

2022年08月30日

海外 Ekornes 保持增长势头，国内业务有望逐步改善回升

曲美家居(603818)

评级:	买入	股票代码:	603818
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	14.45/7.26
目标价格:		总市值(亿)	48.23
最新收盘价:	8.21	自由流通市值(亿)	47.65
		自由流通股数(百万)	580.40

事件概述

曲美家居发布 2022 年中报：2022H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 25.37/1.26/0.87 亿元，同比+0.94%/-2.18%/-24.93%；上半年国内疫情散发、海外美元加息和全球流动性收紧，公司在北美及欧洲市场高基数下营收基本持平，扣非净利同比下滑预计受原材料价格上涨、海运费高位及占比提升影响。2022Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 12.24/0.67/0.43 亿元，同比-10.28%/+0.68%/-35.59%。现金流方面，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额 2.00 亿元，同比增长 33.74%，主要系本期采购原材料及外购商品支出减少所致。

分析判断：

► 收入端：22H1 国内曲美业务有所承压，Ekornes 逆势增长

国内本部业务方面：上半年疫情不同程度的冲击了公司物流运输、直营市场、经销业务及 B2B 工程业务，从而拖累了整体业绩。细分来看，经销商渠道公司主动进行业务优化，鼓励新商和小商主动进行业务模式简化以提升其存活率与盈利水平，大商、强商继续发挥“大店+全品类一站式”的经营模式优势，提高客单值和连带率，提升“全品类一站式”订单占比；直营业务方面，22H1 直营整装业务在北京 1/4 时间封城情况下逆势增长 10%，且公司私域流量和线上流量占比持续提高；创新业务 22H1 公司新签订单增长迅速，大宗业务订单总额同增接近 100%，但疫情导致地产项目交付延期、收入确认延后，预计下半年将迎来集中交付，全年仍保持较快增速。

海外 Ekornes 业务方面：上半年 Ekornes 保持良好增长势头，分品类看，舒适椅产品力全面提升、销售集中度进一步提升，同店销售稳步增长；软体沙发、电动椅、软包餐椅等产品快速放量、订单增速接近 50%，且渠道渗透率持续提高。分地区看，22Q1 stressless 中国市场订单实现三位数增速、22Q2 疫情影响上海及江浙沪等主要销售地区，但 22H1 中国市场订单增长仍接近 40%，保持快速发展。渠道端，上半年疫情下公司保持谨慎开店策略，22H1 stressless 品牌门店数量增长受到影响，随着疫情管控逐步放开，下半年公司将抓住机会抢占优质门店及优质地段，加速国内渠道布局。

► 盈利端：盈利能力有所下滑，期间费用率持续优化

2022H1 公司毛利率 34.23%、同比下降 7.12pct，主要由于 Ekornes 毛利率受原材料及海运费高位影响下降超 3%；22H1 公司归母净利率/扣非后净利率为 4.95%/3.44%、同比-0.16/-1.19pct；2022H1 公司期间费用率 29.42%，同比-5.34pct，期间费用率持续优化，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.28%/7.65%/1.95%/3.55%，同比分别-5.87/+0.96/+0.03/-0.45pct。

投资建议

曲美正在起积极变化，业绩逐步释放，且此前拟引入高瓴投资、银梯咨询作为战略投资者，有望加速海外 Ekornes 在国内市场的开拓以及其他方面协同，助力公司快速发展。考虑到短期疫情以及原材料价格、运输费用高位等影响，我们下调此前公司盈利预测，公司 2022-2024 年营业收入由 61.11/72.59/84.30 亿元调整至

56.80/67.02/77.65 亿元，EPS 由 0.78/1.03/1.31 元调整至 0.58/0.80/1.03 元，按照 2022 年 8 月 29 日收盘价 8.21 元/股，对应 PE 分别为 14 倍、10 倍、8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格持续上涨风险；海运持续紧张风险；地产销售不及预期风险；行业竞争加剧风险；引入战投工作尚未完成；短期疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,279	5,073	5,680	6,702	7,765
YoY (%)	0.0%	18.6%	12.0%	18.0%	15.9%
归母净利润(百万元)	104	178	336	465	596
YoY (%)	26.4%	71.3%	88.6%	38.6%	28.1%
毛利率 (%)	39.0%	35.8%	34.6%	34.9%	35.2%
每股收益 (元)	0.20	0.31	0.58	0.80	1.03
ROE	4.8%	8.8%	14.3%	16.5%	17.5%
市盈率	41.05	26.48	14.20	10.25	8.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080002

联系人：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,073	5,680	6,702	7,765	净利润	192	359	495	634
YoY (%)	18.6%	12.0%	18.0%	15.9%	折旧和摊销	368	77	77	76
营业成本	3,256	3,712	4,361	5,031	营运资金变动	-327	-98	-97	-129
营业税金及附加	18	23	27	31	经营活动现金流	441	428	553	654
销售费用	877	937	1,106	1,281	资本开支	-146	-100	-80	-50
管理费用	363	386	462	536	投资	0	0	0	0
财务费用	198	123	69	28	投资活动现金流	-128	-73	-50	-15
研发费用	101	119	141	163	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-33	0	0	0	债务募资	418	-221	0	0
投资收益	24	27	30	35	筹资活动现金流	-366	-338	-108	-108
营业利润	232	437	602	771	现金净流量	-73	16	395	531
营业外收支	1	0	0	0					
利润总额	233	437	602	771	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	42	78	107	137	成长能力				
净利润	192	359	495	634	营业收入增长率	18.6%	12.0%	18.0%	15.9%
归属于母公司净利润	178	336	465	596	净利润增长率	71.3%	88.6%	38.6%	28.1%
YoY (%)	71.3%	88.6%	38.6%	28.1%	盈利能力				
每股收益	0.31	0.58	0.80	1.03	毛利率	35.8%	34.6%	34.9%	35.2%
					净利率	3.8%	6.3%	7.4%	8.2%
					总资产收益率 ROA	2.3%	4.2%	5.4%	6.3%
					净资产收益率 ROE	8.8%	14.3%	16.5%	17.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	544	561	956	1,486	流动比率	0.92	1.05	1.24	1.46
预付款项	36	41	46	50	速动比率	0.44	0.49	0.64	0.82
存货	1,134	1,322	1,505	1,723	现金比率	0.22	0.23	0.37	0.53
其他流动资产	562	622	720	823	资产负债率	73.5%	70.0%	66.6%	62.8%
流动资产合计	2,276	2,546	3,227	4,083	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.72	0.78	0.82
固定资产	1,528	1,554	1,560	1,536	每股指标 (元)				
无形资产	2,153	2,153	2,153	2,153	每股收益	0.31	0.58	0.80	1.03
非流动资产合计	5,365	5,387	5,390	5,364	每股净资产	3.48	4.05	4.86	5.88
资产合计	7,641	7,933	8,617	9,447	每股经营现金流	0.76	0.74	0.95	1.13
短期借款	221	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	442	508	585	662	估值分析				
其他流动负债	1,817	1,906	2,018	2,138	PE	26.48	14.20	10.25	8.00
流动负债合计	2,481	2,414	2,603	2,799	PB	4.08	2.02	1.69	1.40
长期借款	786	786	786	786					
其他长期负债	2,351	2,351	2,351	2,351					
非流动负债合计	3,137	3,137	3,137	3,137					
负债合计	5,618	5,551	5,740	5,936					
股本	580	580	580	580					
少数股东权益	5	29	58	96					
股东权益合计	2,023	2,382	2,877	3,511					
负债和股东权益合计	7,641	7,933	8,617	9,447					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。