

家居业海外并购的“冰与火”：贡献较大营收 VS“并购后遗症”

经历了前几年的海外并购潮后，家居企业的海外“运营力”慢慢分化，有的在加码海外项目，有的在消化之前的并购成本。

近期曲美家居拟定增募资事项获证监会同意注册批复，按照规划，曲美家居拟将2.1亿元募资用作旗下Ekornes公司挪威工厂产能升级。Ekornes公司系曲美家居2018年斥资40亿元并购而来，如今曲美家居拟通过这一标的公司实现产能扩张。

事实上，历经2018年至2022年间的海外并购热潮后，目前不少家居企业通过昔日并购而来的子品牌开展业务延伸。其中，曲美家居、梦百合等昔日的并购标的皆成长为上市公司的稳定营收来源。

不过，作为家居企业的出海捷径，海外品牌并购在完善企业产品矩阵的同时，也容易带来商誉减值风险与高额并购债务。历经增发募资、引进战投等手段，目前家居企业“海外并购后遗症”正逐渐纾解。

曲美家居升级海外工厂产能 家居企业并购标的持续扩张

2023年底，曲美家居拟定增募资8亿元获证监会同意注册批复，按照规划，曲美家居准备将所募资金中2.1亿元投入旗下Ekornes公司挪威工厂产能升级建设项目，预计代替部分老旧产能，扩产电动椅、办公椅和舒适椅等产品产能规模。

Ekornes系曲美家居2018年联合华泰紫金斥资40亿元要约收购而来，至今仍保持中国家具行业最大的海外并购案纪录。历经后续追加收购与引进战投，截至2023年年中，曲美家居持有Ekornes90.5%的股份。

笔者致电曲美家居董秘办获得回应：“本次募资投向的挪威工厂产能升级

建设，原本就在Ekornes公司的计划中，上市公司(曲美家居)此次只是为其投钱。Ekornes公司目前在上市公司提供营收占比超过60%，是曲美家居海外业务的重要平台。”

收购Ekornes公司5年后，目前曲美家居拟通过这一标的公司实现产能扩张。作为挪威知名舒适椅公司，Ekornes旗下核心产品为舒适椅品牌Stressless。曲美家居2023年12月更新的募资说明书显示，Ekornes挪威工厂产能升级建设项目投资总额为2.45亿元，建设期预计2年。达产后稳定生产年预计年产能合计80000张Stressless舒适椅产品，预计年营业收入6.06亿元，税后内部收益率22.70%，完全达产后年净利率12.64%，略高于报告期内Ekornes的净利率水平。

事实上，相比曲美家居遭受争议的境内生产线产能利用率不足现象，其海外工厂的产能利用率更高。据公司募资说明书，2021年、2022年及2023年1—6月，受国内外下游需求环境的影响，曲美家居境内成品家具(不含高端实木家具)的产能利用率分别为82.66%、69.48%和71.91%；同期挪威工厂Stressless生产线的产能利用率分别为100.73%、99.43%和92.26%，处于较高水平。本次募投项目新增产能可有效解决Ekornes的产能瓶颈问题。

除了曲美家居对Ekornes项目扩产升级，近期海鸥住工(002084)、索菲亚(002572)等皆通过昔日并购而来的子品牌开展业务延伸。2023年品牌战略发布会上，索菲亚此前全资收购而来的法国品牌司米橱柜，宣布从橱柜切入高端整家定制赛道。

早在2020年收购越南上市公司大同的海鸥住工，2023年12月接受投资者调研时称，大同原主营越南瓷砖品牌，后续将增加厨卫产品，经由大同奈七个分公司进行销售扩增市场。据海鸥住工业绩公告，截至2023年中期，大同奈

资产规模3.26亿元，境外资产占公司净资产比重17.35%。

笔者了解到，出于营收增长、业务协同及规避关税壁垒等需求，不少头部家居上市公司于2018年至2022年间启动海外并购潮，其间索菲亚收购法国橱柜企业司米橱柜，欧派家居收购意大利家具制造商FORMER，海鸥住工收购越南瓷砖上市公司大同奈，美克家居收购海外高端家具制造商M.U.S.T.公司等，聚焦外贸业务的家居企业纷紛购入一线海外品牌。不过，在经历“跑马圈地”后，部分企业海外营收攀升，拓宽了市场版图，亦有部分企业面临着“并购后遗症”，目前致力于纾解昔日并购债务。

海外并购显成效 昔日并购标的成营收主力

家居上市公司海外并购，最直接的驱动因素是营收追求。作为衡量家居企业海外并购成功的重要指标，部分外贸家居企业昔日大手笔并购的标的，已成公司的营收支柱。

以曲美家居此次定增募资用作项目升级建设的海外Ekornes公司为例。2018年—2022年，Ekornes在上市公司主营业务收入的比重已从30%提升至70%左右。而在Ekornes旗下各子品牌中，Stressless系列又构成了营收主力，曲美家居在业绩公告中提到，Stressless是全球知名的舒适椅品牌，被誉为“全世界最舒服的椅子”。

近年来，Stressless品牌为曲美家居贡献营收占比过半。曲美家居于2023年12月更新的定增募资说明书显示，2021年、2022年、2023年1—6月，Stressless系列实现营收23.76亿元、25.53亿元、10.84亿元，在营收中的占比分别为47.75%、53.39%、56.55%。

曾收购多家海外零售品牌的梦百合，标的公司也为其实现了自有品牌产品MLILY在当地家居零售终端的覆盖。

曲美家居也旨在通过并购海外品牌丰富产品矩阵并推动原材料采购全球化。

据公司业绩公告，曲美引入Ekornes公司旗下的Stressless、IMG、Swane三个子品牌，构成了不同地域与价位的品牌矩阵；公司将借助Ekornes的全球供应商体系，形成原材料采购成本方面的相对优势。

中房研究院ICR联席COO王建国向本刊表示，对家居企业而言，直接买入成熟的海外品牌，是获得其产品和渠道，快速出海以及做优做大上市公司的捷径。不过，海外并购需要提前做好风险控制和投资预期。

据其介绍：“介入海外存量市场，需要付出一定代价，比如面临国际经济环

境的波动等，风险和收益并存。而并购往往需要付出真金白银的巨额资金，因此家居企业需要评判自己的运营能力是否拥有与之匹配的资源，尤其是不同品牌之间的整合能力。”

根据梦百合历年业绩公告，2020年、2021年、2022年以及2023年中期，美国MOR公司营业收入依次为14.99亿元、21.14亿元、22.3亿元、9.24亿元，在总营收占比22.96%、25.97%、27.82%、25.66%，近年为上市公司贡献营收占比两成以上。

上述标的公司布局的门店数量也在增加。2019年至2022年，西班牙MATTRESSES直营店数量由68家增94家；MOR直营店数量由0家增至38家。

除了营收追求，家居企业实施海外并购的目标还在于补充业务短板、增强渠道协同以及布局全球市场。比如，尽管2019年梦百合开始美国东部建厂以规避贸易关税影响并切入美国主要市场，然而现实情况是，彼时梦百合在美国西海岸尚无自有销售终端。后续通过收购当地家居连锁零售商MOR，梦百合表示其实现了自有品牌产品MLILY在当地家居零售终端的覆盖。

曲美家居也旨在通过并购海外品牌丰富产品矩阵并推动原材料采购全球化。据公司业绩公告，曲美引入Ekornes公司旗下的Stressless、IMG、Swane三个子品牌，构成了不同地域与价位的品牌矩阵；公司将借助Ekornes的全球供应商体系，形成原材料采购成本方面的相对优势。

中房研究院ICR联席COO王建国向本刊表示，对家居企业而言，直接买入成熟的海外品牌，是获得其产品和渠道，快速出海以及做优做大上市公司的捷径。不过，海外并购需要提前做好风险控制和投资预期。

据其介绍：“介入海外存量市场，需要付出一定代价，比如面临国际经济环

境的波动等，风险和收益并存。而并购往往需要付出真金白银的巨额资金，因此家居企业需要评判自己的运营能力是否拥有与之匹配的资源，尤其是不同品牌之间的整合能力。”

增发募资、引进战投 家居企业纾解“并购后遗症”

尽管海外并购是家居企业出海捷径，但溢价并购往往带来商誉激增现象。而由于手握充足流动现金的企业毕竟是少数，使用杠杆工具容易产生不菲的并购债务。

目前，曲美家居正致力于化解2018年要约收购Ekornes时产生的债务，彼时曲美家居为并购四处筹资，包括依托大股东提供15亿元资金支持、使用上市募集资金剩余的2.68亿元、另向招商银行抵押贷款18亿元。

2020年至2023年中期，曲美家居合并资产负债率分别为66.04%、73.52%、69.21%及69.37%，目前负债水平未有明显改善。曲美家居也在定期定增预案中坦言，“因收购Ekornes形成了较大规模的负债，造成公司近年来资产负债率及利息支出水平较高”。

为了偿还债务并降低公司利息支出，曲美家居于2023年筹划分增募资8亿元，除了用于投建河南曲美家居产业二期项目和Ekornes挪威工厂产能升级建设，其中2.4亿元用于偿还借款及补充流动资金。

曲美家居董秘办向本刊表示，此次增发补流便是缓解并购债务的重要举措。“最近一笔增发募资款项本身就有30%会拿来补充流动资金，这部分资金还完银行贷款后还有富余，拿来降低其他负债，一是之前大股东对外有股权质押借款，再借给上市公司，公司其实担着同样的借款成本，这部分的借款利率高过了银行借款；二是公司发行的海外

债，利率也比银行贷款和国内信用债高，我们会对这些债务进行置换。”曲美家居董秘办补充表示，“2023年下半年，北京顺义区政府带领一些研究机构寻找实验场地，我们在北京有两个工厂，本身可以合并，用作对外出租，目前已经签署了框架协议，2024年会产生租金收益。”

除了增发募资，昔日跑马圈地的外贸家居企业还通过引进战投来减少财务费用压力。曲美2023年中期业绩公告显示，期内为了提高公司资本储备，降低有息负债，引入高瓴资本，在卢森堡子公司(曲美家居为收购Ekornes时设立的特殊目的公司)层面持股5.88%，高瓴资本间接成为Ekornes的少数股东。

曾经带有“并购王”标签的顾家家居(603816)，则在2022年底将4.24亿元收购买来的玺堡家居股权转让给1.61亿“退回”给原股东。对于这家知名床垫出口企业，顾家家居处置的直接原因在于标的公司未能兑现业绩承诺。

值得一提的是，历经几轮计提减值，部分家居昔日并购产生的商誉减值风险开始出现。比如，2018年收购近10个海外品牌的顾家家居，商誉从该年6月的0.65亿元迅速增至年末的8.33亿元，其中仅并购意大利品牌纳图兹便形成商誉3.6亿元。历经2020年商誉减值损失4.84亿元后，目前顾家家居的账面商誉有所压降，截至2023年中期，顾家家居各投资项目形成的账面商誉余额为5.88亿元。曲美家居2018年收购Ekornes产生12.73亿元商誉，截至2023年中期该项目的账面商誉余额为10.34亿元。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜表示，家居企业海外并购本就是“得”与“失”的过程。一方面，家居企业可拓宽市场版图、补充业务短板、打造更完善的销售网络。另一方面，高溢价并购可能带来商誉减值损失和高负债现象。“长期来看，家居企业海外并购后的商誉减值风险与高负债现象有望改善。这需要企业谨慎并购、避免过度溢价，同时加强对并购标的整合，提升其盈利能力。另外，家居企业还需要加强风险管理，尤其是汇率风险和市场波动风险的管理，以降低商誉减值的风险。”

(秦佳丽)

公告栏

陈殿霞：本院受理原告江苏银行股份有限公司淮安分行与你签订的金融借款合同纠纷一案，现依法向你公告送达民事判决书，限期判决书。自公告之日起30日内来本院领取民事判决书，逾期则视为送达。如不服本判决，可在公告期间内向本院递交上诉状及上诉状副本，上诉于江苏省淮安市中级人民法院。逾期本院即视为发生法律效力。

江苏省淮阴市清江浦区人民法院朱永海：本院受理原告你与你签订的金融借款合同纠纷一案，现依法向你公告送达起诉状副本、举证须知、应诉通知书及开庭传票。自公告之日起30日即视为送达。提出答辩状和举证期限均为公告期满后的第15日，即2024年3月30日。逾期本院即视为发生法律效力。

江苏省淮阴市清江浦区人民法院张利刚、臧万成：本院受理原告胡雷军与你签订的民间借贷纠纷一案，现依法向你公告送达起诉状副本、举证须知、应诉通知书及开庭传票。自公告之日起30日即视为送达。如不服本判决，可在公告期间内向本院递交上诉状及上诉状副本，上诉于江苏省淮安市中级人民法院。逾期本院即视为发生法律效力。

江苏省淮阴市清江浦区人民法院马洪洋：本院受理原告江苏银行股份有限公司淮安分行与你签订的金融借款合同纠纷一案，现依法向你公告送达起诉状副本、举证须知、应诉通知书及开庭传票。自公告之日起30日内来本院领取民事判决书，逾期则视为送达。如不服本判决，可在公告期间内向本院递交上诉状及上诉状副本，上诉于江苏省淮安市中级人民法院。逾期本院即视为发生法律效力。

江苏省淮阴市清江浦区人民法院胡洪涛：本院受理原告胡雷军与你签订的民间借贷纠纷一案，现依法向你公告送达起诉状副本、举证须知、应诉通知书及开庭传票。自公告之日起30日内来本院领取民事判决书，逾期则视为送达。如不服本判决，可在公告期间内向本院递交上诉状及上诉状副本，上诉于江苏省淮安市中级人民法院。逾期本院即视为发生法律效力。

江苏省淮阴市清江浦区人民法院胡洪涛：本院受理原告胡雷军与你签订的民间借贷纠纷一案，现依法向你公告送达起诉状副本、举证须知、应诉通知书及开庭