

慕思股份 (001323) / 轻工

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 27 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 32.54

分析师: 张潇

执业证书编号: S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师: 郭美鑫

执业证书编号: S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

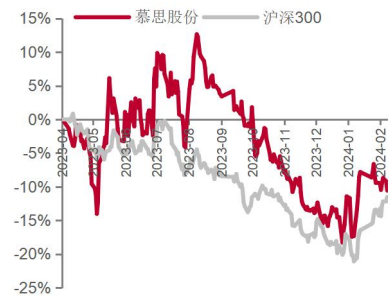
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,813	5,579	6,434	7,405	8,394
增长率 yoy%	-10.3%	-4.0%	15.3%	15.1%	13.4%
净利润 (百万元)	709	802	899	1,035	1,184
增长率 yoy%	3.3%	13.2%	12.0%	15.1%	14.5%
每股收益 (元)	1.77	2.01	2.25	2.59	2.96
每股现金流量	1.62	4.84	2.29	2.95	3.65
净资产收益率	16.3%	17.3%	17.4%	17.2%	16.9%
P/E	18.4	16.2	14.5	12.6	11.0
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9

备注: 股价取自 2024 年 4 月 26 日收盘价。

基本状况

总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	77.93
市价(元)	32.54
市值(亿元)	13,016.33
流通市值(亿元)	2,535.92

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件 1: 慕思股份发布 2023 年报。**2023 年实现营收 55.8 亿元, 同比-4.03%; 实现归母净利润 8.02 亿元, 同比+13.25%; 实现扣非净利润 7.83 亿元, 同比+20.59%。单季度看, Q4 实现营收 17.73 亿元, 同比+6.86%; 实现归母净利润 2.84 亿元, 同比+0.83%; 实现扣非净利润 2.82 亿元。2023 年, 经营活动产生的现金流量净额 19.35 亿元, 同比+199%。公司拟派发现金红利 1 元/股 (含税), 派发总额 3.93 亿元 (占当年归母净利润 49%)。
- 事件 2: 慕思股份发布 2024 年一季报。**一季度, 实现营收 12.01 亿元, 同比+25.5%; 实现归母净利润 1.41 亿元, 同比+39.48%, 实现扣非净利润 1.33 亿元, 同比+36.44%。
- 事件 3: 发布 2024 年员工持股计划,**本员工持股计划覆盖 140 人, 拟持有股票不超过 600 万股 (占总股本 1.5%), 持股价格为 16.28 元/股, 业绩考核目标为: 2024/2025 年收入同比增速不低于 15%/15%, 利润同比增长不低于 10%/10%。
- 聚焦高效产品、精简 SKU 及内在降本增效, 盈利提升逻辑持续兑现。**盈利能力方面, 2023 年, 公司实现销售毛利率 50.29% (+3.82pct.), 归母净利率 14.38% (+2.19pct.); 24Q1 单季度销售毛利率为 50.15% (+1.76pct.), 归母净利率为 11.76% (+1.18pct.)。受益于: ①业务结构优化, ②精减 SKU、聚焦高效产品及降本增效, 公司盈利提升逻辑持续兑现。期间费用方面, 2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 25.2%、5.44%、3.33%、-1.10%, 分别+0.14、+0.07、+0.61、-0.46pct。
- 分产品: 套系销售推动客单提升, 加速发展大家居业务。**2023 年, 1) 床垫/床架分别营收 25.8、16.7 亿元, 同比-5.4%/-2.6%, 毛利率 62.3%/46.6%, 同比+3.4pct./+6.9pct。2023 年, 公司直营+经销合计门店 5700 余家, 睡眠产品主业上, 公司通过人事调整和组织架构优化提升效率, 在渠道优化及产品精简下, 套餐销售推动客单值提升。2) 沙发/其他产品分别营收 4.3、5.07 亿元, 同比-3.6%/-2.3%。2023 年公司重点打通 V6 整装大家居产品, 通过装修补贴、培训赋能等扶持政策全年新开 104 家大家居门店。
- 分渠道: 电商渠道拓展卓有成效, 经销维持正增长。**2023 年, 公司经销/直营/直供/电商渠道分别营收 41.6/1.5/1.8/10.3 亿元, 同比+7%/-50.2%/-76.7%/+29.2%。直营转经销致短期渠道收入增速变化, 直供业务主要系大客户合作终止影响。在睡眠主业上, 公司大力发展电商业务, 公司通过对天猫、京东、抖音等主要电商渠道的资源投入及营销创新, 实现社交平台业务高速增长。
- 2024 年致力全渠道、多品类布局, 深耕客户价值, 精益运营。**2023 年公司聚焦床垫核心品类, 同步发力整装大家居及沙发业务, 目前已形成“健康睡眠、大家居、沙发”三大主力品牌, 在产品、品牌及渠道端均积极改革。2024 年慕思主品牌持续爆款产品组合套餐、激励经销商店态升级等策略, 提升客流量、成单率和高端产品的销售额, 同时 V6 大家居业务定位“年轻时尚大家居”, 加速渠道建设。
- 投资建议:**慕思是国内品牌床垫龙头, 品牌及渠道端均积极改革, 在品牌和渠道护城河下公司市占率有望进一步提升。我们预计公司 2024-2026 年有望实现收入 64.34、74.05、83.94 亿元, 分别同比增长 15.3%、15.1%、13.4%, 实现归母净利润 8.99、10.35、11.84 亿元, 分别同比增长 12%、15.1%、14.5% (考虑终端销售压力及公司产品结构优化, 调整盈利预测, 2024-2025 年前次预测值为 9.73、11.25 亿元), EPS 为 2.25、2.59、2.96 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**市场竞争加剧风险、经销商管理风险、原材料价格波动风险、渠道拓展不及预期风险等



**图表 1：慕思股份三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,876	2,685	3,225	3,998	营业收入	5,579	6,434	7,405	8,394
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,773	3,183	3,661	4,145
应收账款	42	91	118	150	税金及附加	48	51	59	67
预付账款	127	136	156	181	销售费用	1,406	1,676	1,922	2,160
存货	243	286	304	343	管理费用	304	342	398	442
合同资产	0	0	0	0	研发费用	186	203	232	260
其他流动资产	1,093	977	1,023	1,085	财务费用	-62	-50	-59	-54
流动资产合计	4,381	4,176	4,826	5,756	信用减值损失	4	-3	-3	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	1	0
固定资产	2,045	2,066	2,333	2,633	投资收益	2	2	2	2
在建工程	194	441	498	545	其他收益	30	32	32	32
无形资产	319	320	326	319	营业利润	965	1,076	1,240	1,419
其他非流动资产	213	237	261	275	营业外收入	8	8	9	8
非流动资产合计	2,771	3,064	3,417	3,772	营业外支出	14	10	11	12
资产合计	7,152	7,240	8,243	9,529	利润总额	959	1,075	1,237	1,416
短期借款	442	147	196	262	所得税	157	176	203	232
应付票据	602	191	275	389	净利润	802	899	1,035	1,184
应付账款	463	621	634	731	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	802	899	1,035	1,184
合同负债	189	254	245	266	NOPLAT	751	857	986	1,139
其他应付款	357	376	356	363	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>2.01</b>	<b>2.25</b>	<b>2.59</b>	<b>2.96</b>
一年内到期的非流动负债	23	23	23	23					
其他流动负债	295	315	347	350	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,370	1,928	2,077	2,385	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-4.0%	15.3%	15.1%	13.4%
其他非流动负债	142	142	142	142	EBIT增长率	14.8%	14.2%	15.0%	15.6%
非流动负债合计	142	142	142	142	归母公司净利润增长率	13.2%	12.0%	15.1%	14.5%
负债合计	2,512	2,070	2,219	2,527	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	4,639	5,170	6,025	7,002	毛利率	50.3%	50.5%	50.6%	50.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	14.4%	14.0%	14.0%	14.1%
所有者权益合计	4,639	5,170	6,025	7,002	ROE	17.3%	17.4%	17.2%	16.9%
负债和股东权益	7,152	7,240	8,243	9,529	ROIC	21.2%	22.8%	21.8%	21.2%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	单位:百万元				资产负债率	35.1%	28.6%	26.9%	26.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	13.1%	6.1%	6.0%	6.1%
经营活动现金流	1,935	916	1,182	1,460	流动比率	1.8	2.2	2.3	2.4
现金收益	958	1,061	1,195	1,377	速动比率	1.7	2.0	2.2	2.3
存货影响	-23	-43	-18	-39	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	161	-57	-44	-54	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
经营性应付影响	482	-233	76	219	应收账款周转天数	8	4	5	6
其他影响	356	188	-27	-42	应付账款周转天数	65	61	62	59
投资活动现金流	-951	-502	-570	-599	存货周转天数	30	30	29	28
资本支出	-450	-481	-548	-588	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	2.01	2.25	2.59	2.96
其他长期资产变化	-501	-21	-22	-11	每股经营现金流	4.84	2.29	2.95	3.65
融资活动现金流	-591	-605	-72	-87	每股净资产	11.60	12.92	15.06	17.50
借款增加	424	-295	49	65	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-405	-192	-214	-246	P/E	16.2	14.5	12.6	11.0
股东融资	0	1,900	0	0	P/B	2.8	2.5	2.2	1.9
其他影响	-610	-2,018	93	94	EV/EBITDA	31.8	28.6	25.3	22.0

来源: Wind、中泰证券研究所测算

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。