

相关研究

《并购整合渐入佳境,轻装上阵曲美飞扬》2021.3

国内外业务并举, Q1 盈利能力提升

2021年4月28日

事件:公司发布2020年年报及2021年一季度报告,2020年实现收入42.79亿元、同降0.01%,归母净利1.04亿元、同增26.41%,扣非净利9486.71万元、同增38.12%,EPS为0.20元。2020Q4公司实现收入13.77亿元、同增8.46%,归母净利7266.79万元、同增3468.04%,业绩显著增长。2021Q1公司实现收入11.49亿元、同增36.89%,归母净利6140.21万元、20Q1为-3386.23万元,业绩同比扭亏为盈、盈利能力提升。

点评:

- **疫情影响20年收入表现,定制家具收入同比增长。**分产品来看,2020年定制家具、成品家具、饰品及其他、Stressless、IMG、Svane实现收入7.85亿元、6.89亿元、1.65亿元、18.66亿元、4.68亿元、1.99亿元,同增8.12%、-19.05%、27.47%、-0.91%、17.44%、18.00%。2020年受疫情影响,公司成品家具渠道客流量减少、收入下滑,定制家具受益于大宗等渠道拓展、收入同比增长,Stressless上半年受疫情影响收入同比下滑、下半年收入恢复较快增长、全年收入同比基本持平,剔除汇率影响收入同比个位数增长;IMG品牌拓展大客户代工业务,收入增速较高。2021Q1公司疫情影响逐步改善、且20Q1收入基数较低,整体收入增速相对较高。
- **疫情影响单店产出,大宗、线上收入下滑。**分渠道来看,2020年公司直营店、经销店、大宗业务、线上销售、其他渠道实现收入2.15亿元、37.49亿元、9546.00万元、5633.16万元、5648.40元,同增1.48%、0.81%、-11.64%、-12.23%、4.45%。2020年末公司直营、经销门店共有19、8069家,同增5.56%、5.85%,疫情影响下单店收入同比有所下滑。公司大宗客户有所优化、注重客户回款,大宗收入同比下滑,线上收入受疫情影响同比减少。
- **毛利率、费用率下降,库存备货同比增加。**1)2020年公司毛利率同降0.18PCT至43.41%,主要由于疫情影响以及拓展大客户代工业务毛利率较低,2020年曲美、Stressless、IMG毛利率同增-1.54PCT、0.43PCT、-1.61PCT至37.03%、51.13%、44.89%。2021Q1毛利率同降1.01PCT至43.66%。2)2020年公司销售、管理、财务、研发费用率为23.09%、8.34%、2.12%、6.06%,同增-1.68PCT、-0.43PCT、0.00PCT、0.66PCT,销售费用率下降主要由于大宗业务服务费、差旅交通办公费等减少,管理费用率下降主要由于咨询服务费、中介费等减少,财务费用率增加主要由于外币汇兑收益减少。21Q1公司收入显著增长、期间费用率同降4.62PCT。3)2020年末公司存货为8.45亿元、同增26.38%,主要由于订单储备原材料、产成品库存增加,库存周转率3.20、同降0.53。2021年3月末存货为9.32亿元、同增39.12%,主要由于海外订单增长、在途产品增加。
- **曲美品牌持续升级,新兴渠道快速拓展。**国内曲美业务方面,公司持续推进“三新”战略,进一步突出产品环保、时尚、高性价比等优势,通

过店面形象升级、销售模式创新推动渠道升级，提升经销商主动营销引流能力。2021 年公司将推动终端渠道扩张，并发力 B2B 工程业务、家装公司渠道业务等新兴方向，公司以股权激励方式引入优秀人才，拓展中国融通等工程客户，承接公租房、人才公寓等项目；公司与家装公司以独立品牌、独立供应链、同品类排他的模式合作，快速拓展合作公司数量，推动整体收入增长。

- **Ekornes 管理优化，多种措施推动收入增长。** Ekornes 全球业务方面，2020 年公司重组管理层，强化股权激励，推动收入加快增长。1) 公司扩充产品品类，推出电动沙发、软包餐椅等软体家具以及茶几、餐桌等客餐厅家具，带动收入增长。2) 公司加快布局中国市场，2020 年 Stressless 中国区订单金额增长约 50%，IMG 快速扩充到曲美店铺，未来有望受益于高端消费快速增长。3) 公司大力拓展连锁渠道商、大型经销商等 KA 渠道，与 Costco、Gplan 等客户签订供货协议，推动核心客户收入增长。
- **盈利预测与投资评级：**由于 21Q1 公司业绩表现较好、海外消费复苏订单增长明显，我们上调 2021-22 年 EPS 预测为 0.61/0.88 元（原值为 0.54/0.84 元），预测 2023 年 EPS 为 1.15 元，目前股价对应 21 年 16 倍 PE，考虑到公司收入快速增长、盈利能力修复业绩弹性较大，未来成长空间广阔，维持“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、海外消费低于预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,279	4,279	5,469	6,594	7,964
增长率 YoY %	48.0%	0.0%	27.8%	20.6%	20.8%
归属母公司净利润(百万元)	82	104	356	516	669
增长率 YoY%	239.1%	26.4%	243.0%	44.8%	29.8%
毛利率%	43.6%	43.4%	44.9%	45.8%	45.5%
净资产收益率ROE%	5.5%	4.8%	14.2%	17.0%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.18	0.61	0.88	1.15
市盈率 P/E(倍)	59.31	47.26	16.45	11.36	8.75
市净率 P/B(倍)	3.25	2.27	2.33	1.93	1.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,899	2,165	2,522	2,879	3,719	
货币资金	657	710	752	797	1,218	
应收票据	10	74	94	114	137	
应收账款	400	387	494	596	720	
预付账款	48	27	61	61	70	
存货	669	845	991	1,176	1,427	
其他	115	123	130	135	147	
非流动资产	5,818	5,517	5,652	5,807	5,882	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,802	1,671	1,766	1,881	1,916	
无形资产	2,510	2,353	2,373	2,393	2,413	
其他	1,506	1,493	1,513	1,533	1,553	
资产总计	7,717	7,682	8,174	8,686	9,601	
流动负债	2,623	1,964	2,351	2,477	2,831	
短期借款	209	58	58	58	58	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	318	391	490	544	689	
其他	2,096	1,514	1,802	1,875	2,084	
非流动负债	3,152	3,109	2,809	2,609	2,409	
长期借款	734	774	774	774	774	
其他	2,418	2,335	2,035	1,835	1,635	
负债合计	5,775	5,073	5,160	5,086	5,241	
少数股东权益	441	449	497	567	659	
归属母公司	1,501	2,161	2,517	3,033	3,702	
负债和股东权益	7,717	7,682	8,174	8,686	9,601	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,279	4,279	5,469	6,594	7,964	
同比	48.0%	0.0%	27.8%	20.6%	20.8%	
归属母公司净利润	82	104	356	516	669	
同比	239.1	26.4%	243.0%	44.8%	29.8%	
毛利率(%)	43.6%	43.4%	44.9%	45.8%	45.5%	
ROE%	5.5%	4.8%	14.2%	17.0%	18.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.18	0.61	0.88	1.15	
P/E	59.31	47.26	16.45	11.36	8.75	
P/B	3.25	2.27	2.33	1.93	1.58	
EV/EBITDA	12.02	10.59	10.44	8.04	6.25	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,279	4,279	5,469	6,594	7,964	
营业成本	2,414	2,421	3,013	3,577	4,340	
营业税金及	18	19	25	30	36	
销售费用	1,060	988	1,258	1,484	1,752	
管理费用	375	357	438	528	637	
研发费用	91	91	82	99	119	
财务费用	231	259	163	143	126	
减值损失合	-1	-9	-5	-5	-5	
投资净收益	-17	-27	-33	-36	-48	
其他	35	45	41	22	27	
营业利润	107	153	494	715	928	
营业外收支	-3	-4	0	0	0	
利润总额	104	149	494	715	928	
所得税	7	29	89	129	167	
净利润	98	120	405	586	761	
少数股东损	16	16	49	70	91	
归属母公司	82	104	356	516	669	
EBITDA	630	715	784	987	1,170	
EPS(当	0.14	0.18	0.61	0.88	1.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	701	619	816	703	973	
净利润	98	120	405	586	761	
折旧摊销	309	312	130	110	90	
财务费用	257	260	175	155	139	
投资损失	0	0	33	36	48	
营运资金变	83	-30	72	-186	-65	
其它	-46	-44	0	1	0	
投资活动现	-267	-134	-298	-302	-212	
资本支出	-246	-106	-265	-266	-165	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-21	-27	-33	-36	-48	
筹资活动现	-161	-496	-475	-355	-339	
吸收投资	13	672	0	0	0	
借款	187	-748	0	0	0	
支付利息或	-253	-274	-175	-155	-139	
现金流净增	362	-37	42	45	421	
加额						

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
全国销售总监	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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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	曹蔓茜	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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。