

相关研究

《收购 Ekornes 少数股权, 增厚公司利润水平》2021.7

《业绩增长逐步兑现, 长期发展值得期待》2021.8

《东南亚疫情影响收入, 期待盈利能力回升》2021.10

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

引进顶级战投, 强化协同优势

2021年12月31日

事件: 公司全资子公司 Qumei Runto S.ar.l 与珠海高瓴投资、银梯咨询有限公司签署战略合作投资意向书, 高瓴投资、银梯咨询拟以向 Qumei Runto 增资或受让老股的方式分别投资 2 亿元人民币、2500 万美元。本次股权融资将为子公司引进优质战略投资人, 最终估值、交易价格等细节条款以正式投资合同为准。

点评:

- **股权收购引进优质战投, Ekornes 估值有所提升。** Qumei Runto 为公司收购挪威舒适椅龙头 Ekorne AS 时成立的特殊目的子公司, 2020 年、2021 年前三季度实现收入 34.82 亿、31.44 亿挪威克朗, 实现净利润 3.83 亿、4.02 亿挪威克朗。2021 年 7 月公司挪威子公司 Ekornes QM Holding AS 以现金方式收购 Ruisi Holding Company Limited 持有的 Ekornes Holding AS 9.5% 的股权, 对应 Ekornes AS 的估值为 57.68 亿元人民币, 本次交易对应 Ekornes As 的估值为 60.45 亿元人民币, 较上次交易小幅提升, 标的质地得到优质战投方认可。
- **Ekornes 业务布局全球领先, 优质战投赋能发展。** Ekornes 是全球舒适椅行业龙头公司, 拥有 Stressless、IMG、Svane 等优质高端品牌, 公司收购完成后经过优化运营, 拓展产品品类、业务模式、中国市场, 推动收入、利润实现快速增长。高瓴投资、银梯咨询拥有丰富投资经验和资源, 在多个消费品行业深耕多年, 看重 Ekornes 在全球高端舒适椅行业头部地位, 在完成投资后将为公司提供赋能, 进一步强化竞争优势。
- **盈利预测与投资评级:** 本次交易尚未完成, 我们维持公司 2021-23 年 EPS 预测为 0.50/0.87/1.14 元, 目前股价对应 22 年 15.64 倍 PE。公司国内外业务齐头并进, 收入保持快速增长, 通过多种方式偿还还有息负债、降低财务费用, 盈利能力持续提升, 我们看好公司长期发展空间较大, 业绩改善持续得到印证, 目前估值仍处于较低水平, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 财务费用改善不及预期、下游房地产市场调控风险、行业竞争加剧、海外消费增长低于预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,279	4,279	5,395	6,502	7,851
增长率 YoY %	48.0%	0.0%	26.1%	20.5%	20.7%
归属母公司净利润(百万元)	82	104	292	503	660
增长率 YoY%	239.1%	26.4%	180.9%	72.4%	31.3%
毛利率%	43.6%	43.4%	42.8%	44.0%	44.8%
净资产收益率ROE%	5.5%	4.8%	11.9%	17.0%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.18	0.50	0.87	1.14
市盈率 P/E(倍)	59.06	47.06	26.96	15.64	11.91
市净率 P/B(倍)	3.23	2.26	3.21	2.66	2.18

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 12 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,899	2,165	2,460	2,774	3,545	
货币资金	657	710	674	680	1,060	
应收票据	10	74	93	112	135	
应收账款	400	387	488	588	710	
预付账款	48	27	62	62	70	
存货	669	845	1,014	1,197	1,424	
其他	115	123	129	135	146	
非流动资产	5,818	5,517	5,652	5,807	5,882	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,802	1,671	1,766	1,881	1,916	
无形资产	2,510	2,353	2,373	2,393	2,413	
其他	1,506	1,493	1,513	1,533	1,553	
资产总计	7,717	7,682	8,113	8,581	9,427	
流动负债	2,623	1,964	2,373	2,495	2,823	
短期借款	209	58	58	58	58	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	318	391	502	553	687	
其他	2,096	1,514	1,813	1,883	2,078	
非流动负债	3,152	3,109	2,809	2,609	2,409	
长期借款	734	774	774	774	774	
其他	2,418	2,335	2,035	1,835	1,635	
负债合计	5,775	5,073	5,182	5,104	5,233	
少数股东权益	441	449	481	525	582	
归属母公司	1,501	2,161	2,450	2,952	3,613	
负债和股东权益	7,717	7,682	8,113	8,581	9,427	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,279	4,279	5,395	6,502	7,851	
同比	48.0%	0.0%	26.1%	20.5%	20.7%	
归属母公司净利润	82	104	292	503	660	
同比	239.1	26.4%	180.9%	72.4%	31.3%	
毛利率(%)	43.6%	43.4%	42.8%	44.0%	44.8%	
ROE%	5.5%	4.8%	11.9%	17.0%	18.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.18	0.50	0.87	1.14	
P/E	59.06	47.06	26.96	15.64	11.91	
P/B	3.23	2.26	3.21	2.66	2.18	
EV/EBITDA	12.02	10.59	14.33	10.86	8.60	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,279	4,279	5,395	6,502	7,851	
营业成本	2,414	2,421	3,085	3,641	4,331	
营业税金及	18	19	24	29	35	
销售费用	1,060	988	1,241	1,431	1,727	
管理费用	375	357	378	488	628	
研发费用	91	91	81	98	118	
财务费用	231	259	163	144	127	
减值损失合	-1	-9	-25	-5	-5	
投资净收益	-17	-27	-33	-36	-47	
其他	35	45	30	34	42	
营业利润	107	153	395	666	875	
营业外收支	-3	-4	0	0	0	
利润总额	104	149	395	666	875	
所得税	7	29	71	120	158	
净利润	98	120	324	546	718	
少数股东损	16	16	32	44	57	
归属母公司	82	104	292	503	660	
EBITDA	630	715	716	926	1,102	
EPS(当	0.14	0.18	0.50	0.87	1.14	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	701	619	740	663	931	
净利润	98	120	324	546	718	
折旧摊销	309	312	130	110	90	
财务费用	257	260	175	155	139	
投资损失	0	0	33	36	47	
营运资金变	83	-30	58	-186	-62	
其它	-46	-44	20	1	0	
投资活动现金流	-267	-134	-298	-302	-212	
资本支出	-246	-106	-265	-266	-165	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-21	-27	-33	-36	-47	
筹资活动现金流	-161	-496	-478	-355	-339	
吸收投资	13	672	-2	0	0	
借款	187	-748	0	0	0	
支付利息或	-253	-274	-175	-155	-139	
现金流净增加额	362	-37	-36	6	380	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。