

短期疫情影响可控，持续看好新曲美长期快速发展逻辑

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:	10.98/6.85
目标价格:		总市值(亿)	49.86
最新收盘价:	8.59	自由流通市值(亿)	49.86
		自由流通股数(百万)	580.40

事件概述

曲美家居发布 2021 年三季度报告，2021 年前三季度公司实现营收 37.43 亿元，同比+29.00%；净利润 1.99 亿元，同比+427.35%。分季度看，Q3 单季度公司实现营收 12.29 亿元，同比+7.52%；净利润 0.56 亿元，同比-27.44%。受泰国及越南疫情影响，公司单三季度东南亚工厂出现阶段性停产，叠加去年同期高基数，Q3 单季度公司收入增速下滑，利润端同比有所下滑。考虑到海外订单储备良好，9 月下旬以来公司东南亚工厂已经全部复产以及 6 月底公司完成对国内外产品提价等因素，我们预计 Q4 业绩将有所改善。

分析判断:

► 收入端：疫情影响排产，Q3 收入增速放缓。

受去年同期高基数以及东南亚疫情影响排产，2021Q3 公司收入同比增速放缓至高个位数，若对比 2019 同期，2021Q3 单季度营收增速为 23.18% (21Q1+14.33%、21Q2+35.59%)，公司 Q3 单季度收入仍取得较高增长。目前来看，随着东南亚疫情的不断管控，公司 9 月下旬以来泰国及越南工厂便已全部复产，其中泰国工厂 9 月底基本达到满产状态，越南工厂 10 月产能利用率达到 75%，产能基本恢复正常状态，预计疫情对公司影响将逐步减小。而订单方面，Ekornes 新接订单延续高增长，库存订单保持高位。新接订单方面，整体 Q3 单季度新接订单实现较高增长，其中 7-8 月受高基数影响增速略有放缓，但 9 月订单增速回升至 21.7%，新订单增长势头良好；库存订单方面，Stressless 产品订单储备超 2 个月，较正常水平高出约 174%，库存订单充足。我们认为目前公司海外订单储备良好，且东南亚工厂产能恢复正常水平叠加产品提价实施，预计 Q4 业绩将有所改善；中长期看，持续看好国内曲美零售业务持续恢复，新业务逐步放量以及海外 Ekornes 改革持续见效，公司收入端有望持续高增长。

► 盈利端：短期盈利承压，净利率有望迎来改善。

2021 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 41.99%、5.32%，同比分别-2.70pct、+4.02pct；分季度看，Q3 单季度公司毛利率、净利率分别为 43.28%、4.55%，同比分别-3.67pct、-2.19pct，盈利水平有所下降，主要受泰国、越南疫情影响，公司东南亚工厂出现阶段性停产，叠加原材料价格持续上涨以及国际海运成本大幅提升影响。为了应对原材料及运费价格的上涨对公司业绩的影响，公司于 2021 年 6 月底完成对国内及海外业务产品的提价，随着东南亚工厂的逐步复工复产以及产品提价落实，我们预计公司盈利水平将迎来改善。

期间费用率方面，2021 年前三季度公司期间费用率为 35.34%，同比-6.38pct，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 22.71%、6.69%、1.94%、4.00%，同比分别-1.47pct、-2.58pct、-0.06pct、-2.27pct。分季度看，Q3 单季度公司期间费用率为 36.51%，同比-1.88pct，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 23.85%、6.69%、1.96%、4.01%，同比分别+0.90pct、-2.37pct、+0.00pct、-0.41pct，财务费用率持续下降。

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。维持此前收入预测，预计公司 21-23 年营业收入分别为 53.03/63.78/74.63 亿元；考虑到短期东南亚疫情、原材料及运费上涨等影响，下调 21-23 年 EPS 0.60/0.89/1.21 元的预测至 0.53/0.85/1.20 元，按照 2021 年 10 月 29 日收盘价 8.59 元/股，对应 PE 分别为 16 倍、10 倍、7 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	308	492	696
YoY (%)	239.1%	26.4%	196.4%	59.9%	41.5%
毛利率 (%)	43.6%	43.4%	42.2%	43.7%	45.5%
每股收益 (元)	0.14	0.18	0.53	0.85	1.20
ROE	5.5%	4.8%	12.5%	16.6%	19.1%
市盈率	60.69	48.01	16.20	10.13	7.16

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：qjzs@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	317	507	718
YoY (%)	0.0%	23.9%	20.3%	17.0%	折旧和摊销	312	223	225	226
营业成本	2,421	3,067	3,588	4,066	营运资金变动	-30	147	-75	-21
营业税金及附加	19	23	28	33	经营活动现金流	619	904	831	1,067
销售费用	988	1,198	1,432	1,690	资本开支	-106	111	42	63
管理费用	357	382	510	619	投资	0	0	0	0
财务费用	259	165	116	80	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	374	598	845	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	455	-310	298
利润总额	149	373	597	844	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	29	56	90	127	成长能力 (%)				
净利润	120	317	507	718	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	308	492	696	净利润增长率	26.4%	196.4%	59.9%	41.5%
YoY (%)	26.4%	196.4%	59.9%	41.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.18	0.53	0.85	1.20	毛利率	43.4%	42.2%	43.7%	45.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	2.8%	6.0%	8.0%	9.6%
货币资金	710	1,165	854	1,152	总资产收益率 ROA	1.4%	3.9%	6.5%	9.0%
预付款项	27	62	61	65	净资产收益率 ROE	4.8%	12.5%	16.6%	19.1%
存货	845	882	1,013	1,147	偿债能力 (%)				
其他流动资产	583	653	713	778	流动比率	1.10	1.26	1.57	1.90
流动资产合计	2,165	2,762	2,641	3,143	速动比率	0.66	0.83	0.93	1.16
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.36	0.53	0.51	0.69
固定资产	1,671	1,547	1,401	1,245	资产负债率	66.0%	63.2%	54.6%	46.6%
无形资产	2,353	2,324	2,295	2,255	经营效率 (%)				
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	0.96
资产合计	7,682	7,946	7,560	7,777	每股指标 (元)				
短期借款	58	38	10	5	每股收益	0.18	0.53	0.85	1.20
应付账款及票据	391	496	580	657	每股净资产	3.72	4.25	5.10	6.30
其他流动负债	1,514	1,659	1,090	996	每股经营现金流	1.07	1.56	1.43	1.84
流动负债合计	1,964	2,193	1,680	1,658	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	774	694	614	534	估值分析				
其他长期负债	2,335	2,135	1,835	1,435	PE	48.01	16.20	10.13	7.16
非流动负债合计	3,109	2,829	2,449	1,969	PB	2.26	2.02	1.69	1.36
负债合计	5,073	5,022	4,129	3,628					
股本	583	580	580	580					
少数股东权益	449	458	473	495					
股东权益合计	2,609	2,924	3,431	4,149					
负债和股东权益合计	7,682	7,946	7,560	7,777					

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。