

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

相关研究

曲美家居: Q4 基本扭亏, 国内外共振改善

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: 三大逻辑有望改善, 品牌焕新可期

2025 年 03 月 21 日

事件: 曲美家居开展智慧整家发布会。我们认为 2025 年三大逻辑相对确定: 1) 海外业务修复: 我们预计 24Q4 海外业务订单有望恢复增长通道, 25Q1 海外业务收入有望实现同比正增长, 全年有望实现 5-15% 增长, 同时盈利能力提升, 形成利润托底; 2) 国内租金收入: 25 年预计贡献一定现金流; 3) 债务置换后, 财务费用有望年化节省 0.5-1.0 亿元左右, 增厚公司利润。我们预计 25Q2 财务置换逻辑后, 有望显现业绩拐点, 估值性价比凸显。

国内: 1) 现有业务优化: 流量、产品、品牌建设。 抖音号泽龙 Z, 我们预计投入较小, 预计 25 年底粉丝量有望破 100 万 (现在 40 万+), 视频播放量快速提升, 25 年有望向线下导流一定增量。公司推动国内人员架构持续优化、岗位精简, 单月人工成本同比有望显著下降, 25 年毛利率有望提高; 此外, 25 年租金收入有望贡献显著增量。2) **第二增长曲线: 整家、智家、小红书新品牌孵化、优质供应链整合平台。** 曲美以“家+办公室”为智能入口, 通过线上直播、小红书内容种草等创新形式构建新零售生态, 并借助家居品类头部 KOL 赵泽龙 (泽龙 Z) 的高流量, 为经销商打造“旺铺级”信任入口。

海外: 我们预计 24Q4 海外业务订单恢复增长, 25 年 1 月海外收入有望同比增长 (报表端)、订单稳步增长, 我们预计 25 年海外毛利率有望稳步提升, 销售、管理费用率均趋于下降。产品拓展非舒适椅品类, 我们判断目前在经销商渠道渗透率仍较低、25 年有望进一步渠道下沉; 此外 25 年上线美国独立站, 有望贡献增量。

化债: 25H1 有望完成债务置换, 同时海外降息有望优化财务费用。 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, 我们预计财务置换有望于 25H1 完成, 财务费用年化有望大幅降低; 此外, 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, 财务费用持续下降。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.6 亿元/3.1 亿元, 对应 PE 分别为 13.3X/6.8X。

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	3,894	4,076
增长率 YoY %	-4.4%	-17.0%	-8.2%	5.3%	4.7%
归属母公司净利润 (百万元)	37	-304	-139	161	314
增长率 YoY%	-79.2%	-923.1%	54.4%	216.1%	95.0%
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%	6.9%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.44	-0.20	0.23	0.46
市盈率 P/E(倍)	57.97	-7.04	-15.44	13.30	6.82
市净率 P/B(倍)	0.98	1.13	0.98	0.92	0.82

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 19 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	1,969	2,161	
货币资金	815	721	799	788	927	
应收票据	8	0	0	0	0	
应收账款	488	465	452	439	476	
预付账款	31	18	22	21	21	
存货	1,036	666	581	597	611	
其他	104	117	119	124	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	6,711	6,745	
流动负债	3,574	1,340	1,968	1,965	2,004	
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	251	269	
其他	3,061	750	1,335	1,346	1,368	
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	4,235	3,975	
少数股东权益	154	146	140	144	154	
归属母公司	2,194	1,901	2,186	2,332	2,616	
负债和股东权益	7,626	6,957	6,865	6,711	6,745	

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	3,894	4,076	
同比(%)	-4.4%	-17.0%	-8.2%	5.3%	4.7%	
归属母公司净利润	37	-304	-139	161	314	
同比(%)	-79.2%	-923.1	54.4%	216.1%	95.0%	
毛利率(%)	32.3%	31.8%	34.1%	35.8%	37.3%	
ROE%	1.7%	-16.0%	-6.3%	6.9%	12.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.44	-0.20	0.23	0.46	
P/E	57.97	-7.04	-15.44	13.30	6.82	
P/B	0.98	1.13	0.98	0.92	0.82	
EV/EBITDA	12.11	22.24	20.65	7.66	5.16	

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	3,894	4,076	
营业成本	3,285	2,745	2,434	2,499	2,556	
营业税金及附加	15	14	13	13	14	
销售费用	848	799	832	798	762	
管理费用	386	351	444	311	298	
研发费用	98	83	74	78	82	
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	41	
营业利润	46	-334	-168	180	351	
营业外收支	0	-2	0	0	0	
利润总额	46	-337	-168	180	351	
所得税	8	-25	-24	14	28	
净利润	37	-311	-144	165	323	
少数股东损	1	-7	-5	4	9	
归属母公司	37	-304	-139	161	314	
EBITDA	553	267	223	562	749	
EPS(当	0.06	-0.52	-0.20	0.23	0.46	

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	569	753	
净利润	37	-311	-144	165	323	
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	-142	357	13	-10	-13	
其它	-68	55	-81	-27	-16	
投资活动现	-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	-95	-749	63	-402	-401	
吸收投资	291	0	519	0	0	
借款	96	1,126	-881	-300	-300	
支付利息或	-235	-316	-103	-102	-101	
现金流净增	260	-86	78	-11	139	

研究团队简介

姜文镒，所长助理，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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

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。