

# 重焕新生，曲美渐入佳境

## 曲美家居(603818)

### 存量房时代，品牌家居份额持续提升。

随着存量房翻新、精装房配套以及保障房需求陆续释放，家居行业需求预计保持稳步增长，其中立足于大家居一站式赛道的领先企业将有望受益，行业集中度将持续向品牌企业集中。

### 改革见效，曲美渐入佳境。

2019年以来公司对国内曲美、海外 Ekornes 公司进行管理、渠道、产品等一系列改革，改革持续见效，国内曲美传统零售渠道同店稳步增长，且新增大宗及家装渠道贡献业绩增量，海外 Ekornes 则更换管理层，通过扩品类、扩渠道、拓市场等方式，目前业绩为历史最佳水平，且预计随着中国市场开拓，未来3年保持快速增长势头。

### 有息负债规模下降，财务成本下降空间大。

公司通过引入战投、经营性现金流还债等措施，持续稳步推动降杠杆工作，截至2021年9月底，公司短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款以及应付债券等有息负债规模合计36.87亿元，较2019年底下降3.80亿元。相应的，利息费用从2019年的2.93亿元下降至2020年的2.61亿元，2021年前三季度利息费用同比下降0.45亿元至1.69亿元。预计公司将通过经营性现金流等方式持续降低有息负债规模，利息费用将继续下降。

### 短期扰动因素消退，盈利改善可期。

短期受东南亚疫情影响排产、原材料价格以及海运费上涨等因素影响，公司2021Q3业绩同比有所下滑，目前来看公司东南亚工厂已恢复至正常水平，原材料价格、海运费也陆续回落，短期扰动因素消退，叠加公司提价落实，盈利改善可期。

**投资建议：**持续看好改革后 Ekornes 重焕增长动机，曲美新业务放量以及财务费用改善带来利润端好转。维持此前盈利预测，预计公司21-23年营业收入分别为53.03/63.78/74.63亿元，EPS分别为0.53/0.85/1.20元，按照2021年11月26日收盘价10.11元/股，对应PE分别为19倍、12倍、8倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**并购整合不及预期；地产销售不及预期；行业竞争加剧风险；疫情短期影响超预期。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	10.11
股票代码：	603818
52周最高价/最低价：	10.98/6.85
总市值(亿)	58.68
自由流通市值(亿)	58.68
自由流通股数(百万)	580.40



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

### 相关研究

1. 【华西轻工】曲美家居(603818.SH)点评报告：短期疫情影响可控，持续看好新曲美长期快速发展逻辑

2021.10.30

2. 【华西轻工】曲美家居(603818.SH)点评报告：二季度业绩靓丽强劲，新曲美迎来快速发展期

2021.08.26

3. 【华西轻工】曲美家居(603818.SH)点评报告：收购Ekornes剩余9.5%股权，增厚业绩且彰显未来发展信心

2021.07.16

**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	71.42	56.50	19.06	11.92	8.43

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

一、 核心观点.....	4
二、 存量时代，品牌家居份额提升.....	4
1、存量房翻新需求释放，家居行业消费属性凸显.....	4
2、变局之下，品牌家居强者恒强.....	5
3、一站式采购需求渐起，看好大家居发展.....	5
三、 成长动力十足，持续看好长期发展.....	6
1、改革见效，海外 Ekornes 成长动力十足.....	6
2、国内曲美稳步发展，新业务贡献增量.....	8
四、 有息负债规模下降，财务成本下降空间大.....	9
五、 短期扰动因素逐步消退，盈利改善可期.....	9
六、 投资建议.....	11
七、 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1 推荐逻辑：改革见效，公司渐入佳境，业绩弹性足.....	4
图 2 竣工及新开工剪刀差持续收窄.....	5
图 3 存量房翻新需求逐年提升.....	5
图 4 家居亏损企业数占比提升.....	5
图 5 定制家居知名品牌市占率缓慢提升.....	5
图 6 个性化定制满足多元化需求.....	6
图 7 标准化套餐提升家装效率.....	6
图 8 性价比舒适椅产品.....	7
图 9 产品延伸至软体舒适家居.....	7
图 10 2017 年 Ekornes 收入主要来源于北美、欧洲.....	7
图 11 北京北四环思特莱斯居然之家家之尊旗舰店.....	7
图 12 全球化产能布局.....	8
图 13 门店数稳步扩张（家）.....	8
图 14 单店收入较 2018 年有较大提升（万元/家）.....	8
图 15 管家装引领家装 6.0 时代.....	9
图 16 有息负债规模下降，结构优化（亿元）.....	9
图 17 财务费用持续下降.....	9
图 18 单季度营业收入稳步提升.....	10
图 19 单季度净利润逐步改善.....	10
图 20 2021Q3 盈利能力有所下滑.....	11
图 21 木材期货价格 5 月大幅下跌.....	11
图 22 中国至北美西海岸集装箱价格有所回落.....	11
图 23 公司存货占收入比重攀升.....	11

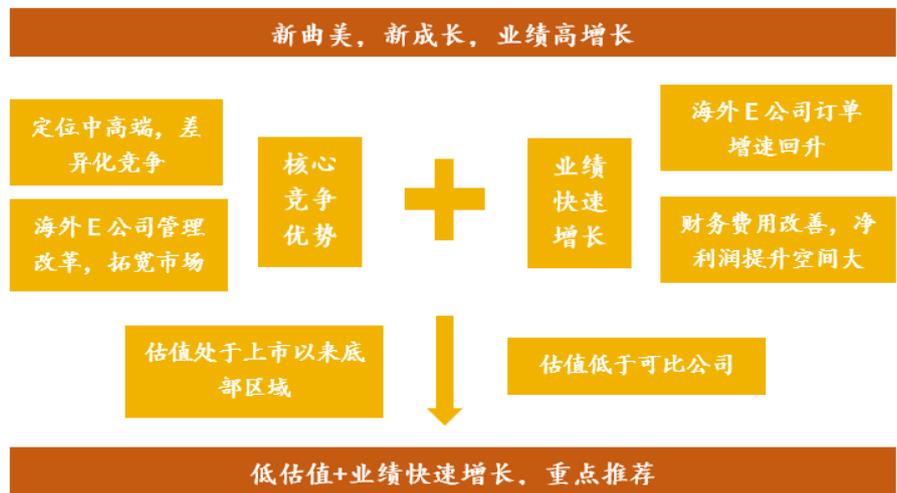
## 一、核心观点

中长期看，曲美改革持续见效，公司渐入佳境，国内曲美传统零售渠道立足于定制+成品，将持续受益于大家居一站式发展趋势，且新增大宗及家装渠道贡献业绩增量，海外 Ekornes 焕发新机，发展提速，未来可期。此外，随着公司经营持续向上，财务成本下降空间大，业绩弹性大。

短期看，东南亚疫情影响排产、原材料及海运价格上涨等短期扰动因素消退，叠加公司提价落实，预计 Q4 业绩环比改善，业绩将持续兑现。

我们认为，曲美正在起积极变化，业绩逐步释放。维持此前盈利预测，预计公司 21-23 年营业收入分别为 53.03/63.78/74.63 亿元，EPS 分别为 0.53/0.85/1.20 元，按照 2021 年 11 月 26 日收盘价 10.11 元/股，对应 PE 分别为 19 倍、12 倍、8 倍，考虑到公司业绩的加速释放，维持“买入”评级。

图 1 推荐逻辑：改革见效，公司渐入佳境，业绩弹性足



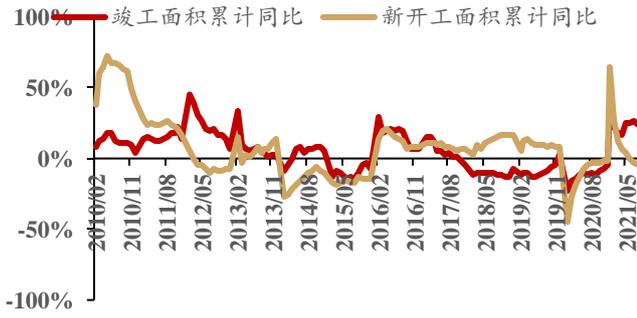
资料来源：华西证券研究所整理

## 二、存量时代，品牌家居份额提升

### 1、存量房翻新需求释放，家居行业消费属性凸显

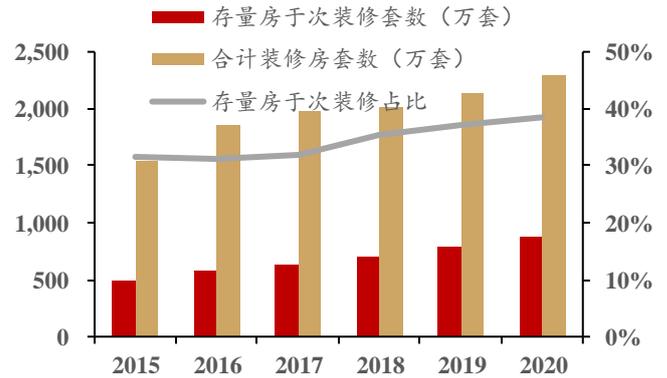
国内存量房翻新需求提升，家居行业由地产后周期属性向消费属性转移。短期看，上游房地产新开工与竣工的剪刀差持续收窄，带来家居消费需求的释放。中长期看，2000 年开始的地产“黄金十年”期间的商品房逐步进入翻新周期，存量房翻新、二手房装修等需求逐渐释放。目前看，存量房翻新及二手房装修需求占家居消费约 3-4 成，未来随着我国主要城市逐渐迈入存量房时代，预计存量房翻新及二手房装修需求持续释放，进一步促进家居消费，家居行业需求预计将平稳发展，且随着存量房翻新、二手房装修等需求占比提升，家居行业尤其为成品家居行业将逐渐从地产后周期属性向消费属性转移。此外，自 2020 年以来，美国下调贷款利率，刺激美国居民购房需求，海外房地产市场火爆，海外家居需求旺盛，外销订单饱满。

图 2 竣工及新开工剪刀差持续收窄



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 存量房翻新需求逐年提升



资料来源: 中国产业信息网, 华西证券研究所

## 2、变局之下，品牌家居强者恒强

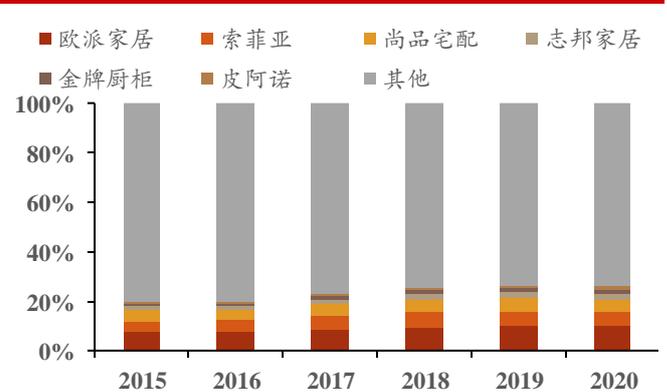
我国目前家居企业众多，行业分散。随着行业进入成熟期，行业从粗放式发展向集约式发展，据 Wind，家居企业亏损企业数占比由 2015 年的 10% 提升至 2020 年的 18%，而龙头企业加速门店拓展，外部进入者减少，行业竞争者主要集中于家居上市公司及三四线或区域性中小企业。其中，龙头品牌、渠道、产品、产能等综合优势突出，拥有优质的经销商资源，护城河深，持续抢占二三线品牌及中小企业市场份额，尤其在疫情背景下，市场份额加速向龙头靠拢，据我们测算，我国定制家居 CR5 由 2015 年的 19% 上升至 2020 年的 26%，品牌企业市占率缓慢提升，但对比韩国、德国等成熟市场，我国家居行业集中度仍有较大提升空间。

图 4 家居亏损企业数占比提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 定制家居知名品牌市占率缓慢提升



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

## 3、一站式采购需求渐起，看好大家居发展

随着生活节奏加快以及生活压力加大，家居消费者对家居产品一站式采购需求旺盛，据《2021 装修消费趋势报告》，2021 年一站式装修需求用户同比增长 160%，家居一站式采购需求渐起。公司独创的全品类、一站式、场景式体验的“生活馆”渠道模式为消费者提供“定制+成品+软装”的全品类家居产品矩阵和个性化的全屋空间生活美学设计服务。公司在全国范围内拥有 200 多家大型家居门店，20 多年来积累了

丰富的大店运营管理经验、场景化营销经验和多品类家具销售经验，使公司在大家居时代的渠道竞争中保持领先地位。

图 6 个性化定制满足多元化需求



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 7 标准化套餐提升家装效率



资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 三、成长动力十足，持续看好长期发展

#### 1、改革见效，海外 Ekornes 成长动力十足

公司自 2019 年收购 Ekornes 以来，对 Ekornes 进行管理变革，详细梳理业务发展路径，改革陆续见效，Ekornes 经营持续向上。管理方面，公司陆续更换核心管理人员，分别邀请北欧地区知名办公家具公司 CEO 担任 Ekornes 副董事长，北欧地区赋有盛誉的职业经理人出任 CEO，管理人员更加职业化。业务方面，公司重新梳理 Ekornes 业务发展路径，通过扩品类、发力中国市场以及开展大客户供货业务等方式，Ekornes 焕发增长活力。另外，2021 年 7 月公司以现金收购 Ekornes 剩余 9.5% 股权，有利于增厚公司业绩且彰显公司对其未来发展信心。

**扩品类，产品延伸至软体舒适家居。**核心品牌 Stressless 业务定位高端舒适椅，IMG 定位中端舒适椅，而 Svane 为床垫品牌。2019 年公司产品延伸至软体舒适家居，陆续对沙发等软体家具及客餐厅家具产品优化升级，并推出了更多符合市场需求的电动沙发、软包餐椅等产品，而核心舒适椅产品增加性价比产品，产品结构不断优化，2020 年公司 stressless、IMG、Svane 三大品牌收入分别为 18.66、4.68、1.99 亿元，同比分别-1%、+18%、+18%，占 Ekornes 公司收入比重分别为 74%、18%、8%。

图 8 性价比舒适椅产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

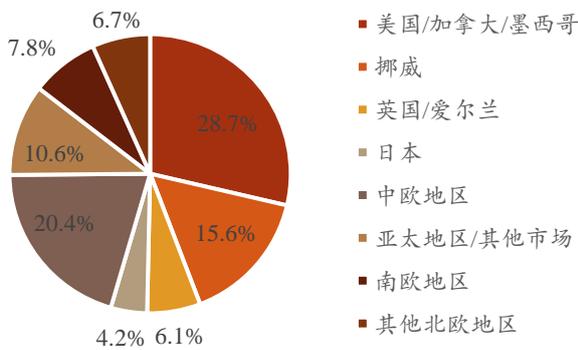
图 9 产品延伸至软体舒适家居



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**顺应国内消费升级，发力中国市场。**Ekornes 主要收入来源于欧洲、北美、亚太地区，其中，欧洲和北美市场为主要市场，而亚太地区尤其是中国市场占比较低。2019 年收购完成后，顺应国内消费升级趋势，公司加大对国内市场的拓展，截至 2020 年底，Stressless 中国市场门店数超过 80 家，IMG 体验点（以曲美店中店为核心渠道）数量超过 1000 个，并于年内开设了第一家品牌独立店。2021 年上半年国内市场延续高增长态势，截至 2021 年 6 月底，Stressless 中国市场门店数近 100 家，IMG 品牌在体验点数量持续增长的前提下，开始开设品牌独立店，截至 2021 年 6 月底门店数约 40 家。中国市场持续高质量发展，2021 年上半年 Ekornes 中国市场订单同比增速超过 70%，其中 Stressless 订单增速超过 90%。未来公司将持续加大 Stressless 中国市场门店、IMG 体验点的开拓，且有望引入 Svane 床垫品牌，发力中国市场。

图 10 2017 年 Ekornes 收入主要来源于北美、欧洲



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 北京北四环思特莱斯居然之家家之尊旗舰店



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**产能充足，开展大客户供货业务。**Ekornes 在全球拥有 9 家工厂，包括 5 家位于挪威的工厂，2 家位于泰国和越南的工厂，1 家位于立陶宛的工厂和 1 家位于美国的工厂，实现了产能的全球配置。其中，挪威工厂实现了数字化、信息化、自动化生产，生产效率在业内具有明显的领先优势；立陶宛工厂、泰国工厂和越南工厂具备天然的人工、土地和配套供应链的成本优势，使得公司在产品成本方面具备更强的竞争力；北美工厂以半成品组装为主，能够帮助公司大幅缩短北美市场的交货周期，整体提升公司在北美地区的市场竞争力。为提升产能利用率，公司开展代工业务，2020 年下

半年，Ekornes 大客户开发获得显著成效，年内先后与 Costco、Gplan 等大型渠道商签订供货协议，并与多家连锁门店数量超过 100 家的渠道商进行经销合作。20 年大客户长期订单约 3 亿挪威克朗，交付 0.8 亿挪威克朗，业务发展势头良好。

图 12 全球化产能布局

工厂	地址	备注
Aure 工厂2	挪威	Stressless沙发座椅及其他家具产品所使用的层压板；Ekornes系列固定靠背沙发
Tynes 工厂	挪威	木制零部件及层压板的生产
Grodås 工厂	挪威	木制零部件生产
Fetsund 工厂	挪威	Svane零部件生产及组装
美国Morganton 工厂	美国	零部件组装与缝纫，专供美国市场
IMG泰国工厂	泰国	木制层压板扶手椅、木制零部件、钢架、模塑泡沫零部件
IMG越南工厂1	越南	带脚垫的扶手椅和沙发、固定靠背沙发
IMG越南工厂2	越南	木制零部件、钢铁零部件和机械装置
IMG立陶宛工厂	立陶宛	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2、国内曲美稳步发展，新业务贡献增量

**时尚家居战略转型，传统零售业务稳步发展。**2016 年公司推出“你+生活馆”开启专属化空间定制服务，成为首家融合定制家居及成品家居上市公司。随着定制家居行业持续发展，产品结构不断优化，定制家居收入占比由 2017 年的 21%提升至 2020 年的 48%，相应的成品家居占比由 2017 年的 71%下降至 2020 年的 42%。渠道方面，2019 年开始向“时尚家居”战略转型，产品推出环保、高颜值、高性价比等满足年轻消费需求的系列产品，传统零售渠道重点转为做大做强一二三线城市，抓单店增长，业绩持续恢复。2020H1 至 2021H1，曲美本部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，转型成效显著。

图 13 门店数稳步扩张（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 单店收入较 2018 年有较大提升（万元/家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**拓渠道，大力发展大宗、家装新业务。**2019 年开始发力大宗、家装新渠道，贡献增量。大宗渠道定位区别于定制家居行业，公司以公租房公寓房为目标市场，合作客户为融通、保利、华润等国企、央企，B2B 工程业务实现快速增长，2021 年上半年收入突破 5,000 万元，工程业务经销商数量快速增长，初步具备覆盖全国市场的项目承接与服务能力。家装渠道以“管家装”品牌独立开店，坚持独立品牌、独立供应链的发展思路快速进行渠道布局，下沉低线市场，与此同时，进行商业模式升级，针对头部家装品牌，推出家居供应链赋能模式，加快速度抢占大型家装公司渠道资源。此外，公司创新激励机制，以股权激励方式引入优秀人才，新业务增长可期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 15 管家装引领家装 6.0 时代

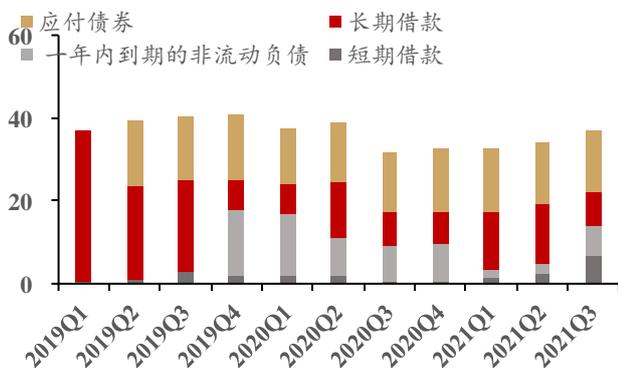


资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 四、有息负债规模下降，财务成本下降空间大

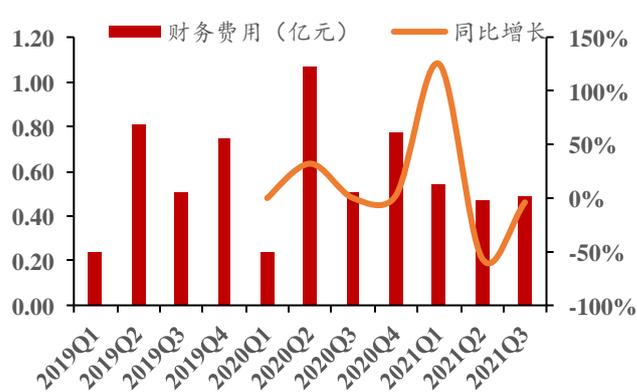
公司以现金收购 Ekornes 造成大额的有息负债，财务费用大幅攀升，单季度最高财务费用为 2020Q2 的 1.07 亿元，大额的财务费用带来利润端承压。2019 年以来公司通过定向增发、引入战略投资者、经营性净现金流还款等措施有效降低了有息负债规模，以低成本负债置换高成本负债，财务成本大幅下降，截至 2021 年 9 月底，公司短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券分别为 6.71、7.15、8.16、14.85 亿元，以上有息负债规模合计 36.87 亿元，相较于财务费用从 2021Q1 开始逐季下降，至 2021Q3 财务费用为 0.49 亿元。后续随着公司经营业绩的持续释放，预计有息负债规模将有望下降，财务费用将持续优化。

图 16 有息负债规模下降，结构优化（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 财务费用持续下降



资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 五、短期扰动因素逐步消退，盈利改善可期

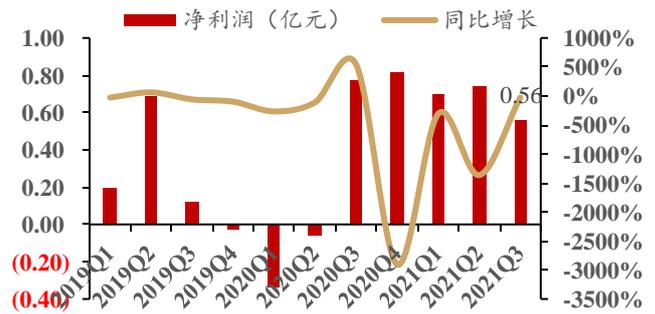
2021 年前三季度公司实现营收 37.43 亿元，同比+29.00%；净利润 1.99 亿元，同比+427.35%。分季度看，Q3 单季度公司实现营收 12.29 亿元，同比+7.52%；净利润 0.56 亿元，同比-27.44%。受泰国及越南疫情影响，公司单三季度东南亚工厂出现阶段性停产，叠加去年同期高基数，Q3 单季度公司收入增速下滑，利润端同比有所下滑。

图 18 单季度营业收入稳步提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 单季度净利润逐步改善



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**东南亚工厂产能恢复正常状态，库存订单充足。**目前来看，据公司 2021 年第三季度报告，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，据公司 2021 年第三季度报告，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。

**原材料价格回落，提价有助于盈利修复。**公司生产家居产品的主要原材料包括板材、木材、五金件、油漆等，主要原材料包括板材、木材、五金件、油漆等，Ekornes 主要原材料包括皮革、布料、木材、钢铁部件等。以木材为例，2021 年国内外木材价格持续走高至 5 月，随后价格有所下降，原材料成本压力有所下滑。此外，针对成本端价格上涨，公司于今年 6 月中下旬参照业内同行的涨价行为，在合理范围内，对国内及海外业务的产品价格进行了一定程度的调整，预计将对后半年的经营利润产生积极的影响。

图 20 2021Q3 盈利能力有所下滑



资料来源：公司公告，华西证券研究所

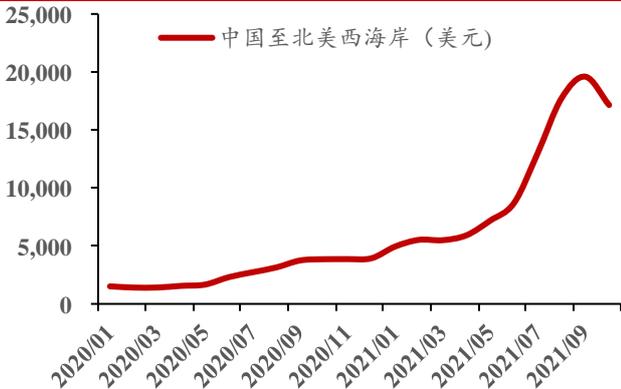
图 21 木材期货价格 5 月大幅下跌



资料来源：Wind，华西证券研究所

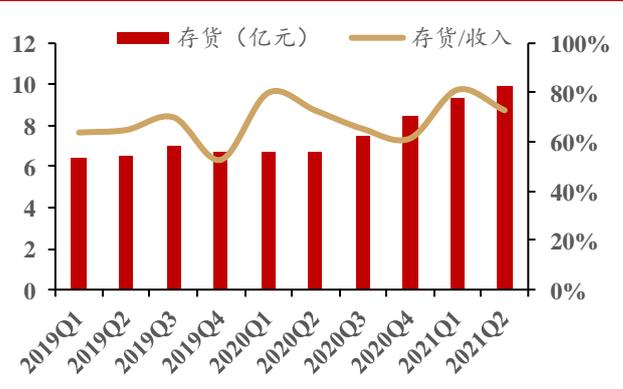
**海运价格下滑，库存有望得以消化。**受海外疫情影响，海运成本飙升，国际运输交付周期拉长，给国际订单交付造成一定的困难。前期受运力紧张以及海运费高涨的影响，公司存货从 2020Q2 开始持续提升，至 2021Q3 存货达到近两年高位。目前来看，海运价格自 10 月开始持续回落，且预计随着疫情的有效控制，海运价格有望延续回落态势，运力将逐步缓解，从而带来公司海运成本的下降以及订单交付周期缩短，存货将逐渐消化。

图 22 中国至北美西海岸集装箱价格有所回落



资料来源：Datayes!，华西证券研究所

图 23 公司存货占收入比重攀升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 六、投资建议

曲美正在起积极变化，业绩逐步释放。维持此前盈利预测，预计公司 21-23 年营业收入分别为 53.03/63.78/74.63 亿元，EPS 分别为 0.53/0.85/1.20 元，按照 2021 年 11 月 26 日收盘价 10.11 元/股，对应 PE 分别为 19 倍、12 倍、8 倍，考虑到公司业绩的加速释放，维持“买入”评级。

## 七、风险提示

并购整合不及预期。Ekornes 与曲美并购整合效果不及预期，可能会影响公司整体业绩。

地产销售不及预期。公司所处家居行业与地产行业具有一定的关联性，若地产销售不及预期，可能造成对家居的需求减弱，从而影响行业及公司的经营业绩。

行业竞争加剧风险。2017 年以来行业内大中型家居公司集中上市，家居行业产能、渠道迅速扩张，行业竞争激烈，若行业竞争加剧，可能造成行业整体盈利水平的下降。

疫情短期影响超预期。目前国内疫情得到有效控制，但是海外疫情影响还不确定，可能会对公司海外业务产生较大不利影响，从而影响公司整体业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	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	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	29	56	90	127	<b>成长能力</b>				
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%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.18	0.53	0.85	1.20	毛利率	43.4%	42.2%	43.7%	45.5%
<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%	6.0%	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	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	583	653	713	778	流动比率	<b>1.10</b>	<b>1.26</b>	<b>1.57</b>	<b>1.90</b>
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	<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	0.96
资产合计	7,682	7,946	7,560	7,777	<b>每股指标 (元)</b>				
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	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,335	2,135	1,835	1,435	PE	56.50	19.06	11.92	8.43
非流动负债合计	3,109	2,829	2,449	1,969	PB	2.26	2.38	1.98	1.61
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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。