

# 一季度开局超预期，新曲美加速蜕变

## 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:	11.7/6.6
目标价格:		总市值(亿)	58.58
最新收盘价:	10.05	自由流通市值(亿)	58.33
		自由流通股数(百万)	580.40

### 事件概述

曲美家居披露 2020 年年报及 2021 年一季度报，2020 年实现营收 42.79 亿元，同比-0.01%；归母净利润 1.04 亿元，同比+26.41%；扣非后归母净利润 0.95 亿元，同比+38.12%。其中，Q4 单季度公司实现营收 13.77 亿元，同比+8.46%；归母净利润 0.73 亿元，同比+3468.04%；扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比+1051.17%。2021Q1 公司实现营收 11.49 亿元，同比+36.89%；归母净利润 0.61 亿元，去年同期为亏损 0.34 亿元，创历史新高。公司一季度业绩超过市场预期，业绩拐点向上持续得到验证。

### 分析判断:

#### ► 收入端：境内业务略有下滑，境外业务表现良好。

分市场看，2020 年公司境内（曲美）、境外（Ekornes）市场销售额分别为 16.39、25.33 亿元，同比分别-3.96%、+3.38%。2020 年在疫情影响下，境内市场同比略有下降，主要得益于公司对曲美品牌零售业务持续业务模式优化，并积极发展工程及家装等新业务；而境外市场受益于内部改革成效，在疫情封城时间较长的情况下，境外市场收入同比正增长，若考虑挪威克朗同口径，实际收入增速更高，实属不易。目前来看，海外订单充足，部分订单未确认，带来存货增加以及经营活动现金流为负，截至 2021 年 3 月底公司存货为 9.32 亿元，同比+39.12%，而 2021Q1 经营活动产生的现金流量净额-0.53 亿元，去年同期为-0.35 亿元，预计主要也是与海外发货延期确认有关。分业务看，2020 年公司定制家具、成品家具、饰品及其他、Stressless、IMG、Svane 销售额分别为 7.85、6.89、1.65、18.66、4.68、1.99 亿元，同比分别+8.12%、-19.05%、+27.47%、-0.91%、+17.44%、+18.00%，其中成品家具销售额有所下降外，Stressless 销售基本持平，其他的产品品类均保持稳步增长。2021 年 Q1 收入来看，在海外业务受到疫情情况下，仍然取得不错增长，预计 Q2 国内外业务将继续延续快速复苏和增长的势头。

#### ► 曲美本部：零售业务模式持续优化，工程&家装新业务进入快速发展期。

国内曲美方面，持续推动零售业务创新及创新业务的快速发展。1) 主品牌零售业务：渠道方面，公司继续推进“三新营销”转型，通过直播营销、私域流量经营等多种方式提高经销商主动营销引流能力，提升全品类、一站式销售与服务能力。此外，升级店面形象，通过场景式布局、强制动线设计及店内 VI 形象升级，提升店面使用坪效；产品方面，积极推动“时尚家居”产品转型，推出新的时尚家居系列产品，突出“环保”、“高颜值”、“性价比”等，满足 80 后、90 后消费者消费需求，提升公司产品力，以产品力拉动同店增长；2) 创新业务：创新激励机制，以股权激励方式引入优秀人才，深度绑定创业团队及公司利益，并且结合公司全品类家具产品优势，打造工程业务、家装业务等创新业务。其中，工程业务以成品家具为特色，主要承接公租房、人才公寓类项目，目前已经成功进入中国融通等大型央企客户采购体系，工程业务收入和业务订单快速增长。家装业务则以独立品牌管家装下沉低线城市，以独立供应链、同品类排他的合作模式进行发展，有效提升家装渠道业务的灵活发展。目前工程业务、家装业务等创新业务进入快速发展期，国内曲美业务有望持续增长。

#### ► Ekornes：管理体系优化，品类&市场&渠道等策略显著见效。

国外 Ekornes 方面，2020 年公司治理体系和管理体系以及品类、市场、渠道等策略方面取得优异成绩：1) 管理体系方面，公司 2019 年以来更换并引入副董事长、CEO、CFO、研发负责人，现副董事长之前担任北欧地区知

名办公家具公司 Flokk 的 CEO，现 CEO 此前为北欧地区享有盛誉的职业经理人，治理结构和管理体系得以巨大改善，Ekornes 重新焕发增长活力；2) 品类方面，升级优势舒适椅产品，聘请知名设计工作室提升 stressless 品牌时尚度，并且根据消费终端反馈，增加带有坐垫、电机等舒适椅产品。此外，非舒适椅产品方面，从 2019 年下半年开始陆续优化升级沙发、软包餐椅等软体家具和客餐厅家具产品，并陆续上样经销商门店，2020 年取得显著增长；3) 市场方面，2020 年公司持续加大对中国市场门店和网点等多渠道开拓，截至 2020 年底，stressless 中国市场门店数超 80 家，IMG 体验点数超 1000 个，并于年内开设第一家品牌独立店。此外，2020 年 stressless 品牌在国内市场形成独具特色的渠道体系，拥有品牌标杆（高级购物中心店）、销售旗舰（进口品牌家具城店）、渠道下沉（街边店及引流店）等三个层级，增加品牌渠道覆盖面。通过以上措施，2020 年 stressless 品牌中国市场订单金额同比增长保持约 50%；4) 渠道方面，2020 年先后与 Costco、Gplan 等大型渠道商签订供货协议，并与多家连锁门店数量超过 100 家的渠道商进行经销合作，2020 年下半年以来大客户开发显著见效，全年大客户长期订单近 3 亿挪威克朗，交付金额近 8000 万挪威克朗，业务发展势头良好。

**► 盈利端：期间费用率大幅下降，盈利能力提升明显。**

2020 年公司毛利率、净利率分别为 43.41%、2.80%，同比分别-0.18pct、+0.52pct；2021Q1 公司毛利率、净利率分别为 43.66%、6.05%，同比分别-1.01pct、+10.04pct，毛利率略有下降，主要为业务结构变化；净利率提升明显，主要得益于公司期间费用率大幅改善。毛利率方面，分市场看，2020 年公司境内、境外市场毛利率分别为 37.03%、47.84%，同比分别-1.55pct、+0.38pct；分产品看，2020 年公司定制家具、成品家具、饰品及其他、Stressless、IMG、Svane 毛利率分别为 42.94%、31.86%、30.46%、51.13%、44.89%、23.90%，同比分别-2.96pct、-3.04pct、+8.81pct、+0.43pct、-1.61pct、+10.39pct。境内曲美本部业务毛利率略有下降，境外 Ekornes 业务毛利率略有提升。

期间费用率方面，2020 年期间费用率 39.62%，同比-1.45pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 23.09%、8.34%、2.12%、6.06%，同比分别-1.68pct、-0.43pct、持平、+0.66pct；2021Q1 期间费用率 37.48%，同比-4.62pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 24.32%、6.91%、1.56%、4.69%，同比分别-2.98pct、-3.13pct、-0.31pct、+1.80pct。期间费用率持续下降，其中销售费用率下滑主要为大宗业务服务费以及差旅交通办公费减少，管理费用率下降主要为咨询服务费、中介费、差旅交通办公费减少。财务费用率略有提升，2020 年财务费用 2.59 亿元，同比+12.11%，主要为外汇变动导致汇兑损益减少近 5800 万，其中利息支出为 2.61 亿元，同比-10.93%，主要得益于有息负债的下降。2021Q1 财务费用 0.54 亿元，同比+121.97%，主要为汇率变动带来的汇兑收益减少，其中利息支出 0.54 亿元，同比-30.34%。公司降杠杆工作持续推进，随着公司业务改革逐渐见效，经营效率提升，预计有息负债将进一步下降，财务费用持续优化，带来利润端的持续改善。

**投资建议：**

新曲美正在起积极变化，盈利改善持续得到验证，预计业绩逐步在 2021 年释放。维持此前盈利预测，预计公司 2021-2022 年营业收入分别为 53.03、63.78 亿元；归母净利润分别为 3.48、5.18 亿元，且预计公司 2023 年营收、归母净利润分别为 74.63、7.02 亿元，对应 PE 分别为 17 倍、11 倍、8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示**

并购整合不及预期风险；地产销售不及预期风险；行业竞争加剧风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,279	4,279	5,303	6,378	7,463
YoY (%)	48.0%	0.0%	23.9%	20.3%	17.0%
归母净利润(百万元)	82	104	348	518	702
YoY (%)	239.1%	26.4%	234.6%	49.0%	35.7%
毛利率 (%)	43.6%	43.4%	45.4%	45.8%	46.6%
每股收益 (元)	0.14	0.18	0.60	0.89	1.21
ROE	5.5%	4.8%	13.9%	17.1%	18.8%
市盈率	71.30	56.41	16.86	11.31	8.34

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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,279	5,303	6,378	7,463	净利润	120	358	534	724
YoY (%)	0.0%	23.9%	20.3%	17.0%	折旧和摊销	312	3	5	6
营业成本	2,421	2,896	3,455	3,983	营运资金变动	-30	139	-71	-19
营业税金及附加	19	23	28	33	经营活动现金流	619	703	626	841
销售费用	988	1,273	1,524	1,776	资本开支	-106	111	42	63
管理费用	357	444	531	619	投资	0	0	0	0
财务费用	259	165	118	85	投资活动现金流	-134	79	7	18
资产减值损失	-9	14	14	14	股权募资	672	-2	0	0
投资收益	-27	-32	-35	-45	债务募资	349	-100	-108	-85
营业利润	153	423	629	853	筹资活动现金流	-496	-528	-1,148	-787
营业外收支	-4	-1	-1	-1	现金净流量	-37	254	-515	72
利润总额	149	422	628	852	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	29	63	94	128	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	120	358	534	724	营业收入增长率	0.0%	23.9%	20.3%	17.0%
归属于母公司净利润	104	348	518	702	净利润增长率	26.4%	234.6%	49.0%	35.7%
YoY (%)	26.4%	234.6%	49.0%	35.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.18	0.60	0.89	1.21	毛利率	43.4%	45.4%	45.8%	46.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	2.8%	6.8%	8.4%	9.7%
货币资金	710	964	449	522	总资产收益率 ROA	1.4%	4.4%	6.8%	9.0%
预付款项	27	58	59	64	净资产收益率 ROE	4.8%	13.9%	17.1%	18.8%
存货	845	833	975	1,124	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	583	653	713	778	流动比率	1.10	1.18	1.34	1.52
流动资产合计	2,165	2,508	2,196	2,487	速动比率	0.66	0.76	0.71	0.80
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.36	0.45	0.27	0.32
固定资产	1,671	1,733	1,773	1,802	资产负债率	66.0%	62.6%	53.9%	46.0%
无形资产	2,353	2,373	2,392	2,401	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	5,517	5,419	5,388	5,337	总资产周转率	0.56	0.67	0.84	0.95
资产合计	7,682	7,927	7,584	7,824	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	58	38	10	5	每股收益	0.18	0.60	0.89	1.21
应付账款及票据	391	468	558	643	每股净资产	3.71	4.30	5.19	6.39
其他流动负债	1,514	1,626	1,068	983	每股经营现金流	1.06	1.21	1.07	1.44
流动负债合计	1,964	2,132	1,636	1,631	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	774	694	614	534	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,335	2,135	1,835	1,435	PE	56.41	16.86	11.31	8.34
非流动负债合计	3,109	2,829	2,449	1,969	PB	2.27	2.34	1.94	1.57
负债合计	5,073	4,962	4,085	3,601					
股本	583	581	581	581					
少数股东权益	449	459	475	497					
股东权益合计	2,609	2,965	3,499	4,223					
负债和股东权益合计	7,682	7,927	7,584	7,824					

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。