

慕思股份 (001323)

证券研究报告

2023年04月28日

品牌矩阵升级，渠道效率优化

公司发布 22 年年报及 23 年一季报，23Q1 收入 9.6 亿 (yoy-23.1%)，归母净利润 1.0 亿 (yoy -18.4%)，归母净利率 10.6% (yoy +0.6pct)。22Q4 收入 16.6 亿 (yoy -24.9%)，归母净利 2.8 亿 (yoy +3.7%)，归母净利率 17.1% (yoy +4.7pct)。22 全年收入 58.1 亿 (yoy -10.3%)，归母净利 7.1 亿 (yoy +3.3%)，归母净利率 12.2% (yoy +1.6pct)。

22 年沙发产品增长靓丽，通过套餐联动带单。

分产品来看，22 年公司床垫/床架/沙发/床品及其他收入分别为 27.3/17.1/4.5/3.5/5.2 亿元，同比-15.3%/-4.6%/+25.4%/-30.5%/-4.0%。其中床垫为公司的核心产品，营收占比为 46.9%。慕思沙发 (Calia+羡慕) 有望通过套餐组合，打通与慕思经典品牌的联动带单。

强化传统渠道优势，拓展新型消费模式。

22 年公司经销/电商/直供/自营分别收入 38.9/8.0/7.8/3.0 亿元，同比-12.5%/-9.3%/+18.3%/-33.9%/+4.3%。传统渠道方面，公司采取稳健的、高质量渠道开拓策略，积极推动渠道下沉，完善终端经销门店的布局，新开门店 800 余个，截止 22 年开拓线下专卖店 5600 余家。在新渠道端，定向开发地产、家装、家电、商超、异业五大细分渠道，先后与 300 余家企业达成战略合作。在线上渠道，公司通过 020 线上全渠道有效获客，向终端门店精准引流，截止 22 年末已覆盖超过 140 个城市。

布局 V6 发挥软体产品优势，带动定制整家销售。

22 年公司推出 V6 大家居，截止 22 年 10 月底拥有品牌门店 1000+家，22 年全国打造 10+家样板店，推出 6 大系列全屋定制套餐。公司以 V6 大家居软体+定制的融合，在整装渠道中可形成协同引流，能够带动慕思品类销售，推动公司业绩增长，22 年前三季度 V6 收入 4 亿+。

优化客户体验，夯实头部品牌地位。

公司进行了主品牌矩阵的迭代升级，将原 7 大主品牌整合为“健康睡眠品牌、大家居品牌、沙发品牌”三大品牌矩阵，于 22 年打造了一系列高势能的品牌活动，精准进行品牌广告投放，助推公司线上、线下各品牌推广活动的有效率及转化率。公司持续优化消费者服务，慕思会员系统 22 年新增注册人数 53.25 万，金管家服务 70 万户，打造用户全生命周期运营能力，完善存量客户体系，挖掘客户价值，实现有效客户转介绍及复购率。

公司毛利率稳定增长，各项费用率控制稳定。

22 年公司家具制造业毛利率 46.1%，同比+1.6pct。分品类来看，床垫毛利率为 58.9%，同比+1.7pct，床架毛利率为 39.8%，同比+1.1pct。分渠道看，经销渠道毛利率为 45.7%，同比+3.5pct，电商渠道的毛利率为 57.3%，同比-1.8pct，直供渠道的毛利率为 31.0%，同比+4.0pct。22 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别 25.1%/5.4%/2.7%/-0.6%，同比+0.5%/+0.5%/+0.3%/-0.5pct。

盈利估值与预测：公司核心产品竞争力突出，渠道持续稳健拓展，叠加地产政策向好，公司作为床垫细分龙头，经销基本盘稳健，V6 大家居及沙发业务积极推进，考虑到市场竞争加剧，我们调整盈利预测，预计公司 23/24 归母净利分别为 8.1/9.5 亿元 (前值为 8.9/10.3 亿)，对应 PE 分别为 17x/15x。

风险提示：市场竞争加剧；房地产市场波动；原材料价格波动；品牌运营与管理等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	34.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	40.01
A 股总市值(百万元)	13,920.35
流通 A 股市值(百万元)	1,392.35
每股净资产(元)	11.15
资产负债率(%)	26.07
一年内最高/最低(元)	61.67/30.37

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《慕思股份-公司点评:看好产品及渠道变革，V6 大家居及沙发放量可期》2023-02-22
- 《慕思股份-半年报点评:疫情影响短期经营，看好品牌床垫龙头份额持续提升》2022-08-22
- 《慕思股份-首次覆盖报告:品牌力领先的床垫龙头，上市后再腾飞》2022-06-26

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,481.04	5,812.68	6,818.71	7,939.51	9,096.92
增长率(%)	45.56	(10.31)	17.31	16.44	14.58
EBITDA(百万元)	1,091.69	1,064.50	1,133.78	1,279.34	1,467.39
归属母公司净利润(百万元)	686.44	708.92	813.14	945.52	1,112.68
增长率(%)	27.99	3.27	14.70	16.28	17.68
EPS(元/股)	1.72	1.77	2.03	2.36	2.78
市盈率(P/E)	20.28	19.64	17.12	14.72	12.51
市净率(P/B)	5.42	3.19	2.69	2.28	1.93
市销率(P/S)	2.15	2.39	2.04	1.75	1.53
EV/EBITDA	0.00	9.86	8.84	7.20	5.53

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,423.46	1,771.03	3,040.43	3,805.77	4,877.16
应收票据及应收账款	58.54	192.10	49.25	65.44	65.96
预付账款	136.47	135.22	109.55	183.40	154.34
存货	298.87	220.21	371.31	361.07	483.29
其他	96.92	848.21	764.61	856.37	794.98
流动资产合计	2,014.26	3,166.75	4,335.15	5,272.04	6,375.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,531.19	1,768.26	1,949.79	2,126.82	2,294.68
在建工程	193.15	212.52	358.77	391.14	413.79
无形资产	300.45	344.57	311.84	279.11	246.38
其他	459.25	320.74	222.63	257.64	287.44
非流动资产合计	2,484.04	2,646.09	2,843.02	3,054.70	3,242.30
资产总计	4,498.30	5,812.84	7,178.18	8,326.74	9,618.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	568.91	603.61	790.52	977.38	919.85
其他	901.25	598.06	1,102.52	1,103.61	1,322.39
流动负债合计	1,470.16	1,201.67	1,893.03	2,080.99	2,242.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	210.01	135.37	117.86	132.37	148.90
非流动负债合计	210.01	135.37	117.86	132.37	148.90
负债合计	1,932.13	1,454.49	2,010.89	2,213.36	2,391.14
少数股东权益	0.00	0.00	(0.18)	(0.24)	(0.32)
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	1,404.32	2,841.45	2,841.45	2,841.45	2,841.45
留存收益	799.78	1,108.70	1,921.84	2,867.36	3,980.03
其他	2.06	8.19	4.16	4.80	5.72
股东权益合计	2,566.16	4,358.35	5,167.29	6,113.38	7,226.90
负债和股东权益总计	4,498.30	5,812.84	7,178.18	8,326.74	9,618.04

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	686.44	708.92	813.14	945.52	1,112.68
折旧摊销	156.00	232.22	204.95	223.33	242.20
财务费用	11.15	9.28	(44.95)	(72.42)	(97.22)
投资损失	(4.26)	(0.99)	(2.72)	(3.29)	(2.81)
营运资金变动	47.62	(498.86)	730.19	8.58	109.35
其它	97.65	196.86	(0.18)	(0.06)	(0.08)
经营活动现金流	994.61	647.44	1,700.43	1,101.65	1,364.11
资本支出	458.52	550.00	517.51	385.49	383.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,221.43)	(1,865.71)	(1,014.79)	(782.20)	(780.66)
投资活动现金流	(762.91)	(1,315.71)	(497.28)	(396.71)	(397.19)
债权融资	99.83	(13.28)	70.29	59.76	103.55
股权融资	(0.17)	1,083.27	(4.03)	0.64	0.91
其他	(181.43)	(76.16)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(81.77)	993.83	66.25	60.40	104.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	149.93	325.56	1,269.40	765.34	1,071.39

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,481.04	5,812.68	6,818.71	7,939.51	9,096.92
营业成本	3,566.12	3,111.28	3,671.51	4,394.28	5,066.15
营业税金及附加	46.81	46.99	52.84	62.22	70.26
销售费用	1,596.08	1,456.52	1,670.58	1,865.78	2,092.29
管理费用	314.74	312.11	347.75	381.10	427.56
研发费用	155.08	158.29	154.51	186.80	221.39
财务费用	(9.28)	(37.38)	(44.95)	(72.42)	(97.22)
资产/信用减值损失	(5.32)	(11.30)	(8.15)	(7.12)	(7.97)
公允价值变动收益	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.26	0.99	2.72	3.29	2.81
其他	(5.11)	(44.48)	0.00	0.00	0.00
营业利润	817.66	818.93	961.04	1,117.91	1,311.33
营业外收入	6.30	9.86	6.45	6.99	7.40
营业外支出	6.15	9.38	11.06	12.60	9.80
利润总额	817.82	819.40	956.43	1,112.30	1,308.94
所得税	131.37	110.48	143.46	166.84	196.34
净利润	686.44	708.92	812.97	945.45	1,112.60
少数股东损益	0.00	0.00	(0.18)	(0.06)	(0.08)
归属于母公司净利润	686.44	708.92	813.14	945.52	1,112.68
每股收益(元)	1.72	1.77	2.03	2.36	2.78

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	45.56%	-10.31%	17.31%	16.44%	14.58%
营业利润	20.01%	0.15%	17.35%	16.32%	17.30%
归属于母公司净利润	27.99%	3.27%	14.70%	16.28%	17.68%
获利能力					
毛利率	44.98%	46.47%	46.16%	44.65%	44.31%
净利率	10.59%	12.20%	11.93%	11.91%	12.23%
ROE	26.75%	16.27%	15.74%	15.47%	15.40%
ROIC	157.51%	87.25%	48.46%	69.99%	73.57%
偿债能力					
资产负债率	42.95%	25.02%	28.01%	26.58%	24.86%
净负债率	-51.90%	-39.70%	-57.56%	-61.38%	-66.66%
流动比率	1.17	2.40	2.29	2.53	2.84
速动比率	1.00	2.23	2.09	2.36	2.63
营运能力					
应收账款周转率	142.90	46.38	56.51	138.46	138.46
存货周转率	22.97	22.40	23.05	21.68	21.55
总资产周转率	1.63	1.13	1.05	1.02	1.01
每股指标(元)					
每股收益	1.72	1.77	2.03	2.36	2.78
每股经营现金流	2.49	1.62	4.25	2.75	3.41
每股净资产	6.42	10.90	12.92	15.28	18.07
估值比率					
市盈率	20.28	19.64	17.12	14.72	12.51
市净率	5.42	3.19	2.69	2.28	1.93
EV/EBITDA	0.00	9.86	8.84	7.20	5.53
EV/EBIT	0.00	11.80	10.79	8.72	6.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com