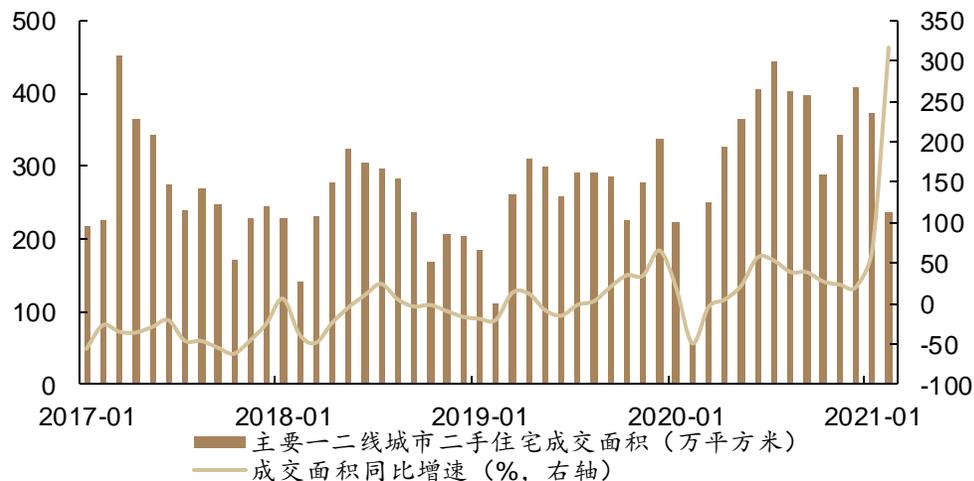


资料来源：Wind，德邦证券研究所

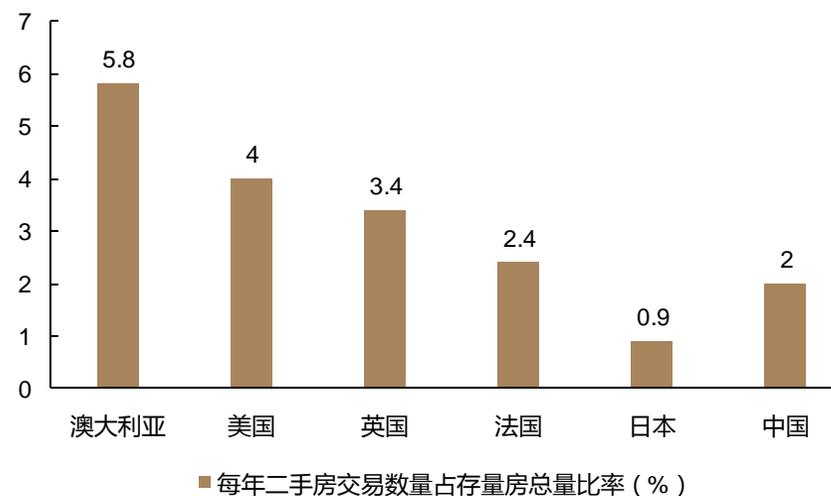
二手房成交增速趋势上行，家居销售走强

- **二手房成交火热**：1-2月重点18城链家二手房成交套数较2019年同期增长约70%，超过去年同期的3.5倍，其中一线城市二手房成交量较2018年以来历史同期显著增长。
- **对比发达国家和地区，中国二手房市场成长空间广阔**：中国的二手房交易规模占比不到40%，而美国的二手房交易规模占比则达到90%，英国达到81%，澳大利亚78%，中国香港85%，我国二手房市场的交易规模具有进一步发展的空间。
- **二手房市场成为家居市场重要增长点**。二手房订单多以局部改造、翻新为主，并结合少量家装改造，二手房装修业主需求主要是厨卫和家具，因此二手房市场的火热将进一步推动了家具销售的走强。

图表：主要一二线城市二手住宅成交增速趋势上行



图表：世界各国和中国二手房流通率对比

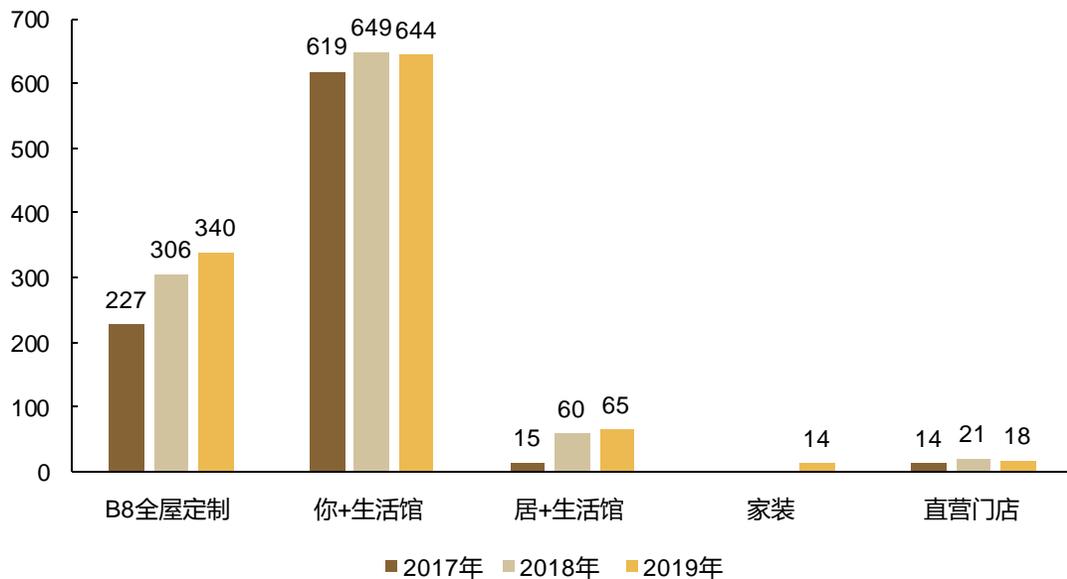


资料来源：Wind，公开资料整理、德邦证券研究所

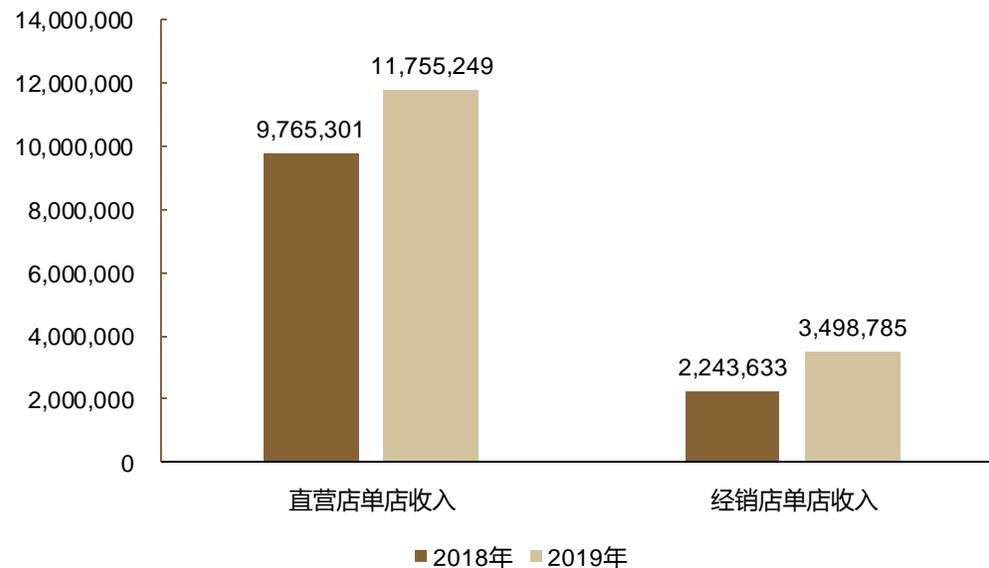
C端：曲美持续推动渠道转型，业绩增长成效显著

- **深化三新营销战略，创新线上渠道。**公司积极转型，大力推动直播营销业务和创新营销业务发展，增强疫情期间线上引流能力，并发展创新营销，利用多种创新模式进行线上引流，为线下经销商赋能，在成本可控的情况下，公司每月可向经销商推送超过15000个线上客户。
- **持续渠道转型，推进现有门店转型时尚家居店。**以80后为主的消费者已成为家具市场的主流，品牌重新定位于年轻人喜欢的时尚家居品牌，“时尚家居”转型策略带动公司单店收入提升。

图表：2017-2019分类型门店数量



图表：单店收入提升



资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所

C端：曲美“时尚家居”战略落地

- 品牌定位：定义“时尚家居”赛道，做年轻人喜欢的“时尚家居”品牌。**重新定义“时尚家居”品牌，为以80后、90后为代表的年轻消费者提供高颜值、高性价比的“时尚家居”产品，做中国家具行业的时尚家居品牌。为不同年龄段的消费者提供满足其特定文化和生活需要的、设计时尚的全屋家居产品和居室环境设计服务，是定位于高性价比的“时尚家居”。
- 产品研发：从消费者生活习惯和消费偏好入手，专注为80后、90后提供家居产品。**产品研发方面，公司依托强大的产品研发平台，从消费者生活习惯和消费偏好入手，进行时尚家居产品研发。与70后、60后、60前的消费者不同，年轻一代消费者更加注重产品外观设计的时尚度、环保性和使用功能性，并对家具预算具有非常明确的考量，更多的消费者喜欢价格适中、颜值高且环保的家具产品。

图表：曲美“嘉炫”系列（2019年Q4首发）



图表：曲美“悦时”系列（2019年Q3首发）



资料来源：Wind，公司官网、公司公告、德邦证券研究所



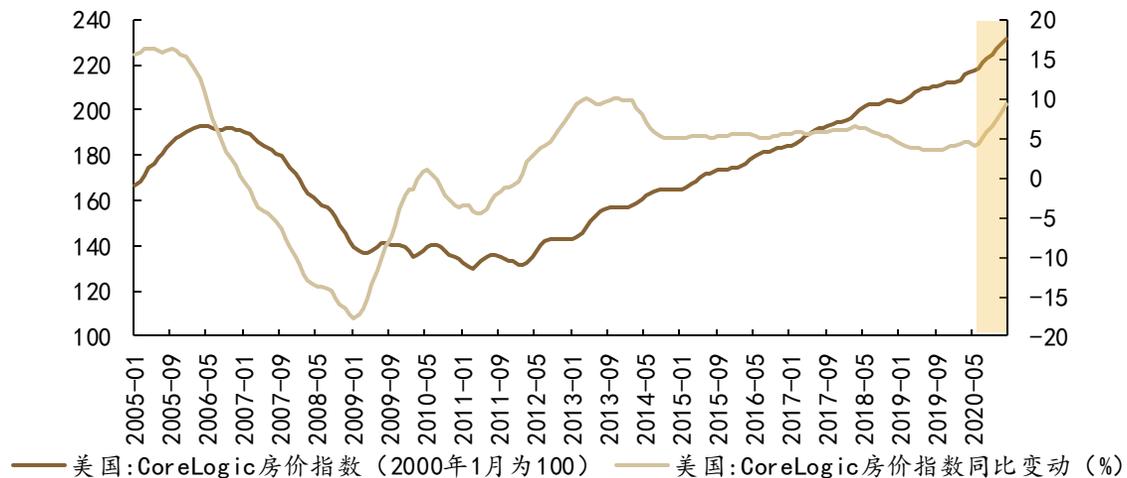
03 海外：海外地产火热， 全球布局优势明显

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

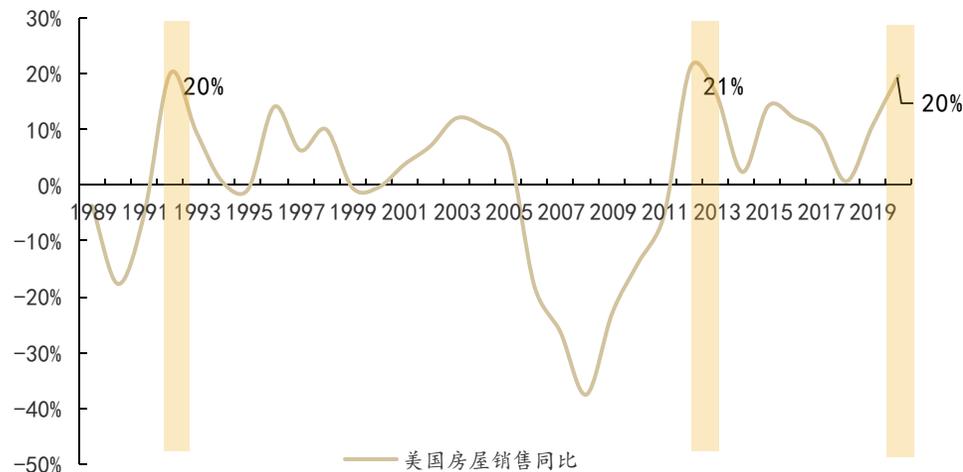
美国房价增速创新高，地产回暖趋势明显

- **美国房价涨势明显，价格指数与房屋销售同比创历史新高。**本轮美国地产周期自2020年Q2进入高速上升期。价格方面，CoreLogic美国地区房价指数增势远超疫情前，2020年12月指数同比变动达到9.24%，创下近10年新高；同时，美国整体成交房价大涨，2020年Q4同比增长6%，为近2年新高。成交数量方面，2020年全年房屋销售数量增速高达20%。本次美国地产周期的量价回暖趋势均十分显著。
- **2020年Q2至今地产回暖主要源自美联储降息。**受新冠爆发影响，美联储于2020年3月两次下调联邦基金利率至0%左右，开始实行量化宽松政策，居民贷款利率同步进入下行区间，使得美国地产进入快速增长期。

图表：CoreLogic美国房价指数涨势显著



图表：美国成屋销售量高增



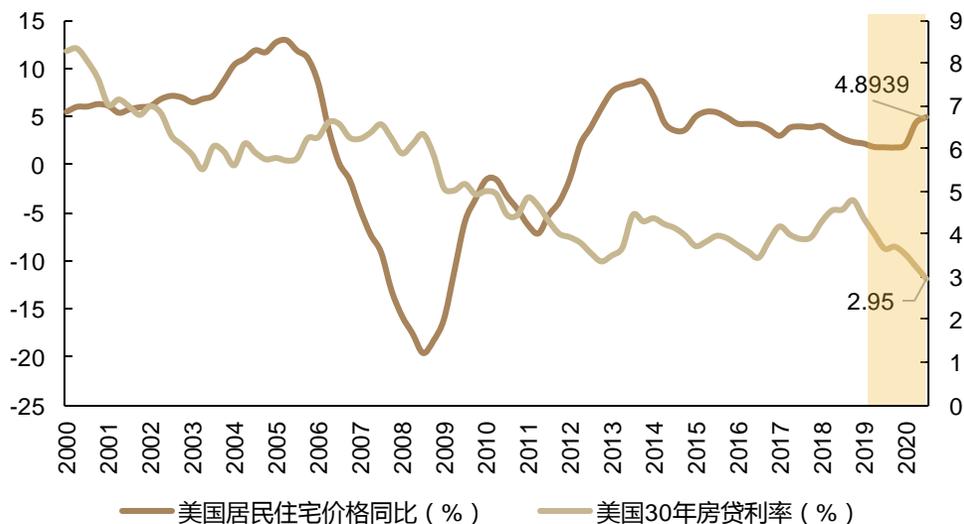
资料来源：Wind，德邦证券研究所



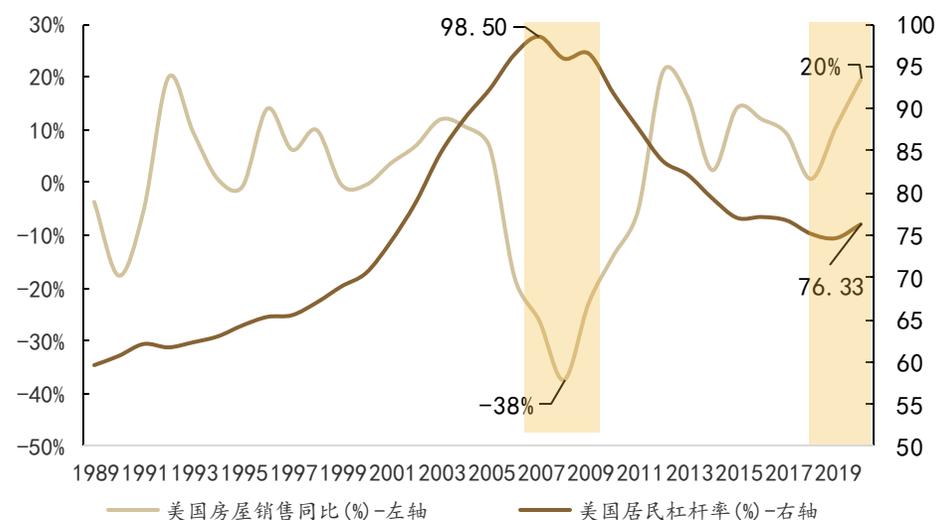
货币宽松、低杠杆率驱动地产未来持续走强

- **预测本轮地产回暖未来还有强劲上涨空间，上行驱动：1) 宽松货币政策延续，2) 居民杠杆率仍处低位。**
- **美联储加息延后，未来地产销售支撑力显著。** 美联储2021年三月宣布将继续维持0%利息水平，加息预期推延至2024年，目前美国30年房贷利率仅为2.95%，低利率利好地产市场景气度维持，自住需求性购房和投资性购房均保持上行。
- **美国居民杠杆率较低，未来加杠杆空间充足。** 美国2020Q3居民杠杆率在78%左右，仍处于历史较低水平，低于2008年地产泡沫破裂时98.5%的居民杠杆率。这表明美国地产泡沫风险较小，且居民房屋购买力尚未完全释放，市场仍可承受房价进一步上行。

图表：美国30年房贷利率处于历史低位



图表：美国居民杠杆率处于历史低位



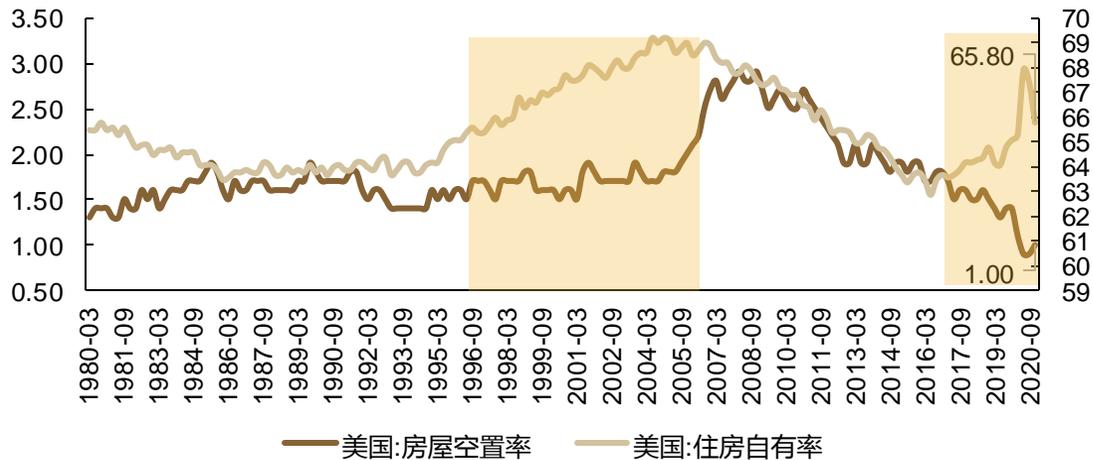
资料来源：Wind，德邦证券研究所



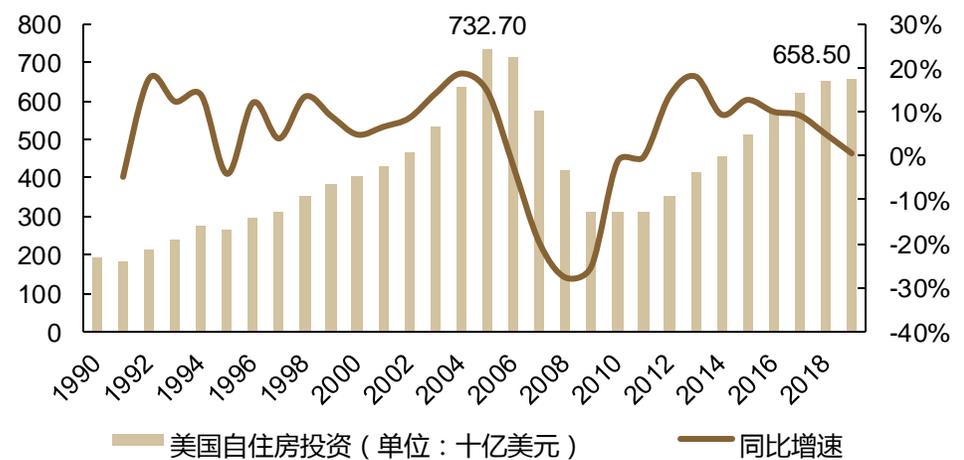
自住需求旺盛，家居未来景气度确定性强

- **我们对本轮地产回暖需求端进行自住、投资需求拆分，购房者自住需求显著高于投资需求。** 回溯96-07年房地产周期，美国住房空置率与住房自有率同步上行，且差距不断背离，表明居民购房的投资需求大于自住需求。然而，在本次房地产上行周期内，住房自有率加速上升至65.8%，伴随房屋空置率加速下行至1%，空置率处于40年低点，库存严重不足，说明受到疫情影响，购房者自任意愿强烈，自住需求驱动本次地产景气度持续上行。
- **自住性需求高增使得未来家居行业景气度提升确定性。** 投资性购房的家装需求较低，而有自住需求的购房者后续对家装、家居的需求比例很高。由于本次房地产上行期需求端的主要驱动因素在自住房需求，本轮地产销售旺盛期催生家居行业景气度上行的确定性非常强。

图表：房屋空置率和住房自有率背离



图表：自有住房规模持续上行



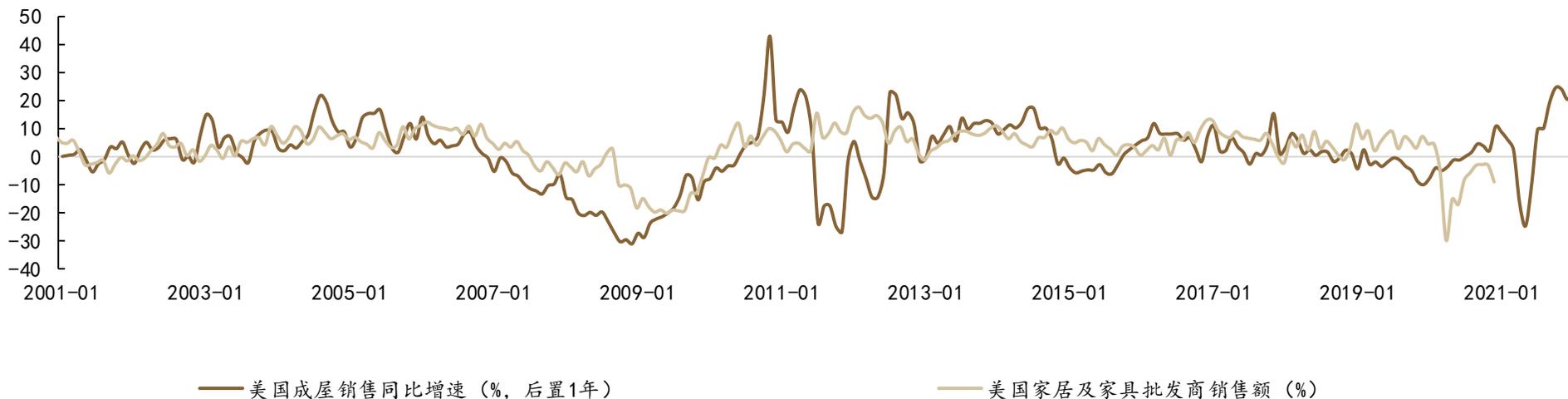
资料来源：Wind，德邦证券研究所



家居需求滞后地产增长约一年

- **美国成屋销售增长平均领先家具及家居消费增长约一年。**长期数据看来，美国家居销售额与成屋销售量、新屋销售量存在高度正相关性，且家居销售额增长有一年左右的滞后期。2011-2013年的美国房地产上行期中，成屋销售量年化增长9.14%，带动家居销售额同步增长5.97%，我们测算每一万套房屋成交将带来1340万美元左右的家居销售额上涨。
- **根据2020Q2-Q4美国新增成屋销售5869万套测算，未来1年内将有51亿美元左右的家居需求释放。**自2020年Q2开始，本轮美国房地产周期已经实现5千万套新增成屋销售，20年Q4较Q2成交额增长52%，我们测算，美国家居市场未来将有51.6亿美元左右的需求量，预计将同步反映到2021Q2-Q4公司北美家居销售额增长中。

图表：美国成屋销售领先家居消费约1年



资料来源：Wind，德邦证券研究所

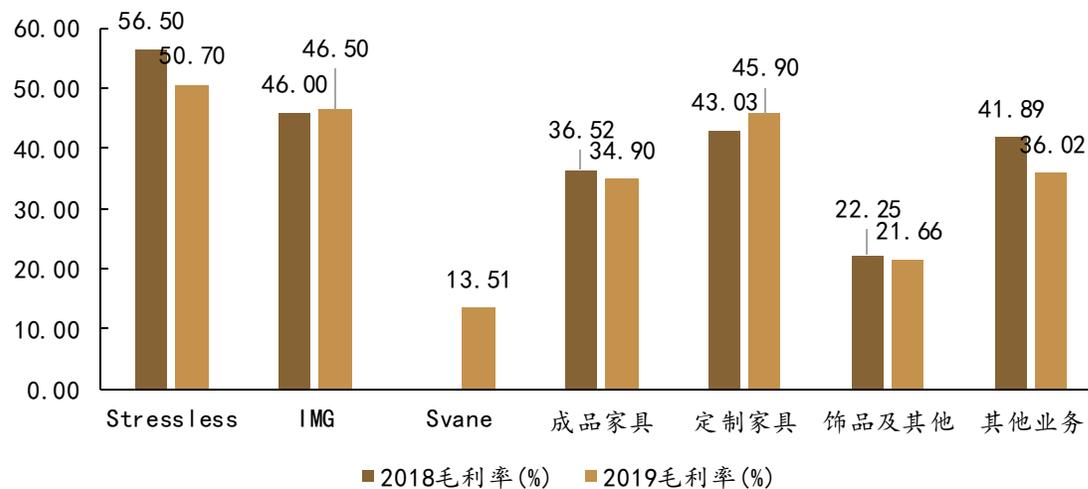
曲美海外业绩占比高，将持续受益地产回暖

- **来自Ekornes的海外营收占比超5成。**公司于2018年8月完成对全球知名家具制造零售企业Ekornes的收购，Ekornes旗下品牌包括数舒适椅品牌Stressless、IMG以及床垫品牌Svane。Ekornes产品2017年在欧美地区总营收占比达到85%，主要销往北美、中欧和挪威，营收占比分别为29%、20%、16%。收购Ekornes后，公司海外营收占比逐年提高，由2018年的32%提高到2019年的57%，海外品牌销售是公司成长主要驱动之一。
- **海外产品毛利率水平高于国内产品。**2019年，Stressless、IMG的毛利率分别为50.7%、46.5%，国内定制家具和成品家具的毛利率分在45.9%和34.9%左右。

图表：Ekornes全球各国销售收入一览（百万挪威克）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
美国/加拿大	543.9	614.9	833.89	878.16	933.17
占比(%)	20.83	22.86	26.29	27.94	30.31
挪威	325.8	435.2	524.06	527.53	506.71
占比(%)	12.48	16.18	16.52	16.78	16.46
其他市场（包括合同）	223.3	175.16	306.17	334.14	345.89
占比(%)	8.55	6.51	9.65	10.63	11.23
英国/爱尔兰	175.3	194.54	227.49	202.6	199.9
占比(%)	6.71	7.23	7.17	6.45	6.49
日本	125.8	124.24	129.07	146.74	135.89
占比(%)	4.82	4.62	4.07	4.67	4.41
中欧	754.3	644.41	697.15	712.43	662.78
占比(%)	28.89	23.96	21.98	22.66	21.53
南欧	313.2	327.41	336.33	302.9	255.12
占比(%)	11.99	12.17	10.6	9.64	8.29
其他北欧地区	149.7	164.9	210.96	239.87	217.48
占比(%)	5.73	6.13	6.65	7.63	7.06

图表：海外产品的毛利率水平高于国内



资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所

曲美产能全球布局，生产自动化优势明显

- Ekornes在全球拥有9家工厂，其中：Stressless有5家工厂，4家位于挪威，1家位于美国；IMG有3家工厂，1家位于立陶宛，2家位于泰国和越南；Svane有1家位于挪威的生产工厂。Ekornes采用订单式生产和批量式生产相结合的生产模式，生产自动化水平极高，主要生产环节依靠数控机器人实现了自动化生产。此外，在国内主要依靠手工操作的喷漆、打磨等环节，Ekornes均已实现了生产自动化。

图表：公司的全球产能布局



图表：机器人自动化生产

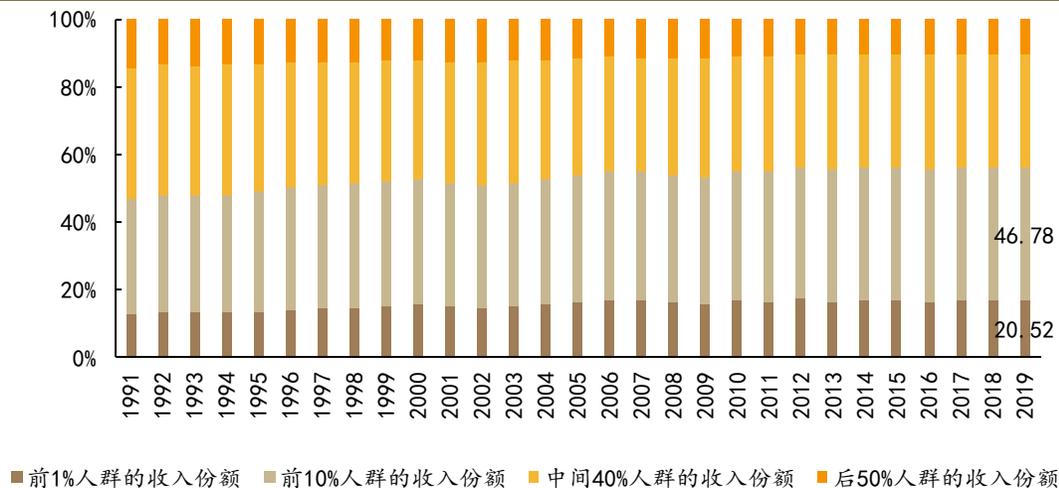


资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所

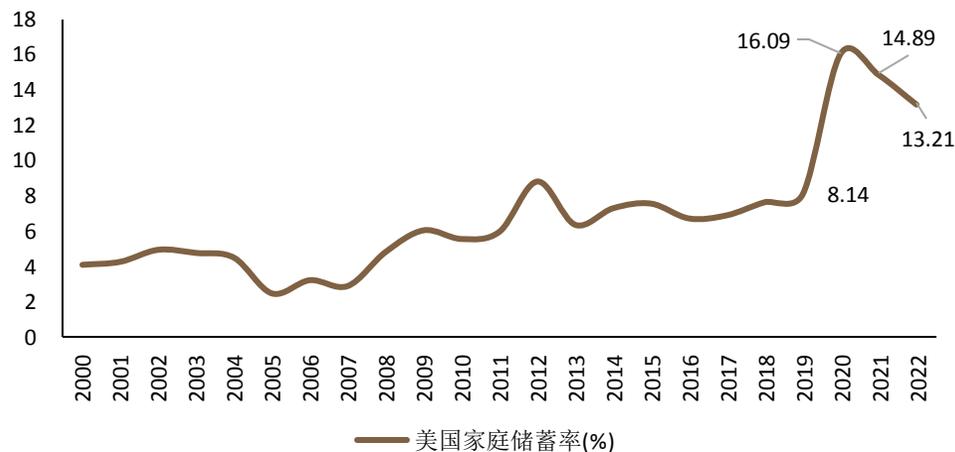
曲美差异化布局，产品覆盖中高端市场

- **Ekornes旗下品牌产品矩阵全面，随着欧美收入分化加剧，覆盖消费者差异化需求。** Stressless品牌定位为“高端”舒适椅，处于全球高端舒适椅销售规模头部低位；IMG的品牌定位为“潮流与高性价比”兼具的舒适椅，通过差异化产品销售，Ekornes舒适椅市场已完成对中高端消费群体的全面布局。随着以美国为主的欧美国家分化加剧，收入前1%和前10%的收入份额占比分别增至20.52%和46.78%，针对中高端消费者需求的Stressless、IMG品牌舒适椅销售收入确定性增强。
- **美国储蓄率预期回落，未来消费意愿增强，中高端销售整体回暖。** 2020年美国储蓄率受疫情影响升至历史高位16.09%，随着疫情得到改善，疫苗每日接种人数突破200万，预期美国居民未来储蓄需求降低，中高端品牌销售将整体回暖。

图表：美国不同收入人群收入份额情况



图表：美国储蓄率预期下降



资料来源：Wind，德邦证券研究所



曲美增加配套家具，助力同店收入提升

- **新产品策略：助力Ekornes非舒适椅类客厅产品收入回升。**公司协助Ekornes进行新产品开发，包括Stressless品牌软体沙发、茶几、餐桌椅等非舒适椅类客厅成品家具，弥补了Stressless品牌配套产品款式的不足。2019年6月，配套家具产品正式上线，市场反响良好。从7月开始，Stressless非舒适类家具产品销售额持续回暖，截至2019年末，新产品销售占比接近达到18.7%，非舒适椅类家具产品单月增速提升至15%以上。2020年，公司一方面将与法拉利设计工作室合作，为Stressless品牌开发具有更高颜值和价格优势的舒适椅新品，在零售终端冲击竞争对手的定价体系，提高市场营销活力。
- **渠道优化策略：有效提升试点门店的同店收入，计划全球推广。**Ekornes公司在全球范围内选择34家门店进行店面形象升级与消费者购物体验优化的试点工作，通过对试点门店进行升级改造，公司有效扩大了试点店面内Stressless品牌的销售面积，并提高了消费者的整体购物体验。试点店面同店销售额平均增速达到12.6%，远高于对照门店的增长水平，试点工作获得成功。公司将在全球渠道内推广门店升级改造工作，提升渠道质量，提高单店销售额。

图表：Stressless非舒适椅类扩品类



资料来源：Wind，公司官网、德邦证券研究所

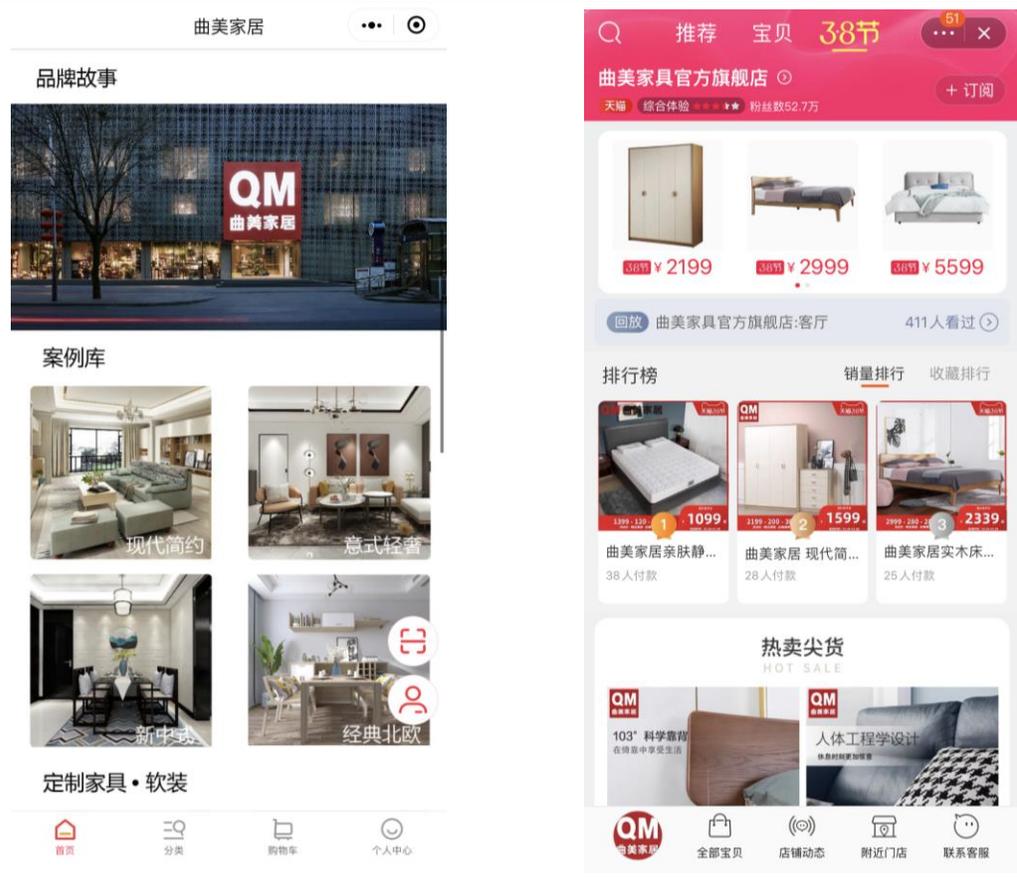


04 新曲美、新驱动

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 坚定转型时尚家居。** 公司从品牌、产品、渠道多方面入手，坚定转型时尚家居。品牌营销全面转型时尚家居，增加品牌在抖音、小红书等新兴短视频及社交平台的曝光度，并输出更多年轻人感兴趣的内容进行品牌营销；渠道转型工作顺利开展，积极推进全国经销商改店，疫情期间经销商踊跃参与时尚家居店面上样与形象升级工作，截至2020年6月，时尚家居“悦时”、“嘉炫”系列在超过300家经销商门店上样，上市不足半年累计销售收入超过1亿元。
- 继续深化三新营销战略。** 一方面，结合直播营销、线上营销等领域的业务创新，不断迭代“新营销”引流手段、“新模式”转化方式，持续优化获客成本并扩大客单值；另一方面，发力“新零售”，优化天猫、京东等电商平台的门店展示内容，降低付费流量的获客成本，提升曲美官网、公众号、服务号等免费流量平台的内容创作能力，提高免费流量的转化效率。

图表：曲美家居微信小程序、天猫旗舰店多渠道发力



资料来源：曲美家居微信小程序，曲美家居天猫旗舰店，德邦证券研究所



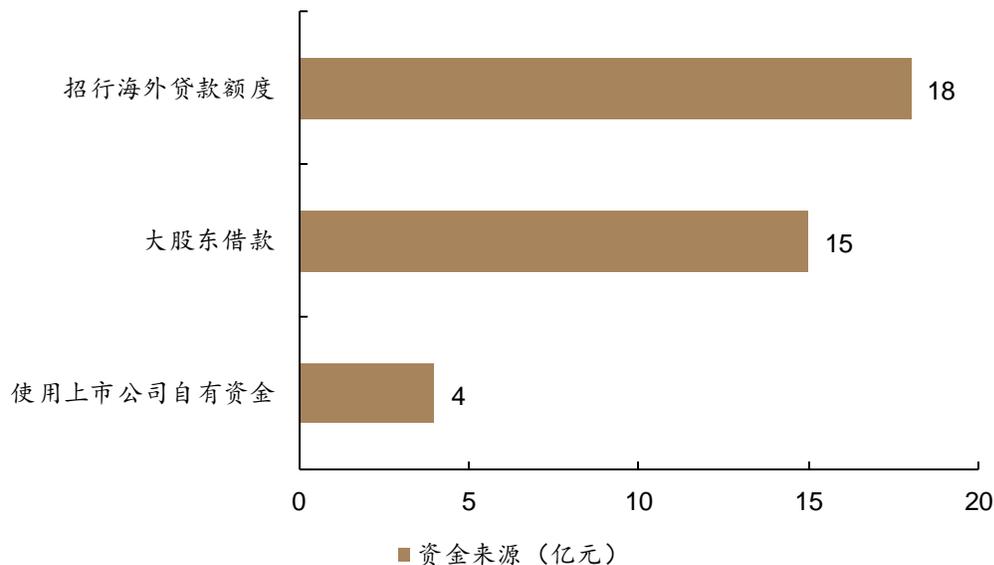
减SKU、降本成效显著，战投、定增助拐点向上

- **减SKU、降成本工作成效显著。**继续推动生产部门的精细化管理转型报告期内，公司生产部门通过淘汰低效SKU、合并职能部门、生产工序优化等工作，持续提高家具产品品质，降低生产成本。公司淘汰低效SKU工作进展顺利。报告期内，公司分别于2019年二季度、三季度陆续淘汰了两批无效、低效SKU，各项生产效率得到切实提高，有效优化了生产成本。受益于公司“时尚家居”战略转型，2020年，预计你+、B8、居+等各系列的产品将有不同数量SKU的更新和换代，公司将持续推动减SKU、降成本工作，持续优化生产成本。
- **引入长期战略投资者，缓解股权质押风险。**2020年3月3日，曲美家居控股股东及实际控制人赵瑞海、赵瑞宾与张家港产业资本签署《股份转让协议》，转让完成后，张家港产业资本持股比例达到10.11%，转让不涉及控制权变更。通过协议转让方式引入长期战略投资者，一方面有助于大股东降低融资杠杆缓解股权质押风险，减少大股东融资成本，提升上市公司抗风险能力和上市公司资信能力；另一方面，张家港产业资本作为战略投资人，不会干涉公司的战略布局和日常经营，并能够帮助在公司与当地建立良好的沟通，在税收优惠、进出口业务以及未来产业布局上获得更大的支持和便利。
- **定增落地，助力拐点向上。**根据公司《非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》，曲美家居共募资资金6.59亿元，发行股票数量为9627.55万股，募集资金6.30亿元用于置换预先投入的自筹资金，缓解公司财务压力，助力公司业绩拐点向上。

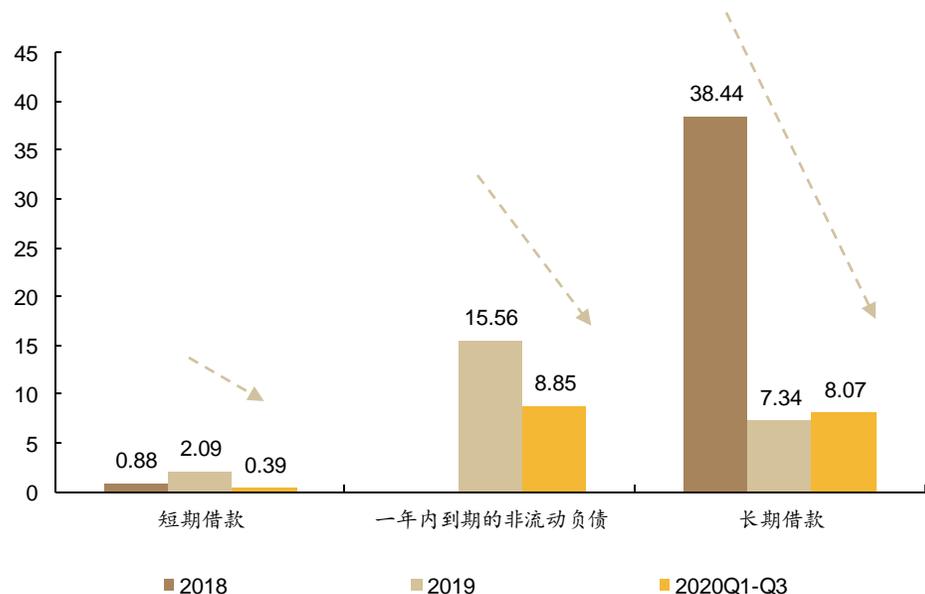
有息负债稳步减少，财务费用改善明显

- 2018年公司要约收购Ekornes ASA公司，交易价格为51.28亿挪威克朗，约合40.63亿人民币。此举带来了公司负债的大幅提升，公司2018年长期借款达38.44亿元。经过公司的运作后，截止2020年三季度，公司的长期借款、一年内到期的非流动负债、短期借款分别回落至8.07、8.85、0.39亿元，有息负债稳步减少，财务费用改善明显。

图表：公司收购Ekornes的资金来源



图表：公司负债规模下降明显 (亿元)

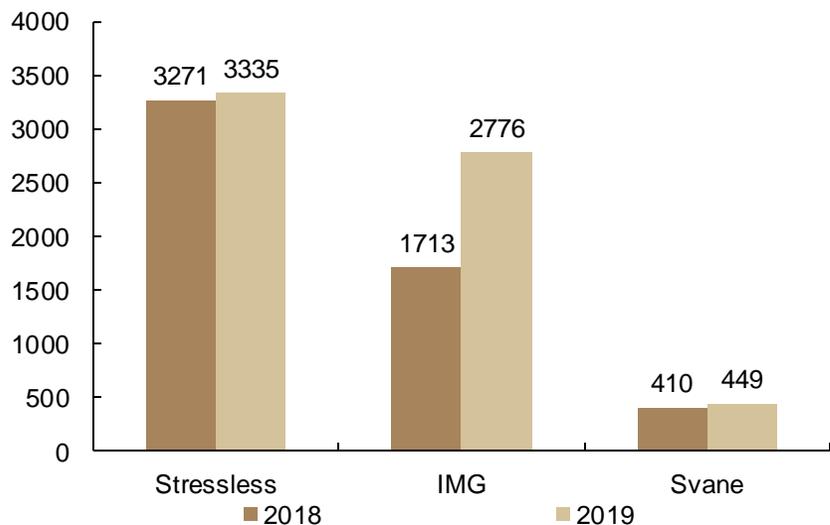


资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所

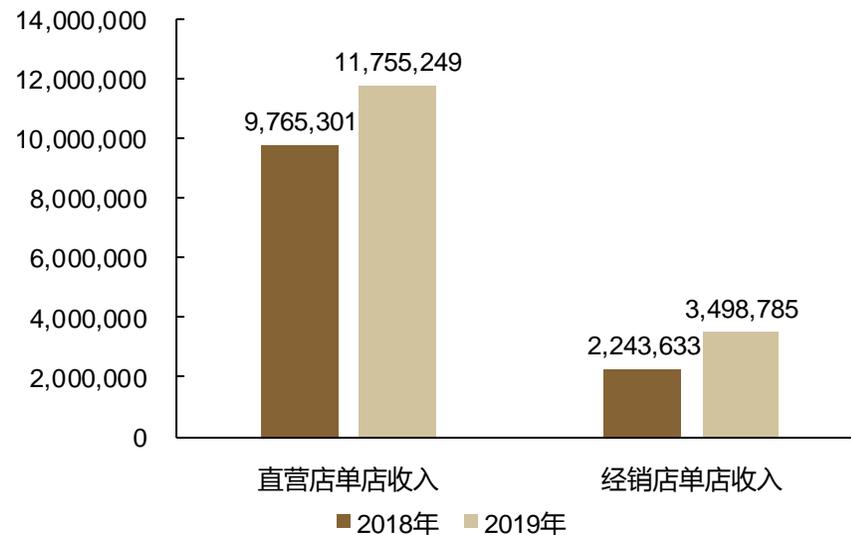
一体两翼，内外业务协同打开增长空间

- **Stressless利用曲美原品牌渠道优势，加速国内开店。** Stressless中国一方面继续开拓经销商渠道，另一方面调整和优化原有多品牌店，提升门店质量和单店盈利水平；IMG继续进行全国体验点的铺设，以灵活的渠道模式快速提高渠道覆盖度。2021年随着国内疫情影响减弱，Ekornes中国开店速度有望加快。
- **充分发挥Ekornes全球范围内的渠道能力、物流能力与本土化服务能力，全面激发市场营销活力。** Ekornes在全球范围内拥有超过5000家零售商门店，在超过20个销售子公司，物流体系遍布欧洲、北美、亚太等全球重点市场。

图表：Ekornes海外渠道优势明显（各子品牌门店数）



图表：门店数量、单店收入同步提升

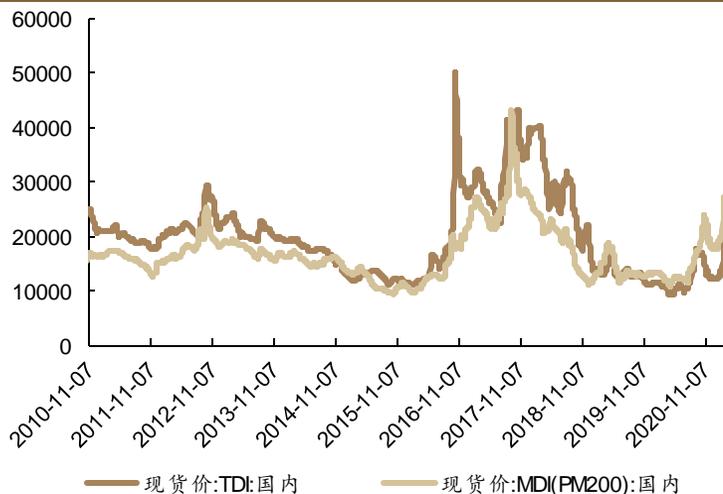


资料来源：Wind，德邦证券研究所

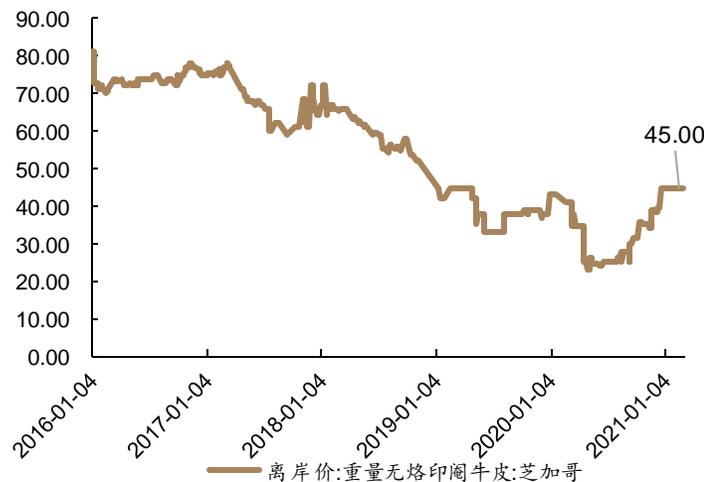
自有品牌高毛利率可承受上游原料价格上涨

- **毛利率稳中有升，高于行业平均水平。** 曲美2020H1毛利率为43.22%，同比上升4.79%，远高于32.99%的行业平均毛利率，且曲美自有品牌近年毛利率稳中有升。Ekornes系列大部分产品属于高毛利产品，舒适椅品牌Stressless和IMG毛利率2019年高达50.7%和46.5%。
- **自有品牌高毛利对原材料价格上涨有较强承受力。** 对于全品类家居行业，皮革材料平均占生产成本33%，海绵材料平均占生产成本10%，木材成本平均占总生产成本10%。近期国内TDI、MDI、芝加哥牛皮、不锈钢等原料价格呈上升趋势，分别达到17617元/吨，27000元/吨，76000元/吨，均为2020年以来的高点附近。公司产品毛利率较高，对本次原材料上涨周期承受能力较强。

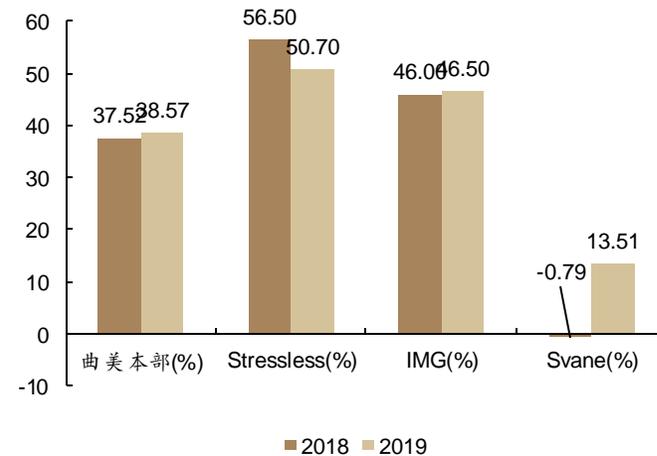
图表：原材料价格（TDI、MDI）



图表：原材料价格（牛皮）



图表：各品牌毛利率处于高位



资料来源：Wind，公司公告、德邦证券研究所



05 盈利预测及投资建议

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



- 公司国内市场以“三新营销”+“时尚家居”战略转型为工作重心推动业务发展，海外市场以产品竞争力和渠道竞争力为两翼，借助Ekorner自身的业务优势稳固全球市场地位。内外地产需求共振背景下，公司业绩将迎来快速增长。
- 预计公司Stressless业务2021、2022年营收分别为21.58亿元、24.82亿元，收入增速分别为20%、15%。
- 预计公司IMG业务2021、2022年营收分别为5.37亿元、7.25亿元，收入增速分别为50%、35%。
- 预计公司Svane业务2021、2022年营收分别为2.65亿元、3.84亿元，收入增速分别为65%、45%。
- 预计公司成品家具业务2021、2022年营收分别为9.30亿元、10.69亿元，收入增速分别为15%、15%。
- 预计公司定制家具业务2021、2022年营收分别为11.03亿元、13.78亿元，收入增速分别为35%、25%。
- 预计公司饰品及其他2021、2022年营收分别为1.86亿元、2.23亿元，收入增速分别为20%、20%。

图表：公司分产品盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (亿元)	28.92	42.79	42.25	53.13	64.03
YOY	37.88%	47.99%	-1.26%	25.74%	20.52%
毛利率	42.41%	43.59%	44.50%	45.30%	45.50%
Stressless					
收入 (亿元)	7.30	18.83	17.98	21.58	24.82
YOY (%)		157.98%	-4.50%	20.00%	15.00%
毛利率 (%)	56.50%	50.70%	53.60%	52.15%	52.88%
业务收入比例 (%)	25.25%	44.01%	42.56%	40.62%	38.76%
IMG					
收入 (亿元)	1.44	3.98	3.58	5.37	7.25
YOY (%)		177.04%	-10.00%	50.00%	35.00%
毛利率 (%)	46.00%	46.50%	46.25%	46.38%	46.31%
业务收入比例 (%)	4.97%	9.31%	8.48%	10.11%	11.33%
Svane					
收入 (亿元)	0.54	1.69	1.61	2.65	3.84
YOY (%)		211.80%	-5.00%	65.00%	45.00%
毛利率 (%)		13.51%	13.51%	13.51%	13.51%
业务收入比例 (%)	1.87%	3.94%	3.80%	4.99%	6.00%
成品家具					
收入 (亿元)	11.60	8.51	8.08	9.30	10.69
YOY (%)	-17.87%	-26.60%	-5.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	36.52%	34.90%	35.71%	35.31%	35.51%
业务收入比例 (%)	40.10%	19.89%	19.13%	17.50%	16.70%
定制家具					
收入 (亿元)	5.94	7.26	8.17	11.03	13.78
YOY (%)	40.17%	22.26%	12.50%	35.00%	25.00%
毛利率 (%)	43.03%	45.90%	44.47%	45.18%	44.82%
业务收入比例 (%)	20.54%	16.97%	19.33%	20.75%	21.53%
饰品及其他					
收入 (亿元)	0.96	1.29	1.55	1.86	2.23
YOY (%)	-35.81%	34.30%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	22.25%	21.66%	21.96%	21.81%	21.88%
业务收入比例 (%)	3.33%	3.03%	3.66%	3.50%	3.48%
其他业务					
收入 (亿元)	1.14	1.22	1.28	1.35	1.41
YOY (%)	2.17%	7.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	41.89%	36.02%	38.96%	37.49%	38.22%
业务收入比例 (%)	3.94%	2.86%	3.03%	2.53%	2.21%

资料来源：Wind，德邦证券研究所



- 盈利预测及投资建议：**预计公司2020~2022年营业收入分别为42.25、53.13、64.03亿元，同比变动-1.26%、25.75%、20.52%；预计公司2020~2022年实现归属于母公司净利润分别为1.18、3.26、5.25亿元，同比增长43.18%、177.27%、61.12%，当前股价对应PE分别为41.72X、15.05X、9.34X。考虑到公司并购后协同效应显著，公司收入、利润有望迎来高速增长，且公司估值仍低，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：家居板块公司估值

公司简称	当前股价	当前市值	PE				EPS			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
欧派家居	157.98	950.30	35.74	45.61	37.72	32.30	4.42	3.46	4.19	4.89
索菲亚	35.96	328.09	30.47	28.14	24.11	21.03	1.18	1.28	1.49	1.71
尚品宅配	88.50	175.83	32.90	55.09	31.35	26.76	2.69	1.61	2.82	3.31
志邦家居	58.50	130.65	39.20	14.79	26.46	21.42	1.49	1.77	2.21	2.73
金牌厨柜	71.92	74.26	19.65	25.35	20.71	16.41	3.66	2.84	3.47	4.38
好莱客	17.97	55.94	15.49	17.59	14.89	13.47	1.16	1.02	1.21	1.33
皮阿诺	23.63	44.08	20.91	22.56	16.41	13.09	1.13	1.05	1.44	1.81
我乐家居	11.77	37.92	17.06	16.98	14.45	12.05	0.69	0.69	0.81	0.98
平均值			26.43	28.26	23.26	19.57	2.05	1.71	2.21	2.64
曲美家居	9.22	53.74	59.31	41.72	15.05	9.34	0.14	0.20	0.56	0.90

资料来源：Wind，德邦证券研究所（曲美家居为预测值，其他公司采用wind一致预期，表中计算估值指标的收盘价日期为3月18日）



- 1) 地产政策大幅收紧；
- 2) 原材料价格大幅上涨；
- 3) 行业竞争加剧；
- 4) 公司国内外业务拓展不及预期。



主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.20	0.56	0.90
每股净资产	2.58	3.88	4.44	5.34
每股经营现金流	1.20	1.11	1.03	1.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	59.31	41.72	15.05	9.34
P/B	3.25	2.17	1.90	1.58
P/S	1.05	1.27	1.01	0.84
EV/EBITDA	12.02	14.03	8.80	6.11
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	43.6%	44.5%	45.3%	45.5%
净利润率	1.9%	2.8%	6.1%	8.2%
净资产收益率	5.5%	5.2%	12.6%	16.9%
资产回报率	1.1%	1.6%	4.4%	7.3%
投资回报率	4.9%	4.2%	8.2%	13.1%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	48.0%	-1.3%	25.7%	20.5%
EBIT增长率	146.2%	-20.7%	92.3%	49.5%
净利润增长率	239.1%	43.2%	177.3%	61.1%
偿债能力指标				
资产负债率	74.8%	63.1%	58.8%	49.6%
流动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.2

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
经营效率指标				
应收帐款周转天数	34.1	35.0	40.0	36.4
存货周转天数	101.1	97.8	112.0	103.6
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6
固定资产周转率	2.4	2.6	3.6	2.6
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	82	118	326	525
少数股东损益	16	5	18	48
非现金支出	310	263	283	252
非经营收益	210	153	138	124
营运资金变动	83	111	-164	-40
经营活动现金流	701	649	602	910
资产	-246	5	4	6
投资	0	0	0	0
其他	-21	-25	-26	-35
投资活动现金流	-267	-20	-22	-29
债权募资	288	-130	-129	-920
股权募资	13	94	0	0
其他	-462	-689	-566	-95
融资活动现金流	-161	-725	-695	-1,015
现金净流量	362	-96	-115	-134

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月18日
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,279	4,225	5,313	6,403
营业成本	2,414	2,345	2,906	3,489
毛利率%	43.6%	44.5%	45.3%	45.5%
营业税金及附加	18	17	21	26
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	1,060	1,126	1,297	1,430
营业费用率%	24.8%	26.7%	24.4%	22.3%
管理费用	375	380	478	576
管理费用率%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
研发费用	91	103	121	151
研发费用率%	2.1%	2.4%	2.3%	2.4%
EBIT	321	254	489	731
财务费用	231	115	101	84
财务费用率%	5.4%	2.7%	1.9%	1.3%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-17	-25	-26	-35
营业利润	107	131	382	637
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	104	131	382	637
EBITDA	630	517	772	983
所得税	7	9	38	64
有效所得税率%	6.5%	6.5%	10.0%	10.0%
少数股东损益	16	5	18	48
归属母公司所有者净利润	82	118	326	525

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	657	561	445	311
应收账款及应收票据	410	431	605	672
存货	669	629	892	991
其它流动资产	163	170	196	208
流动资产合计	1,899	1,791	2,139	2,182
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,802	1,640	1,479	1,318
在建工程	19	19	19	19
无形资产	2,510	2,408	2,286	2,195
非流动资产合计	5,818	5,554	5,271	5,019
资产总计	7,717	7,345	7,410	7,201
短期借款	209	19	0	0
应付票据及应付账款	318	371	470	525
预收账款	142	156	192	227
其它流动负债	1,954	1,229	994	641
流动负债合计	2,623	1,776	1,656	1,393
长期借款	734	794	684	164
其它长期负债	2,418	2,068	2,018	2,018
非流动负债合计	3,152	2,862	2,702	2,182
负债总计	5,775	4,637	4,357	3,575
实收资本	489	583	583	583
普通股股东权益	1,501	2,262	2,588	3,114
少数股东权益	441	446	464	512
负债和所有者权益合计	7,717	7,345	7,410	7,201

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月18日
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第1名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第2名；2019年获轻工《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，等等。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。