

所属行业

房地产

发布时间

2022年4月15日

## 曲美家居 (603818.SH)

### 守得云开见月明

#### 核心观点:

2018年,曲美联合华泰旗下基金以超过40亿人民币收购挪威国宝级品牌,高端家具制造商Ekornes ASA公司,成为中挪两国大消费品类领域的并购交易之最。

尽管从收购的标的来看,收购完成后公司将获得较多的收益。但就并购本身而言,在并购的手段和融资的方式等方面均存在一系列值得商榷的地方。此次并购存在的最大问题在于并购标的大而且贵,收购的条件亦较为苛刻。在完成了“蛇吞象”的并购后的2年里,除了营业收入增长迟滞,曲美家居的利润更是持续下滑。而公司则处于持续的“填坑”的状态。而如何更好的整合收购来的资源,并实现业务的持续增长成了公司管理层需要思考的问题。

为了重现过去的辉煌,实现业绩的持续增长,曲美在并购以后也对收购的Ekornes在人事端,在产品端,在渠道端进行了大刀阔斧的改革和整合。首先,曲美入主Ekornes带来的最根本的变化是公司性质的变化。而在曲美入主后,从某种意义上说,公司真正的有了自己的“老板”。公司也从一家长期分红的稳健公司转型成为一家以实现营业收入增长为导向的成长型企业。此外,新老板的入主也带来了全新的管理团队和新的激励方式,鼓励职业经理人为公司创造更多的价值。

而在产品端,公司大力进行新产品的开发,在巩固拳头

#### 相关研究:

2020H1 年报综述:规则已定,房企的空间还有多大?

2020年12月地产月报:房住不炒定位长期不变,2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据:全年销售17.4万亿,疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点:2020住宅成交结构性特征明显,高能级城市具备先发优势

行业研究:长沙为何会成为全国学习的范本?

企业研究:华南房企对外扩张的终极选择:占领长三角?

企业研究:从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究:“重”装上阵,重新出发,且看绿城如何探底回升

#### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

周小龙

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

#### 相关研究:

2020H1 年报综述:规则已定,房企的空间还有多大?

2020年12月地产月报:房住不炒定位长期不变,2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据:全年销售17.4万亿,疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点:2020住宅成交结构性特征明显,高能级

产品舒适椅优势的同时，积极扩张产品的品类，以更加契合目标客群的需求。对于拳头产品舒适椅，公司根据消费者调研结果及经销商反馈意见，推出了带有坐垫和靠背加热功能的舒适椅产品和带有电机的舒适椅产品。此外，公司积极协助 Ekornes 进行新产品开发，包括 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。随着，新产品和新品类的推出，公司在北美市场斩获颇丰。

在渠道端，公司则分别在渠道的数量和质量两方面入手，持续的增加公司品牌的营业收入。在数量方面，在公司积极扩张收入的指引下，公司的渠道持续扩张。Ekornes 旗下三大品牌的总经销商门店数量从 2018 年的 5394 家上升至 2020 年末的 6942 家，上升幅度达 28.70%。此外，除了传统的经销商渠道，公司亦积极拓展大客户渠道，公司先后与 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，推动渠道全方位扩张。

从短期来看，我们认为 2022 年曲美家居的业绩将维持中高速增长。从整体行业的角度来看，我们认为 2021 年北美市场需求预计仍将维持高位，但销售增长速度可能将有所放缓，而随着国内“千店计划”等渠道布局措施的持续推进，以及沙发等非舒适椅产品的快速增长，中国等新兴市场将成为公司重要的市场增长动力。而从中长期来看，曲美家居背靠 Stressless 的顶级品牌力，仍然处于拓展期，其业绩在中期预计仍将维持中高速增长。从发展的角度来看，其未来两大增长动力：电动产品等新产品的拓展和新兴市场的渠道开拓在中期仍将持续，公司的业绩在中长期仍然积极向好。

## 目录

一、	世纪并购，收购挪威“国宝级”家具商.....	4
二、	蛇吞象，并购问题重重.....	6
三、	激进收购留后遗症，增长迟缓利润下降.....	9
3.1	营业收入增长迟滞，曲美本部业绩不增反降.....	9
3.2	收购副作用显现，净利润持续下行.....	9
四、	守得云开见月明，多方位改革终见成效.....	10
4.1	收购改变公司性质，公司转向成长型企业.....	10
4.2	新产品持续创新，多渠道共同成长.....	11
4.2.1	产品端：拳头产品持续优化，多品类扩张提振业绩.....	11
4.2.2	渠道端：IMG 门店大举扩张，多渠道共同成长.....	12
4.3	全球产能布局，2021 年销售全线上扬.....	14
五、	未来展望：业绩拐点已现，长期成长仍然可期.....	15

2018年，曲美联合华泰旗下基金以超过40亿人民币收购挪威国宝级品牌，高端家具制造商 Ekornes ASA 公司，成为中挪两国大消费品类领域的并购交易之最。这场“世纪大交易”在让曲美家居声名鹊起的同时，也让曲美背上了沉重的担子。而在持续“填坑”的3年后，曲美家居终于守得云开见月明，在2021年交出一份相对靓丽的答卷。那么过去曲美家具是如何驱动业绩的增长？在海外业务逐渐进入正轨的情况下，曲美的未来路在何方呢？

### 一、世纪并购，收购挪威“国宝级”家具商

曲美家具集团股份有限公司成立于2011年，主要从事高档民用家具及配套家居产品的研发、设计、生产和销售业务。公司的主要产品包括木类家具、人造板类家具和综合类家具等。公司在2015年上市后，提出了建立“新曲美”的战略，业绩持续攀升。新曲美战略围绕“新产品、新模式、新价值”三个维度展开，由单一家具制造商向整体解决方案提供商转型，由制造品牌向商业品牌转型。公司的经销商门店数量亦随之迅速攀升，从2015年的663家上升至2017年的861家。公司的营业收入在2016、2017年亦分别录得32.52%和26.05%的增速，增长相对强劲。此外，公司的增长均为内生增长，未进行并购等操作。资产负债率亦长期维持在20%左右，财务状况相对健康。

图表：公司的主要产品



资料来源：亿翰智库、企业公告

然而随着地产销售的逐渐停滞，曲美家居的竞争压力日趋增大，亟需寻找新的增长点。

2018 年上半年，公司的营业收入增速已由 2017 年上半年的 29.73% 下滑至 10.32%，增速下滑明显。在公司原有的增长动力陷入迟滞之际，公司亟需寻找新的增长点。

在增长逐渐停滞的情况下，为了顺应消费升级与供应链升级的趋势，公司在 2018 年启动了收购挪威国宝级品牌，高端家具制造商 Ekornes ASA 公司的计划。Ekornes 是一家全球化的家具制造销售企业，总部位于挪威 Ikorndnes。1934 年，创始人 Jens Ekornes 先生创立 Ekornes 品牌，开始生产家具和床垫。1995 年，公司在奥斯陆证券交易所上市。截至 2017 年底，Ekornes 在全球拥有 21 家销售公司，9 家工厂，2140 名员工。

Ekornes 主要开发、制造家具和床垫，并通过直接销售和零售商销售旗下产品，包括斜倚扶手椅、沙发、办公椅、家庭影院座椅、固定靠背沙发、桌子、床垫、配件等。公司旗下的 Stressless、Svane 和 IMG 品牌在海外市场享有盛誉，Stressless、IMG、Svane、Ekornes Contract 构成了不同地域、不同价位的品牌矩阵。Stressless 是全球知名的舒适椅品牌，被誉为“全世界最舒服的椅子”，销售规模在全球高端舒适椅品牌中处于领先地位，Stressless 品牌依靠舒适椅和沙发产品享誉全球 40 余年，具有丰富的历史文化底蕴；IMG 定位为“引领市场潮流、高性价比”的舒适椅产品，作为 Stressless 的兄弟品牌，IMG 能够为消费者提供高质量、高舒适度、高性价比的舒适椅和配套家具产品，是 Stressless 品牌在中高端市场的有效补充；此外，Ekornes 旗下还拥有床垫品牌 Svane 以及针对酒店等渠道的 Ekornes Contract 品牌。差异化的品牌产品矩阵帮助公司覆盖更多的消费群体，占领更广阔的市场空间。

图表：公司的核心产品 Stressless 椅子



资料来源：亿翰智库、企业官网

Stressless 品牌系列产品报告期内收入占 Ekornes 总收入的比例在 70% 以上。

Stressless 和 IMG 产品包括躺椅、沙发、Ekornes 系列（固定靠背沙发）等；Svane 主要产品为极具设计感和功能性的床垫；Ekornes Contract 主要面向航运/海上市场、酒店市场及办公家具市场，生产定制式躺椅。

图表：Ekornes 的主要品牌

类别	品牌	简介
躺椅、沙发及其他家具		Stressless 品牌创立于 1971 年，是 Ekornes 最大的产品领域，也是欧洲最著名的家具品牌之一。Stressless 产品包括躺椅、沙发、Ekornes 系列（固定靠背沙发）等。该品牌注重产品的舒适性和功能性，产品市场分布在全球各地
		IMG 品牌成立于 2006 年，2014 年末被 Ekornes 集团收购，产品包括各种躺椅系列和沙发，与 Stressless 产品相似，但是产品定位相较于 Stressless 属于中端。销售主要源自北美、墨西哥、挪威和亚太地区。该品牌的家具产品基于 Scandinavian 技术，主打设计感、舒适性和功能性，以合理的价格提供高质量的家具商品
		该品牌创立于 1989 年，主要生产躺椅，产品的目标市场为航运/海上市场、酒店市场及办公家具市场
床垫		Svane 品牌成立于 1937 年，是挪威著名家具品牌，主要产品是床垫。该品牌的产品极具设计感与功能性。产品市场分布在挪威及其他北欧国家、中欧国家

资料来源：亿翰智库、企业公告

公司的营业收入主要来源于欧洲地区和北美地区，占比 84% 以上。其中，欧洲中部地区和北美地区份额较大，二者合计贡献近一半的收入。由于 IMG 部分产品主要销往澳大利亚、新西兰和亚洲其他地区，故自 2014 年 IMG 收购后，Ekornes 亚太地区收入占比明显上升。

2018 年 8 月，公司完成对 Ekornes ASA 的并购，形成了全球化的业务布局。Ekornes 旗下包括 Stressless、IMG、Svane、Ekornes Contract 等品牌，其中 Stressless 是全球舒适椅行业的第一品牌，被誉为“全世界最舒服的椅子”。借助 Ekornes 全球强大的销售渠道资源、供应链资源、品牌资源、生产能力，曲美拉开了国际化大幕。

## 二、蛇吞象，并购问题重重

尽管从收购的标的来看，收购完成后公司将获得较多的收益。就并购本身而言，在并购

的手段和融资的方式等方面均存在一系列值得商榷的地方。这也导致公司此后数年处于一直“填坑”的状态，而斥巨资收购来的资产也踏上了慢慢整合路。

### 2.1 财务层面：并购标的大且贵，收购条件苛刻

整体来看，并购的问题可以分为两个层面来看：财务层面和公司层面。财务层面，此次并购存在的最大问题在于并购标的大而且贵，收购的条件亦较为苛刻。

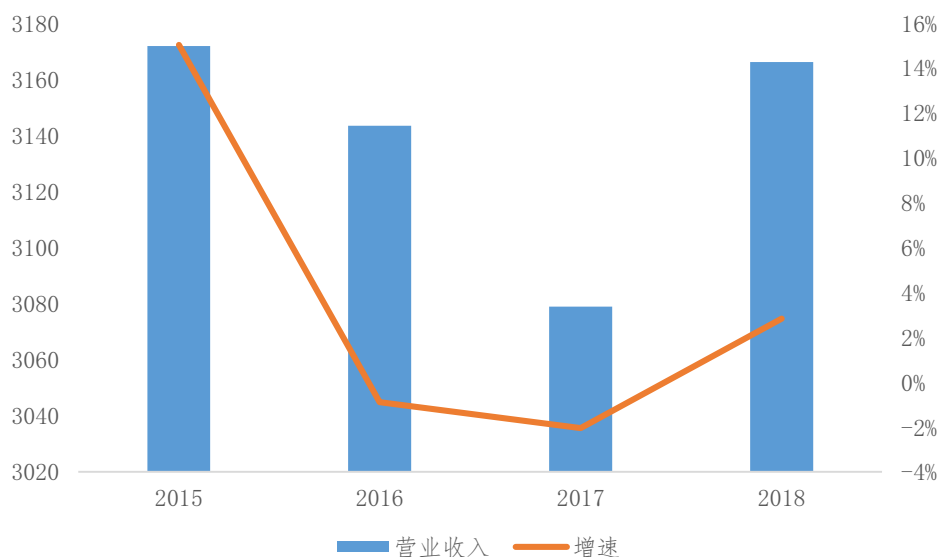
- (1) **首先标的公司的规模较大。**2017 年末 Ekornes 的总资产达 18.21 亿元，而公司的总资产亦仅为 21.03 亿元，标的公司的规模和曲美家居的体量大致相当，并购标的相对于曲美而言过于庞大。此外，公司在 2018 年中期的在手现金仅为 8.63 亿元，无力覆盖此次收购所需要的大额资金，而公司也被迫举债，背上了沉重的债务包袱，债务压力较大。
- (2) **除此以外，本次并购的代价相对较为昂贵。**本次并购的总对价为 40.63 亿元，而并购后产生的商誉就达到了 12.73 亿元。这也意味着公司认为本次收购付出了 12.73 亿元的溢价，收购的溢价率高达 45.63%，收购的代价相对高昂。
- (3) **此外，本次收购的付款条件较为苛刻。**曲美家居本次交易需支付的交易对价高达 40.63 亿元，且要求一次性现金付清而非分期付款，付款条件苛刻。

### 2.2 经营层面：收购标的增长迟缓，细分市场分化严重

除了收购的手段而言，收购的标的也有部分瑕疵值得注意。尽管如上文所述，Ekornes 拥有极其辉煌的历史和强大的品牌影响力，但在收购前 2 年公司的收入增长实质上已陷入了停滞的状态。根据 Ekornes 披露的年报，公司的营业总收入从 2015 年的 31.72 亿挪威克朗降至 2018 年的 31.66 亿挪威克朗，整体收入不增反降。

从整体战略层面来看，公司更接近于一家提供长期分红的稳健公司，寻求业绩快速增长的动力较弱。截至 2017 年末，公司的大股东是 Nordstjernan AB，拥有公司 17.2% 的股份。Nordstjernan AB 创立于 1890 年，是一家家族控制的非上市投资公司。而公司的第二大和第三大股东分别是挪威养老基金和 RBC Investor Treasury Services，分别占据了公司 10.5% 和 8.3% 的股份，股权较为分散。从这个角度来看，公司实质上由管理层掌控；公司的重要股东均为财务投资人，更多的以收取分红为主，而公司的利润亦大部分作为分红向投资人发放。根据公司的分红政策，公司超过 50% 的净利润将作为分红向股东发放，实现业绩快速增长的动力较弱。

图表: Ekornes 的总收入增长陷入停滞 (百万挪威克朗)



资料来源: 亿翰智库、企业公告

具体从品牌和区域来看, 公司营业收入的变化主要受到核心品牌 Stressless 的推动, Stressless 的营业收入占公司总营收的比例超过 7 成, 对于公司的业绩具有较强的影响力。作为一个全球品牌, Stressless 的销售可以分为挪威、其他北欧国家、中欧、南欧、英国和爱尔兰、北美、日本和其他市场七大市场。为了更加清晰的分析公司业务的发展情况, 我们重点关注两个核心市场中欧和北美市场的发展情况。

**Ekornes 在重要的细分市场中欧市场的表现低迷, 拖累了公司业绩的持续增长。**关于中欧市场, 德国市场是绝不可忽视的重要市场, 德国也是公司最重要的单一市场之一。然而在 2016-2018 年期间, 德国消费者更偏好物美价廉的商品, 低价产品正取得更多的市场份额, 而中高端产品的表现相对较差。此外, 电动沙发市场的竞争日趋激烈, 这也部分导致公司沙发产品的销售相对不佳。受上述两大因素影响, 公司在德国市场表现持续低迷, 2016、2017 年核心品牌 Stressless 在德国市场的销售规模分别下滑 5% 和 9%, 拖累了公司业绩的持续上升。

相对于中欧市场的持续低迷, 公司在北美地区的表现相对较好。公司将战略重心放在建立渠道上, 并和独立零售商和不同规模的区域家具连锁店签订分销协议。渠道的扩张和良好的宏观因素推动了公司销售业绩的增长, Stressless 2018 年在美国市场的销售增速增至 8%, 美国市场也成为了 Ekornes 最重要的单一市场。

整体来看, 收购标的更接近于一家提供长期分红的稳健公司, 寻求业绩快速增长的动力较弱。此外, 公司所在市场分化较为严重, 中欧和南欧市场持续萎缩, 而美国市场则呈现较为强劲的增长势头, Ekornes 整体增长相对乏力。

### 三、激进收购后遗症，增长迟缓利润下降

#### 3.1 营业收入增长迟滞，曲美本部业绩不增反降

由于公司的激进收购而留下的问题，公司在收购后，业绩增长相对停滞。公司在 2018 年收购后，营业收入在 2019 年快速增长至 42.79 亿元。2020 年，受到疫情的冲击，公司的营业收入回落至 42.78 亿元。为了更好的分析公司的业绩成长，我们将公司原有的曲美家居和海外并购来的 Ekornes 进行拆分，以更好的分析公司的业绩。

整体来看，在剔除掉并购带来的营业收入增厚之外，2018-2020 年三年间，曲美家居的营业收入增长不明显。整体的业绩拆分来看，从 2018-2020 年的 3 年间，曲美本部的营业收入分别为 18.50 亿元、18.29 亿元、17.46 亿元，原曲美家居本部的营业收入持续萎缩。公司也在 2019 年对交易所的问询函的回复中写道：“公司经营情况受上游行业以及公司内部管理改革和业务调整的影响，上半年略有下降”。而随着地产行业的发展进入下半场，家居行业亦陷入了存量博弈的泥潭之中，企业的竞争压力较大，公司在 2018-2019 年亦主要处于收缩期。公司淘汰业绩不好的经销商、老经销商少开店，并调整终端的营销方式，降低库存，降低经销商的经营压力。此外曲美后期以小店为主，且将经营中心放在拎包入住做样板间，门店客流量较小，业绩萎缩。2020 年受到疫情的冲击，整体经营压力巨大，销售收入持续下滑。

而对于新并购的 Ekornes，公司仍然处于整合期，业绩增长迟缓。随着电动产品的流行，Ekornes 的市场份额受到了侵蚀。叠加主要消费市场经济发展迟缓，消费市场停滞的影响，2019 年 Stressless 品牌在南欧和北美的销售额分别同比下降了 9%和 5%，而在中欧的销售额下降了 2%。此后受到疫情后居家的需求增加的提振，销售收入有所反弹。2019、2020 年 Ekornes 的营业收入分别增长 0.09%和 9.87%。

#### 3.2 收购副作用显现，净利润持续下行

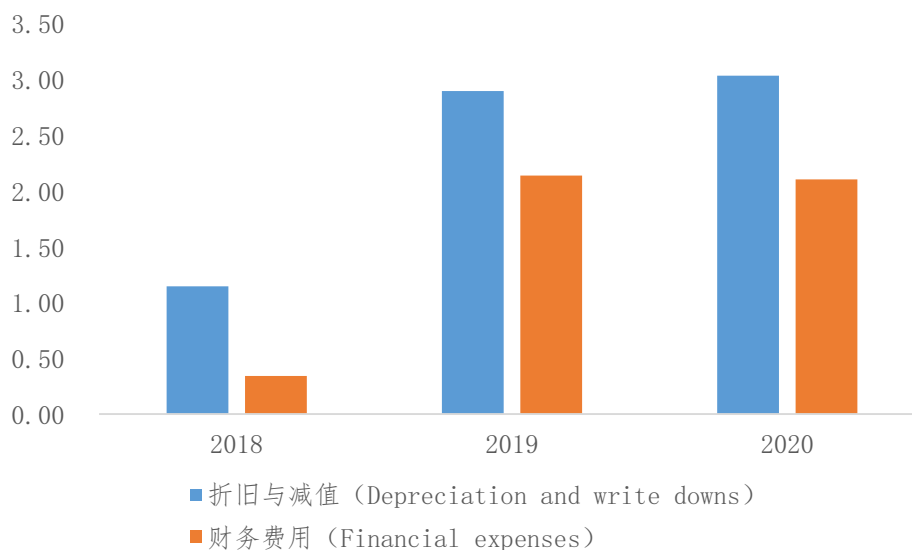
在完成了“蛇吞象”的并购后的 2 年里，除了营业收入增长迟滞，曲美家居的利润更是持续下滑。2018 年，受到并购的影响，公司经历了上市以来的首次亏损。2019、2020 年，公司的净利润回升至 0.98 亿元、1.20 亿元，但仍然显著低于 2017 年 2.46 亿元的水平，净利润不增反降。我们认为，公司净利润大降的原因主要有以下两点：

**第一，由于收购带来的成本的影响，公司本部的利润大幅下滑。**如上文所述，公司本部的营业收入出现了下滑，本部的净利润亦随之呈现萎缩的态势。除此以外，公司 2018 年完成对挪威 Ekornes ASA 公司的并购后，与并购相关的费用约 3.13-3.3 亿元，而公司在 2017 年的净利润仅 2.45 亿元，高额的收购费用造成公司上市后首次亏损。

**第二，被收购公司的净利润率下滑，拉低了公司净利润。**根据 Ekornes 的 2018 年年报，公司的净利润率维持在 9.42%。然而在并购之后，2019 年 Ekornes 的净利润率骤降至 3.18%。公司的营业收入和营业成本和并购前变化不大，造成净利润下滑的主要原因在于费用的激增。具体来看，费用科目中折旧和减值（Depreciation and write downs）一项增长最为迅

猛，从 2018 年的 1.14 亿挪威克朗暴增至 2019 年的 2.89 亿挪威克朗，增长迅猛。公司在 2020 年的年报中写道“与 2018 年 9 月 Ekornes AS 的收购价格相关，（收购产生的）超额价值被认为与品牌名称、客户关系、房地产和固定资产有关。客户关系和品牌名称在预计的生命周期内以直线法折旧”。这也意味着折旧和减值主要来自于收购后的品牌、客户关系的折旧，而这一切的根源还在于收购时产生的溢价。除此之外，我们观察到公司的财务费用也在收购后激增。随着并购后有息负债的增加，财务费用从 2018 年的 3406 万挪威克朗快速上升至 2020 年的 2.10 亿挪威克朗，财务费用侵蚀了标的公司宝贵的利润。

图表：折旧和财务费用在收购后激增（百万挪威克朗）



资料来源：亿翰智库、企业公告

除了净利润的持续下滑，债务的持续到期也成了公司头上的“达摩克里斯之剑”。2019 年、2020 年和 2021 年三季度末，公司的现金短债比分别为 0.37、0.73 和 0.32，公司的在手现金无法覆盖到期债务，公司持续面临较大的偿债压力。

整体来看，在经历了“世纪并购”后，曲美家居的营业收入增长迟滞，净利润下滑，负债高企，而公司则处于持续的“填坑”的状态。而如何更好的整合收购来的资源，并实现业务的持续增长成了公司管理层需要思考的问题。

#### 四、守得云开见月明，多方位改革终见成效

##### 4.1 收购改变公司性质，公司转向成长型企业

为了重现过去的辉煌，实现业绩的持续增长，曲美在并购以后也对收购的 Ekornes 在人事端，在产品端，在渠道端进行了大刀阔斧的改革和整合。改革调整后，Ekornes 也焕发了新生，成为了公司业绩主要的增长动力。而在经历了重重困难后，公司终于守得云开见月明，业绩上出现了拐点。2021 年年度，公司实现归属于上市公司股东的净利润为人民币 2.05 亿

元到 2.8 亿元，同比增长 97.12%至 169.23%，实现了业绩的 V 字反转。

首先，曲美入主 Ekornes 带来的最根本的变化是公司性质的变化。如上文所述，在收购前的 Ekornes 是一家财务投资人控股的提供长期分红的稳健公司，以实现稳定分红和股价上升为主要的目的，实现业绩快速增长的动力弱。而在曲美入主后，从某种意义上说，公司真正的有了自己的“老板”，而曲美也将公司的野心和狼性精神带到了 Ekornes。在 2019 年的公司展望中 (outlook)，新上任的管理层如是写道：“Ekornes 的长期目标是以盈利的和负责任的方式增加收入”，这句话也是公司展望中的第一句话，公司新主人的勃勃雄心展露无遗。而公司也从一家长期分红的稳健公司转型成为一家以实现营业收入增长为导向的成长型企业。

战事未开，人事先行，新老板的入主也带来了全新的管理团队和新的激励方式。2020 年，公司聘请到了北欧地区知名办公家具公司 Flokk 的现任 CEO——LarIvarRøiri 先生成为 Ekornes 的副董事长，并成功邀请在北欧地区享有盛誉的职业经理人 Roger Lunde 先生出任公司新的 CEO。Roger Lunde 此前曾在多家大型企业担任管理职务，包括挪威太阳能开发商 Scatec Solar、挪威最大的银行 DNB 银行和北欧能源公司 Aker Solutions 等，管理经验丰富。除此以外，公司较大幅度的精简了董事会，使其变得更有效率。此前的公司董事会人数众多，2017 年公司董事会的人数达 10 数人之多，还包含了部分社会名流，机构较为臃肿。收购后，公司董事会人数大幅精简，决策效率大幅度提高。除此以外，为了让公司管理层和公司股东占在同一条线上，公司亦给予职业经理人以激励，鼓励其为公司创造更多的价值。2019 年与集团管理层签订了个人奖金协议。其中，70%的奖金取决于集团或部门的收入和营业利润率，而 30%取决于非财务的绩效。

## 4.2 新产品持续创新，多渠道共同成长

### 4.2.1 产品端：拳头产品持续优化，多品类扩张提振业绩

首先在产品端，公司大力进行新产品的开发，在巩固拳头产品舒适椅优势的同时，积极扩张产品的品类，以更加契合目标客群的需求。对于拳头产品舒适椅，公司根据消费者调研结果及经销商反馈意见，推出了带有坐垫和靠背加热功能的舒适椅产品和带有电机的舒适椅产品，对产品功能性进行优化改良，以适应市场潮流。此外，公司聘请了知名设计工作室作为外部顾问团队，帮助 Stressless 品牌优化产品外观，提升新品的时尚度。新款舒适椅产品开始为增长贡献更多动力，2020 年新推出的“Sam”、“Scott”产品和 2021 年新推出的“Max”、“Mike”产品均体现出了较强的收入潜力，新的舒适椅产品在 2021 年上半年贡献了超过 1.2 亿 NOK 的销售额。

图表：公司推出的新产品 Stressless®Emily



资料来源：亿翰智库、企业官网

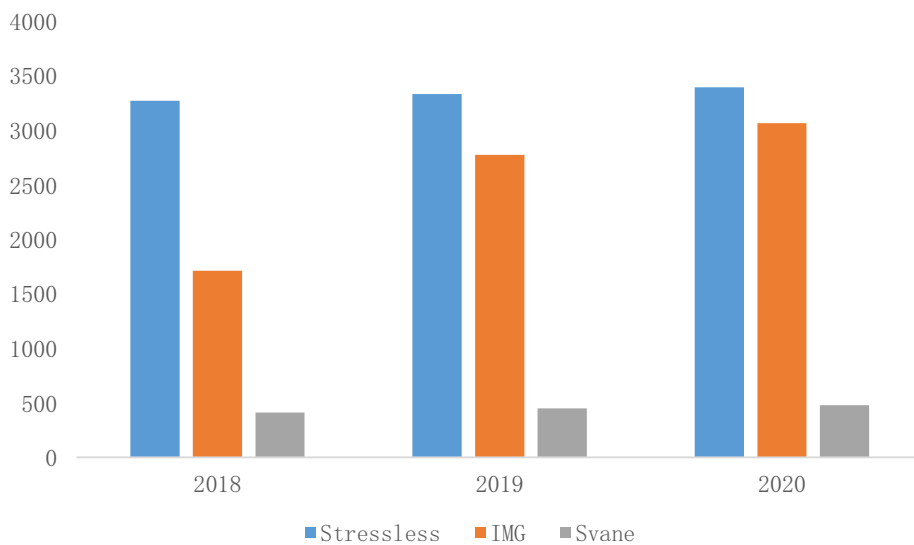
此外，此前公司的主品牌 Stressless 的产品主要以舒适椅为主，其他品类的占比仅为 12%。公司积极协助 Ekornes 进行新产品开发，包括 Stressless 品牌软体沙发、茶几、餐桌椅等非舒适椅类客厅成品家具，弥补了 Stressless 品牌配套产品款式的不足。2019 年，公司在欧美市场推出了第一个电动沙发（motorized Stressless sofas）系列产品，顺应电动产品风靡的大趋势，并在北美地区取得了良好的市场反响。此后，公司陆续推出了 Stressless® Emily 等明星产品，进一步增加了消费者的选择空间，推高了电动沙发的销售额。2021 年上半年，软体沙发、电动沙发、电动舒适椅和餐桌椅类产品收入快速增长，2 款产品进入 Stressless 品牌畅销款 Top10，2 个爆款合计贡献收入占 Stressless 品牌总收入的 8.29%。受益于新产品的带动，Stressless 品牌前 10 款产品销售额占品牌销售额比重从 2020 年的 66.6% 提升至 2021 年的 68.9%，产品集中度进一步提高。新产品“Emily 沙发”成为 Top10 产品中唯一的沙发类产品，2021 上半年年单款销售额超过 7500 万 NOK。受到新产品热销的提振，公司在北美地区斩获颇丰。2021 年，北美市场的销售规模达 14.85 亿挪威克朗，同比提升 40.81%，有力的推动了公司销售业绩的发幅改善。

#### 4.2.2 渠道端：IMG 门店大举扩张，多渠道共同成长

在渠道端，公司则分别在渠道的数量和质量两方面入手，持续的增加公司品牌的营业收入。在数量方面，在公司积极扩张收入的指引下，公司的渠道持续扩张。Ekornes 旗下三大品牌的总经销商门店数量从 2018 年的 5394 家上升至 2020 年末的 6942 家，上升幅度达 28.70%。

从品牌的角度来看，子品牌 IMG 的渠道扩张最为迅猛。IMG 品牌在曲美的支持下于 2019 年进入中国，以全网同价、线上线下相结合的模式快速打开国内市场。具体来说，新渠道的建设需要较长的时间和资源的投入，前期 IMG 主要依赖原曲美的渠道进行产品的销售。IMG 主要以曲美店中店为核心渠道，并快速在全国范围内铺设体验点，以打开市场知名度。至 2020 年末，IMG 体验点数量超过 1000 家。此外，IMG 还同步拓展了多类新零售渠道，并于 2020 年成功开设中国市场第一家品牌独立店。此后，IMG 线上渠道、非曲美体系的销售收入快速增长，2021 年上半年非曲美体系的销售占比已升至 30% 以上，渠道结构进一步优化。IMG 的经销商门店从 2018 年的 1713 个快速提升至 2020 年的 3067 个，同比增长 79.04%。

图表：公司的实体品牌门店数量（家）



资料来源：亿翰智库、企业公告

此外，除了传统的经销商渠道，公司亦积极拓展大客户渠道，推动渠道全方位扩展。自新任 CEO 在 2020 年上任以来，Ekornes 公司大幅提高对大型经销商、连锁渠道商等 KA 渠道的重视程度以下游大型客户的需求为核心，积极对大客户提供点对点的销售服务，在商业条款、产品方案等方面进行合理调整。公司先后与 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。2020 年内，公司接到大客户的长期订单接近 3 亿挪威克朗，交付金额接近 8000 万挪威克朗，业务发展势头良好。受益于 Ekornes 销售和客户服务水平的提升，未来公司将有望与更多的大型经销商及贴牌客户达成合作，持续提升销售额。

除了渠道的数量，公司亦积极提升渠道的质量，提高单店收入。2019 年，Ekornes 公司在全球范围内选择 34 家门店进行店面形象升级与消费者购物体验优化的试点工作。通过对试点门店进行升级改造，公司有效扩大了试点店面内 Stressless 品牌的销售面积，改善了门店的形象，并提高了消费者的整体购物体验。试点期内，试点店面同店销售额平均增速达

到 12.6%，远高于对照门店的增长水平，试点工作获得成功。2020 年，公司在全球渠道内推广门店升级改造工作，提升渠道质量。根据 Home furnishing business 的报道，Ekornes 推出了一项新的店内商品展示计划，旨在提高品牌的影响力。新项目采用模块化和可移动的灯箱，并附带中央设计中心，销售人员可以轻松获得所有的产品细节。设计中心还安装了一台大型电视，用于播放营销视频，以吸引消费者的注意力，提高单店销售额。

图表：Ekornes 升级后的门店



资料来源：亿翰智库、Home furnishing business

#### 4.3 全球产能布局，2021 年销售全线上扬

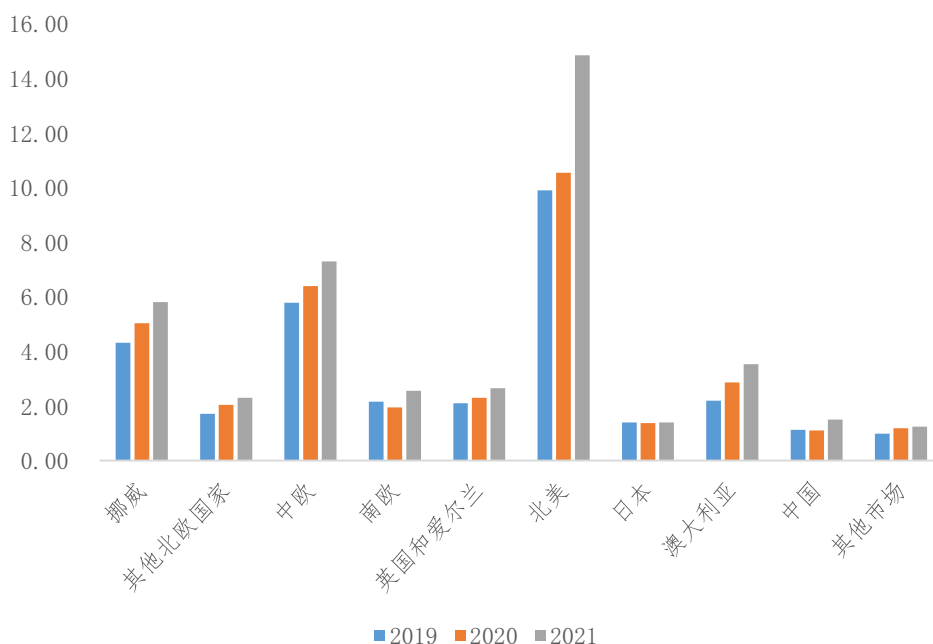
此外，Ekornes 在全球的强大产能也有效的支持了公司产品在公司各个渠道的持续销售。截至 2020 年末，公司在全球共拥有 10 个工厂，其中公司在挪威有 5 家工厂，在美国有 1 家工厂，在泰国有 1 家，越南有 2 家以及和立陶宛的 1 家工厂。随着立陶宛工厂在 2019 年的正式建立，公司的产能持续提高。Stressless 的设计产能每天可达 1450 个座位，有力的支持了公司的全球市场布局。

公司全球化的工厂布局，也在 2021 年全球的供应链出现问题，诸多家居企业无法及时供货的情况下发挥了巨大作用，有效的保证了核心市场如美国市场的顺利供货，进一步强化了公司的市场地位。随着疫情的蔓延和产业链的中断，产品的运输和配送成为了 2020 年疫情爆发后，公司面临的重大困扰。为了解决物流的问题，也为了扩大产能，公司在 2020 年将挪威本部生产环节中以手工加工为主的部分逐步迁移到立陶宛工厂，并在立陶宛工厂建立生产和配送中心，打破了 Stressless、IMG 产品相互独立的生产模式，以 Ekornes 集团为整体，对全球产能进行统一规划和调度。此外，位于美国 Morganton 的工厂主要负责沙发的缝纫和组装，有效的支持了沙发的销售网络的正常运行。

在经历了持续的改革和调整，Ekornes 在 2021 年的销售额大幅增长，销售业绩创 3

年新高。2021 年全球消费者对于家居的需求明显增加，市场需求强劲，公司在不同市场的销售全线上行。其中，美国市场是公司最为重要的市场，也是公司销售增速最快的市场。2021 年，随着后疫情时代“宅文化”的盛行，包括躺椅、沙发在内的大部分的家居产品的需求均较为强劲，叠加 Stressless® Mary 等电动产品的热销，美国市场 2021 年的销售额达 14.85 亿挪威克朗，同比增长 40.81%。除了美国市场，中国市场则是增长第二快的主要市场。经历了 2020 年的调整期后，随着旗舰店等渠道的持续铺设，中国市场在 2021 年同比增长 36.45%，业绩大幅攀升。

图表：各个市场的销售额全面上扬（亿挪威克朗）



资料来源：亿翰智库、企业公告

随着被收购标的 Ekornes 业绩的持续攀升，曲美家居也终于守得云开见月明，迎来了业绩的拐点。2021 年，Ekornes 的营业收入达 43.17 亿挪威克朗，同比上升 24.02%，而 Ekornes 营业收入的持续上升，整体规模效应显现，也带动了曲美家居利润的上行。根据业绩快报，公司预计 2021 年度实现归属于上市公司股东的净利润在 2.05 亿元至 2.8 亿元，基本回到 2017 年的水平，曲美家居迎来了自己的业绩拐点。

### 五、未来展望：业绩拐点已现，长期成长仍然可期

从短期来看，我们认为 2022 年曲美家居的业绩将维持中高速增长。如上文所述，随着后疫情时代家居需求的井喷，Ekornes 在北美等核心市场销售的高速增长是曲美家居业绩持续上行的核心原因。时间切换到 2022 年，从整体行业的角度来看，我们认为 2021 年北美市场销售的火爆可能难以持续，销售增长速度可能将有所放缓。根据咨询公司 Smith Leonard

的监测，2022年1月份的家具新订单同比下滑12%，较2020年同期增长16%。此外出货量也小幅下滑3%，较2020年同期增长7%。整体来看2022年的销售仍然相对较好，但整体火爆的趋势已略有降温。而核心市场美国的降温也将对Ekornes的销售有所影响，而公司管理层也在2021年四季报中写道“即使2022年的需求仍然较好，Ekornes仍在为需求未来逐渐降低至疫情前的水平做准备”，2022年北美市场营业收入的增长可能将维持相对稳健的速度。

而随着国内“千店计划”等渠道布局措施的持续推进，以及沙发等非舒适椅产品的快速增长，中国等新兴市场料将成为公司重要的市场增长动力。而从近期的销售情况来看，2022年1-2月公司实现营收约8.25亿元，同比增长约21%，整体销售增速仍然相对较好。尽管3月份受到疫情的影响，国内销售短期可能略有承压。但从2022年全年来看，整体销售预计仍将维持相对较快的增速，业绩拐点已现。

尽管经过了公司的不懈努力，曲美家居慢慢走出了此前的停滞期，但收购留下的高额债务仍然值得关注。截至2021年3季度末，公司的资产负债率仍然高达72.05%，仍然远高于家居行业的正常水平。此外，随着债务的持续到期，公司2021年三季度的现金短债比仅为0.32，短期债务仍有一定的压力，公司仍然需要通过债务置换等一系列再融资手段，缓解当前的流动性压力。

而从中长期来看，曲美家居背靠Stressless的顶级品牌力，仍然处于拓展期，其业绩在中期预计仍将维持中高速增长。从发展的角度来看，其未来两大增长动力：电动产品等新产品的拓展和新兴市场的渠道开拓在中期仍将持续，公司的业绩在中长期仍然积极向好。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人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。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码