

相关研究

《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

《引进顶级战投, 强化协同优势》2021. 12

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

收入增长稳健, 疫情影响短期业绩

2022年4月29日

事件: 公司2021年实现收入50.73亿元、同增18.57%, 归母净利1.78亿元、同增71.31%, 扣非净利1.48亿元、同增55.59%, EPS为0.31元。21Q4公司实现收入13.31亿元、同降3.41%, 净利-347.40万元、由盈转亏, 受国内消费环境承压、挪威克朗贬值等影响收入增速放缓, 毛利率下降、对恒大系信用及资产计提减值影响净利表现。

2022Q1公司实现收入13.13亿元、同增14.25%, 归母净利5815.74万元、同降5.30%, 扣非净利4434.97万元、同降10.63%。国内业务经销商渠道持续拓展, 直营业务收入实现双位数增长, 工程业务合同金额同增300%以上, 但受冬奥会影响阶段性停产, 且疫情导致物流暂停, 影响3月收入表现, 目前全国疫情逐步控制, 公司发货恢复正常。Ekornes全球订单增长亮眼, 中国市场订单同增100%以上, 欧洲、北美实现同比增长, 22Q1整体收入同增34%、净利同增32%。

点评:

- **曲美品牌收入增长, Ekornes全球业务顺利拓展。**曲美品牌方面, 2021年定制家具、成品家具、饰品及其他实现收入8.47亿元、6.40亿元、2.75亿元, 同增7.90%、-7.11%、66.62%, 公司国内业务受疫情影响减弱, 经销业务改造升级, 直营收入快速增长, 创新业务快速拓展工程客户、打造新的收入增长点。Ekornes业务方面, 2021年Stressless、IMG、Svane品牌收入为23.76亿元、6.12亿元、2.26亿元, 同增27.34%、30.80%、13.49%, Stressless扩品类效果显现, 沙发、电动椅、餐桌椅等软体家具收入快速增长, Ekornes中国市场快速拓展, 大客户订单放量, 共同推动各品牌收入实现较快增长。
- **毛利率、费用率下降, 经营活动现金流净额减少。**1) 2021年公司毛利率同降7.58PCT至35.83%, 主要由于上游原材料涨价、海运成本增长以及会计准则调整后运费等计入成本。2022Q1公司毛利率同降8.08PCT至35.58%。2) 2021年公司销售、管理、研发、财务费用率为17.28%、7.15%、2.00%、3.91%, 同增-5.81PCT、-1.20PCT、-0.12PCT、-2.15PCT, 公司收入规模扩大, 加强费用管控, 期间费用率同比下降, 其中销售费用率受会计准则调整影响下降幅度较大。3) 2021年公司计提资产减值损失、信用减值损失6393万元, 主要由于计提应收账款、存货减值。4) 2021年经营活动现金流净额同降28.71%至4.41亿元, 主要由于原材料采购、人工成本、运费等支出增加。
- **国内业务不断优化, Ekornes业务持续推进。**公司进一步推进国内业务与Ekornes业务协同发展: 国内业务公司继续优化经销商水平, 加速市场下沉、渠道拓展, 重点发展以北京为核心的直营业务、提升零售能力, 加快发展B2B工程业务、家装业务、引流平台业务等创新业务。Ekornes继续推进软体家具、客厅类家具等新品类拓展, 加大布局中国市场, 继续发展下游渠道大客户, 推动收入增长。Ekornes将通过提价、成本控

制等方式应对原材料、海运费成本上涨，发挥规模优势，改善利润水平。

- **盈利预测与投资评级:** 由于 2022Q1 公司受疫情影响业绩同比下滑，我们下调公司 2022-23 年 EPS 预测为 0.78/1.06 元（原值为 0.87/1.14 元），新增预测 2024 年 EPS 为 1.42 元，目前股价对应 22 年 12.44 倍 PE，看好公司收入恢复快速增长、盈利能力持续提升，家居龙头成长空间广阔，估值相对业绩增速处于较低水平，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,279	5,073	6,039	7,247	8,621
增长率 YoY %	0.0%	18.6%	19.0%	20.0%	19.0%
归属母公司净利润 (百万元)	104	178	452	617	821
增长率 YoY%	26.4%	71.3%	153.9%	36.5%	33.2%
毛利率%	39.0%	35.8%	37.5%	37.6%	37.6%
净资产收益率ROE%	4.8%	8.8%	18.3%	20.0%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.31	0.78	1.06	1.42
市盈率 P/E(倍)	47.06	46.29	12.44	9.11	6.84
市净率 P/B(倍)	2.26	4.08	2.27	1.82	1.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,165	2,276	2,652	3,184	3,936	
货币资金	710	544	689	852	1,173	
应收票据	74	15	17	21	25	
应收账款	387	442	546	655	779	
预付账款	27	36	52	53	66	
存货	845	1,134	1,240	1,487	1,769	
其他	123	105	107	116	123	
非流动资产	5,517	5,365	5,420	5,475	5,550	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,671	1,528	1,543	1,558	1,593	
无形资产	2,353	2,153	2,173	2,193	2,213	
其他	1,493	1,683	1,703	1,723	1,743	
资产总计	7,682	7,641	8,071	8,658	9,485	
流动负债	1,964	2,481	2,755	2,999	3,271	
短期借款	58	221	221	221	221	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	391	442	525	641	748	
其他	1,514	1,817	2,008	2,137	2,302	
非流动负债	3,109	3,137	2,837	2,537	2,237	
长期借款	774	786	786	786	786	
其他	2,335	2,351	2,051	1,751	1,451	
负债合计	5,073	5,618	5,592	5,536	5,508	
少数股东权益	449	5	10	36	70	
归属母公司	2,161	2,018	2,470	3,087	3,908	
负债和股东权益	7,682	7,641	8,071	8,658	9,485	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	4,279	5,073	6,039	7,247	8,621	
同比	0.0%	18.6%	19.0%	20.0%	19.0%	
归属母公司净利润	104	178	452	617	821	
同比	26.4%	71.3%	153.9%	36.5%	33.2%	
毛利率(%)	39.0%	35.8%	37.5%	37.6%	37.6%	
ROE%	4.8%	8.8%	18.3%	20.0%	21.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.31	0.78	1.06	1.42	
P/E	47.06	46.29	12.44	9.11	6.84	
P/B	2.26	4.08	2.27	1.82	1.44	
EV/EBITDA	10.59	14.02	10.17	7.86	6.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	4,279	5,073	6,039	7,247	8,621	
营业成本	2,609	3,256	3,773	4,521	5,381	
营业税金及	19	18	27	33	39	
销售费用	801	877	966	1,123	1,293	
管理费用	357	363	423	507	603	
研发费用	91	101	121	145	172	
财务费用	259	198	168	142	117	
减值损失合	-9	-33	-15	-10	-10	
投资净收益	-27	24	-11	-8	5	
其他	45	-19	22	27	34	
营业利润	153	232	557	784	1,044	
营业外收支	-4	1	0	0	0	
利润总额	149	233	556	784	1,043	
所得税	29	42	100	141	188	
净利润	120	192	456	642	856	
少数股东损	16	14	5	26	34	
归属母公司净利润	104	178	452	617	821	
EBITDA	715	827	839	1,027	1,222	
EPS(当	0.18	0.31	0.78	1.06	1.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	619	441	803	795	917	
净利润	120	192	456	642	856	
折旧摊销	312	368	110	110	90	
财务费用	260	205	178	154	130	
投资损失	0	0	11	8	-5	
营运资金变	-30	-327	33	-130	-164	
其它	-44	2	14	9	9	
投资活动现	-134	-128	-180	-177	-165	
资本支出	-106	-146	-169	-169	-169	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-27	18	-11	-8	5	
筹资活动现	-496	-366	-478	-454	-430	
吸收投资	672	1	0	0	0	
借款	-748	418	0	0	0	
支付利息或股息	-274	-233	-178	-154	-130	
现金流净增加额	-37	-73	145	163	322	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，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。

李宏鹏，经济学硕士，6年证券从业经验，2015年入职招商证券轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、2、3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2021年底加入信达证券。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@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。