

曲美家居(603818)

报告日期: 2022年08月31日

国内疫情拖累, 海外稳健, 看好 Q3 盈利向上

——曲美家居点评报告

投资要点

□ 曲美家居发布 2022 中期业绩:

22H1 收入 25.37 亿 (+0.94%), 归母净利 1.26 亿 (-2.18%), 扣非净利 0.87 亿 (-24.93%); 其中 22Q2 单季收入 12.24 亿 (-10.28%), 归母净利 0.67 亿 (+0.68%)、扣非净利 0.43 亿 (-35.59%), Q2 国内疫情等多重不利因素拖累收入, 汇兑&海外经营效率提升改善盈利水平。

□ Q2 多重不利因素下国内承压, 当前企稳向好

22H1 国内曲美实现营收 6.19 亿元 (yoy-32.70%), 22H1 国内毛利率 25.22% (-8.0pct), 主要系原材料成本上升以及部分销售成本具刚性, 随着公司海外业务更换管理层后进入高速发展通道, 财务压力减小, 国内并未进行提价。收入端国内零售业务受疫情影响北京工厂出货受阻且北京直营店出现闭店, 22H1 收入订单双承压, 大宗业务亦受疫情影响项目延期, 但 22H1 订单总额较 21 年增长 100%, 上半年未确认订单有望在下半年集中确认。当前国内影响因素逐步消除, 7 月零售订单已扭正, 预计全年新开门店 150-200 家, 下半年公司将推进品牌焕新计划, 有望重塑品牌价值, 驱动国内业务企稳向好。

□ Ekornes 增长稳健, 经营效率持续提升, Q3 提价落地盈利弹性可期

22H1 Ekornes 实现营收 19.30 亿元 (yoy+19.70%), 其中 Q1 增长 34%, Q2 由于俄乌战争、经销商去库存等因素增长略降速, 当前经营已回暖, 6-7 月订单环比逐季改善。毛利率 36.98% (yoy-8.72pct), 主要系原材料成本上升及海运费同比仍处于高位, Q2 公司提价 6%-8%, Q3 完全落地有望改善盈利能力。净利率 22H1 为 12.43% (yoy-0.46pct), 毛利率承压下, 净利率基本维持稳定, E 公司随着规模增长经营效率快速提升。分品牌看:

Stressless: 14.25 亿 (yoy+20.0%), 增长主要源于沙发、电动椅等配套品快速增长, 22H1 订单增速 50% 以及国内市场拓展, Q1 订单增速超 100%, Q2 受疫情影响增速仍近 40%。下半年随着疫情好转, 公司将加速中国区门店拓展。

IMG: 3.99 亿元 (yoy+23.0%), 零售业务随全球门店拓展稳健成长, 代工业务由于 21 年美国客户加大采购, 上半年去库存略有承压。

Svane: 1.06 亿 (yoy-3.72%), Q2 公司已开始利用 Stressless 品牌与全球渠道布局, 向全球扩张, 预计下半年成长提速。

□ 毛利率承压, 财务置换年内落地将释放利润弹性

1) 22H1 毛利率为 34.23% (yoy-7.12pct), 其中 Q2 为 32.79% (yoy-6.62pct, qoq-2.79pct), 主要系原材料成本上升与国内疫情影响收入。

2) 22Q2 期间费用率为 27.95% (-4.41pct), 其中销售费用率同比-3.81pct, 管理+研发费用率同比-1.5pct, 财务费用率-1.59pct, 主要系汇兑收益, 公司年内完成债务置换, 下半年将释放利润弹性, 综合看 22Q2 归母净利率 5.51% (yoy+0.6pct, qoq+1.08pct)。

3) 22Q2 经营现金流 1.83 亿 (22Q1 为 1791 万元), 环比大幅改善。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

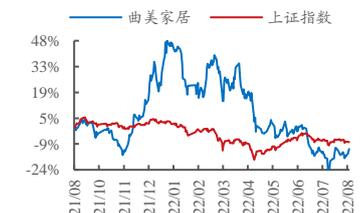
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.44
总市值(百万元)	4,958.17
总股本(百万股)	587.46

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商轻工】曲美家居: 疫情+恒大减值短期拖累, 国内外蓄力长期成长》 2022.04.28
- 2 《【浙商轻工】曲美家居: 1-2 月高增, 经营与业绩向上拐点确立》 2022.03.29
- 3 《【浙商轻工】曲美家居: 恒大拖累+生产受限影响业绩释放, 预计 22 年迎向上拐点》 2022.01.29

□ 盈利预测与估值

预计公司 21-23 年实现营收 55.5/65.5/76.9 亿元，分别同比增长 9%/18%/17%；实现归母净利润 3.5/5.4/6.6 亿元，分别同比增长 97%/54%/23%，对应当前 PE 14/9/8X，下半年国内贡献利润且 21 年恒大减值构成低基数，海外提价落地盈利能力提升，债务置换落地财务费用缩减，业绩弹性突出，维持“买入”评级。

□ 风险提示

Ekornes 国内拓展不及预期；海外市场需求下降；债务置换进度不及预期

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5073.26	5548.02	6546.38	7690.35
(+/-) (%)	18.57%	9.36%	17.99%	17.47%
归母净利润	177.90	349.85	539.45	661.16
(+/-) (%)	71.31%	96.65%	54.19%	22.56%
每股收益(元)	0.31	0.60	0.92	1.13
P/E	27.53	14.17	9.19	7.50

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2276	3125	3948	5113
现金	544	1164	1754	2679
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	457	543	645	734
其它应收款	31	35	43	49
预付账款	36	50	50	60
存货	1134	1247	1372	1509
其他	74	86	84	81
非流动资产	5365	5028	4792	4561
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1528	1537	1540	1537
无形资产	2153	1932	1678	1422
在建工程	30	32	34	35
其他	1653	1527	1540	1566
资产总计	7641	8153	8739	9673
流动负债	2481	2605	2654	2908
短期借款	221	163	147	177
应付款项	442	512	605	682
预收账款	37	92	72	89
其他	1780	1838	1829	1959
非流动负债	3137	3154	3137	3143
长期借款	786	786	786	786
其他	2351	2368	2351	2357
负债合计	5618	5759	5791	6050
少数股东权益	5	19	33	47
归属母公司股东权益	2018	2375	2914	3575
负债和股东权益	7641	8153	8739	9673

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	441	771	743	809
净利润	192	364	553	675
折旧摊销	284	207	212	219
财务费用	198	174	95	45
投资损失	(24)	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	87	42	67	57
其它	(295)	12	(156)	(158)
投资活动现金流	(128)	(35)	83	77
资本支出	139	(110)	(110)	(110)
长期投资	0	0	0	0
其他	(268)	75	193	187
筹资活动现金流	(366)	(121)	(240)	37
短期借款	163	(58)	(15)	30
长期借款	12	0	0	0
其他	(541)	(62)	(225)	7
现金净增加额	(53)	616	586	922

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5073	5548	6546	7690
营业成本	3256	3581	4119	4807
营业税金及附加	18	23	26	30
营业费用	877	918	1126	1405
管理费用	363	374	444	510
研发费用	101	111	131	154
财务费用	198	174	95	45
资产减值损失	33	7	7	8
公允价值变动损益	(14)	11	11	11
投资净收益	24	28	28	28
其他经营收益	26	29	34	39
营业利润	232	428	671	810
营业外收支	1	(1)	(1)	(0)
利润总额	233	427	670	810
所得税	42	63	116	135
净利润	192	364	553	675
少数股东损益	14	14	14	14
归属母公司净利润	178	350	539	661
EBITDA	739	813	987	1083
EPS (最新摊薄)	0.31	0.60	0.92	1.13

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	18.57%	9.36%	17.99%	17.47%
营业利润	52.15%	84.05%	56.85%	20.77%
归属母公司净利润	71.31%	96.65%	54.19%	22.56%
获利能力				
毛利率	35.83%	35.46%	37.08%	37.50%
净利率	3.78%	6.56%	8.45%	8.78%
ROE	7.68%	15.84%	20.20%	20.12%
ROIC	8.36%	11.02%	12.48%	12.21%
偿债能力				
资产负债率	73.52%	70.63%	66.27%	62.55%
净负债比率	38.99%	37.65%	35.24%	35.25%
流动比率	0.92	1.20	1.49	1.76
速动比率	0.46	0.72	0.97	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.70	0.78	0.84
应收账款周转率	12.24	11.76	12.06	12.13
应付账款周转率	7.81	7.50	7.37	7.47
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.60	0.92	1.13
每股经营现金	0.75	1.31	1.27	1.38
每股净资产	3.48	4.04	4.96	6.09
估值比率				
P/E	27.87	14.17	9.19	7.50
P/B	2.43	2.09	1.70	1.39
EV/EBITDA	13.74	7.54	5.52	4.30

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>