

# 收购 Ekornes 剩余 9.5% 股权，增厚业绩且彰显未来发展信心

## 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:	11.7/6.85
目标价格:		总市值(亿)	53.34
最新收盘价:	9.19	自由流通市值(亿)	53.34
		自由流通股数(百万)	580.40

### 事件概述

曲美家居发布关于收购控股子公司少数股权的公告，根据战略发展需要，公司挪威全资子公司 Ekornes QM Holding AS 以现金方式收购 Ekornes Holding AS 9.5% 的股份，交易对价为等额 7.41 亿挪威克朗（约人民币 5.48 亿元）。本次收购交割日为 2021 年 7 月 30 日，收购完成后，公司全资子公司 Ekornes QM Holding AS 将通过 Ekornes Holding AS 间接持有 Ekornes AS 100% 的股份。

### 分析判断:

#### ► Ekornes 经营持续向好，收购剩余 9.5% 股权有利于增厚公司业绩且彰显对其未来发展信心。

对比 2018 年收购 Ekornes Holding AS 90.5% 股权的交易对价，本次收购交易对价溢价 52%（人民币口径，则溢价约 42%），溢价幅度高，主要为 Ekornes AS 通过完善升级公司治理结构和管理体系，以及扩品类、发力中国市场及开展代工业务等业务革新，经营效率大幅提升，据公司公告，2020 年在海外疫情反复的背景下，Ekornes AS 营业收入、净利润分别同比+4.18%、+24.07%，改革成效显著。按照 Ekornes AS 公司 2020 年归母净利润，本次收购 PE 为 20.37 倍，估值较为合理。此外，公司以现金方式收购，我们预计现金来源为公司自有资金以及海外融资，整体资金成本相对较低，因此，本次收购完成后，公司将间接持有 Ekornes AS 100% 的股份，整体经营效率将进一步提升，有助于增厚公司整体业绩（我们保守估计本次收购将增厚公司整体业绩 2000-3000 万人民币）。

#### ► 改革成效显著，利润端持续好转。

公司 2018 年收购 Ekornes 以来，积极进行管理体系改革，更换核心管理层，且对核心管理层进行有效激励。业务发展思路理顺，扩品类、发力中国市场以及开展代工业务有效提升经营效率，且中长期看，Ekornes 所处行业赛道好，且 Ekornes 凭借强品牌力以及与曲美渠道、产品、研发等协同发展，预计未来两年收入保持 20%-30% 增长，利润端受益成本管控与规模效应预计增速更高。与此同时，国内曲美零售主品牌 2019 年开始向“时尚家居”战略转型，加密核心区域，抓单店增长，重塑品牌价值；且发力大宗、家装新渠道，新渠道将于今年开始贡献增量。全品类与全渠道发力，预计未来两年国内曲美收入保持 20% 以上增长。财务费用方面，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，有息负债规模下降，财务费用持续优化，分季度看，20Q3 开始公司利息费用逐季下降，后续预计将持续改善，从而带来利润端继续好转。

### 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。暂不考虑本次收购，维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 53.03、63.78、74.63 亿元；归母净利润分别为 3.48、5.18、7.02 亿元，对应 PE 分别为 15 倍、10 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%	235.5%	48.8%	35.4%
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	64.92	51.36	15.31	10.29	7.60

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,279	5,303	6,378	7,463	净利润	120	359	534	724
YoY (%)	0.0%	23.9%	20.3%	17.0%	折旧和摊销	312	223	225	226
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	938	861	1,075
销售费用	988	1,262	1,515	1,769	资本开支	-106	111	42	63
管理费用	357	440	529	619	投资	0	0	0	0
财务费用	259	165	115	79	投资活动现金流	-134	79	7	18
资产减值损失	-9	0	0	0	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	424	630	852	筹资活动现金流	-496	-529	-1,148	-787
营业外收支	-4	-1	-1	-1	现金净流量	-37	489	-280	306
利润总额	149	423	629	851					
所得税	29	63	94	128	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	120	359	534	724	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	104	348	518	702	营业收入增长率	0.0%	23.9%	20.3%	17.0%
YoY (%)	26.4%	235.5%	48.8%	35.4%	净利润增长率	26.4%	235.5%	48.8%	35.4%
每股收益	0.18	0.60	0.89	1.21	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	43.4%	45.4%	45.8%	46.6%
					净利率	2.8%	6.8%	8.4%	9.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	1.4%	4.4%	6.8%	9.0%
货币资金	710	1,199	919	1,225	净资产收益率 ROE	4.8%	13.9%	17.1%	18.8%
预付款项	27	58	59	64	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	845	833	975	1,124	流动比率	1.10	1.29	1.63	1.96
其他流动资产	583	653	713	778	速动比率	0.66	0.87	1.00	1.23
流动资产合计	2,165	2,743	2,665	3,191	现金比率	0.36	0.56	0.56	0.75
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	66.0%	62.6%	53.9%	46.0%
固定资产	1,671	1,547	1,401	1,245	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	2,353	2,324	2,295	2,255	总资产周转率	0.56	0.67	0.84	0.95
非流动资产合计	5,517	5,184	4,920	4,634	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,682	7,927	7,585	7,824	每股收益	0.18	0.60	0.89	1.21
短期借款	58	38	10	5	每股净资产	3.72	4.32	5.21	6.42
应付账款及票据	391	468	558	643	每股经营现金流	1.07	1.62	1.48	1.85
其他流动负债	1,514	1,626	1,068	983	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,964	2,132	1,636	1,631	<b>估值分析</b>				
长期借款	774	694	614	534	PE	51.36	15.31	10.29	7.60
其他长期负债	2,335	2,135	1,835	1,435	PB	2.26	2.13	1.76	1.43
非流动负债合计	3,109	2,829	2,449	1,969					
负债合计	5,073	4,962	4,085	3,601					
股本	583	580	580	580					
少数股东权益	449	459	475	497					
股东权益合计	2,609	2,966	3,500	4,224					
负债和股东权益合计	7,682	7,927	7,585	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。