

曲美家居（603818）2019 年报与 2020 年一季报点评

**强推（维持）**

目标价：11 元

当前价：7.1 元

**多品牌协同发展，业绩表现符合预期****事项：**

❖ 公司于 2020 年 4 月 30 日发布 2019 年报与 2020 年一季报。2019 年全年实现营业收入 42.79 亿，同比增长 47.99%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比扭亏为盈，增长 239.09%，实现基本每股收益 0.17 元。2020 年一季度实现营业收入 8.39 亿元，同比下降 16.48%；实现归母净利润-0.34 亿元，同比下降 387.10%。

**评论：**

❖ **并表 Ekornes AS 收入快速增长，2019 年业绩表现符合预期。**公司 2019 年因并表 Ekornes AS 收入业绩同比快速增长。**分产品**，2019 年公司原有业务定制家具/成品家具/饰品及其他分别实现营业收入 7.26/8.51/1.29 亿元，分别同比+22.26%/-26.60%/+34.30 并表 Ekornes AS 带来的 Stressless/IMG/Svane 分别实现营业收入 18.83/3.98/1.69 亿，分别同比+157.98%/+177.04%/+211.80%；**分渠道**，公司 2019 年直营/经销/线上/大宗渠道分别实现营收 2.12/37.19/0.64/1.08 亿，分别同比+3.18%/+63.32%/-5.60%/-47.55%。我们认为公司 2019 年业绩表现符合预期。因“新冠”疫情冲击 2020Q1 收入业绩同比下滑，预计随着并表业务与原有业务整合逐渐理顺以及收购费用计提完成，公司收入与业绩有望恢复稳定增长。

❖ **产品与渠道结构优化，2019 年毛利率水平提升。**公司 2019 年整体毛利率为 43.59%（同比+1.18pct），净利率 2.28%（同比+4.24pct）；2020 年一季度毛利率 44.67%（同比-2.04pct），净利率-3.99%（同比-5.99pct）。我们认为 2019 年公司毛利率提升一方面是业务结构变化所致，新并表 Ekornes 毛利率水平较高，另一方面公司精简 SKU、降成本工作成效显著。期间费用率方面，2019 年与 2020Q1 公司销售费用率分别为 24.77%（同比+0.47pct）和 27.30%（同比+2.04pct），研发及管理费用率分别为 10.89%（同比-1.97pct）和 11.92%（同比-3.03pct），财务费用率分别为 5.40%（同比+0.32pct）和 2.89%（同比+0.46pct）。

❖ **多品牌协同，“曲美+”战略未来可期。**公司持续推进精细化管理，报告期内通过淘汰低效 SKU、合并职能部门、生产工序优化等工作降低生产成本。同时公司收购 Ekornes 后，以曲美+宽度策略为核心，深挖曲美本部与 Ekornes 协同效应，2019 年公司曲美/Stressless/IMG/Svane 品牌分别实现营业收入 17.07/18.83/3.98/1.69 亿元，分别同比-7.74%/+157.98%/+177.04%/+211.80%。我们认为曲美与 Ekornes 业务整合理顺后，有望在渠道融合与供应链资源互补方面实现共赢，长期发展实力强劲。

❖ **看好公司未来协同发展，维持“强推”评级。**公司在生产端拥有完整的产品矩阵，定制&成品&软装全覆盖，沙发、板木、板式、实木各类工厂均实现了降本增效；渠道端，全球渠道布局开启。考虑到全球“新冠”疫情影响，我们调整公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.08、3.49、4.24 亿元，（原值分别为 3.82/5.14/5.75）亿元对应当前市值 PE 分别为 17、10、8 倍。考虑公司业务整合能力，我们维持公司 11 元/股目标价，对应 2020 年 26XPPE，维持“强推”评级。

❖ **风险提示：**房地产市场不及预期，汇率波动导致利润大幅波动。

**主要财务指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	4,279	4,498	5,643	6,680
同比增速(%)	48.0%	5.1%	25.4%	18.4%
归母净利润(百万)	82	208	349	424
同比增速(%)	-239.1%	153.1%	67.9%	21.3%
每股盈利(元)	0.17	0.43	0.71	0.87
市盈率(倍)	42	17	10	8
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 05 月 08 日收盘价

**华创证券研究所****证券分析师：郭庆龙**

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

**证券分析师：陈梦**

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

**联系人：葛文欣**

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

**公司基本数据**

总股本(万股)	48,868
已上市流通股(万股)	48,412
总市值(亿元)	34.7
流通市值(亿元)	34.37
资产负债率(%)	76.1
每股净资产(元)	2.5
12 个月内最高/最低价	8.75/6.21

**市场表现对比图(近 12 个月)****相关研究报告**

《曲美家居（603818）调研报告：海外收购相关费用 18 年集中支出，家装业务成潜在增长点》

2018-10-28

《曲美家居（603818）2018 年报与 2019 年一季报点评：收购 Ekornes 致业绩短期承压，长期发展可期》

2019-05-01

《曲美家居（603818）2019 年中报点评：并表 Ekornes 致营收高增长，“曲美+”战略未来可期》

2019-08-28

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	657	1,349	1,977	2,710
应收票据	10	11	13	16
应收账款	400	406	509	603
预付账款	48	51	63	74
存货	669	698	866	1,021
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	115	120	153	180
流动资产合计	1,899	2,635	3,581	4,604
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,802	1,755	1,712	1,634
在建工程	19	89	159	219
无形资产	2,510	2,259	2,033	1,830
其他非流动资产	1,487	1,477	1,470	1,463
非流动资产合计	5,818	5,580	5,374	5,146
<b>资产合计</b>	<b>7,717</b>	<b>8,215</b>	<b>8,955</b>	<b>9,750</b>
短期借款	209	309	409	509
应付票据	0	0	0	0
应付账款	318	338	419	494
预收款项	142	149	187	222
合同负债	6	6	8	9
其他应付款	142	142	142	142
一年内到期的非流动负债	1,556	1,556	1,556	1,556
其他流动负债	250	263	317	367
流动负债合计	2,623	2,763	3,038	3,299
长期借款	734	784	834	864
应付债券	1,568	1,568	1,568	1,568
其他非流动负债	850	848	848	848
非流动负债合计	3,152	3,200	3,250	3,280
<b>负债合计</b>	<b>5,775</b>	<b>5,963</b>	<b>6,288</b>	<b>6,579</b>
归属母公司所有者权益	1,501	1,772	2,121	2,545
少数股东权益	441	480	546	626
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,942</b>	<b>2,252</b>	<b>2,667</b>	<b>3,171</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,717</b>	<b>8,215</b>	<b>8,955</b>	<b>9,750</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>701</b>	<b>857</b>	<b>830</b>	<b>924</b>
现金收益	609	874	1,024	1,104
存货影响	-43	-29	-168	-155
经营性应收影响	24	-12	-121	-110
经营性应付影响	7	27	119	109
其他影响	104	-3	-24	-25
<b>投资活动现金流</b>	<b>-267</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-150</b>
资本支出	-274	-210	-208	-157
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	7	10	8	7
<b>融资活动现金流</b>	<b>-161</b>	<b>35</b>	<b>-2</b>	<b>-41</b>
借款增加	135	150	150	130
股利及利息支付	-253	-216	-216	-242
股东融资	13	30	30	30
其他影响	-56	71	34	41

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,279</b>	<b>4,498</b>	<b>5,643</b>	<b>6,680</b>
营业成本	2,414	2,562	3,180	3,750
税金及附加	18	22	34	47
销售费用	1,060	945	1,129	1,336
管理费用	375	382	474	561
研发费用	91	112	141	180
财务费用	231	189	203	223
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	-1	3	3	3
公允价值变动收益	17	10	8	8
投资收益	-17	-10	-8	-5
其他收益	15	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>107</b>	<b>293</b>	<b>491</b>	<b>595</b>
营业外收入	1	2	1	1
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>104</b>	<b>291</b>	<b>488</b>	<b>592</b>
所得税	6	44	73	88
<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>247</b>	<b>415</b>	<b>504</b>
少数股东损益	16	39	66	80
<b>归属母公司净利润</b>	<b>82</b>	<b>208</b>	<b>349</b>	<b>424</b>
NOPLAT	314	408	587	693
EPS(摊薄) (元)	0.17	0.43	0.71	0.87

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	48.0%	5.1%	25.4%	18.4%
EBIT 增长率	256.8%	42.9%	44.0%	18.0%
归母净利润增长率	-239.1%	153.1%	67.9%	21.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	43.6%	43.0%	43.6%	43.9%
净利率	2.3%	5.5%	7.4%	7.5%
ROE	4.2%	9.2%	13.1%	13.4%
ROIC	5.8%	7.7%	10.1%	10.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.8%	72.6%	70.2%	67.5%
债务权益比	253.1%	224.8%	195.5%	168.5%
流动比率	72.4%	95.4%	117.9%	139.6%
速动比率	46.9%	70.1%	89.4%	108.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	34	32	29	30
应付账款周转天数	48	46	43	44
存货周转天数	96	96	88	91
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.17	0.43	0.71	0.87
每股经营现金流	1.43	1.75	1.70	1.89
每股净资产	3.07	3.63	4.34	5.21
<b>估值比率</b>				
P/E	42	17	10	8
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	22	15	12	11

## 轻工纺服组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500