慕思股份(001323)

报告日期：2023 年 03 月 30 日

经营改革稳步落地，产品&渠道活力有望激发

——慕思股份点评报告

投资要点

- **事件：公司公告聘请杨鑫先生担任公司副总经理职位。**杨鑫先生曾任职于欧派家居、索菲亚，拥有丰富的家居行业工作经验，在产品、营销、渠道等多方面能力突出，本次加盟慕思股份有望带来新赋能、新成长。

- **2023 年是慕思股份诸多经营改革措施推出的重要一年：**

1、产品端推陈出新，套餐策略拉升客单值。

1）2 月 28 日，公司以“睡出免疫力”为宗旨，发布全新旗舰产品“世纪梦”床垫，首发定价 13999 元，同时推出世纪梦套床（床架+床垫）16999 元；双卧套餐（主卧+次卧）23800 元，8888 元加价购母婴级环保儿童套床。过去慕思门店中成交订单以单床垫、单卧室销售为主，本次套餐策略实施后，门店多卧室购买比例预计提高，且对床和床垫连带率提升有拉动，客单值预计提升。

2）维持品牌调性：我们认为套餐策略虽然对消费者的让利力度更大、会影响厂商/经销商的毛利率，但推出的套餐产品定价仍然高于其他内资品牌、持平外资品牌，维持慕思的高端品牌调性。

2、渠道精细化管理，精简体系，激发活力。

1）过去慕思渠道存在的一些问题：慕思品牌底下子系列众多，分系列招商政策下，多地存在一域多商情况，不利于统筹区域营销措施和考核。

2）公司开展针对性的调整措施：如可能将子系列进行合并，开展一域一商改革，更加明确的经销商淘汰和激励政策等，我们预计将激发慕思终端销售活力，加快经销商队伍良性循环。

3、其他策略

1）发力 V6：V6 是公司客群向下覆盖和延申定制业务的重要战略，我们预计公司 23 年将继续加大 V6 大家居招商力度，店态进一步向大店方向发展，全案销售客单值较高。

2）下沉市场：过去公司在一二线城市销售占比较高，我们认为公司将继续扩展五六线城市等空白区域。

3）拓展新渠道获取流量：预计公司将围绕老旧社区发掘更新需求，培育私域流量，线上引流线下，触达年轻人群，精简 SKU，强化数字化管理等。

- **床垫行业变化：消费者对睡眠健康意识不断提高**

1）床垫市场翻新占比较定制等其他家居品类更高，与精装楼盘基本脱钩，因而零售市场成长性更优。2）高端市场慕思+3S1K 玩家稳定，近年来舒达金可儿被高瓴收购、但并未产生较为积极的效应，慕思在高端市场的份额仍在不断提升，并通过价格带下沉和 V6 进军大众市场。3）疫情过后，消费者健康意识增强，睡眠健康得到重视，慕思床垫技术积累深厚，且品牌建立初期营销方面就以健康睡眠系统为抓手，看好后续健康睡眠产品发力。

- **盈利预测与估值**

我们看好慕思重要经营改革落地后，对公司客单价、客流量和品牌形象带来的全面提升。在改革过程中，内部对于新政策和调整方向坚定支持，而新任副总经理杨鑫先生对于经销商合理的反馈意见也能及时做出调整，目前磨合顺利、看好后续业绩表现。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 61.23 亿/70.65 亿/83.45 亿元，分别-5.52%/+15.38%/+18.12%，归母净利润 6.88 亿/8.25 亿/9.7 亿，分别同比

投资评级：增持(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥37.16
总市值(百万元)	14,864.37
总股本(百万股)	400.01

股票走势图

相关报告

1 《Q3 盈利表现靓丽，V6、沙发快速布局——慕思股份点评报告》 2022.10.30
2 《疫情扰动 Q2 经营，多品牌多渠道布局顺利 ——慕思股份点评报告》 2022.08.23

+0.22%/+19.96%/+17.52%，对应当前 PE 21.61X/18.01X/15.33X，维持“增持”评级。

- **风险提示：**下游市场复苏不及预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6481.04	6123.05	7065.02	8345.05
(+/-) (%)	45.56%	-5.52%	15.38%	18.12%
归母净利润	686.44	687.94	825.23	969.80
(+/-) (%)	27.99%	0.22%	19.96%	17.52%
每股收益(元)	1.91	1.72	2.06	2.42
P/E	21.65	21.61	18.01	15.33

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2014	2356	2993	3781
现金	1423	1546	2232	2848
交易性金融资产	0	51	17	23
应收账项	59	60	61	77
其它应收款	80	99	99	118
预付账款	136	143	160	188
存货	299	443	409	511
其他	17	14	15	15
非流动资产	2484	2763	3109	3472
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1531	1966	2308	2661
无形资产	300	380	390	411
在建工程	193	206	159	113
其他	459	211	252	287
资产总计	4498	5120	6103	7252
流动负债	1722	1883	2059	2300
短期借款	0	0	0	0
应付款项	569	815	878	970
预收账款	0	122	47	74
其他	1153	946	1134	1256
非流动负债	210	43	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	210	43	45	45
负债合计	1932	1927	2104	2345
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2566	3193	3999	4907
负债和股东权益	4498	5120	6103	7252

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	995	1005	1178	1249
净利润	686	688	825	970
折旧摊销	156	171	206	244
财务费用	(9)	16	15	16
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	15	180	147	165
其它	151	(46)	(11)	(141)
投资活动现金流	(763)	(746)	(473)	(572)
资本支出	(481)	(575)	(457)	(504)
长期投资	0	0	0	0
其他	(282)	(171)	(15)	(68)
筹资活动现金流	(82)	(76)	(5)	(2)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(82)	(76)	(5)	(2)
现金净增加额	150	183	700	675

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6481	6123	7065	8345
营业成本	3566	3339	3833	4600
营业税金及附加	47	47	55	63
营业费用	1596	1420	1588	1840
管理费用	315	325	389	451
研发费用	90	129	177	200
财务费用	(9)	16	15	16
资产减值损失	(2)	(1)	(5)	(3)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
其他经营收益	7	5	7	6
营业利润	818	855	1015	1183
营业外收支	0	(5)	(8)	(4)
利润总额	818	850	1007	1179
所得税	131	162	182	209
净利润	686	688	825	970
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	686	688	825	970
EBITDA	819	1015	1208	1417
EPS（最新摊薄）	1.91	1.72	2.06	2.42

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	45.56%	-5.52%	15.38%	18.12%
营业利润	20.01%	4.61%	18.65%	16.58%
归属母公司净利润	27.99%	0.22%	19.96%	17.52%
获利能力				
毛利率	44.98%	45.48%	45.75%	44.88%
净利率	10.59%	11.24%	11.68%	11.62%
ROE	30.88%	23.89%	22.95%	21.78%
ROIC	19.72%	21.18%	20.32%	19.45%
偿债能力				
资产负债率	42.95%	37.64%	34.48%	32.34%
净负债比率	4.74%	1.62%	1.96%	2.33%
流动比率	1.17	1.25	1.45	1.64
速动比率	1.00	1.02	1.26	1.42
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.27	1.26	1.25
应收账款周转率	142.90	103.51	116.73	121.22
应付账款周转率	5.90	4.85	4.55	4.99
每股指标(元)				
每股收益	1.91	1.72	2.06	2.42
每股经营现金	2.49	2.79	3.27	3.47
每股净资产	7.13	8.87	11.11	13.63
估值比率				
P/E	21.65	21.61	18.01	15.33
P/B	5.21	4.19	3.35	2.73
EV/EBITDA	14.91	11.64	9.25	7.45

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn