

2022年08月31日

证券研究报告·2022年半年报点评

曲美家居 (603818) 轻工制造

持有 (维持)

当前价: 8.44元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## Ekornes 保持亮眼增速，盈利能力有望改善

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年上半年公司实现营收 25.4 亿元, 同比+0.9%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比-2.2%; 实现扣非净利润 0.9 亿元, 同比-24.9%。单季度来看, 2022Q2 公司实现营收 12.2 亿元, 同比-10.3%; 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比+0.7%; 实现扣非后归母净利润 0.4 亿元, 同比-35.6%。上半年受国内疫情影响, 公司生产发货及渠道推广节奏放缓, 收入增速暂时承压。
- 原材料价格高位致盈利能力暂时承压, 债务置换完成后有望较快修复。** 报告期内, 公司整体毛利率为 34.2%, 同比-7.1pp, 主要由于原材料及运输成本增加。费用率方面, 公司销售费用率为 16.3%, 同比-5.9pp; 主要系本期业务宣传费及资产折旧摊销金额减少所致。管理费用率为 7.6%, 同比+1pp, 主要系本期人工成本、咨询服务费及中介机构费增加所致; 财务费用率为 3.5%, 同比-0.5pp。主要系本期外币汇率变动导致汇兑收益增加所致; 研发费用率为 1.9%, 同比持平。综合来看, 公司净利率为 4.9%, 同比-0.2pp; 单季度数据来看, 2022Q2 毛利率为 32.8%, 同比-6.6pp; 净利率为 5.5%, 同比+0.6pp。2022 年上半年公司经营性现金流净额为 1.5 亿, 同比+79.5%; 应收款项 2.4 亿, 同比+36.6%; 期末公司预收账款 (合同负债) 0.2 亿元, 同比+41.8%。上半年公司正式引入高瓴资本成为子公司股东, 增资款项将主要用于子公司进行有息债务置换, 预计在年内完成。完成本轮债务置换后, 公司将进一步降低有息负债总额。同时, 随着公司经营情况的持续向好, 剩余债务利率水平也将降低, 预计届时公司财务费用将明显下降, 提升整体利润水平。
- Ekornes 保持亮眼增速, 产品结构进一步优化。** 分地区看, 2022 年 H1 公司外销/内销分别实现营收 18.7/6.7 亿元, 同比+20.2%/-30.4%, 外销收入增速坚挺。其中 Stressless /IMG/Svane 分别实现营收 14.3/3.9/1.1 亿元, 同比+21%/+20%/-3.6%。上半年 Ekornes 在海外市场消费需求承压的背景下, 保持良好增长势头。主要由于: 1) 舒适椅产品不断推陈出新, 同店销售稳步增长; 2) 非舒适椅品类包括软体沙发、电动椅、软包餐椅等产品快速放量, 继续保持高速增长, 渠道渗透率持续提升; 3) 中国市场开拓稳步推进, Ekornes 国内市场一季度实现三位数增长, 二季度在疫情影响下, 上半年仍然保持了较快的增长速度; 4) 床垫产品自 2022 年 Q2 开始, 以欧洲为起点, 向全球进行扩张; 二季度在原材料成本和海运价格均保持高位的情况下, 公司产品普遍提价 6~8%, 有效对冲了原材料成本上涨的风险, 预计随着提价影响传导, Ekornes 毛利率有望修复。
- 曲美本部短期受国内疫情影响增速承压, 下半年有望边际改善。** 上半年曲美本部实现收入 6.2 亿元, 同比-32.8%, 主要由于公司物流运输、直营销售渠道运营及 B2B 工程交付节奏在不同程度上受到疫情影响。展望后续, 公司内销产品实力及渠道能力得到提升, 1) 产品方面, 开发新产品, 推出“河湾”、“集木”, “如觅”等产品, 丰富了公司产品矩阵; 2) 渠道方面, 鼓励新加盟经销商和小商开单品类店, 降低经营难度和投资强度, 提高新商和小商的存活率与盈利水平; 同时大商、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

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zht@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.87
流通 A 股(亿股)	5.80
52 周内股价区间(元)	7.33-14.19
总市值(亿元)	49.58
总资产(亿元)	76.71
每股净资产(元)	3.59

### 相关研究

1. 曲美家居(603818): Ekornes 增长亮眼, 盈利能力持续改善 (2022-05-04)

和连带率；3) 对现有产品材料进行优化，对冲了一部分原材料价格上涨的影响，精简与优化 SKU，提升生产效率。随着疫情影响减弱，公司内销 2022 下半年及 2023 年增速有望边际改善。

- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.65 元、0.86 元、1.12 元，对应 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：** 原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争加剧的风险，疫情影响范围扩大的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5073.26	5573.59	6617.20	7738.40
增长率	18.57%	9.86%	18.72%	16.94%
归属母公司净利润（百万元）	177.91	382.22	504.03	657.02
增长率	71.31%	114.84%	31.87%	30.35%
每股收益 EPS（元）	0.30	0.65	0.86	1.12
净资产收益率 ROE	9.48%	15.35%	16.93%	18.00%
PE	28	13	10	8
PB	2.46	1.83	1.54	1.28

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

**关键假设：**

假设 1：疫情影响减弱，渠道恢复接单，产能利用率提升，2022-2024 年 stressless 毛利率分别为 41%、43%、44%；

假设 2：债务置换完成，财务费用率下降，2022-2024 年分别为 1.5%、0.5%、0.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入	5073.3	5573.6	6617.2	7738.4
yoy	18.6%	9.9%	18.7%	16.9%
营业成本	3255.6	3609.3	4124.9	4747.8
毛利率	35.8%	35.2%	37.7%	38.6%
<b>定制家具</b>				
收入	846.95	762.3	838.5	905.6
yoy	7.9%	-10%	10%	8%
成本	548.68	526.0	545.0	584.1
毛利率	35.2%	31.0%	35.0%	35.5%
<b>成品家具</b>				
收入	639.99	608.0	656.6	689.5
yoy	-7.1%	-5%	8%	5%
成本	478.80	456.0	489.2	510.2
毛利率	25.2%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>饰品及其他</b>				
收入	274.94	261.2	271.6	279.8
yoy	66.6%	-5%	4%	3%
成本	201.87	190.7	198.3	204.2
毛利率	26.6%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>Stressless</b>				
收入	2,376.21	2970.3	3623.7	4348.5
yoy	27.3%	25%	22%	20%
成本	1,385.64	1752.5	2065.5	2435.1
毛利率	41.7%	41%	43.0%	44.0%
<b>IMG</b>				
收入	612.11	734.5	918.2	1120.2
yoy	30.8%	20%	25%	22%
成本	388.30	484.8	578.4	700.1
毛利率	36.6%	34.0%	37.0%	37.5%
<b>Svane</b>				

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	226.1	237.4	308.6	395.0
yoy	13.5%	5%	30%	28%
成本	182.9	199.4	248.4	314.0
毛利率	19.1%	16.0%	19.5%	20.5%
<b>其他</b>				
收入	97.0	98.9	100.9	102.9
yoy	-9.0%	2%	2%	2%
成本	69.4	70.7	72.2	73.6
毛利率	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5073.26	5573.59	6617.20	7738.40	净利润	191.88	423.07	561.80	728.34
营业成本	3255.60	3609.25	4124.86	4747.77	折旧与摊销	283.90	459.87	459.87	459.87
营业税金及附加	17.94	22.02	25.72	53.39	财务费用	198.16	93.23	162.93	170.85
销售费用	876.74	897.35	1045.52	1214.93	资产减值损失	-33.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	363.08	507.20	582.31	673.24	经营营运资本变动	-224.39	-132.65	-139.77	-160.51
财务费用	198.16	93.23	162.93	170.85	其他	25.04	-12.03	-3.32	-8.89
资产减值损失	-33.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>441.14</b>	<b>831.49</b>	<b>1041.50</b>	<b>1189.65</b>
投资收益	24.07	6.00	8.00	10.00	资本支出	318.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-13.96	-2.00	-2.00	-2.00	其他	-446.33	4.00	6.00	8.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-128.33</b>	<b>4.00</b>	<b>6.00</b>	<b>8.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>232.35</b>	<b>448.56</b>	<b>681.86</b>	<b>886.21</b>	短期借款	163.01	589.31	-696.72	-113.90
其他非经营损益	1.07	70.00	5.00	5.00	长期借款	11.71	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>233.42</b>	<b>518.56</b>	<b>686.86</b>	<b>891.21</b>	股权融资	-205.81	40.98	0.00	0.00
所得税	41.54	95.48	125.06	162.88	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	191.88	423.07	561.80	728.34	其他	-334.96	-1006.77	-162.93	-170.85
少数股东损益	13.98	40.86	57.78	71.32	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-366.05</b>	<b>-376.49</b>	<b>-859.65</b>	<b>-284.75</b>
归属母公司股东净利润	177.91	382.22	504.03	657.02	<b>现金流量净额</b>	<b>-73.50</b>	<b>459.00</b>	<b>187.85</b>	<b>912.89</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	544.25	1003.25	1191.10	2103.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	523.87	616.62	715.32	839.46	销售收入增长率	18.57%	9.86%	18.72%	16.94%
存货	1133.91	1263.56	1448.36	1672.46	营业利润增长率	52.15%	93.05%	52.01%	29.97%
其他流动资产	74.38	72.26	85.79	100.32	净利润增长率	60.30%	120.48%	32.79%	29.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.53%	40.21%	30.25%	16.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1558.40	1346.21	1134.02	921.83	毛利率	35.83%	35.24%	37.66%	38.65%
无形资产和开发支出	3268.63	3025.84	2783.04	2540.25	三费率	28.34%	26.87%	27.06%	26.61%
其他非流动资产	537.49	532.61	527.73	522.85	净利率	3.78%	7.59%	8.49%	9.41%
<b>资产总计</b>	<b>7640.94</b>	<b>7860.34</b>	<b>7885.36</b>	<b>8701.17</b>	ROE	9.48%	15.35%	16.93%	18.00%
短期借款	221.32	810.63	113.90	0.00	ROA	2.51%	5.38%	7.12%	8.37%
应付和预收款项	828.80	975.19	1109.32	1279.52	ROIC	6.29%	8.13%	13.14%	16.78%
长期借款	785.84	785.84	785.84	785.84	EBITDA/销售收入	14.08%	17.97%	19.72%	19.60%
其他负债	3781.58	2531.70	2557.50	2588.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5617.55</b>	<b>5103.35</b>	<b>4566.57</b>	<b>4654.05</b>	总资产周转率	0.66	0.72	0.84	0.93
股本	580.40	587.46	587.46	587.46	固定资产周转率	3.17	3.92	5.47	7.76
资本公积	674.03	707.94	707.94	707.94	应收账款周转率	12.24	11.86	12.20	12.15
留存收益	1033.08	1415.29	1919.32	2576.34	存货周转率	3.20	2.92	2.97	2.98
归属母公司股东权益	2017.96	2710.69	3214.72	3871.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.98%	—	—	—
少数股东权益	5.43	46.29	104.07	175.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2023.39</b>	<b>2756.99</b>	<b>3318.79</b>	<b>4047.13</b>	资产负债率	73.52%	64.93%	57.91%	53.49%
负债和股东权益合计	7640.94	7860.34	7885.36	8701.17	带息债务/总负债	43.82%	59.78%	51.55%	48.14%
					流动比率	0.92	1.50	2.41	3.11
					速动比率	0.46	0.86	1.39	2.01
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.30	0.65	0.86	1.12
					每股净资产	3.44	4.61	5.47	6.59
					每股经营现金	0.75	1.42	1.77	2.03
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	714.41	1001.65	1304.66	1516.93					
PE	27.87	12.97	9.84	7.55					
PB	2.46	1.83	1.54	1.28					
PS	0.98	0.89	0.75	0.64					
EV/EBITDA	10.51	6.51	4.32	3.04					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn