



2022 年 10 月 28 日

# Q3 盈利承压，新曲美加速变革推进

## 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:	14.45/5.96
目标价格:		总市值(亿)	35.84
最新收盘价:	6.1	自由流通市值(亿)	35.40
		自由流通股数(百万)	580.40

### 事件概述

曲美家居发布 2022 年三季报：2022 年前三季度公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 37.50/1.60/1.24 亿元，同比+0.21%/-11.62%/-24.01%；其中 Q3 单季度公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利分别为 12.14/0.35/0.36 亿元，同比-1.29%/-34.45%/-21.72%，前三季度面临国内疫情散发、海外美元加息和全球流动性收紧等大背景下，原材料及运输成本有所增加，利润端同比下滑。现金流方面，2022 前三季度公司经营活动产生的现金流量净额 3.00 亿元，同比增长 47.37%，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：

#### ► 多因素导致 Q3 单季度营收同比下滑，公司积极应对

2022 年前三季度公司实现收入 37.50 亿元、同比+0.21%，其中 Q3 单季度实现收入 12.14 亿元、同比-1.29%，Q3 单季度收入端同比小幅下滑，预计受大环境及疫情对公司主要市场冲击所致。其中国内本部业务方面，公司主动对经销商进行渠道业务优化，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；直营业务实现逆势增长，创新业务新签订单增长迅速。海外 Ekornes 业务方面，在大环境下承压依然表现不俗，公司在 Q2 已普遍提价 6-8%有效对冲原材料上涨，舒适椅产品力持续提升且同店销售稳步增长，软体沙发、电动椅、软包餐椅等产品快速放量且渠道渗透率持续提高，国内业务在主要市场受疫情冲击下仍然实现快速增长，同时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：Q3 单季度毛利率环比改善，期间费用率持续优化

2022 年前三季度公司毛利率 34.26%、同比下滑 7.73pct，其中 Q3 单季度毛利率 34.30%、同比下滑 8.98pct、环比提升 1.51pct，毛利率同比下滑预计系原材料及海运费高位影响；2022 年前三季度公司净利率 4.29%、同比下滑 1.03pct，其中 Q3 单季度净利率 2.86%、同比下滑 1.69pct，净利率下降的幅度小于毛利率系公司期间费用率优化，2022Q1-3 公司期间费用率 29.37%，同比-5.96pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.81%/7.67%/1.98%/2.92%，同比分别-5.90/+0.98/+0.04/-1.08pct，

### 投资建议

曲美正在起积极变化，业绩逐步释放，且引入了高瓴投资作为战略投资者，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，我们调整此前公司盈利预测，公司 2022-2024 年营业收入由 56.80/67.02/77.65 亿元调整至 52.14/58.07/65.53 亿元，EPS 由 0.58/0.80/1.03 元调整至 0.40/0.52/0.67 元，按照 2022 年 10 月 28 日收盘价 6.1 元/股，对应 PE 分别为 16 倍、12 倍、9 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；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	5,214	5,807	6,553
YoY (%)	0.0%	18.6%	2.8%	11.4%	12.8%
归母净利润(百万元)	104	178	233	303	388
YoY (%)	26.4%	71.3%	31.0%	29.8%	28.2%
毛利率 (%)	39.0%	35.8%	34.2%	34.5%	34.6%
每股收益 (元)	0.20	0.31	0.40	0.52	0.67
ROE	4.8%	8.8%	10.4%	11.9%	13.2%
市盈率	31.55	20.35	15.71	12.10	9.44

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）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,073	5,214	5,807	6,553	净利润	192	249	322	413
YoY (%)	18.6%	2.8%	11.4%	12.8%	折旧和摊销	368	77	114	117
营业成本	3,256	3,428	3,805	4,284	营运资金变动	-327	-69	-51	-98
营业税金及附加	18	21	23	26	经营活动现金流	441	374	514	559
销售费用	877	878	978	1,104	资本开支	-146	-95	-94	-93
管理费用	363	355	401	452	投资	0	0	0	0
财务费用	198	123	73	33	投资活动现金流	-128	-90	-88	-87
研发费用	101	120	128	144	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-33	-10	-30	-30	债务募资	418	-221	0	0
投资收益	24	5	6	7	筹资活动现金流	-366	-338	-111	-111
营业利润	232	320	414	530	现金净流量	-73	-54	314	361
营业外收支	1	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	233	320	414	530	成长能力				
所得税	42	71	92	118	营业收入增长率	18.6%	2.8%	11.4%	12.8%
净利润	192	249	322	413	净利润增长率	71.3%	31.0%	29.8%	28.2%
归属于母公司净利润	178	233	303	388	盈利能力				
YoY (%)	71.3%	31.0%	29.8%	28.2%	毛利率	35.8%	34.2%	34.5%	34.6%
每股收益	0.31	0.40	0.52	0.67	净利率	3.8%	4.8%	5.5%	6.3%
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.3%	3.0%	3.7%	4.5%
货币资金	544	490	805	1,166	净资产收益率 ROE	8.8%	10.4%	11.9%	13.2%
预付款项	36	38	40	45	偿债能力				
存货	1,134	1,221	1,314	1,467	流动比率	0.92	1.01	1.16	1.34
其他流动资产	562	603	662	738	速动比率	0.44	0.47	0.60	0.74
流动资产合计	2,276	2,352	2,820	3,416	现金比率	0.22	0.21	0.33	0.46
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	73.5%	70.6%	68.2%	65.4%
固定资产	1,528	1,554	1,543	1,529	经营效率				
无形资产	2,153	2,153	2,153	2,153	总资产周转率	0.66	0.67	0.71	0.75
非流动资产合计	5,365	5,377	5,334	5,287	每股指标（元）				
资产合计	7,641	7,729	8,154	8,703	每股收益	0.31	0.40	0.52	0.67
短期借款	221	0	0	0	每股净资产	3.48	3.88	4.40	5.07
应付账款及票据	442	470	511	563	每股经营现金流	0.76	0.64	0.89	0.96
其他流动负债	1,817	1,850	1,911	1,996	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,481	2,320	2,422	2,559	估值分析				
长期借款	786	786	786	786	PE	20.35	15.71	12.10	9.44
其他长期负债	2,351	2,351	2,351	2,351	PB	4.08	1.63	1.43	1.24
非流动负债合计	3,137	3,137	3,137	3,137					
负债合计	5,618	5,456	5,559	5,696					
股本	580	580	580	580					
少数股东权益	5	22	41	66					
股东权益合计	2,023	2,273	2,595	3,007					
负债和股东权益合计	7,641	7,729	8,154	8,703					

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。