

曲美家居(603818)

报告日期: 2021年12月27日

点评报告

行业公司研究—所属行业—

证券研究报告

多维优势构筑高效店态, Stressless 国内拓展加速

——曲美家居系列跟踪报告(2)

✍️ 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

我们在曲美家居系列跟踪报告(1)中详细拆解了公司有望于22年迎来业绩向上拐点的驱动因素,本篇报告将从品牌、产品、商业模式、管理变革四个维度,展望 Stressless 成长前景。

投资要点

□ 深耕技术驱动产品力领跑行业

技术更新领跑行业,铸造躺椅品类领先产品力。1970年 Ekornes 为 Stressless 申请专利 Glide 并于 1971 年推出世界第一款满足就座时的运动和支撑需求躺椅,成为可活动躺椅开创者。此后公司持续深耕躺椅品类,不断于行业率先推出新技术强化用户体验与产品力,包括 1991 年推出 Plus™、2009 年推出 ErgoAdapt、2014 年推出 BalanceAdapt™等。公司强产品力得到美国脊骨神经协会充分认可,是世界上唯一获得美国脊骨神经协会认可的躺椅,受到医生推荐。

□ 强产品力下高效运营成就世界级品牌

依靠强产品力下针对性营销手段+全球化渠道布局+差异化竞争, Stressless 逐步成长为全球第一舒适椅品牌。营销手段:通过强产品力在消费者心中奠定地位后,公司通过丰富品牌营销手段,使产品是“世界上最舒适的椅子”这一标签更加深入人心。教皇约翰保罗二世乘坐汽车中的座椅为白色的 Stressless,其被用作教皇的宝座,品牌价值凸显。渠道布局: Stressless 持续下沉使渠道,当前在全球有 7000+销售网点, Stressless 产品遍布全球 240 多个国家,全球化布局强化全球顶级品牌定位与全球用户感知,公司全球受众超 8500 万。差异化竞争: Stressless 品牌定位第一梯队,相比定价最高的纳图兹性价比凸显,同价格段没有竞争对手。由此,公司逐步成长为全球第一舒适椅品牌,销量全球冠军,20 年市占率达 19.4%,品牌力领先。

□ 高效零售店态建立,有望快速复制

强品牌力、产品力下,精简 SKU 的大单品战略帮助 Stressless 形成高效零售店态。公司专注单椅品类,SKU 精简,线上商城仅 10 款 SKU,因此单店所需空间小,代理商开店投入及运营难度均较低,公司商业中心门店规模仅 30-50 平。从单店盈利看, Stressless 品牌定位及售价高给予渠道更大盈利空间,根据公司公告计算 Stressless 出厂均价 5286 元,渠道端考虑折扣及其他误差下保守假设均价为 1.8 万元,经销商毛利率超 60%,因此在相同客流量、转换率、门店规模下, Stressless 坪效及单店盈利领先。

公司计划未来三年在 4 个一线城市, 18 个强二线城市及 47 个 2-3 线城市开店 700-800 家,至 2025 年实现收入 10 亿元。我们持续看好这一前期投入小,运营难度低,单店盈利强,回收周期短的极简零售商业模式于国内拓展前景。

评级

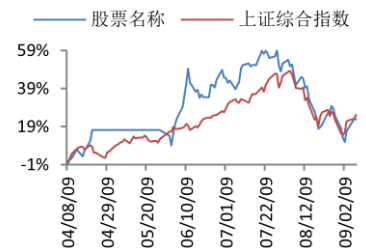
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥13.24

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

报告撰写人: 史凡可、马莉
联系人: 傅嘉成

□ 收购后管理改善, Ekornes 迸发增长动能

曲美收购后管理全面改善, 公司迸发增长动能。强产品力、品牌力及高效商业模式下, 公司此前发展缓慢主要受管理层影响。1993-2018 年, Ekornes 都由挪威养老基金等各类金融机构控股。由此 2007-2018 年营收 CAGR 仅 0.35% (剔除收购 IMG 增量), 而平均股利支付率达 83%。曲美收购公司后发力成长, 一方面更换管理层, 另一方面给予新管理层充足激励, 而新管理层在客户、产品品类、市场三维度拓展也更加积极, 管理能力充分改善, 由此 Ekornes 迸发增长动能, 20 年疫情影响下 Ekornes 整体增长 3%, 预计 21 年增长 39%。

□ 盈利预测及估值

Ekornes 在管理层变革后释放了强品牌力与产品力下本应有的增长动能, 随着可复制性强的商业中心门店模式于国内逐渐展开, Ekornes 有望加速成长, 我们预计 Ekornes 21-23 年分别实现营收 35/42/48 亿元, 净利润 4.1/5.3/6.4 亿元, 国内曲美分别实现营收 20/23/25 亿元, 净利润 1.8/1.8/2.0 亿元, 综上预计公司 21-23 年整体实现营收 56.3/66.7/75.7 亿元, 考虑财务费用及资产摊销后, 对应归母净利润分别为 2.8/4.9/6.8 亿元, 参考可比公司估值, 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), 维持“买入”评级。

□ 风险提示

Stressless 增长不及预期; 国内市场竞争加剧; 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	70.27	27.35	15.65	11.30

正文目录

1. 深耕技术驱动产品力领跑行业	4
2. 强产品力下高效运营成就世界级品牌	7
3. 高效零售店态建立，有望快速复制	10
4. 收购后管理改善，Ekornes 进发增长动能	11
5. 盈利预测与估值	13
5.1. 核心拆分&假设	13
5.2. 估值与投资建议	14
6. 风险提示	15

图表目录

图 1: Stressless 为 Ekornes 最核心品牌	4
图 2: Stressless 第一款舒适椅	5
图 3: Glide™滑动系统	5
图 4: ErgoAdapt 使座椅根据用户身体自动调整	6
图 5: Balance Adapt 使靠背适应用户摇摆动作	6
图 6: 公司全球生产布局	6
图 7: 公司高度自动化生产工厂	6
图 8: Stressless 产品对脊骨治疗有作用	7
图 9: Stressless 产品质量及保值率高	7
图 10: 教皇座椅为 Stressless 产品	7
图 11: Stressless 广告宣传强调最“舒适”特性	7
图 12: 公司全球销售体系	8
图 13: 公司各区域销售情况	9
图 14: 全球躺椅市场规模（销售额口径）	10
图 15: Stressless 市场销售规模及市占率	10
图 16: Ekornes 发展历史	12
图 17: 历史 PE	13
图 18: 历史 PB	13
表 1: Stressless 重点技术/专利/创新梳理	5
表 2: Stressless 获奖/认证梳理	8
表 3: 三大躺椅品牌基础信息对比	9
表 4: Stressless 的三层渠道体系	10
表 5: Stressless、纳图兹、Lazboy 单店经营模型对比	11
表 6: Ekornes 财务一图看	12
表 7: 曲美家居盈利预测详细拆分	14
表 8: 可比公司估值	15
表附录: 三大报表预测值	16

90 年发展形成以 Stressless 为主的三大品牌矩阵。1934 年 Ekornes 成立于挪威，随后推出 Svane 床垫，1971 年推出 Stressless 舒适椅，2014 年收购同为躺椅产品生产商的 IMG。公司经历近 90 年发展形成了以 Stressless 为主的三大子品牌矩阵。其中 Stressless（20 年收入占比 74%）为全球顶级舒适椅品牌，IMG（20 年收入占比 18%）产品线与 Stressless 相似定位中端，Svane 是高端床垫品牌。

图 1: Stressless 为 Ekornes 最核心品牌

品牌矩阵	 The premium brand category leader	 A discovered brand internationally	 The quality bed innovator
产品示意			
定位	高端舒适椅品牌	中端舒适椅品牌	高端床垫品牌
主要在售产品	舒适椅	舒适椅	床垫
SKU数量	舒适椅17款，线上在售10款（不同款式）	舒适椅15款（不同款式）	床垫6款（不同款式）
价格段	\$2800-\$5100	\$1400-\$3200	\$1600-\$3800
20年收入占比	74%	18%	8%

资料来源：彭博，Sleeping Art，Forma Furniture，浙商证券研究所

Stressless 专注舒适椅品类定位高端，仅 17 款 SKU（线上在售仅 10 款），产品力及品牌力突出，1971 年推出后成为爆款，也为公司近年来收入核心，以下我们将详细拆解其强产品、品牌力与由此形成的高效商业模式，并展望管理改善后 Stressless 成长前景。

1. 深耕技术驱动产品力领跑行业

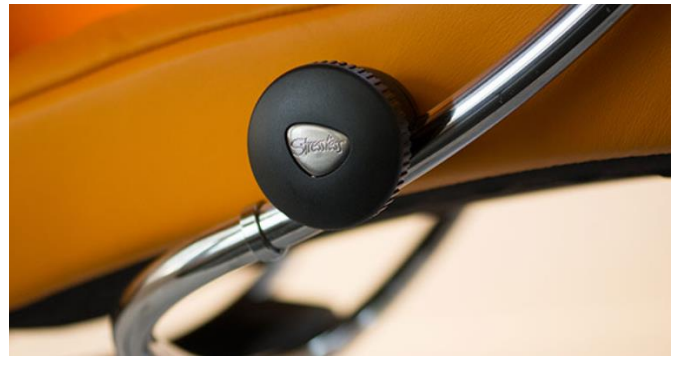
技术创新成为可倾斜活动躺椅开创者。1970 年 Ekornes 为 Stressless 申请专利 Glide™ 并于 1971 年推出第一款躺椅，这是世界第一款为满足就座时的运动和支撑需求而设计的躺椅，内置的 Glide™ 滑动系统允许使用者在看电视时完成向后倾斜休息的动作。

图 2: Stressless 第一款舒适椅



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 3: Glide™滑动系统



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

深耕品类, 持续更新迭代技术, 铸造领先用户体验。Stressless 自 1971 年推出具有专利的躺椅以来, 持续深耕躺椅品类, 不断于行业率先推出新技术强化用户体验与产品力。1991 年公司于行业率先推出 Plus™系统, 该系统开创性地实现自动调节头枕和腰部支撑功能; 1999 年率先推出阅读和睡眠功能; 2009 年推出 ErgoAdapt™系统, 2014 年推出 BalanceAdapt™系统等, 新技术在产品中不断应用驱动公司产品体验持续提升。

表 1: Stressless 重点技术/专利/创新梳理

时间	专利/技术/创新	作用
1970年	Glide™系统	允许使用者在看电视时完成向后倾斜休息、转身等动作
1991年	Plus™系统	创性地实现自动调节头枕和腰部支撑功能
1996年	提供多种尺寸	率先针对不同身材的人推出不同尺寸的产品
1999年	阅读和睡眠功能	率先推出新功能, 允许用户选择头枕是处于阅读或睡眠位置
2009年	ErgoAdapt™系统	允许躺椅根据用户身体自动调整, 提供最优坐姿与睡姿
2014年	BalanceAdapt™系统	使得躺椅进一步适应用户身体的摇摆动作
2016年	LegComfort™系统	率先推出具有增强功能的新型电动集成脚踏板
2019年	Power™系统	座椅、靠背具有新的功能和马达

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

以 ErgoAdapt™系统与 BalanceAdapt™系统为例, 持续的新技术应用使公司产品更符合人体工学, 使用舒适度水平不断提升。ErgoAdapt™系统是座椅坐垫部分的内置系统, 具有特定倾斜机制, 它使座椅可以根据用户身体自动调整, 提供最优坐姿与睡姿, 产品更符合人体工学。BalanceAdapt™系统是座椅靠背和底座中的内置系统, 它允许座椅靠背和座椅根据身体的运动自动调整位置, 使座椅靠背满足不同姿势, 时刻保持最佳人体工学角度。除此以外, 其他新技术应用也推动公司产品人体工学及舒适度水平不断提升。

图 4: ErgoAdapt 使座椅根据用户身体自动调整



资料来源: YouTube, 浙商证券研究所

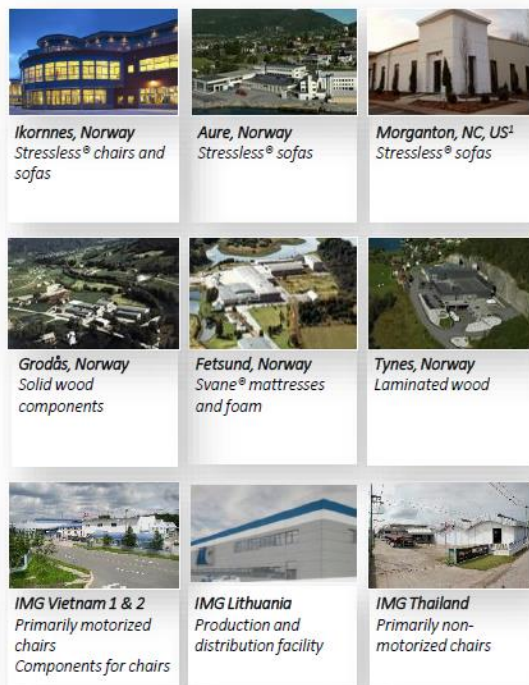
图 5: Balance Adapt 使靠背适应用户摇摆动作



资料来源: YouTube, 浙商证券研究所

自动化生产能力效率领先, 10 年保修服务彰显高产品质量, 强化产品力。Ekornes 自成立以来持续追求自动化生产能力, 强化产品质量, 1935 年公司成立第二年, 即从美国购买机器生产床垫弹簧。2004 年, 公司将 Stressless 工厂扩建 3 万平米, 该工厂是当时世界上最现代化的家具厂之一。2011 年, 世界上第一台缝纫机器人在 Stressless 工厂投入使用。当前, Ekornes 在全球拥有 9 个高度自动化的工厂, 分别分布在挪威、泰国、越南等地。强生产能力, 保证产品稳定性与质量, 公司为 Stressless 产品提供十年保修, 用户实际使用时间更可达 15-20 年。

图 6: 公司全球生产布局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

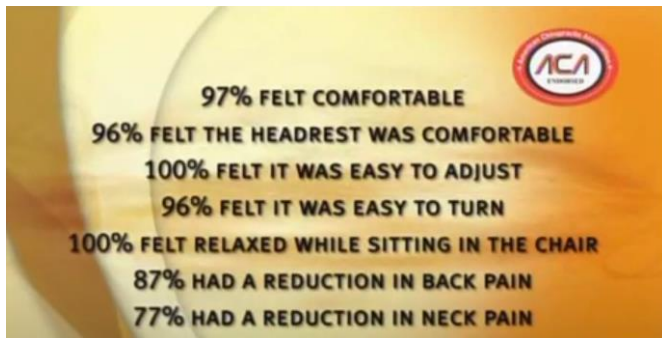
图 7: 公司高度自动化生产工厂



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

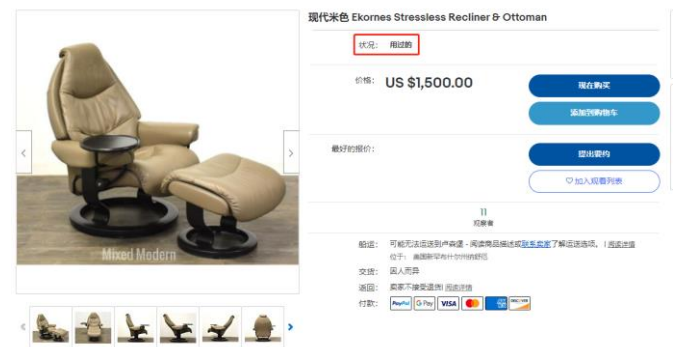
强产品力不断得到市场验证，Stressless 为当前唯一获得美国、新加坡等国家脊骨神经协会认可的躺椅。随着具有专利的新技术在产品端不断应用，公司产品在人体工学、舒适度等方面优势逐步显现，其被认为是世界上最舒适的椅子，也是当前唯一获得美国、新加坡等国家脊骨神经协会认可的躺椅，受到医生推荐。根据美国脊骨神经协会，100% 用户使用 Stressless 躺椅后会觉得放松，87% 用户使用后背部疼痛减弱，77% 用户使用后脖颈疼痛减弱。此外，其高产品质量驱动高保值率，在海外二手交易网站 eBay 中，部分二手复古 Stressless 价格更超 1500 美元。

图 8: Stressless 产品对脊骨治疗有作用



资料来源：美国脊骨神经协会，浙商证券研究所

图 9: Stressless 产品质量及保值率高



资料来源：eBay，浙商证券研究所

2. 强产品力下高效运营成就世界级品牌

通过强产品力在消费者心中奠定地位后，公司通过丰富品牌营销手段，使产品“世界上最舒适的椅子”这一标签更加深入人心。强产品力下，公司通过影视内容植入以及名人宣传引领效果，加强品牌宣传，并在相关内容中强化“舒适”概念，其 1989 年即开始影视宣传并出现在环球电影《回到未来 II》中，2008 年植入华纳电影《Music and Lyrics》，电影中强调了 Stressless 的舒适特性。1998 年教皇约翰保罗二世访问墨西哥乘坐汽车中的座椅为白色的 Stressless，其被用作教皇的宝座，品牌价值凸显。

图 10: 教皇座椅为 Stressless 产品



资料来源：Sports Car Market，浙商证券研究所

图 11: Stressless 广告宣传强调最“舒适”特性



资料来源：Stressless 广告，浙商证券研究所

积极参与行业奖项评选，树立高端品牌定位。公司积极参与各类奖项评选，并多次获得《消费者文摘》最佳购买奖等行业重要奖项，加强品牌露出与消费者认知。

表 2: Stressless 获奖/认证梳理

时间	机构	奖项/认证
1983年	挪威政府	挪威出口奖
1999年	美国杂志《消费者文摘》	最佳购买奖
1999年	伯明翰家具展	年度最佳椅子
2008年	挪威设计委员会	卓越设计奖
2013年	澳大利亚脊医协会	对脊柱亚健康的人士有良好的保健恢复作用
2014年	Coastal Living	2015 年设计奖
2015年	新加坡脊骨疗法协会	对脊柱亚健康的人士有良好的保健恢复作用
2016年	德国杂志《Wohndee》	椅子类别“年度产品”
2016年	美国杂志《消费者文摘》	最佳购买奖
2017年	美国杂志《消费者文摘》	最佳购买奖
2017年	德国杂志《Freundin》	2017/2018软垫家具最喜爱品牌名列前茅
2019年	德国杂志《Wohndee》	2019 年读者选择奖

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

全球布局渠道, 下沉强化用户感知。经历近 50 年发展, Stressless 持续下沉使渠道, 当前在全球有 7000+销售网点 (曲美公告数据), Stressless 产品遍布全球 240 多个国家, 全球化布局强化全球顶级品牌定位与全球用户感知。

图 12: 公司全球销售体系

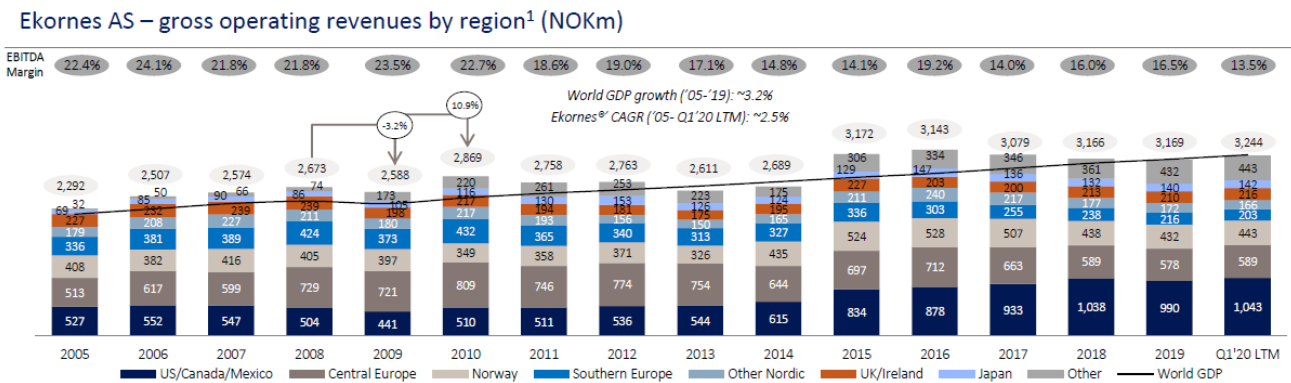


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 图片数据为 2019 年

北美与欧洲销售占比高, 中国区拓展进行中。以 2019 年区域分布看, 北美区域收入占比 31.2%, 欧洲区收入占比 51%, 日本收入占比 4.4%, 中国等其他地区占比仅 13.6%。公司当前已将中国区地位提升至大洲级别, 宣发预算也相应提升, 21H1 中国区收入增速达 200%, 依靠全球领先产品力及品牌力, 国内市场品牌推广有望高速进行。

图 13: 公司各区域销售情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从市场售价及定位看, Stressless 品牌定位第一梯队, 性价比较高, 同价格段没有竞争对手。Stressless 品牌定位高端, 全球市场具有相近产品定位及定价的仅有纳图兹、Lazboy。纳图兹-Italia 定位最高, 单椅价格约\$3700-\$6800, 但以沙发品类起家, 品牌定位更广, 在舒适椅领域技术积累不及 Stressless; Stressless 定价次之单椅价格约\$2800-\$5100; 纳图兹-Editions 为纳图兹中低端线, 定位与 Lazboy 接近, 单椅价\$1000-\$4100。整体上, 公司品牌定位处于第一梯队, 产品力及技术领先, 但定价显著低于纳图兹-Italia, 产品性价比较高, 在同价格段中没有竞争对手。

表 3: 三大躺椅品牌基础信息对比

	Stressless	纳图兹-italia	纳图兹-editions	Lazboy
单椅产品				
品牌定位	高端-舒适椅第一品牌	最高端-沙发等全品类头部品牌	次于Stressless-纳图兹中端线	次于Stressless-单椅品类突出
主要在售品类	舒适椅、办公椅	沙发、舒适椅等26种	沙发、扶手椅	舒适椅、沙发
SKU数量	17	多	38	51
单椅价格段	\$2800-\$5100	\$3700-\$6800	\$1500-\$4100	\$1000-\$4000

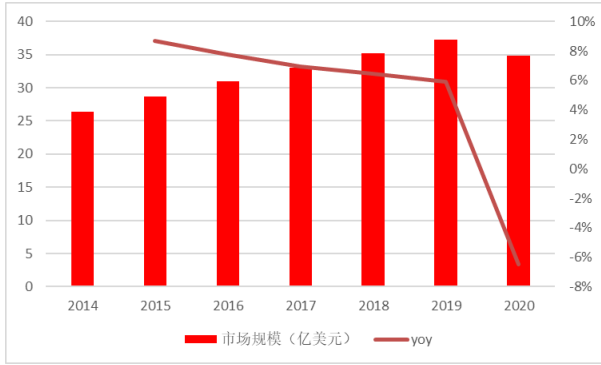
资料来源: 各品牌官网, Forma Furniture, 浙商证券研究所

依靠强产品力下针对性营销手段+全球化渠道布局+差异化竞争, Stressless 逐步成长为全球第一舒适椅品牌。截至 2019 年, 公司已售出 1000 万把 Stressless 椅, 产品全球受众超 8500 万, 舒适椅产品销售量全球第一, 年产舒适椅超 30 万把。

品牌力全球领先, 20 年市占率达 19.4%。根据 IMARC, 2020 年全球躺椅市场销售规模 35 亿美元, Stressless 营收 3 亿美元, 假设渠道加价倍率 2.25 倍下, 20 年 Stressless 品牌市场销售规模 6.8 亿美元, 市占率 19.4%。同理计算 14 年市占率高达 23.5%, 近年有所下滑, 主要为管理层未发力增长, 曲美收购后更换管理层, Stressless 迸发增长动能, 20

年疫情下实现市占率逆市回升，我们看好未来管理改善下，Stressless 全球市占率进一步提升。

图 14：全球躺椅市场规模（销售额口径）



资料来源：IMARC Group，浙商证券研究所

图 15：Stressless 市场销售规模及市占率



资料来源：彭博，浙商证券研究所

3. 高效零售店态建立，有望快速复制

在强品牌力，产品力下，公司专注躺椅大单品，精简 SKU，将躺椅产品与 Stressless 品牌充分绑定。公司一直以来专注躺椅类产品，产品号称全世界最舒适的椅子，持续强化用户对公司躺椅第一品牌认知。从目前线上商城看，公司线上商城中仅有 7 款舒适椅 SKU（不同款式），3 款办公椅 SKU（不同款式）。公司前十大 SKU 销售占比高达 69%。

精简 SKU 的大单品战略帮助 Stressless 形成有别于纳图兹与 Lazboy 的特色渠道体系与零售型店态。公司渠道体系分为三层，分别为层级一：品牌标杆——高级购物中心店；层级二：销售旗舰——进口品牌家具城店；层级三：渠道下沉——街边店及引流店。其中街边店及引流店是公司计划未来随着 Stressless 品牌力持续增强，将在旺区街边、高端社区等开设的门店，目前较少。公司渠道体系中最具特点的是形成了传统家居企业很少涉及的高级购物中心店态，且保持较高效率，目前公司已拥有北京 SKP 店、北京国贸商场店、上海久光百货店等多家高级购物中心店。我们认为公司能够实现购物中心消费品零售店态的突破主要得益于公司精简 SKU 下专注躺椅的大单品战略。

表 4：Stressless 的三层渠道体系

	高级购物中心店	家具城店	街边店及引流店
门店示意图			
规模	30-50平	约200平	约100平
主要在售产品	舒适椅	沙发、舒适椅、其他配套	沙发、舒适椅、其他配套
设立目的	占领品牌高地，强化高端品牌定位，前期投入小，回收周期短，快速复制	快速占领核心城市的进口家具卖场，通过建材城的自然客流实现收入快速增长	Stressless 品牌增强后，增加品牌渠道覆盖面

资料来源：公司公告，大众点评，浙商证券研究所

精简 SKU 使得公司单店规模、初期投入、运营难度均较低，而多年积累的强产品、品牌力进一步保证了客单价、客流量及转化率，提升坪效，最终建立起与零售店态极为匹配的高效单店模型。我们尤为看好商业中心渠道这一极简商业模型于国内的拓展前景。

具体看：

精简 SKU，缩小单店规模，降低开店投入、运营难度。对比纳图兹，公司专注单椅品类，SKU 精简，线上商城共 10 款 SKU（纳图兹以沙发起家，在售 26 个品类产品，产品构成复杂），因此代理商开店投入及运营难度均较低，一方面单椅+少量 SKU 使其所需经营空间小，根据产业调研，公司商业中心门店规模仅 30-50 平（纳图兹普遍在 300-600 平，难以在商业中心开店），单店开店投入预估 20 万以内且后期运营费用也较低，另一方面精简 SKU 使得代理商运营能力要求降低，门店销售人员培训周期相比大家居类门店大幅缩短，提高经营效率与坪效，这些特性与购物中心零售店态极为匹配。

强产品、品牌力保证客单、客流、转化率，实现高坪效、短回收周期。对比 Lazboy，其以躺椅起家，SKU 相对较少，但也包含了沙发（25 款 SKU）、躺椅（26 款 SKU）两大品类，51 款 SKU。相对而言，其比纳图兹与零售店态更匹配，但沙发等大型产品的展示也将对门店面积等前期投入项产生更高要求。**Lazboy 与 Stressless 核心差别在于不同品牌定位与产品力下产生了不同单店盈利能力**，Stressless 品牌定位及售价高给予渠道更高客单价与更广盈利空间，根据公司公告计算 Stressless 出厂均价 5286 元，渠道端考虑折扣及其他误差下保守假设均价为 1.8 万元，经销商毛利率超 60%（根据产业调研，Lazboy 经销商毛利率仅 43%）。另一方面，Stressless 强产品、品牌力将帮助提升进店客流量与用户体验后的转换率。最终实现门店高客单价，高坪效，短回收周期。

公司计划未来三年在 4 个一线城市，18 个强二线城市及 47 个 2-3 线城市开店 700-800 家，至 2025 年实现收入 10 亿元。我们持续看好这一前期投入小，运营难度低，单店盈利强，回收周期短的极简零售商业模式于国内拓展前景。

表 5：Stressless、纳图兹、Lazboy 单店经营模型对比

	Stressless（购物中心店）	纳图兹	Lazboy
品牌定位	高端-舒适椅第一品牌	最高端-沙发等全品类头部品牌	次于 Stressless-单椅品类突出
主要在售品类	舒适椅	沙发、舒适椅等 26 种	舒适椅、沙发
SKU 数量	10	极多	51
门店规模	30-50 平	300-600 平	约 200 平
开店投入	低	高	较高
运营难度	低	高	较高
平均客单价	高于纳图兹-Edition	Italia 极高，Edition 约 2.6 万元	约 1.8 万元
坪效	高于纳图兹	约 1.3 万元	约 1.1 万元
渠道毛利率	与 Italia 相近	Italia 约 58%，Edition 约 50%	约 43%
回收周期	短于纳图兹	约 20 个月	约 24 个月

资料来源：产业调研，公司公告，京东，浙商证券研究所

4. 收购后管理改善，Ekornes 进发增长动能

强产品力、品牌力及高效商业模式下，公司此前发展缓慢主要受管理层影响。Ekornes 自 1934 年成立至 1971 年推出 Stressless 舒适椅发展进入新篇章，到 1980s 初期持续稳定发展，1980 年初公司经营经营困难引入大量金融资本成为重要转折点，1993 年

Kreditkassen 银行正式成为大股东（持股 70%），此后直至 2018 年曲美收购，Ekornes 都由挪威养老基金等各类金融机构控股。

图 16: Ekornes 发展历史

稳定发展期（1934-1984年）：从Svane到Stressless，从挪威走向世界

1934年：Ekornes成立于挪威，主要生产弹簧
1935-1938年：推出第一批Svane床垫，共Eva、Ideal和Rekord三个版本
1946年：从美国购买机器初步尝试工业化生产
1971年：于挪威推出第一批Stressless舒适椅，大获成功
1980年：Stressless 系列收入超过 1 亿挪威克朗，出口呈现积极态势

慢速发展期（1985-2017）：金融机构逐步控股，高分红率限制发展

1985年：Ekornes家族分别出售25万股普通股与优先股进行增资，Christiania Bank等组成的银团参与本次融资
1993年：Kreditkassen银行和Ekornes家族部分成员通过控股公司Ekornes Invest AS成为主要股东，分别拥有70%和30%股权。
1995年：Ekornes于挪威上市
2014年：收购家具生产商IMG

高速发展期（2018年至今）：曲美收购开始管理层变革，释放成长动能

2018年：被曲美收购
2019年：新管理层上任，公司开始加速发展

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

金融机构控股期，持续高分红，发展缓慢。公司 2007-2018 年营收 CAGR 仅 0.35%（剔除收购 IMG 增量），而平均股利支付率达 83%，但值得注意的是，管理层未发力增长的背景下，Stressless 收入同期复合增长率 2%，体现品牌强韧性。

表 6: Ekornes 财务一图看

单位：百万挪威克朗	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营收	2,685.46	2,709.91	2,609.58	2,689.28	3,169.37	3,143.37	3,078.86	3,166.09	3,169.00	3,481.71
YOY	-6.25%	0.91%	-3.70%	3.05%	17.85%	-0.82%	-2.05%	2.83%	0.09%	9.87%
EBITDA	336.74	349.26	341.53	296.40	408.02	598.56	353.50	395.54		482.04
YOY	-38.75%	3.72%	-2.21%	-13.21%	37.66%	46.70%	-40.94%	11.89%		
净利润	243.12	335.07	222.28	160.07	184.14	320.27	200.50	298.20	295.06	383.83
YOY	-36.17%	37.82%	-33.66%	-27.99%	15.04%	73.92%	-37.40%	48.73%	-1.05%	30.08%
调整后净利润	242.82	335.50	223.16	159.92	234.81	389.42	200.50	29819.90%		
YOY	-35.81%	38.17%	-33.48%	-28.34%	46.82%	65.85%	-48.51%	48.73%		
毛利					2316.69	2279.89	2225.75	2312.76	2323.40	2571.61
毛利率					73.1%	72.5%	72.3%	73.0%	73.3%	73.9%
期间费用率					61.6%	55.5%	62.2%	60.7%		
营业外(收入)亏损/营收	-1.1%	-5.0%	-0.8%	0.7%	0.7%	-0.1%	0.7%	-0.1%		
异常项目亏损/营收	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	2.9%	0.0%	0.0%		
税务支出/营收	3.9%	5.5%	4.3%	3.3%	3.0%	4.0%	2.9%	3.1%		
净利率	9.1%	12.4%	8.5%	6.0%	5.8%	10.2%	6.5%	9.4%	9.3%	11.0%
调整后净利率	9.0%	12.4%	8.6%	5.9%	7.4%	12.4%	6.5%	9.4%		
经营活动现金流	309.80	331.98	222.28	160.07	184.14	320.27	200.50	298.20		
较上年同期增减	-126.00	22.18	-109.70	-62.21	24.07	136.13	-119.77	97.70		
资本支出	143.41	95.25	150.33	116.55	94.53	52.45	91.56	124.07		
较上年同期增减	26.11	-48.16	55.08	-33.78	-22.02	-42.08	39.11	32.51		
固定资产	978.55	932.09	948.08	1,285.01	1,299.61	1,158.03	1,106.18	1,135.05		
较上年同期增减	16.76	-46.46	15.99	336.93	14.60	-141.58	-51.85	28.87		
资产负债率	21.02%	22.05%	20.67%	42.97%	47.69%	29.94%	52.73%	49.56%		
市值	3609.02	3406.47	3029.00	3498.54	3664.26	3922.05	4371.82			
PE	14.85	10.16	13.62	21.84	19.90	12.24	21.82			
PB	2.18	2.00	1.93	2.57	2.74	2.37	4.08			

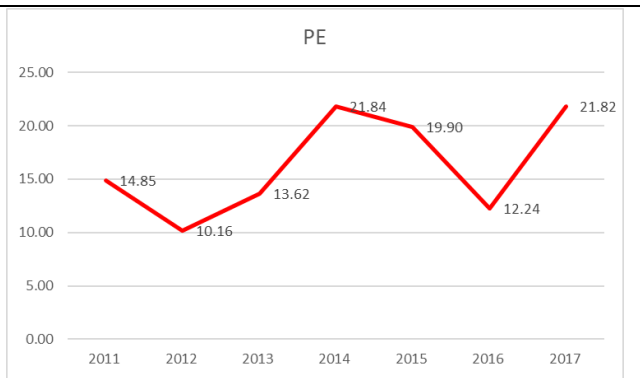
资料来源：彭博，浙商证券研究所

注：19-20 年净利润数据源于曲美公告

收购后管理改善，Stressless 迸发增长动能，驱动公司快速回归成长通道。曲美收购公司后发力成长，一方面更换管理层，另一方面给予新管理层充足激励，而新管理层在客户、产品品类、市场三维度拓展也更加积极，管理能力充分改善，由此 Ekornes 迸发增长动能，20 年疫情影响下 Ekornes 实现稳定增长，预计 21 年增长 39%。

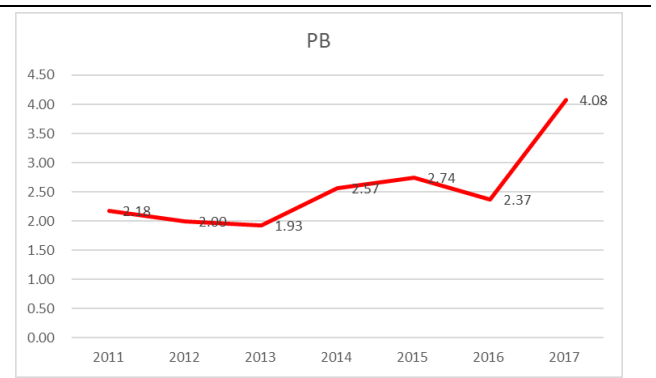
估值：中枢 PE 20X，PB 2.5X。公司估值中枢 14 年前约 13X，近年来变化主要源于 14 年收购 IMG 后估值提高，16 年下降主要为公司参与货币期货对冲外汇风险带来大量收益。

图 17：历史 PE



资料来源：彭博，浙商证券研究所

图 18：历史 PB



资料来源：彭博，浙商证券研究所

我们认为公司当前品牌力、产品力充足，商业模式优秀，管理改善下未来渠道、品类扩展有望提速，国内市场 20 年合同产生收入 8112 万元，同比增长 50%，收入占比 4.35%，公司当前已将中国市场地位提升至大洲级，市场投入预算大幅提升，长期高速成长可期。

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心拆分&假设

公司 21Q1-Q3 实现营收 37.43 亿元 (yoy+29%，同比 19Q1-Q3+24%)，归母净利润 1.81 亿元 (yoy+481%，同比 19Q1-Q3+26%)，扣非归母净利润 1.63 (yoy+308%，同比 21Q1-Q3+120%)。

未来三年预测：

1) 定制：公司近年由成品转定制，并推进大家居战略，在推进过程中加盟商受资金及能力限制，经历 16-17 年高速增长后，进入调整阶段，随着疫情影响进一步消退，资金压力减弱，公司 22 年计划新开店 300 家，并发力整装、大宗业务，预计定制业务将受益并保持高速增长，21-23 年预期增速 46%/23%/11%，预计 22 年实现收入 14.1 亿元；

2) 成品家居：公司成品转定制战略已有成效，定制业务国内收入占比超 50%，预计随着国内市场渠道和业务两端拓展，成品家居下降趋势将逐步趋缓，21-23 年预期增速-10%/0%/0%，预计 22 年实现收入 6.2 亿元；

3) 家具饰品：业务中占比较小，渠道扩展及整装、大宗业务推进下，有望保持高速增长，21-23 年预期增速 40%/25%/30%，预计 22 年实现收入 2.9 亿元；

4) Stressless: 产品力、品牌力突出, 国内单店模型高效, 可复制性强, 国内市场高速增长将推动 Stressless 收入提升, 此外收购后曲美深度赋能 Stressless, 在优势躺椅品类推出新品并横向拓展软体沙发、餐椅等, 新品收入占比未来有望提升, 21-23 年预期增速 35%/16%/10%, 预计 22 年实现收入 29.22 亿元;

5) IMG: 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。预计 22 年随着公司继续发力, 大客收入贡献有望进一步提升。21-23 年预期增速 55%/31%/30%, 预计 22 年实现收入 9.5 亿元;

6) Svane: 公司计划在北欧以外利用 Stressless 强品牌推广 Svane 产品, 并通过迁移工厂等方式提高产品性价比, 未来增长有望提速, 21-23 年预期增速 40%/31%/20%, 预计 22 年实现收入 3.7 亿元。

表 7: 曲美家居盈利预测详细拆分

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2891.63	4279.36	4278.74	5632.43	6673.74	7571.66
YOY	37.88%	47.99%	-0.01%	31.64%	18.49%	13.45%
归母净利润	-59.06	82.16	103.85	280.54	491.13	680.16
YOY	-123.95%	-239.11%	26.40%	170.14%	75.07%	38.49%
国内曲美	1849.85	1706.60	1638.96	1997.14	2318.47	2560.16
YOY	-12.22%	-7.74%	-3.96%	21.85%	16.09%	10.42%
占比	64%	40%	38%	35%	35%	34%
毛利率	37.87%	38.57%	37.03%	36.53%	37.86%	38.85%
其中: 定制收入	593.83	726.00	784.94	1146.01	1409.60	1564.65
YOY	40.17%	22.26%	8.12%	46.00%	23.00%	11.00%
其中: 成品家居	1159.63	851.15	689.01	620.11	620.11	620.11
YOY	-17.87%	-26.60%	-19.05%	-10.00%	0.00%	0.00%
其中: 家具饰品	96.39	129.45	165.01	231.02	288.77	375.40
YOY	-35.81%	34.30%	27.47%	40.00%	25.00%	30.00%
Ekornes	927.96	2450.49	2533.23	3523.42	4237.80	4888.15
YOY		164.07%	3.38%	39.09%	20.28%	15.35%
占比	32%	57%	59%	63%	63%	65%
毛利率	51.53%	47.46%	47.84%	46.79%	47.84%	48.05%
其中: Stressless	730.00	1883.22	1866.07	2519.19	2922.27	3214.49
YOY		157.98%	-0.91%	35.00%	16.00%	10.00%
其中: IMG	143.83	398.47	467.98	725.37	950.23	1235.30
YOY		177.04%	17.44%	55.00%	31.00%	30.00%
其中: Svane	54.14	168.79	199.18	278.85	365.30	438.36
YOY		211.77%	18.00%	40.00%	31.00%	20.00%
其他	113.82	122.27	106.55	111.88	117.47	123.34
YOY		7.42%	-12.86%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	41.41%	43.59%	43.41%	42.92%	44.15%	44.73%
销售费用率	24.30%	24.77%	23.09%	21.61%	21.22%	20.91%
管理+研发费用率	12.86%	10.89%	10.46%	11.54%	11.34%	11.32%
财务费用率	5.08%	5.40%	6.06	3.53%	2.40%	1.25%

资料来源: 浙商证券研究所

5.2. 估值与投资建议

Ekornes 在管理层变革后释放了强品牌力与产品力下本应有的增长动能, 随着可复制性强的商业中心门店模式于国内逐渐展开, Ekornes 有望加速成长, 我们预计 Ekornes 21-23 年分别实现营收 35/42/48 亿元, 净利润 4.1/5.3/6.4 亿元, 国内曲美分别实现营收 20/23/25 亿元, 净利润 1.8/1.8/2.0 亿元, 综上预计公司 21-23 年整体实现营收 56.3/66.7/75.7 亿元, 考虑财务费用及资产摊销后, 对应归母净利润分别为 2.8/4.9/6.8 亿元, 参考可比公司估值, 给予公司 22 年 20XPE, 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), 维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值

股票名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
志邦家居	31.78	99	5.01	6.24	7.8	20	16	13
索菲亚	21.27	194	13.53	15.92	18.48	14	12	11
喜临门	37.99	147	5.52	7.15	9.25	27	21	16
顾家家居	75.84	480	17.03	21.87	27.08	28	22	18
欧派家居	142.73	869	28.17	33.96	40.71	31	26	21
平均						24	19	16

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

Stressless 增长不及预期；国内市场竞争加剧；引入战略投资人失败。

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
金额资产类	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					
非流动负债	3109	2639	2980	2910	主要财务比率				
长期借款	774	774	774	774		2020	2021E	2022E	2023E
其他	2335	1865	2206	2135	成长能力				
负债合计	5073	5851	5697	5467	营业收入增长率	-0.01%	31.64%	18.49%	13.45%
少数股东权益	449	464	480	496	营业利润增长率	42.61%	110.32%	78.16%	39.29%
归属母公司股东权益	2161	2458	2949	3629	归母净利润增长率	26.41%	170.14%	75.07%	38.49%
负债和股东权益	7682	8773	9127	9593	获利能力				
					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	70.27	27.35	15.65	11.30
					P/B	3.38	3.14	2.62	2.13
					EV/EBITDA	11.27	13.67	9.71	7.80

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“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>