



买入 (维持)

所属行业: 轻工制造  
当前价格(元): 9.98

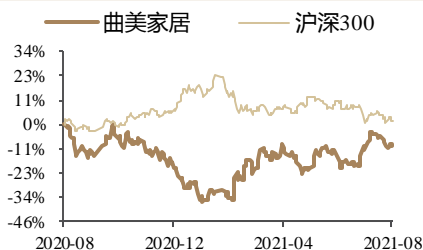
证券分析师

花小伟  
资格编号: S0120521020001  
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊  
邮箱: bixl@tebon.com.cn  
李珏吟  
邮箱: lijh3@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.20	4.28	14.06
相对涨幅(%)	1.79	12.16	23.33

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《曲美家居 (603818.SH): 内外地  
产需求共振, 业绩拐点体现》,  
2021.3.22

# 曲美家居 (603818.SH): 海内 外业务一体两翼, 业绩拐点顺利 兑现

投资要点

- **事件:** 公司 2021H1 实现营业收入 25.13 亿元, 同比增长 42.97%; 实现归母净利润 1.28 亿元, 同比增长 410.60%; 实现扣非归母净利润 1.16 亿元, 同比增长 547.73%; 2021Q2 单季实现营业收入 13.64 亿元, 同比增长 48.53%, 实现归母净利润 0.67 亿元, 同比增长 997.44%, 实现扣非归母净利润 0.67 亿元, 同比增长 646.16%。公司 21H1 曲美、Stressless、IMG、Svane 营收分别为 9.19、11.78、3.07、1.10 亿元, 同比增长分别为 37.55%、42.56%、64.34%、42.80%。
- **曲美本部“时尚家居+三新营销”战略兑现, 家装、大宗业务拓展孵化新增长曲线。** 国内曲美本部业务方面, 公司对产品进行“时尚家居”全面升级, “三新”销售模式转型顺利, 线下渠道三种店态中心店、独立店、商场店形成渠道矩阵并对店面形象进行升级。公司曲美本部零售业务实现迅猛增长, 直营业务 21H1 同比增速超 50%, 直营门店客单值超 3.9 万元, 经销商渠道客单值超 3.5 万元。创新平台引入工程业务、家装业务等, 其中工程业务与国企、央企背景的地产公司和集团公司、以及企事业单位合作公租房、人才公寓业务, 客户优质, 与市场形成差异化竞争。公司 21H1 to B 工程业务收入突破 5000 万元, 工程业务经销商数量增长迅速。
- **Ekornes 并购整合效果显著, 新产品销售放量。** Ekornes 全球市场营收增速迅猛, 产品研发成果步入收获期, 2 款新品进入 21H1 前 10 大畅销款式名单, 带动沙发、舒适椅品类营收持续增长。Ekornes 21H1 累计订单金额 25.74 亿, 同比增长 65%, 新舒适椅产品销售额突破 1.2 亿挪威克朗。其中 Stressless 品牌中国市场保持高速增长趋势, 21H1 订单增速超 90%; 渠道门店亦不断拓展, 中国市场门店数 21H1 增至约 100 家, 成熟门店同店销售额较 19 年增速超 40%。
- **有息负债稳步减少, 费用率改善助拐点向上。** 曲美有息负债稳步减少, 财务费用改善明显, 减 SKU、降成本工作成效显著。公司继续推动生产部门的精细化管理转型, 通过淘汰低效 SKU、合并职能部门、生产工序优化等工作, 持续提高产品品质, 同时降低生产成本。公司 21H1 净利率 5.70%, 同比增加 7.94pct; 21H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 22.15%、6.69%、4.00%, 同比下降 2.83、2.72、3.48pct。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 55.01、66.39、78.39 亿元, 同比增长 28.6%、20.7%、18.1%; 预计公司 2021~2023 年实现归属于母公司净利润分别为 3.69、5.13、6.69 亿元, 同比增长 255.3%、39.0%、30.4%, 当前股价对应 PE 分别为 15.70X、11.29X、8.66X。考虑到公司并购后协同效应显著, 公司收入、利润有望迎来高速增长, 且公司估值仍低, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 若地产政策大幅收紧; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧。





股票数据

总股本(百万股):	580.40
流通 A 股(百万股):	580.40
52 周内股价区间(元):	7.10-11.11
总市值(百万元):	5,792.35
总资产(百万元):	8,073.72
每股净资产(元):	3.85

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,279	4,279	5,501	6,639	7,839
(+/-)YOY(%)	48.0%	-0.0%	28.6%	20.7%	18.1%
净利润(百万元)	82	104	369	513	669
(+/-)YOY(%)	239.1%	26.4%	255.3%	39.0%	30.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.18	0.64	0.88	1.15
毛利率(%)	43.6%	43.4%	44.8%	45.3%	45.7%
净资产收益率(%)	5.5%	4.8%	14.6%	16.9%	18.0%

资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.64	0.88	1.15
每股净资产	3.72	4.36	5.24	6.39
每股经营现金流	1.07	1.14	1.33	1.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	47.06	15.70	11.29	8.66
P/B	2.26	2.29	1.90	1.56
P/S	1.36	1.06	0.88	0.74
EV/EBITDA	10.59	10.61	8.03	5.88
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.4%	44.8%	45.3%	45.7%
净利润率	2.4%	6.7%	7.7%	8.5%
净资产收益率	4.8%	14.6%	16.9%	18.0%
资产回报率	1.4%	4.6%	6.3%	7.7%
投资回报率	5.4%	8.6%	11.3%	13.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.0%	28.6%	20.7%	18.1%
EBIT 增长率	25.6%	36.0%	38.5%	25.6%
净利润增长率	26.4%	255.3%	39.0%	30.4%
偿债能力指标				
资产负债率	66.0%	62.2%	55.6%	49.7%
流动比率	1.1	1.2	1.6	2.1
速动比率	0.7	0.7	0.9	1.2
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.0	39.4	35.5	35.9
存货周转天数	127.4	121.8	116.8	122.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	2.6	3.5	4.4	5.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	104	369	513	669
少数股东损益	16	34	73	86
非现金支出	325	205	158	164
非经营收益	203	157	153	149
营运资金变动	-30	-103	-127	-128
经营活动现金流	619	662	770	941
资产	-106	2	3	4
投资	0	0	0	0
其他	-27	-28	-38	-43
投资活动现金流	-134	-26	-35	-39
债权募资	349	60	-110	-500
股权募资	672	0	0	0
其他	-1,517	-601	-568	-110
融资活动现金流	-496	-541	-678	-610
现金净流量	-37	95	57	291

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 27 日  
资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,279	5,501	6,639	7,839
营业成本	2,421	3,036	3,631	4,260
毛利率%	43.4%	44.8%	45.3%	45.7%
营业税金及附加	19	29	31	38
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	988	1,300	1,542	1,786
营业费用率%	23.1%	23.6%	23.2%	22.8%
管理费用	357	471	544	641
管理费用率%	8.3%	8.6%	8.2%	8.2%
研发费用	91	117	133	162
研发费用率%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%
EBIT	403	548	759	953
财务费用	259	121	106	97
财务费用率%	6.1%	2.2%	1.6%	1.2%
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	-27	-28	-38	-43
营业利润	153	429	657	860
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	149	429	657	860
EBITDA	715	752	916	1,117
所得税	29	26	71	105
有效所得税率%	19.6%	6.2%	10.8%	12.2%
少数股东损益	16	34	73	86
归属母公司所有者净利润	104	369	513	669

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	710	805	862	1,153
应收账款及应收票据	460	647	735	863
存货	845	1,014	1,161	1,424
其它流动资产	150	191	198	216
流动资产合计	2,165	2,657	2,957	3,656
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,671	1,582	1,493	1,405
在建工程	27	27	27	27
无形资产	2,353	2,237	2,168	2,093
非流动资产合计	5,517	5,313	5,155	4,991
资产总计	7,682	7,969	8,112	8,646
短期借款	58	58	58	58
应付票据及应付账款	391	494	552	676
预收账款	40	148	154	155
其它流动负债	1,474	1,438	1,090	844
流动负债合计	1,964	2,138	1,854	1,734
长期借款	774	834	724	624
其它长期负债	2,335	1,985	1,935	1,935
非流动负债合计	3,109	2,819	2,659	2,559
负债总计	5,073	4,958	4,514	4,294
实收资本	583	583	583	583
普通股股东权益	2,161	2,530	3,043	3,712
少数股东权益	449	482	555	641
负债和所有者权益合计	7,682	7,969	8,112	8,646

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。