

# 二季度业绩靓丽强劲，新曲美迎来快速发展期

## 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:	11.27/6.85
目标价格:		总市值(亿)	58.39
最新收盘价:	10.06	自由流通市值(亿)	58.39
		自由流通股数(百万)	580.40

### 事件概述

曲美家居发布 2021 年半年度报告，2021H1 公司实现营收 25.13 亿元，同比+42.97%；净利润 1.43 亿元，同比增加 1.82 亿元，大幅扭亏为盈。分季度看，Q2 单季度公司实现营收 13.64 亿元，同比+48.53%；净利润 0.74 亿元，同比增加 0.80 亿元。Q2 单季度在公司收入保持高增长，且利润改善显著，盈利改善持续得到验证。

### 分析判断:

#### ► 曲美本部：零售业务恢复稳健增长，创新业务快速发展。

国内曲美方面，公司零售业务 Q2 单季度恢复双位数增长，直营市场收入增长迅猛；创新业务快速发展，有望成为新增长点。1) 零售业务方面：公司持续推动“三新营销”转型、“时尚家居”品牌升级，对核心店面形象进行升级，显著提升零售业务的坪效、客单值及单店收入，转型成效显著，其中，经销商渠道客单值超过 3.5 万元，直营门店客单值超过 3.9 万元。此外，直营市场通过不断引流创新、服务升级、产品和店面形象创新工作，在经营面积保持稳定的情况下，上半年营业收入同比增速超过 50%。公司未来将持续探索以直营托管、经销商联营等形式对重点市场提供发展帮扶，为曲美品牌零售业务打造新的增长点。2) 创新业务方面：2021H1 公司 B2B 工程业务收入突破 5,000 万元。公司工程业务主要客户为付款条件较好的国企央企客户，因此公司工程业务现金流、账期等表现稳健。此外，上半年公司经销商数量快速增长，目前初步具备覆盖全国市场的项目承接与服务能力。家装业务则坚持“管家装”独立品牌、独立供应链方式布局渠道，且针对头部家装品牌，推出家具供应链赋能模式，加快速度抢占大型家装公司渠道资源。

#### ► Ekornes：改革持续见效，订单表现持续亮眼。

2021 年上半年海外 Ekornes 产品研发与创新以及大客户业务均取得良好发展，订单表现持续亮眼，截至 2021 年 6 月末，Ekornes2021 年累计订单金额 25.74 亿挪威克朗，同比+65%（较 2019 年同期则+59%），改革持续见效。细分来看，1) 产品研发创新方面：Ekornes 推动如沙发、电动舒适椅、餐桌椅等新产品研发和销售，打造爆款，受益于新产品尤其是爆款新品的带动，Stressless 品牌前 10 款产品销售额占比由 2020 年的 66.6%提升至 2021 年的 68.9%。且公司 TOP10 产品中，新产品“Emily 沙发”成为首个沙发类产品，单款销售额超过 7500 万 NOK，拓品类逐渐见效。2) 客户方面：积极拓展大型经销商与贴牌客户，大客户业务取得良好成效，2021 年上半年有 8 位新客户进入 Stressless 和 IMG 品牌的前 20 大客户名单中，且占该两大品牌合计销售额 10%。3) 中国市场方面：持续加大门店和网点等渠道拓展，订单延续高速发展。2021H1 中国市场订单同比增速超过 70%，其中 Stressless 订单增速超过 90%。门店来看，上半年 Stressless 品牌国内市场门店数新增约 20 家至 100 家，销售渠道不断加密，且成熟门店平均单店销售额较 2019 年同期增长超 40%，门店经营效率不断提升。IMG 品牌持续增加体验点数量，并开设品牌独立店，截至目前，已营业及在装修设计的门店数约 40 家，门店的持续增加以及经营效率提升，使得 IMG 品牌在产能受限及全球海运影响的背景下，仍取得了快速增长。

#### ► 盈利端：财务费用率大幅下降，净利率提升明显。

2021H1 公司毛利率、净利率分别为 41.35%、5.70%，同比分别-1.87pct、+7.94pct，其中，Q2 单季度公司毛利率、净利率分别为 39.41%、5.40%，同比分别-2.49pct、+6.03pct。毛利率有所下降，主要受原材料价格持续

上涨以及国际海运成本大幅提升影响。而净利率同比大幅提升，主要得益于公司良好的费用管控。2021H1 公司期间费用率为 34.76%，同比-9.14pct，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 22.15%、6.69%、1.92%、4.00%，同比分别-2.83pct、-2.72pct、-0.11pct、-3.48pct。分季度看，Q2 单季度公司期间费用率为 32.48%，同比-2.53pct，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 20.33%、6.50%、2.23%、3.42%，同比分别-2.53pct、-2.33pct、+0.06pct、-8.25pct。各期间费用率保持下降，其中财务费用率下滑明显。

### 投资建议：

新曲美正在起积极变化，公司收入增长提速，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 2021-2023 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 17 倍、11 倍、8 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格持续上涨风险；海运持续紧张风险；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	71.07	56.22	16.76	11.27	8.32

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	<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	359	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%	235.5%	48.8%	35.4%
YoY (%)	26.4%	235.5%	48.8%	35.4%	<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	1,199	919	1,225	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	1.29	1.63	1.96
流动资产合计	2,165	2,743	2,665	3,191	速动比率	0.66	0.87	1.00	1.23
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.36	0.56	0.56	0.75
固定资产	1,671	1,547	1,401	1,245	资产负债率	66.0%	62.6%	53.9%	46.0%
无形资产	2,353	2,324	2,295	2,255	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	5,517	5,184	4,920	4,634	总资产周转率	0.56	0.67	0.84	0.95
资产合计	7,682	7,927	7,585	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	3.72	4.32	5.21	6.42
其他流动负债	1,514	1,626	1,068	983	每股经营现金流	1.07	1.62	1.48	1.85
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	56.22	16.76	11.27	8.32
非流动负债合计	3,109	2,829	2,449	1,969	PB	2.26	2.33	1.93	1.57
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，9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，5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，4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。