

曲美家居(603818)

点评报告

行业公司研究
一家用轻工行业

证券研究报告

至暗时刻已过，曲美涅槃重生

——曲美家居跟踪点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
☎️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
分析师：傅嘉成 执业证书编号：S1230521090001
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

曲美家居 2018 年巨资收购舒适椅公司 Ekornes (拥有全球排名第一舒适椅品牌 Stressless)，经过管理团队调整及加快中国市场开拓，Ekornes 进入收入放量、利润加速提升阶段。

投资要点

❑ 公司近年业绩承压、市场关注度不够

收购产生的高额财务费用使公司近年来业绩承压。曲美家居 2015 年上市后主营业务发展迅猛，16/17 年归母净利润分别同比增长 58%/33%。

2018 年公司斥资 36.77 亿元收购 Ekornes 90.5% 股权，形成大量有息负债，18-20 年分别支付利息 1.39/2.93/2.61 亿元。高额利息支出叠加 2018 年开始国内经销渠道调整、以及疫情影响，18-20 年归母净利润分别为 -0.59/0.82/1.04 亿元。

21Q3 受短期事件扰动再次不及预期。2020Q4 以来公司业绩逐季度恢复，2020Q4/2021Q1/2021Q2 实现收入 13.77/11.49/13.64 亿元，归母净利润 0.73/0.61/0.67 亿元。

受东南亚疫情影响、工厂停工，以及海运费、原料成本维持高位等影响，以及与恒大合作产生 2000 万资产减值损失影响，三季度业绩再次不及预期。21Q3 实现营收 12.29 亿元 (yoy+7.52%)，净利润 0.56 亿元 (yoy-27.44%)。

站在当下时点，我们认为公司至暗时刻已过，一方面摆脱疫情等影响后，Ekornes 迎来业绩释放拐点，另一方面国内曲美重拾增长，此外原材料&海运成本与利息支出等降低带动成本与费用下降，公司业绩迎来向上拐点

❑ Ekornes 进入放量成长阶段

定位中高端，精简 SKU，高产品力、高品牌力。Ekornes (20 年收入占公司 59%) 是挪威顶级躺椅公司、拥有 50 年发展历史，旗下拥有全球第一舒适椅高端品牌 Stressless，高端床垫品牌 Svane 以及中高端品牌 IMG，Stressless (20 年收入占 Ekornes 74%) 主打舒适椅，SKU 精简，品牌力与产品力顶级，号称“全世界最舒适的椅子”，其售价、毛利率 (51%) 远超竞品。

2020 年初更换管理层后，逐步进入放量成长阶段。2019 年 Ekornes 实现收入 24.5 亿元，净利润 2.28 亿元，2020 年初曲美一方面更换管理层，另一方面给予新管理层充足激励，同时在客户、产品、渠道等方面赋能，由此 20 年疫情影响下 Ekornes 仍实现收入 25 亿元 (yoy+3%)，净利润 2.8 亿元 (yoy+11%)；2021H1 高速增长，实现收入 16.12 亿元 (yoy+47%)，净利润 2.08 亿元 (yoy+121%)。

评级

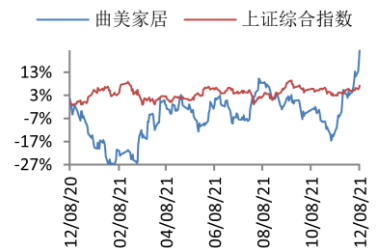
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥11.95

单季度业绩

元/股

3Q/2021 0.10
2Q/2021 0.13
1Q/2021 0.12
4Q/2020 0.14



公司简介

公司是板式家具龙头之一。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】曲美家居：内销零售改革初具成效，Ekornes 业绩高增》2021.08.25
- 2 《【浙商轻工】曲美家居：海内外业务复苏，业绩拐点向上 210428》2021.04.28

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

Ekornes 进入放量增长阶段的具体举措:

(1) 拓展大型客户: 自新 CEO (曲美任命) 上任后, Ekornes 开始对大型客户进行拓展, 以 IMG 品牌成功取得了沃尔玛、COSTCO 等大型客户。21H1 进入 Stressless 和 IMG 品牌前 20 大经销商新客合计 8 名, 占销售额 10%, 新客户拓展使得公司获取 α 增长, 预计 22 年随着公司继续发力, 大客收入有望进一步提升。

(2) 拓展产品深度与广度: 公司 18 年收购 Ekornes 后即协助其开展新产品开发, 一方面 Ekornes 深耕优势品类, 于美国市场推出多款舒适椅新品, 推动美国市场收入稳健提升, 另一方面积极扩品类, 推出 Stressless 品牌软体沙发、茶几、餐桌椅等非舒适椅类客厅成品家具, 弥补了 Stressless 品牌配套产品款式的不足。

(3) 发力中国市场, 目标 3 年 10 亿收入体量: Ekornes 依托曲美渠道资源发力中国市场, Stressless 品牌以独立招商、独立开店的发展模式在国内快速布局, 21H1 Stressless 中国门店近 100 家, 订单增速超 90%。IMG 品牌以店中店形式, 依托曲美成熟渠道迅速完成覆盖。我国舒适椅市场当前仍在导入期, 渗透率提升空间广阔, 公司品牌定位中高端, 产品与市场口碑优秀, 有望充分受益行业成长红利。

□ 国内曲美扩渠道, 发力整装、大宗业务

大家居落地较好, 21 年重拾增长。 国内曲美包括成品、定制两大业务板块, 20 年收入占比分别为 48%/42%, 公司是国内少数同时具有强定制与成品制造能力、实现大家居一体化的企业。在推进大家居战略过程中, 加盟商受资金及能力限制, 经过 2016/2017 年高歌猛进后 (16/17 年国内曲美收入分别同比增长 33%/26%), 进入调整阶段 (18-20 年收入分别降低 12%/8%/4%)。

具体数据上, 2017-2020 年, 公司门店数量分别为 875/1036/1067/1086 家, 其中经销店分别为 861/1015/1049/1067 家, 增长自 18 年以来放缓, 直营店数量 14/21/18/19 保持稳定。从收入规模看直营店 20 年实现收入 2.15 亿元, 疫情影响下仍实现 2% 正增长, 体现经营韧性。21 年在大家居战略稳步推进, 创新业务高速增长下, 预计全年营收增长超 20%。

展望未来, 随着疫情影响进一步消退, 资金压力减弱, 公司在渠道、业务两端的拓展将驱动未来增长:

(1) 22 年着手扩张预计开店 300 家: 19-21 年公司通过多元手段聚焦单店水平提升, 门店拓展力度放缓。22 年公司着力于门店扩张, 预计开店 300 家, 且通过小模型店 (快投入、快产出) 方式, 快速补足公司空白市场。

(2) 发力整装、大宗业务贡献增量: 公司大宗业务目标市场为公租房和人才公寓房, 合作客户主要为国企、央企背景的地产公司和集团公司, 2021H1 收入突破 5000 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。此外整装业务品牌“耀新家”开始招商, 有望帮助公司进一步接近消费者, 抢占用户。

□ 降本控费, 展现业绩弹性

(1) 成本上升等短期因素逐步消退, 毛利水平或持续回升。 21 年公司针对成本上升, 于 6 月底国内提价 5%, 海外提价 10%, 但提价反映到收入需约 2 月, Q4 毛利率将受益提价回升。此外当前原材料及海运成本回落, 预计 22 年毛利率将延续毛利率提升趋势。

(2) 22 年财务费用与销售费用将进一步优化。 财务费用方面, 公司一方面积极推进债务置换降低利率, 另一方面通过引入战略投资人以及自有资金降低负债水平, 预计 21-23 年利息支出分别为 2/1.5/1 亿元。销售费用方面, 随着 Ekornes 海外业务持续放量, 销售费用率受益规模效应将持续降低, 推动 Ekornes 利润率提高并展现业绩弹性。

□ 盈利预测及估值

公司至暗时刻已过, 摆脱疫情等短期影响后, Ekornes 迎来业绩释放拐点, 国内曲美重拾增长, 此外原材料&海运成本与利息支出等降低带动成本与费用下降, 公司业绩迎来向上拐点, 我们预计 Ekornes21-23 年分别实现营收 35/42/48 亿元, 净利润 4.1/5.3/6.4 亿元, 国内曲美预计 21-23 年分别实现营收 20/23/25 亿元, 净利润 1.8/1.8/2.0 亿元, 考虑财务费用及资产摊销后, 对应公司 21-23 年归母净利润分别为 2.8/4.9/6.8 亿元, 考虑公司迎来增长拐点, 给予公司 22 年 20X PE, 对应 22 年目标市值 100-140 亿元 (140 亿元以不考虑 Ekornes 产生的利息支出及无形资产摊销后的 7 亿元净利润为基数), 相比当前市值, 上涨空间 45%-103%, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

Ekornes 增长不及预期; 海外市场需求下降; 引入战略投资人失败。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4278.74	5632.43	6673.74	7571.66
(+/-)	-0.01%	31.64%	18.49%	13.45%
归母净利润	103.85	280.54	491.13	680.16
(+/-)	26.41%	170.14%	75.07%	38.49%
每股收益 (元)	0.18	0.48	0.84	1.17
P/E	63.93	23.67	13.52	9.76

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2165	2348	2586	2902	营业收入	4279	5632	6674	7572
现金	710	565	652	729	营业成本	2421	3215	3727	4185
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	19	30	31	36
应收账款	460	663	714	839	营业费用	988	1217	1416	1583
其它应收款	31	40	45	53	管理费用	357	530	615	696
预付账款	27	65	63	67	研发费用	91	120	142	161
存货	845	929	1022	1125	财务费用	259	199	160	95
其他	92	86	90	89	资产减值损失	(1)	8	9	10
非流动资产	5517	6426	6540	6691	公允价值变动损益	19	19	10	10
金融资产类	0	0	0	0	投资净收益	(27)	(27)	(27)	(27)
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	31	17	16	9
固定资产	1671	1935	1952	1948	营业利润	153	321	572	797
无形资产	2353	2991	3079	3237	营业外收支	(4)	(5)	(4)	(4)
在建工程	27	26	29	31	利润总额	149	316	568	793
其他	1466	1474	1480	1474	所得税	29	19	61	97
资产总计	7682	8773	9127	9593	净利润	120	296	507	696
流动负债	1964	3212	2717	2558	少数股东损益	16	16	16	16
短期借款	58	1067	211	0	归属母公司净利润	104	281	491	680
应付款项	391	523	566	664	EBITDA	576	726	957	1137
预收账款	40	152	155	150	EPS (最新摊薄)	0.18	0.48	0.84	1.17
其他	1474	1470	1785	1743	主要财务比率				
非流动负债	3109	2639	2980	2910		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	774	774	774	774	成长能力				
其他	2335	1865	2206	2135	营业收入	-0.01%	31.64%	18.49%	13.45%
负债合计	5073	5851	5697	5467	营业利润	42.61%	110.32%	78.16%	39.29%
少数股东权益	449	464	480	496	归属母公司净利润	26.41%	170.14%	75.07%	38.49%
归属母公司股东权益	2161	2458	2949	3629	获利能力				
负债和股东权益	7682	8773	9127	9593	毛利率	43.41%	42.92%	44.15%	44.73%
					净利率	2.80%	5.26%	7.60%	9.19%
					ROE	4.56%	10.14%	15.47%	18.01%
					ROIC	5.98%	9.42%	12.61%	14.50%
					偿债能力				
					资产负债率	66.04%	66.69%	62.43%	57.00%
					净负债比率	34.53%	45.56%	36.59%	31.50%
					流动比率	1.10	0.73	0.95	1.13
					速动比率	0.67	0.44	0.58	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.68	0.75	0.81
					应收帐款周转率	10.88	11.34	10.63	10.86
					应付帐款周转率	6.83	7.03	6.84	6.80
					每股指标(元)				
					每股收益	0.18	0.48	0.84	1.17
					每股经营现金	1.06	1.34	1.44	1.74
					每股净资产	3.71	4.22	5.06	6.23
					估值比率				
					P/E	63.93	23.67	13.52	9.76
					P/B	3.07	2.70	2.25	1.83
					EV/EBITDA	11.27	12.76	9.02	7.22

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	619	784	839	1017
净利润	120	296	507	696
折旧摊销	278	205	234	239
财务费用	259	199	160	95
投资损失	27	27	27	27
营运资金变动	87	87	32	66
其它	(153)	(31)	(120)	(106)
投资活动现金流	(134)	(1174)	(356)	(418)
资本支出	123	(380)	(152)	(138)
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他	(257)	(794)	(205)	(280)
筹资活动现金流	(496)	235	(397)	(521)
短期借款	(151)	1009	(856)	(211)
长期借款	41	0	0	0
其他	(386)	(774)	459	(310)
现金净增加额	(11)	(156)	86	77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>