

## 24Q1 业绩高增，盈利能力持续提升

2024 年 04 月 28 日

**事件：**公司发布 23 年年报及 24 年一季报：23 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 55.79/8.02/7.83 亿元，同比-4.03%/+13.25%/+20.59%。23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 17.73/2.84/2.82 亿元，同增 6.86%/0.09%/19.20%。24Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 12.01/1.41/1.33 亿元，同增 25.50%/39.48%/36.44%。公司拟每 10 股派发现金股利 10 元，拟派发现金红利 3.9 亿元，占 23 年归母净利润 49%。

**零售稳健，电商高增。**23 年公司床垫/床架/沙发/床品/其他分别实现收入 25.81/16.66/4.34/3.29/5.07 亿元，同降 5.39%/2.57%/3.57%/6.29%/2.31%，主要系直供欧派业务终止。分渠道看，23 年公司经销/电商/直供/直营实现收入 41.64/10.31/1.82/1.48 亿元，同比变动+7.03%/+29.18%/-76.67%/-50.25%，其中经销渠道通过门店升级、套餐引流等方式提升客单值，深化家装渠道拓展，推动产品更新，实现稳健成长；电商渠道在稳固传统平台的同时发力社交媒体及直播等新渠道，收入延续高增；直供业务下滑主要系直供欧派业务终止所致；直营收入下滑主要系部分直营门店转经销所致。

**盈利能力显著提升，现金流靓丽。**23A/23Q4/24Q1 公司毛利率分别为 50.29%/49.22%/50.15%，同增 3.82/2.73/1.76pct，主要系 1) 低毛利率直供欧派业务终止；2) 产品迭代升级，高毛利率新品占比提升；3) 推进供应链降本、精简 SKU 等，实现降本增效。分业务看，23 年公司床垫/床架毛利率为 62.33%/46.64%，同增 3.41/6.88pct。分渠道看，23 年经销/电商毛利率为 48.75%/54.03%，同比变动+3.05/-3.23pct，电商毛利率下降主要系产品结构变化及相关流量费用增加所致。费用方面，23 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 25.20%/5.44%/3.33%/-1.10%，同比变动+0.14/+0.07/+0.61/-0.46pct。24Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 26.55%/6.75%/3.82%/-0.70%，同增 0.52/0.00/0.26/0.34pct。毛利率提升带动公司净利率增长，公司 23A/23Q4/24Q1 净利率 14.38%/16.01%/11.76%，同比变动+2.18/-1.09/+1.18pct。此外，公司 23 年实现经营性现金流净额 19.35 亿元，同增 199%，主因应收项目减少、应付项目增加。

**持续推进全渠道、多品类布局。**主品牌方面通过明星产品组合套餐、店态升级等方式提升客流量、客单值和成单率，同时深化家装渠道运营；电商业务在多渠道开拓的同时优化产品结构，提升盈利能力；此外，公司将加大跨境电商业务投入，优化团队配置，推进国际市场战略，预计实现较快增长。

**投资建议：**公司持续深耕健康睡眠领域，品牌形象优质，看好公司持续扩张。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 9.03/10.22/11.68 亿元，当前股价对应 PE 为 14X/13X/11X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**终端销售不及预期；渠道开拓不及预期；房地产市场波动。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,579	6,433	7,399	8,499
增长率 (%)	-4.0	15.3	15.0	14.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	802	903	1,022	1,168
增长率 (%)	13.2	12.5	13.3	14.3
每股收益 (元)	2.01	2.26	2.56	2.92
PE	16	14	13	11
PB	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**32.54 元**

**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

**研究助理 谭雅轩**

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

### 相关研究

1.慕思股份 (001323.SZ) 2023 年三季报点评：收入增长稳健，盈利&现金流显著改善-2023/10/27

2.慕思股份 (001323.SZ) 2023 中报点评：上半年紧握 30 亿元现金保利润，下半年加大促销争收入-2023/08/25

3.慕思股份 (001323.SZ) 2022 年报及 2023 一季报点评：疫情影响下收入承压，沙发量增+直供结构优化带动毛利率提升-2023/04/26

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,579	6,433	7,399	8,499
营业成本	2,773	3,198	3,677	4,221
营业税金及附加	48	55	63	73
销售费用	1,406	1,608	1,872	2,150
管理费用	304	350	407	476
研发费用	186	219	252	289
EBIT	894	1,009	1,150	1,314
财务费用	-62	-63	-63	-73
资产减值损失	-2	-3	-3	-3
投资收益	2	2	2	3
营业利润	965	1,079	1,223	1,397
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	959	1,079	1,223	1,397
所得税	157	177	200	229
净利润	802	903	1,022	1,168
归属于母公司净利润	802	903	1,022	1,168
EBITDA	1,148	1,276	1,433	1,605

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,876	3,411	4,140	4,983
应收账款及票据	42	48	55	63
预付款项	127	146	168	193
存货	243	277	319	366
其他流动资产	1,093	1,102	1,111	1,122
流动资产合计	4,381	4,984	5,793	6,726
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,045	2,192	2,316	2,427
无形资产	319	319	319	319
非流动资产合计	2,771	2,859	2,956	3,059
资产合计	7,152	7,843	8,749	9,785
短期借款	442	442	442	442
应付账款及票据	1,065	1,228	1,412	1,621
其他流动负债	863	991	1,133	1,294
流动负债合计	2,370	2,661	2,987	3,357
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	142	139	139	139
非流动负债合计	142	139	139	139
负债合计	2,512	2,801	3,126	3,497
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,639	5,042	5,622	6,289
负债和股东权益合计	7,152	7,843	8,749	9,785

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.03	15.31	15.03	14.86
EBIT 增长率	19.18	12.79	14.01	14.21
净利润增长率	13.25	12.52	13.26	14.26
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	50.29	50.29	50.31	50.33
净利润率	14.38	14.03	13.82	13.75
总资产收益率 ROA	11.22	11.51	11.69	11.94
净资产收益率 ROE	17.29	17.90	18.19	18.58
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.85	1.87	1.94	2.00
速动比率	1.59	1.62	1.70	1.77
现金比率	1.21	1.28	1.39	1.48
资产负债率 (%)	35.13	35.71	35.74	35.73
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	7.56	2.52	2.51	2.50
存货周转天数	30.05	29.27	29.18	29.20
总资产周转率	0.86	0.86	0.89	0.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.01	2.26	2.56	2.92
每股净资产	11.60	12.61	14.06	15.72
每股经营现金流	4.84	3.48	3.87	4.34
每股股利	1.00	1.11	1.25	1.43
<b>估值分析</b>				
PE	16	14	13	11
PB	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	8.80	7.92	7.05	6.29
股息收益率 (%)	3.07	3.40	3.85	4.40

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	802	903	1,022	1,168
折旧和摊销	254	267	283	291
营运资金变动	849	217	242	275
经营活动现金流	1,935	1,392	1,549	1,736
资本开支	-395	-316	-334	-347
投资	-558	0	0	0
投资活动现金流	-951	-310	-332	-345
股权募资	0	0	0	0
债务募资	442	3	0	0
筹资活动现金流	-591	-547	-489	-548
现金净流量	393	535	728	843

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026