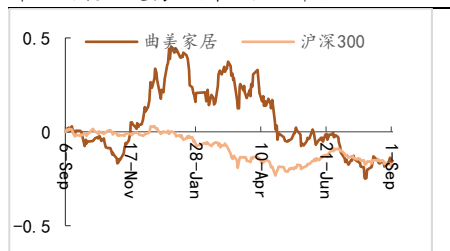


评级： 买入

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话: 010-81152649

褚远熙
研究助理
chuyuanxi@sczq.com.cn
电话: 010-81152648

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	8.09
一年内最高/最低价 (元)	14.45/7.26
市盈率 (当前)	27.68
市净率 (当前)	2.32
总股本 (亿股)	5.87
总市值 (亿元)	47.53

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 曲美家居 (603818) 2021 年三季报点评: 东南亚疫情短期扰动, Q3 业绩同比下滑
- 曲美家居 (603818) 2021 年中报点评: Q2 经营表现亮眼, “新曲美”正扬帆

核心观点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 报告期内实现营业收入 25.37 亿元, 同比+0.94%; 实现归母净利润 1.26 亿元, 同比-2.18%, 扣非后归母净利润 0.87 亿元, 同比-24.93%。

点评:

- **内销因疫情反复表现疲弱, 外销保持稳健增长。** 分业务看, 2022H1 公司 Stressless/IMG/Svane/曲美业务分别实现营收 14.25/3.99/1.06/6.19 亿元, 分别同比+20.98%/+22.99%/-3.72%/-32.70%; 公司并购的 Ekornes 业务在俄乌冲突、欧美通胀等不利因素影响下仍然实现亮眼增长, 而原有曲美业务因冬奥会、疫情反复等不利因素下上半年承压下滑。从单季情况来看, 2022Q2 公司实现营收 12.24 亿元, 同比-10.28%, 归母净利润 0.67 亿元, 同比+0.68%, 扣非后归母净利润 0.43 亿元, 同比-35.59%。
- **多因素扰动, 盈利能力承压下降。** 受原材料成本压力影响, 2022H1 公司毛利率同比-7.13pcpts 至 34.23%, 其中 Q2 单季毛利率环比 Q1-2.79pcpts 至 32.76%。费用率方面, 公司根据疫情防控调整费用投放节奏投入致使销售费用率-5.87pcpts 至 16.28%, 管理及研发费用率+0.99pcpts 至 9.60%, 财务费用率-0.45pcpts 至 3.55%。综合影响 2022H1 公司净利率同比-0.72pcpts 至 4.98%, 其中 Q2 净利率为 5.53%, 环比 Q1+1.07pcpts。随着原材料成本逐步回落叠加债务置换逐步完成财务费用节约带来业绩弹性, 公司盈利能力仍有望进一步提升。
- **内外销多渠道优化, 未来有望恢复快增长。** (1) 内销曲美家居本部业务, 公司持续推进经销商渠道“三新营销”及直营整装业务拓展, 大宗渠道受疫情影响延期交付但上半年订单总额同比增长超 100%, 下半年疫情缓和之后有望迎来集中交付。(2) Ekornes 全球市场业务, 非舒适椅类产品订单借助 Stressless 渠道快速发展, 舒适椅产品借助产品力升级有望在消费疲软背景下保持稳健增长, 中国区域仍有较大发展空间。
- **投资建议: 业务融合发展持续, 业绩弹性突出。** 公司原有曲美业务与 Ekornes 业务融合发展持续, 但考虑到疫情对公司开店及地产下行对家居行业的压力, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.37/5.10/6.20 亿元 (原预测 2022/23 年净利润为 4.89/6.31 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 14/9/8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地产政策调控不确定性, 原材料价格波动, 行业竞争加剧。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	50.73	55.79	65.81	76.10
营收增速 (%)	18.6%	10.0%	18.0%	15.6%
净利润 (亿元)	1.78	3.37	5.10	6.2
净利润增速 (%)	71.3%	89.3%	51.5%	21.6%
EPS (元/股)	0.31	0.57	0.87	1.06
PE	26	14	9	8

资料来源: Wind, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,276	3,652	4,835	6,134	经营活动现金流	441	911	840	806
现金	544	1,708	2,655	3,581	净利润	178	337	510	620
应收账款	442	504	595	681	折旧摊销	284	395	367	338
其它应收款	6	3	3	4	财务费用	205	154	101	66
预付账款	36	62	60	63	投资损失	0	-5	-5	-5
存货	1,134	1,178	1,304	1,544	营运资金变动	-202	25	-182	-277
其他	105	155	171	197	其它	-37	-22	9	15
非流动资产	5,365	5,170	4,983	4,796	投资活动现金流	-128	-200	-180	-150
长期投资	0	0	0	0	资本支出	55	-210	-188	-157
固定资产	1,528	1,489	1,414	1,347	长期投资	0	0	0	0
无形资产	2,153	1,938	1,744	1,570	其他	-183	10	8	7
其他	1,654	1,643	1,635	1,629	筹资活动现金流	-366	453	287	270
资产总计	7,641	8,822	9,818	10,930	短期借款	362	175	175	175
流动负债	2,481	3,010	3,445	3,875	长期借款	275	12	12	12
短期借款	221	384	547	710	其他	-496	447	231	184
应付账款	442	544	581	680	现金净增加额	-53	1,163	947	926
其他	153	153	153	153					
非流动负债	3,137	3,149	3,160	3,172	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	786	798	809	821	成长能力				
其他	897	897	897	897	营业收入	18.6%	10.0%	18.0%	15.6%
负债合计	5,618	6,159	6,605	7,047	营业利润	52.1%	94.9%	52.6%	22.4%
少数股东权益	5	32	72	121	归属母公司净利润	71.3%	89.3%	51.5%	21.6%
归属母公司股东权益	2,018	2,631	3,141	3,762	获利能力				
负债和股东权益	7,641	8,822	9,818	10,930	毛利率	35.8%	37.5%	39.6%	40.4%
					净利率	3.8%	6.5%	8.4%	8.8%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	ROE	8.8%	12.6%	15.9%	16.0%
营业收入	5,073	5,579	6,581	7,610	ROIC	7.8%	9.4%	10.7%	10.9%
营业成本	3,256	3,489	3,975	4,533	偿债能力				
营业税金及附加	18	27	28	33	资产负债率	73.5%	69.8%	67.3%	64.5%
营业费用	877	959	1,197	1,460	净负债比率	224.4%	177.1%	152.2%	130.5%
研发费用	101	111	131	152	流动比率	0.9	1.2	1.4	1.6
管理费用	363	371	458	529	速动比率	0.5	0.8	1.0	1.2
财务费用	198	154	101	66	营运能力				
资产减值损失	-33	-30	-18	-11	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
公允价值变动收益	-14	-14	-14	-14	应收账款周转率	12.2	11.8	12.0	11.9
投资净收益	24	19	19	19	应付账款周转率	7.8	7.1	7.1	7.2
营业利润	232	453	691	846	每股指标(元)				
营业外收入	2	2	2	2	每股收益	0.31	0.57	0.87	1.06
营业外支出	1	1	1	1	每股经营现金	0.75	1.55	1.43	1.37
利润总额	233	454	692	847	每股净资产	3.44	4.48	5.35	6.40
所得税	41	91	142	178	估值比率				
净利润	192	363	550	669	P/E	26	14	9	8
少数股东损益	14	26	40	49	P/B	2	2	2	1
归属母公司净利润	178	337	510	620					
EBITDA	715	1,003	1,160	1,250					
EPS (元)	0.31	0.57	0.87	1.06					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

褚远熙，轻工制造行业研究助理，香港中文大学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现

