

公司点评
曲美家居 (603818)
轻工制造 | 家用轻工
费用管控优化, 盈利能力改善

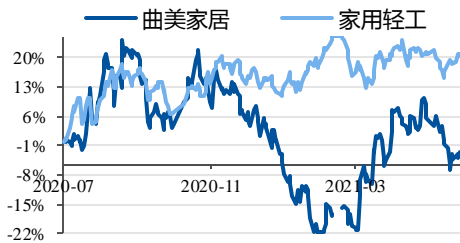
2021年07月01日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **8.12-9.28 元**
交易数据

当前价格 (元)	8.83
52周价格区间 (元)	6.85-11.70
总市值 (百万)	5146.83
流通市值 (百万)	5124.89
总股本 (万股)	58287.95
流通股 (万股)	58039.55

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
曲美家居	-1.34	-4.95	-0.34
家用轻工	-1.63	2.40	13.40

彭敏
分析师

 执业证书编号: S0530520050001
 pengmin2@cfzq.com

0731-84779517

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	4279.36	4278.74	5348.42	6418.11	7701.73
净利润 (百万元)	82.16	103.85	335.83	455.21	631.40
每股收益 (元)	0.14	0.18	0.58	0.78	1.08
每股净资产 (元)	2.58	3.71	4.55	5.33	6.41
P/E	63.00	49.84	15.41	11.37	8.20
P/B	3.45	2.40	1.95	1.67	1.38

资料来源: 贝格数据, 财信证券

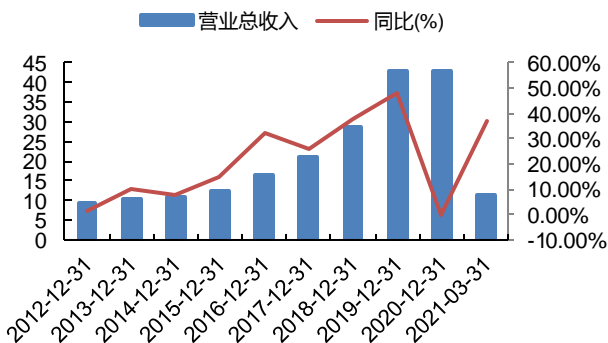
投资要点:

- 营收快速增长, 净利润下滑明显。**曲美家居主要从事家具制造及销售等业务。从收入端来看, 公司营业收入自 2018 年完成收购后大幅增长, 2019 年公司实现营业收入 42.79 亿元, 同比增长 47.99%, 2020 年受疫情影响, 公司收入有所下滑, 2020 年公司实现营业收入 42.79 亿元, 同比下滑 0.01%; 从利润端来看, 2020 年公司实现归母净利润 1.04 亿元, 同比增长 26.41%。2021Q1 实现营业收入 11.49 亿元, 同比增长 36.89%, 归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 281.33%。
- Stressless 为最大收入来源, 定制家具成第二大品类。**公司自 2018 年收购成功后, Stressless 成为公司最大的收入来源。Stressless 为全球知名的舒适椅品牌, 2020 年 Stressless 实现营业收入 18.66 亿元, 同比下降 0.91%; 定制家具实现收入 7.85 亿元, 同比增长 8.12%; 成品家具实现营业收入 6.89 亿元, 同比下降 19.05%。公司通过零售、定制以及家装等渠道共同驱动各项业务, 各项业务之间将形成相互背书、相互支撑的效益, 未来业绩增长可期。
- 财务费用优化, 利润端向好。**2018 年公司完成收购后带来有息负债大幅提升。有息负债的大幅增加, 带来利息支出的攀升, 利息支出的增加, 对公司整体利润端压力较大。现阶段, 公司主动将费用率管控作为重点工作执行, 并通过定向增发、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, 从而进一步降低利息支出及财务费用率, 改善财务报表, 释放更多净利润。
- 投资建议:** 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.36 亿元、4.55 亿元、6.31 亿元, EPS 为 0.58 元、0.78 元、1.08 元, 对应 PE 为 15.41 倍、11.37 倍、8.20 倍。申万家具行业可比公司市盈率中位数为 20.79 倍, 公司当前国内外业务发展顺畅, 费用端显现改善趋势, 但并购完成后公司尚存较大商誉, 且公司在国内家居行业中竞争力不及龙头企业, 综合考虑, 给予公司 2021 年 14-16 倍 PE, 对应合理区间 8.12-9.28 元, 首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 海外业务发展不及预期, 原材料价格上涨, 内销开店放缓, 市场竞争加剧。

1 营收快速增长，净利润下滑明显

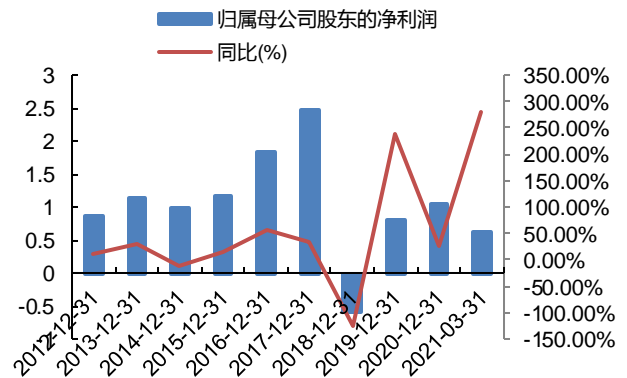
曲美家居主要从事家具制造及销售等业务。从收入端来看，公司营业收入自 2018 年完成收购后大幅增长，2019 年公司实现营业收入 42.79 亿元，同比增长 47.99%，2020 年受疫情影响，公司收入有所下滑，2020 年公司实现营业收入 42.79 亿元，同比下滑 0.01%；从利润端来看，2020 年公司实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 26.41%。2021Q1 实现营业收入 11.49 亿元，同比增长 36.89%，归母净利润 0.61 亿元，同比增长 281.33%。

图 1：公司历年营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

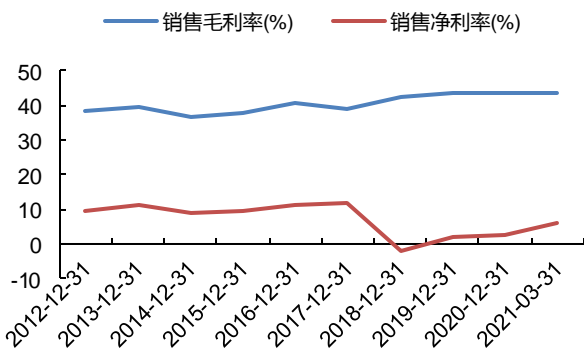
图 2：公司历年归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

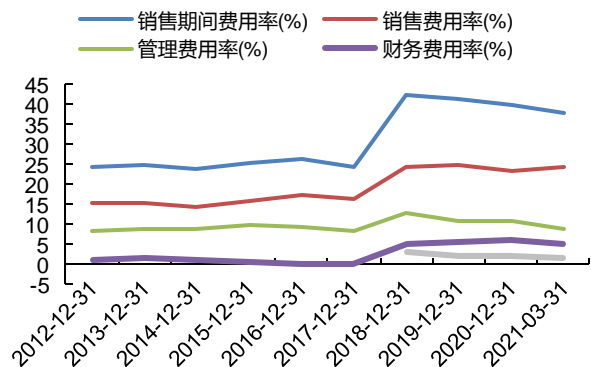
公司近年来毛利率维持较高水平且相对稳定。2018 年公司毛利率上升主要系收购并表，较高的海外业务拉高公司整体毛利率。费用率方面，2018 年收购 Ekornes 后费用率提升明显，期间费用率提升 17.84 个百分点至 42.24%，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别提升至 24.30%、12.86%、5.08%。2021Q1 随着财务费用逐渐降低，公司期间费用率下降至 37.48%，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 24.32%、8.47%、4.69%，未来随着公司采取各项举措降低负债情况，财务费用率有望进一步降低。

图 3：公司毛利率提升明显，净利率触底反弹



资料来源：公司公告，财信证券

图 4：公司财务费用率逐渐改善



资料来源：公司公告，财信证券

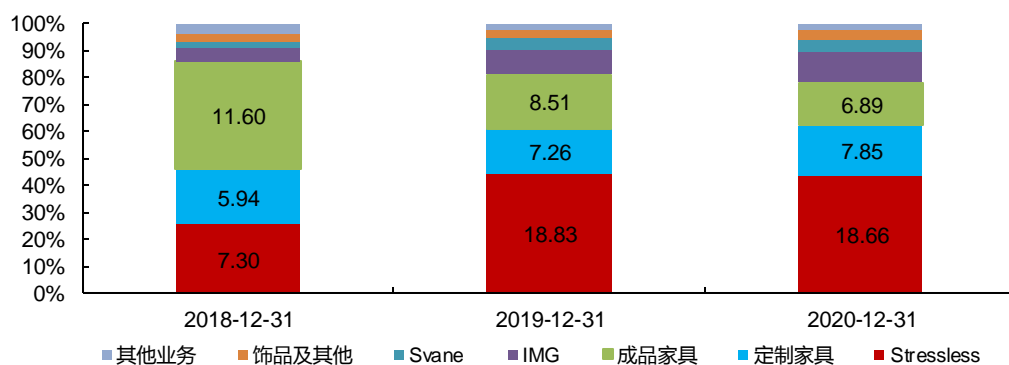
2 Stressless 为最大收入来源，定制家具成第二大品类

公司自 2018 年收购成功后，Stressless 成为公司最大的收入来源。2020 年 Stressless 实现营业收入 18.66 亿元，同比下降 0.91%；定制家具首次超越成品家具成为公司第二大

品类，实现收入 7.85 亿元，同比增长 8.12%；成品家具实现营业收入 6.89 亿元，同比下降 19.05%。公司通过零售、定制以及家装等渠道共同驱动各项业务，各项业务之间将形成相互背书、相互支撑的效益，未来业绩增长可期。

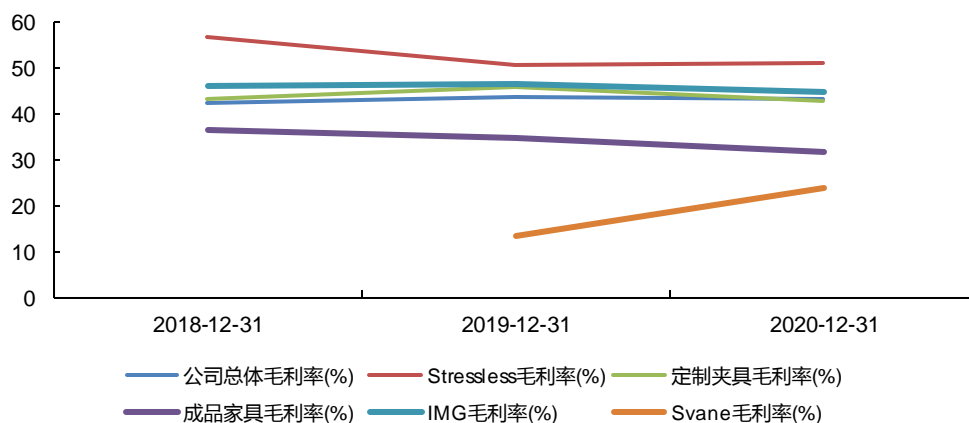
Ekornes 旗下拥有 Stressless、IMG、Svane、EkornesContract 等品牌。其中，Stressless 是全球知名的舒适椅品牌，享誉全球 40 余年，具有丰富的历史文化底蕴；IMG 定位为“引领市场潮流、高性价比”的舒适椅产品，为消费者提供高质量、高舒适度、高性价比的舒适椅和配套家具产品，是 Stressless 品牌在中高端市场的有效补充；Svane 主要为床垫品牌。差异化的品牌产品矩阵有效覆盖更多的消费群体，占领更广阔的市场空间。

图 5：公司各项收入占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 6：公司各项产品毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券

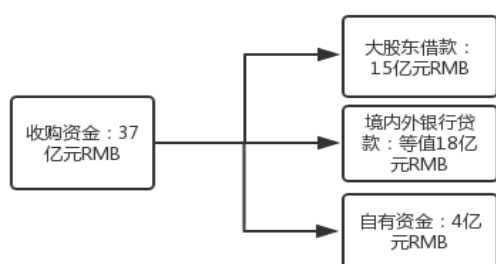
3 财务费用优化，利润端向好

公司 2018 年以 46.41 亿挪威克朗（约 37 亿元人民币）现金收购 Ekornes90.5% 的股份。现金收购的主要资金来源为股东借款、境内外商业银行贷款以及自有资金等，带来公司有息负债的大幅提升。2017 年-2021Q1 公司短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、租赁负债等合计分别为 0 亿元、39.31 亿元、41.46 亿元、33.74 亿

元、35.35 亿元。有息负债的大幅增加，带来利息支出的攀升，2018 年-2020 年公司利息支出分别为 1.39 亿元、2.93 亿元、2.61 亿元。利息支出的增加，对公司整体利润端压力较大，2017-2020 年公司净利润分别为 2.46、-0.57、0.98、1.04 亿元，公司净利润下降幅度较大。

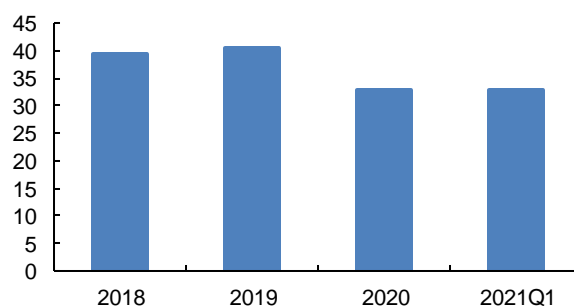
公司主动将费用率管控作为重点工作执行，并通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低有息负债规模，从而进一步降低利息支出及财务费用率，改善财务报表，释放更多的净利润。

图 7：收购 Ekornes 时资金来源



资料来源：公司公告，财信证券

图 8：公司有息负债情况（亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

4 投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入为 53.48 亿元、64.18 亿元、77.02 亿元，归母净利润为 3.36 亿元、4.55 亿元、6.31 亿元，EPS 为 0.58 元、0.78 元、1.08 元，对应 PE 为 15.41 倍、11.37 倍、8.20 倍。申万家具行业可比公司市盈率中位数为 20.79 倍，公司当前国内外业务发展顺畅，费用端显现改善趋势，但并购完成后公司尚存较大商誉，且公司在国内家居行业中竞争力不及龙头企业，综合考虑，给予公司 2021 年 14-16 倍 PE，对应合理区间 8.12-9.28 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

海外业务发展不及预期，原材料价格上涨，内销开店放缓，市场竞争加剧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438