

曲美家居(603818)

点评报告

行业公司研究—其他轻工制造II行业

证券研究报告

海内外业务复苏, 业绩拐点向上

——曲美家居点评报告

✍️ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008  
☎️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
👤 联系人: 傅嘉成  
✉️ : fujiacheng@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报: 20A 实现营收 42.79 亿元 (-0.01%), 归母净利润 1.04 亿元 (+26.41%), 扣非归母净利润 0.95 亿元 (+38.12%); 其中, 20Q4 实现营收 13.77 亿元 (+8.46%), 归母净利润 0.73 亿元 (+3468.04%), 扣非归母净利润 0.55 亿元 (去年同期-0.06 亿元)。21Q1 实现收入 11.49 亿元, 同比 19/20 年分别增长 14.33%/36.89%, 归母净利润 0.61 亿元 (同比 19 年增长 420.60%、20 年同期为-0.34 亿元), 扣非归母净利润 0.50 亿元 (同比 19 年增长 2379.38%、20 年同期为-0.35 亿元)。

投资要点

□ 海外业务受益地产高景气、国内业务转型初具成效

回顾 20 年全年业绩, 分业务来看: (1) **海外业务**: 疫情之下宽松货币政策催化海外地产高景气, 公司海外业务 20H2 同比、环比齐向上。Stressless/IMG/Svane 全年实现收入 18.66/ 4.68/1.99 亿元, 同比-0.91%/ 17.44%/18.00%, 对应毛利率分别为 43.61%/ 44.89%/ 23.90%; 其中 20H2 Stressless/IMG/Svane 分别实现收入 10.40/2.71/1.22 亿元, 同比+14.12%/32.42%/31.66%, 对应毛利率分别为 50.84%/48.37%/24.71%。(2) **国内业务**: “三新转型” 初具成效、积极推动经销渠道转型、家装+大宗布局初步完成, 国内曲美业务实现收入 16.39 亿元 (-3.96%), 毛利率 37.03%; 其中 20H2 实现收入 9.71 亿元 (-0.1%), 毛利率 38.13%, 业绩环比改善。分渠道来看, (1) **线下零售**: 全年实现收入 39.64 亿元 (+0.84%), 毛利率 43.39%。其中经销店收入 37.49 亿元 (+0.81%), 毛利率 42.59%; 直营店收入 2.15 亿元 (+1.48%), 毛利率 57.42%。(2) **大宗业务**: 全年实现收入 0.95 亿元 (-11.64%), 毛利率 57.88%。(3) **线上销售**: 全年实现收入 0.56 亿元 (-12.23%), 毛利率 44.95%。

□ 海外业务持续复苏、国内大宗+家装放量, 业绩拐点显现

海外地产热潮不减、家居需求景气延续, 在 21Q1 疫情影响尚未完全消退的情况下海外业务依旧表现靓丽, 预计伴随海外供应链完全恢复、下游需求持续复苏, 海外业务将维持高增。国内方面, **大宗业务**客户开拓顺利, 依托全品类优势卡位公租房、人才房等差异化赛道, 20 年全年接单 2 亿+, 交付约 3000 万, 预计 21 年大宗业务将步入放量期。此外, **家装业务**独立品牌“管家装”渠道建设初步完成, 21 年有望新增 150+家经销家装门店贡献增量。回顾 21Q1 业绩表现, 海内外业务双增带来业绩拐点的逻辑初步兑现, 报告期内实现收入 11.49 亿元(+36.89%)、净利润达历史最高点 0.61 亿元 (往年最高点为 18Q1 的 0.28 亿元、去年同期净利润为-0.34 亿元)。

□ 财务费用持续压缩, 利润有望增厚

2020 年内公司通过定向增发 6.5 亿元、引入战略投资者等措施有效降低有息负债规模, 截止至 2020 年底公司短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款分别为 0.58、9.19、7.74 亿元, 同比+1.51、-6.37、-0.40 亿元, 对应全年利息支

评级

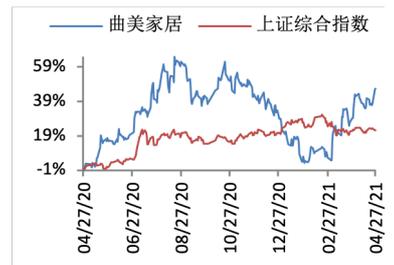
买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥ 10.05

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.12
4Q/2020	0.14
3Q/2020	0.13
2Q/2020	-0.01



公司简介

相关报告

报告撰写人: 史凡可、马莉  
联系人: 傅嘉成

出 2.61 亿元, 同比减少 0.32 亿元。预计 2021 年公司将持续压缩有息负债规模, 减少财务费用支出增厚利润。

### □ 费用把控良好, 盈利能力改善

20 年公司实现毛利率 43.41% (-0.18pct), 实现净利率 2.80% (+0.52pct), 主要系销售费用和管理费用同比减少, 收到政府补助增加所致; 21Q1 公司实现毛利率 43.66%, 同比 19/20 年分别-3.05pct/-1.01pct, 实现净利率 5.34%, 同比 19/20 年分别+4.17pct/+9.37pct, 主要系本期公司国内 B2B 工程业务和家装公司渠道业务快速增长, 以及海外 Ekron 受益于内部改革成效及全球市场景气度提升, 营业收入和订单额快速增长, 净利润大幅增加所致。20 年公司期间费用率为 39.62% (-1.45pct), 其中销售费用率 23.09% (-1.68pct), 管理费用率 10.47% (-0.42pct), 财务费用率 6.06% (+0.66pct), 主要系外币汇率变动导致汇兑收益减少所致。21Q1 公司期间费用率为 37.48% (-4.62pct), 其中销售费用率 24.32% (-2.98pct), 管理费用率 6.91% (-3.13pct), 财务费用率 4.69% (+1.80pct)。

### □ 盈利预测及估值

公司海内外业务齐放量, 盈利改善逐渐兑现, 预计 2021-2023 年公司实现营收 49.62 /60.02 /70.71 亿元, 同增 15.97%/ 20.97%/ 17.81%; 归母净利润 3.53/ 5.22/7.07 亿元, 同增 239.67%/ 47.91%/ 35.58%, 对应 PE 分别为 16.61X/ 11.23X/ 8.28X, 给予买入评级。

### □ 风险提示

海外疫情反复、国内新业务拓展不及预期

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4278.74	4961.86	6002.15	7070.91
(+/-)	-0.01%	15.97%	20.97%	17.81%
净利润	103.85	352.74	521.74	707.38
(+/-)	26.41%	239.67%	47.91%	35.58%
每股收益(元)	0.18	0.61	0.90	1.21
P/E	56.41	16.61	11.23	8.28

图 1: 季度财务数据拆分一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业总收入	394.49	578.93	716.11	1,202.11	1,005.12	1,006.19	998.02	1,270.04	839.42	918.52	1,143.33	1,377.45	1,149.12
YOY	15.02%	7.33%	30.15%	80.87%	154.79%	73.80%	39.37%	5.65%	-16.48%	-8.71%	14.56%	8.46%	36.89%
归母净利润	28.02	42.45	24.58	(154.12)	11.79	59.88	8.44	2.04	(33.86)	(7.46)	72.50	72.67	61.40
YOY	12.16%	-47.45%	-64.06%	-57.91%	41.05%	-65.66%	-101.32%	-	(33.86)	(7.46)	758.97%	3468.04%	-
扣非归母净利润	25.05	41.15	22.53	(124.08)	2.00	57.35	15.07	(5.76)	(34.88)	8.93	66.25	54.57	49.63
YOY	8.84%	-48.62%	-65.42%	-	-92.01%	39.34%	-33.09%	-	-	-84.44%	339.51%	-	-
毛利率	36.27%	37.31%	44.63%	45.55%	46.71%	40.70%	47.51%	40.33%	44.67%	41.90%	46.95%	40.72%	43.66%
期间费用率	27.49%	27.78%	38.85%	56.07%	42.64%	42.77%	43.48%	36.59%	42.10%	45.54%	38.38%	35.18%	37.48%
其中: 销售费用	68.90	97.44	199.25	337.17	253.87	251.25	227.89	327.09	229.12	210.02	262.34	286.61	279.47
销售费用率	17.47%	16.85%	27.82%	28.05%	25.26%	24.97%	22.83%	25.75%	27.30%	22.86%	22.95%	20.81%	24.32%
其中: 管理费用	39.83	63.85	81.12	140.26	131.55	76.57	133.70	33.52	84.31	81.09	103.63	87.88	79.37
管理费用率	10.10%	11.03%	14.16%	13.89%	14.95%	9.76%	15.52%	4.95%	11.92%	11.00%	11.02%	8.76%	8.47%
其中: 财务费用	-0.28	-0.45	-22.40	169.95	24.47	80.82	51.19	74.77	24.25	107.22	50.50	77.28	53.84
财务费用率	-0.07%	-0.08%	-3.13%	14.14%	2.43%	8.03%	5.13%	5.89%	2.89%	11.67%	4.42%	5.61%	4.69%
归母净利率	7.10%	7.33%	3.43%	-12.82%	1.17%	5.95%	0.85%	0.16%	-4.03%	-0.81%	6.34%	5.28%	5.34%
存货	207.50	182.02	673.47	625.47	641.10	651.74	698.06	668.54	669.97	668.01	745.67	844.87	932.03
较上年同期增减	21.72	24.39	482.07	431.12	433.59	469.72	24.59	43.08	28.87	16.27	47.61	176.33	262.06
存货周转天数	71.93	55.14	115.90	88.61	106.40	101.51	107.88	96.49	129.68	120.51	118.98	112.51	123.51
较上年同期增减	-3.13	0.86	60.02	37.36	34.46	46.37	-8.02	7.88	23.29	19.00	11.10	16.02	-6.18
应收账款	110.18	155.75	476.70	405.53	406.95	395.01	368.65	400.31	411.71	342.92	360.04	386.50	449.57
较上年同期增减	69.78	90.89	381.12	288.28	296.77	239.26	-108.05	-3.22	4.76	-52.09	-8.61	-13.81	37.86
应收账款周转天数	25.72	25.06	47.30	32.29	36.29	35.73	34.64	33.81	43.53	38.05	35.38	33.10	32.74
较上年同期增减	15.97	14.99	35.10	19.49	10.57	10.68	-12.66	1.52	7.24	2.32	0.74	-0.71	-10.79
应付账款及应付票据	132.64	181.76	274.61	324.12	362.01	299.96	278.70	318.03	268.62	228.15	337.51	391.18	323.94
较上年同期增减	27.08	41.88	90.28	133.56	229.37	118.20	4.10	-6.09	-93.39	-71.81	58.80	73.15	55.32
预收账款(合同负债)	80.25	77.99	98.06	111.02	84.11	106.53	159.08	141.91	77.05	72.99	80.06	82.08	80.76
较上年同期增减	-22.19	7.13	-12.42	28.77	3.86	28.55	31.02	30.89	-7.06	-23.54	-49.02	-59.83	3.70
经营性现金流净额	-53.13	92.17	64.13	209.16	139.10	158.87	200.83	201.94	-35.20	250.08	203.92	199.96	-52.98
较上年同期增减	-52.83	3.94	-36.46	143.76	192.23	66.70	136.70	-7.23	-174.30	91.21	3.09	-1.97	-17.77
筹资性现金流净额	0.00	-10.63	3611.11	-103.12	-86.88	89.34	-52.82	-110.33	-112.60	-171.69	-131.67	-80.06	-120.56
较上年同期增减	-40.00	26.65	3611.11	-103.12	-86.88	99.97	-3663.93	-7.21	-25.71	-261.03	-78.84	30.27	-7.97
资本开支	64.28	30.59	38.51	61.79	99.90	70.90	41.95	25.75	30.10	3.59	44.69	21.55	39.73
较上年同期增减	1.48	-28.51	-16.22	32.09	35.62	40.31	3.45	-26.04	-69.80	-67.31	2.73	-4.20	9.63
ROE	1.75%	2.62%	1.50%	-10.27%	0.85%	4.05%	0.55%	0.14%	-2.47%	-0.57%	4.26%	3.47%	2.80%
YOY(±)	-0.04%	-3.03%	-3.10%	-14.87%	-0.89%	1.42%	-0.95%	10.41%	-3.32%	-4.62%	3.70%	3.33%	5.27%
资产负债率	18.77%	23.17%	71.98%	77.73%	74.56%	74.03%	74.60%	74.83%	76.09%	75.45%	66.42%	66.04%	65.88%
YOY(±)	-1.02%	3.03%	49.12%	55.24%	55.78%	50.86%	2.62%	-2.90%	1.53%	1.42%	-8.18%	-8.79%	-10.20%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**图 2：业务拆分一览**

	2018A	2019H1	2019H2	2019A	2020H1	2020H2	2020A
<b>营业收入</b>	<b>2891.63</b>	<b>2011.3</b>	<b>2268.06</b>	<b>4279.36</b>	<b>1757.95</b>	<b>2520.79</b>	<b>4278.74</b>
<b>YOY</b>	<b>37.88%</b>	<b>106.62%</b>	<b>18.24%</b>	<b>47.99%</b>	<b>-12.60%</b>	<b>11.14%</b>	<b>-0.01%</b>
<b>国外</b>	<b>927.97</b>	<b>1,241.78</b>	<b>1,208.70</b>	<b>2,450.48</b>	<b>1,100.13</b>	<b>1,433.10</b>	<b>2,533.23</b>
<b>Stressless</b>							
收入	730.00	972.12	911.10	1,883.22	826.36	1,039.71	1,866.07
yoy	-	-	-	157.98%	-14.99%	14.12%	-0.91%
毛利	412.45	-	-	954.89	-	-	-
成本	476.45	476.45	451.88	928.34	400.75	511.11	911.86
毛利率	56.50%	50.99%	50.40%	50.70%	51.50%	50.84%	51.13%
净利润	-	-	-	68.29	68.29	68.29	68.29
业务收入比例	25.25%	48.33%	40.17%	44.01%	47.01%	41.25%	43.61%
<b>IMG</b>							
收入	143.83	193.74	204.73	398.47	196.87	271.11	467.98
yoy	-	-	-	177.04%	1.62%	32.42%	17.44%
毛利	66.15	-	-	185.28	-	-	-
成本	-	103.75	109.44	213.19	117.95	139.96	257.91
净利润	-	-	-	22.92	22.92	22.92	22.92
毛利率	46.00%	46.45%	46.54%	46.50%	40.09%	48.37%	44.89%
业务收入比例	4.97%	9.63%	9.03%	9.31%	11.20%	10.76%	10.94%
<b>Svane</b>							
收入	54.14	75.92	92.87	168.79	76.91	122.28	199.18
yoy	-	-	-	211.77%	1.30%	31.66%	18.00%
毛利	-0.43	-	-	22.81	-	-	-
成本	-	71.07	74.92	145.99	59.52	92.06	151.58
净利润	-	-	-	2.72	2.72	2.72	2.72
毛利率	-0.79%	6.39%	19.33%	13.51%	22.61%	24.71%	23.90%
业务收入比例	1.87%	3.77%	4.09%	3.94%	4.37%	4.85%	4.66%
<b>国内</b>	<b>1,849.85</b>	<b>734.88</b>	<b>971.72</b>	<b>1,706.60</b>	<b>668.17</b>	<b>970.79</b>	<b>1,638.96</b>
yoy	-	-	-	-7.74%	-9.08%	-0.10%	-3.96%
毛利率	37.87%	38.04%	38.98%	38.57%	35.43%	38.13%	37.03%
<b>成品家具</b>							
收入	1,159.63	-	-	851.15	-	-	689.01
yoy	-	-	-	-26.60%	-	-	-19.05%
毛利	423.50	-	-	297.05	-	-	-
成本	-	-	-	-	-	-	469.47
毛利率	36.52%	-	-	34.90%	-	-	31.86%
业务收入比例	40.10%	-	-	19.89%	-	-	16.10%
<b>定制家具</b>							
收入	593.83	-	-	726.00	-	-	784.94
yoy	-	-	-	22.26%	-	-	8.12%
毛利	255.53	-	-	333.22	-	-	-
成本	-	-	-	-	-	-	447.86
毛利率	43.03%	-	-	45.90%	-	-	42.94%
业务收入比例	20.54%	-	-	16.97%	-	-	18.35%
<b>饰品及其他</b>							
收入	96.39	-	-	129.45	-	-	165.01
yoy	-	-	-	34.30%	-	-	27.47%
毛利	21.44	-	-	28.03	-	-	-
成本	-	-	-	-	-	-	114.75
毛利率	22.25%	-	-	21.66%	-	-	30.46%
业务收入比例	3.33%	-	-	3.02%	-	-	3.86%
<b>其他业务</b>							
收入	113.82	-	-	122.27	-	-	106.55
yoy	-	-	-	7.42%	-	-	-12.86%
毛利率	41.89%	-	-	36.02%	-	-	35.38%
业务收入比例	3.94%	-	-	2.86%	-	-	2.49%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2165	2255	2513	3002	<b>营业收入</b>	4279	4962	6002	7071
现金	710	566	663	894	营业成本	2421	2722	3255	3819
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	19	27	28	34
应收账款	460	584	642	783	营业费用	988	1141	1380	1591
其它应收款	31	35	40	50	管理费用	357	400	490	570
预付账款	27	55	55	61	研发费用	91	105	128	150
存货	845	929	1022	1125	财务费用	259	171	120	84
其他	92	86	90	89	资产减值损失	(1)	7	8	9
<b>非流动资产</b>	5517	6417	6471	6603	公允价值变动损益	19	19	19	19
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(27)	(27)	(27)	(27)
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	31	19	22	24
固定资产	1671	1935	1941	1924	<b>营业利润</b>	153	398	606	828
无形资产	2353	2991	3079	3237	营业外收支	(4)	(5)	(4)	(4)
在建工程	27	26	(19)	(25)	<b>利润总额</b>	149	393	602	824
其他	1466	1465	1471	1467	所得税	29	24	65	100
<b>资产总计</b>	7682	8672	8984	9605	<b>净利润</b>	120	369	538	723
<b>流动负债</b>	1964	3038	2472	2440	少数股东损益	16	16	16	16
短期借款	58	1061	116	100	<b>归属母公司净利润</b>	104	353	522	707
应付款项	391	443	495	606	EBITDA	576	722	914	1116
预收账款	40	134	139	140	EPS (最新摊薄)	0.18	0.61	0.90	1.21
其他	1474	1400	1723	1694	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	3109	2639	2980	2910		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	774	774	774	774	<b>成长能力</b>				
其他	2335	1865	2206	2135	营业收入	(0.01%)	15.97%	20.97%	17.81%
<b>负债合计</b>	5073	5677	5452	5350	营业利润	42.61%	160.70%	52.34%	36.53%
少数股东权益	449	464	480	496	归属母公司净利润	26.41%	239.67%	47.91%	35.58%
归属母公司股东权益	2161	2530	3052	3759	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7682	8672	8984	9605	毛利率	43.41%	45.14%	45.76%	45.99%
					净利率	2.80%	7.43%	8.96%	10.23%
					ROE	4.56%	12.59%	15.99%	18.17%
					ROIC	5.98%	9.23%	11.85%	13.85%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	66.04%	65.47%	60.69%	55.70%
					净负债比率	34.53%	46.86%	36.50%	32.20%
					流动比率	1.10	0.74	1.02	1.23
					速动比率	0.67	0.44	0.60	0.77
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.61	0.68	0.76
					应收帐款周转率	10.88	10.77	10.73	11.05
					应付帐款周转率	6.83	6.53	6.94	6.94
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.18	0.61	0.90	1.21
					每股经营现金	1.06	1.31	1.42	1.77
					每股净资产	3.71	4.34	5.24	6.45
					<b>估值比率</b>				
					P/E	56.41	16.61	11.23	8.28
					P/B	2.71	2.32	1.92	1.56
					EV/EBITDA	11.27	11.74	8.48	6.51

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>