

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

曲美家居(603818)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

Jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

曲美家居：Q4 基本扭亏，国内外共振改善

2025年01月27日

事件：公司发布 2024 年业绩预告：1) 2024 年：公司实现归母净利润 -1.68~-1.12 亿元（亏损同比减少 44.8%~63.2%）；扣非归母净利润 -1.65~-1.10 亿元（亏损同比减少 42.5%~61.7%）。2) 24Q4：公司实现归母净利润 -0.23~0.33（同比+76.9%~+133.9%），中值 0.05 亿元（同比+105.4%）；扣非归母净利润 -0.44~0.11 亿元（同比+54.4%~+110.9%），中值 -0.17 亿元（同比+82.7%）。国内家居行业需求低迷、全球市场需求弱复苏影响，公司整体收入略有下降；北美&欧洲利率水平高位，公司境外有息负债规模较大，财务费用高企；此外，公司降本增效致人员优化成本抬升，影响 24 年利润表现。伴随 25 年国内外共振改善&化债加速、我们预计公司盈利能力有望显著改善。

国内：经营改善、产品升级，组织优化、费用节降显著。24Q3 国内收入同比下滑近 20%，其中零售承压、工程增长。公司推动国内人员架构持续优化、岗位精简，费用持续下降（24Q3 管理费用、销售费用、研发费用同比分别减少 871 万、2501 万、562 万，剔除离职补偿影响后费用改善更显著）。24 年 Stressless 国内重点打造旗舰店，聘用新负责人提升品牌形象。24 年 12 月曲美 Pro 新品上市，产品力持续升级。此外，家装&大宗渠道积极拓展。伴随国内产品升级、组织优化、渠道降负，有望驱动国内经营改善、盈利能力改善，我们预计 25 年国内经营实现盈利（不考虑租金收益）。

海外：Ekonnes 订单改善，盈利稳步修复。24Q3 Ekonnes 收入同比-10.6%（挪威克朗口径），主要系海外秋假导致产能受限，24Q3 欧洲/北美收入分别占比 44.4%/36.5%，收入分别同比+6.5%/ -25.9%，欧洲恢复较好、北美延续承压。我们预计订单端改善显现、在手订单规模持续增长、24Q4 海外收入有望实现转正。伴随库存消化、海运成本下降、原材料价格回落，盈利能力稳步回升。

债务置换提速，降息优化财务费用。债务方面，公司通过债务置换优化海外负债结构、降低利率水平，我们预计财务置换 25 年初有望完成，财务费用降低。伴随海外降息逐步落地，且公司经营改善、产业园区租赁贡献现金流，债务规模有望降低，财务费用有望持续下降。

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -1.4 亿元/1.6 亿元/3.1 亿元，2025-2026 年对应 PE 为 11.5X/5.9X。

风险因素：国内消费复苏低于预期，降息节奏不及预期，海外需求不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,853	4,028	3,696	3,850	4,031
增长率 YoY %	-4.4%	-17.0%	-8.2%	4.2%	4.7%
归属母公司净利润 (百万元)	37	-304	-139	157	309
增长率 YoY%	-79.2%	-923.1%	54.4%	213.4%	96.1%
毛利率%	32.3%	31.8%	34.1%	35.8%	37.3%
净资产收益率ROE%	1.7%	-16.0%	-6.3%	6.8%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.44	-0.20	0.23	0.45
市盈率 P/E(倍)	48.84	-5.93	-13.01	11.47	5.85
市净率 P/B(倍)	0.82	0.95	0.83	0.78	0.69

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 1 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	2,481	1,988	1,974	1,958	2,144	
货币资金	815	721	799	789	923	
应收票据	8	0	0	0	0	
应收账款	488	465	452	434	471	
预付账款	31	18	22	21	20	
存货	1,036	666	581	591	604	
其他	104	117	119	123	126	
非流动资产	5,145	4,968	4,892	4,743	4,584	
长期股权投资	0	2	2	2	2	
固定资产(合)	1,435	1,308	1,269	1,220	1,162	
无形资产	2,085	2,007	1,920	1,834	1,748	
其他	1,625	1,652	1,700	1,686	1,672	
资产总计	7,626	6,957	6,865	6,700	6,728	
流动负债	3,574	1,340	1,968	1,957	1,996	
短期借款	230	299	367	367	367	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	282	291	266	248	266	
其他	3,061	750	1,335	1,341	1,363	
非流动负债	1,704	3,570	2,571	2,271	1,971	
长期借款	873	1,930	980	680	380	
其他	831	1,640	1,591	1,591	1,591	
负债合计	5,278	4,910	4,539	4,227	3,967	
少数股东权益	154	146	140	144	153	
归属母公司	2,194	1,901	2,186	2,329	2,608	
负债和股东权益	7,626	6,957	6,865	6,700	6,728	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,853	4,028	3,696	3,850	4,031	
同比(%)	-4.4%	-17.0%	-8.2%	4.2%	4.7%	
归属母公司净利润	37	-304	-139	157	309	
同比(%)	-79.2%	-923.1	54.4%	213.4%	96.1%	
毛利率(%)	32.3%	31.8%	34.1%	35.8%	37.3%	
ROE%	1.7%	-16.0%	-6.3%	6.8%	11.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.44	-0.20	0.23	0.45	
P/E	48.84	-5.93	-13.01	11.47	5.85	
P/B	0.82	0.95	0.83	0.78	0.69	
EV/EBITDA	12.11	22.24	19.14	7.11	4.76	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	4,853	4,028	3,696	3,850	4,031	
营业成本	3,285	2,745	2,434	2,472	2,529	
营业税金及附加	15	14	13	13	14	
销售费用	848	799	832	789	754	
管理费用	386	351	444	308	294	
研发费用	98	83	74	77	81	
财务费用	214	239	80	46	32	
减值损失(合)	-17	-71	-1	-1	-1	
投资净收益	-11	-37	-8	-18	-22	
其他	68	-21	20	50	40	
营业利润	46	-334	-168	175	345	
营业外收支	0	-2	0	0	0	
利润总额	46	-337	-168	175	345	
所得税	8	-25	-24	14	28	
净利润	37	-311	-144	161	318	
少数股东损益	1	-7	-5	4	9	
归属母公司	37	-304	-139	157	309	
EBITDA	553	267	223	558	743	
EPS(当)	0.06	-0.52	-0.20	0.23	0.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	418	773	223	570	748	
净利润	37	-311	-144	161	318	
折旧摊销	347	340	311	337	366	
财务费用	233	296	116	86	71	
投资损失	11	37	8	18	22	
营运资金变动	-142	357	13	-6	-13	
其它	-68	55	-81	-26	-16	
投资活动现金流	-54	-106	-183	-179	-213	
资本支出	-31	-60	-111	-153	-183	
长期投资	0	-2	-45	0	0	
其他	-23	-44	-28	-26	-30	
筹资活动现金流	-95	-749	63	-401	-401	
吸收投资	291	0	519	0	0	
借款	96	1,126	-881	-300	-300	
支付利息或股利	-235	-316	-103	-101	-101	
现金流净增加额	260	-86	78	-10	134	

研究团队简介

姜文镒，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。