

曲美家居 (603818.SH)

强烈推荐-A (维持)

Ekornes 高速增长持续验证, 疫情影响 Q1 国内短暂承压

事件: 公司发布 2021 年年报与 2022 年一季报: 2021 年全年实现营业收入 50.73 亿元, 归母净利润 1.78 亿元, 扣非归母净利润 1.48 亿元, 同比分别增长 18.57%、71.31%、55.59%。2022 年一季度实现营业收入 13.13 亿元, 归母净利润 0.58 亿元, 扣非归母净利润 0.44 亿元, 同比分别变动 14.25%、-5.30%、-10.63%。

□ 21 利润高增, 海外及大宗收入增长势头强劲。21 全年实现营收 50.73 亿元, 归母净利润 1.78 亿元, 扣非归母净利润 1.48 亿元, 同比分别增长 18.57%、71.31%、55.59%。22Q1 实现营收 13.13 亿元, 归母净利润 0.58 亿元, 扣非归母净利润 0.44 亿元, 同比分别变动 14.25%、-5.30%、-10.63%。面对疫情反复以及经济环境的不确定性, 公司持续深化业务创新与改革, 有效对冲各项成本上涨的负面影响, 取得了显著的效果。国内业绩稳健, 创新业务贡献新增量; 海外业务成长依旧, 配套品打造新增长曲线。

□ 21 年毛利率有所下滑, 费用管控效果显著。21 年公司营业成本 32.56 亿元, 同比增长 24.79%; 毛利率 35.83%, 同比降低 7.58pct, 主要是原材料价格上涨、海运费用上涨以及疫情复工后加班造成生产性人工成本上升所致; 净利率 3.78%, 同比上升 0.98pct。各项期间费用均得到优化: 销售费用率 17.28%, 同比下降 5.81pct; 管理费用率 7.16%, 同比下降 1.18pct; 财务费用率 3.91%, 同比下降 2.15pct; 研发费用率 2.00%, 同比下降 0.12pct。

□ 国内多渠道业务并进, 海外扩品类取得成效。1) 国内业务方面: 21 年曲美品牌店面升级工作顺利推进, 新店开拓速度同比有所加快; 经销商渠道业务营收 44 亿元, 同比增加 18%; 直营渠道业务借助“全品类、一站式”及大店优势快速发展, 收入突破 3 亿元, 同比增长 40%, 占比持续提高; 创新业务上 B2B 工程业务收入同比增长 300%, 经销商数量近 50 个, 在手合同超 2.5 亿元。家装渠道业务也进入快速发展轨道。2) 海外业务方面: Ekornes 收入同比增长 34%, 净利润同比增长 32%, Stressless 品牌非舒适椅类产品订单超 7 亿元, 同比增长超 50%, 其中沙发订单同比增长近 50%, 餐椅类产品订单同比增长超 60%。Svane 床垫品牌销售订单同比增长 15%; Ekornes 中国市场持续增长, 订单金额超过 1.8 亿元, 同比增长超过 50%。其中 Stressless 品牌中国市场渠道体系基本完善, 经销商平均毛利率、坪效、投资回收期、客单值等核心指标均行业领先, 并呈现快速增长趋势。截至 21 年末, Stressless 中国市场门店数超 120 家。

□ 稳扎稳打、变革创新, 维持“强烈推荐-A”投资评级。国内外业务共同发力下, 曲美将迎快速成长, 同时财务费用逐步改善背景下, 公司利润弹性有望充分释放, 预计 2022~2024 年归母净利润分别 4.40 亿元、6.09 亿元、7.35 亿元, 同比分别增长 152%、39%、21%, 目前股价对应 2022 年 PE 为 13x, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示: 原材料价格波动风险, 行业竞争加剧风险, 新冠疫情反复风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4279	5073	6063	7304	8568

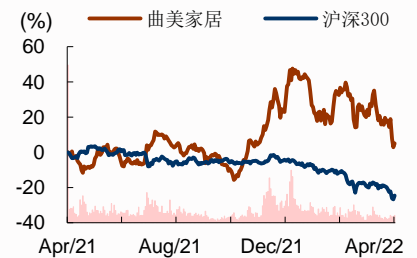
消费品/轻工时尚
目标估值: NA
当前股价: 10.1 元

基础数据

总股本(万股)	58040
已上市流通股(万股)	58040
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	73.0%
主要股东	赵瑞海
主要股东持股比例	22.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	14	1
相对表现	-7	34	24



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《曲美家居 (603818) —2022 年业绩开门红, 高速增长持续验证》2022-03-28
- 《曲美家居 (603818) —Ekornes: 软体赛道优质标的, 品牌产品筑竞争壁垒》2022-03-17
- 《曲美家居 (603818) —恒大计提影响短期利润, 国内外势头强劲, 业绩增长可期》2022-01-28

赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn
毕先磊 研究助理
bixianlei@cmschina.com.cn

同比增长	-0%	19%	20%	20%	17%
营业利润(百万元)	153	232	585	812	982
同比增长	43%	52%	152%	39%	21%
归母净利润(百万元)	104	178	440	609	735
同比增长	26%	71%	147%	38%	21%
每股收益(元)	0.18	0.31	0.76	1.05	1.27
PE	56.4	32.9	13.3	9.6	8.0
PB	2.7	2.9	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2165	2276	2545	3063	4090
现金	710	544	544	653	1263
交易性投资	17	3	3	3	3
应收票据	74	15	17	21	25
应收款项	387	442	506	609	715
其它应收款	31	0	0	0	0
存货	845	1134	1310	1579	1852
其他	102	138	164	198	232
非流动资产	5517	5365	4898	4488	4126
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1671	1528	1399	1290	1199
无形资产商誉	3532	3269	2942	2648	2383
其他	314	568	558	550	544
资产总计	7682	7641	7443	7551	8216
流动负债	1964	2481	1809	1391	1446
短期借款	58	221	638	84	0
应付账款	391	442	515	620	728
预收账款	122	121	141	170	199
其他	1392	1696	514	517	519
长期负债	3109	3137	3137	3137	3137
长期借款	774	786	786	786	786
其他	2335	2351	2351	2351	2351
负债合计	5073	5618	4946	4528	4583
股本	583	580	580	580	580
资本公积金	861	674	674	674	674
留存收益	717	764	1203	1680	2233
少数股东权益	449	5	40	88	146
归属于母公司所有者权益	2161	2018	2458	2935	3487
负债及权益合计	7682	7641	7443	7551	8216

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	619	441	967	956	1017
净利润	120	192	474	657	793
折旧摊销	312	368	587	531	483
财务费用	260	205	119	79	57
投资收益	0	0	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(34)	(247)	(179)	(279)	(284)
其它	(39)	(77)	3	5	6
投资活动现金流	(134)	(128)	(83)	(83)	(83)
资本支出	(110)	(146)	(120)	(120)	(120)
其他投资	(24)	18	37	37	37
筹资活动现金流	(496)	(366)	(885)	(765)	(324)
借款变动	(836)	(63)	(766)	(554)	(84)
普通股增加	94	(2)	0	0	0
资本公积增加	536	(187)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(132)	(183)
其他	(290)	(114)	(119)	(79)	(57)
现金净增加额	(11)	(53)	(0)	109	610

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4279	5073	6063	7304	8568
营业成本	2421	3256	3789	4565	5355
营业税金及附加	19	18	21	26	30
营业费用	988	877	1031	1191	1397
管理费用	357	363	434	523	613
研发费用	91	101	121	146	171
财务费用	259	198	119	79	57
资产减值损失	(11)	(65)	0	0	0
公允价值变动收益	19	(14)	(14)	(14)	(14)
其他收益	29	27	27	27	27
投资收益	(27)	24	24	24	24
营业利润	153	232	585	812	982
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	1	1	1	1
利润总额	149	233	586	813	983
所得税	29	42	111	157	190
少数股东损益	16	14	35	48	58
归属于母公司净利润	104	178	440	609	735

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-0%	19%	20%	20%	17%
营业利润	43%	52%	152%	39%	21%
归母净利润	26%	71%	147%	38%	21%
获利能力					
毛利率	43.4%	35.8%	37.5%	37.5%	37.5%
净利率	2.4%	3.5%	7.3%	8.3%	8.6%
ROE	5.7%	8.5%	19.7%	22.6%	22.9%
ROIC	7.8%	8.0%	13.9%	18.3%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	73.5%	66.4%	60.0%	55.8%
净负债比率	22.8%	28.7%	19.1%	11.5%	9.6%
流动比率	1.1	0.9	1.4	2.2	2.8
速动比率	0.7	0.5	0.7	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
存货周转率	3.2	3.3	3.1	3.2	3.1
应收账款周转率	9.8	11.1	12.4	12.7	12.5
应付账款周转率	6.8	7.8	7.9	8.0	7.9
每股资料(元)					
EPS	0.18	0.31	0.76	1.05	1.27
每股经营净现金	1.07	0.76	1.67	1.65	1.75
每股净资产	3.72	3.48	4.23	5.06	6.01
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.31	0.38
估值比率					
PE	56.4	32.9	13.3	9.6	8.0
PB	2.7	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.7	14.9	8.0	7.2	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。