

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》2021.4

《收购 Ekornes 少数股权, 增厚公司利润水平》2021.7

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩增长逐步兑现, 长期发展值得期待

2021年8月27日

事件: 公司发布 2021 年中报, 2021H1 实现收入 25.13 亿元、同增 42.97%, 净利 1.28 亿元、同增 410.60%, 扣非净利 1.16 亿元、同增 547.73%, EPS 为 0.22 元。21Q2 公司收入 13.64 亿元、同增 48.53%, 净利 6694 万元、同增 997.44%, 扣非净利 6660 万元、同增 646.16%, 公司收入保持快速增长, 盈利能力持续修复。

点评:

- **曲美、Ekornes 收入高增, 业务拓展效果显著。**分品牌来看, 2021H1 曲美、Stressless、IMG、Svane 实现收入 9.20 亿元、11.78 亿元、3.24 亿元、1.10 亿元, 同增 37.69%、42.56%、73.89%、42.80%。公司继续推进曲美品牌升级, 拓展创新业务, 且疫情影响改善, 收入保持较快增速。Ekornes 在新管理层带领下不断拓展新业务、渠道, 收入增长动力足, 新品类、新客户、新市场收入表现亮眼, 21Q2 海外疫情仍有反复, 但公司收入持续高增, 截止 2021 年 6 月底 Ekornes 累计订单金额 25.74 亿挪威克朗、同增 65%。
- **2021H1 毛利率、费用率下降, 经营活动现金流减少。**1) 2021H1 公司毛利率同降 1.87PCT 至 41.35%, 主要由于上游原材料、大宗商品涨价, 且海运成本大幅增长, 公司调整产品价格、通过多项举措优化成本。2021H1 曲美、Stressless、IMG、Svane 毛利率为 33.22%、49.99%、38.96%、19.55%。2) 2021H1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 22.15%、6.69%、1.92%、4.00%, 同增-2.83PCT、-2.72PCT、-0.11PCT、-3.48PCT, 公司加强费用管控, 收入规模扩大, 费用率显著下降, 负债降低后借款利息显著减少, 财务费用率持续下降。3) 2021H1 经营活动现金流金额同降 30.25% 至 1.50 亿元, 主要由于原材料采购及人工成本支出增加。
- **国内零售业务持续升级, 创新业务快速发展。**公司国内业务继续“三新营销”转型及“时尚家居”品牌升级, 2021H1 经销商盈利能力持续提升, 客单值超过 3.5 万元, 零售渠道引流创新、服务升级、产品和店面形象创新, 客单值超过 3.9 万元, 2021H1 收入同增 50% 以上。未来公司将探索直营托管、经销商联营模式, 强化品牌零售业务。此外公司积极拓展创新业务, 上半年 B2B 工程业务经销商数量快速增长, 收入突破 5000 万元, 家装业务快速进行渠道布局, 针对头部家装品牌推出家具供应链赋能模式, 抢占大型家装公司渠道资源。
- **新业务增长不断兑现, 全球收入增长加速。**全球市场 Ekornes 受益于海外地产后周期消费高景气度, 家居用品销售快速增长, 且新成长动力不断兑现, 2021H1 收入增长加速。1) 公司积极研发沙发、电动舒适椅、餐桌椅等新产品, 获得经销商认可, 爆款新品快速增加, 收入贡献提升。2) 公司积极拓展新的大型客户, 提供 OEM 代工或经销业务, 新客户收入占比提升, 2021H1 公司 Stressless 和 IMG 品牌前 20 大经销商的新客户合计 8 名, 收入占比 10%。3) Ekornes 积极拓展中国市场,

上半年订单同比增长 70%以上，其中 Stressless 品牌中国门店数接近 100 家，门店数量持续扩张，成熟门店同店快速增长，IMG 品牌借助曲美渠道的同时拓展独立店，推动整体收入增长。

- **盈利预测与投资评级：**公司业绩增长逐步兑现，由于公司回购限制性股票注销股本，我们上调公司 2021-23 年 EPS 预测为 0.61/0.89/1.15 元（原值为 0.61/0.88/1.15 元），目前股价对应 21 年 16.49 倍 PE，我们看好公司收入快速增长、盈利能力修复后业绩弹性较大，长期家居行业龙头成长空间广阔，估值相对竞争对手处于较低水平，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、海外消费增长低于预期等。

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	0.89	1.15
市盈率 P/E(倍)	59.06	47.06	16.49	11.39	8.77
市净率 P/B(倍)	3.23	2.26	2.34	1.94	1.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 8 月 26 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	2,519	2,877	3,717	
货币资金	657	710	749	795	1,216	
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	8,171	8,684	9,599	
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	2,514	3,030	3,699	
负债和股东权益	7,717	7,682	8,171	8,684	9,599	

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	0.89	1.15	
P/E	59.06	47.06	16.49	11.39	8.77	
P/B	3.23	2.26	2.34	1.94	1.59	
EV/EBITDA	12.02	10.59	10.46	8.06	6.27	

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	0.89	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	701	619	816	703	973	
现金流						
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	-478	-355	-339	
吸收投资	13	672	-2	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	40	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
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	li ruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufe@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。