

慕思股份（001323）

证券研究报告

2024 年 05 月 06 日

Q1 业绩高增，品类&渠道升级，员工持股显信心

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

24Q1 收入 12.0 亿，同比+25.5%；归母净利润 1.4 亿，同比+39.5%；扣非归母净利润 1.3 亿，同比+36.4%；

23Q4 收入 17.7 亿元，同比+6.9%；归母净利润 2.8 亿元，同比+0.8%；扣非归母净利润后 2.8 亿元，同比+19.2%；

23 年公司收入 55.8 亿，同比-4.0%；归母净利润 8.0 亿，同比+13.3%；扣非归母净利润 7.8 亿元，同比+20.6%。收入下滑主要系公司终止直供欧派苏斯品牌业务所致。

23 年拟派发现金红利 3.9 亿元（含税），已实施的股份回购金额 1.2 亿元视同现金分红，则 23 年现金分红总额 5.2 亿元，占归母净利润 64.44%。

公司发布 2024 年员工持股计划，拟持有标的股票数量不超过 600 万股，约占公司股本 1.50%，人员范围为董监高及核心骨干员工，业绩考核目标为：1）第一个解锁期：以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 15%；且以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 10%；2）第二个解锁期：以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 32.25%；且以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 21%。

套系组合赋能流量及转化率提升，V6 大家居全面推进

分品类，23 年床垫收入 25.8 亿，同比-5.4%，毛利率 62.3%，同比+3.4pct；床架收入 16.7 亿，同比-2.6%，毛利率 46.6%，同比+6.9pct；沙发收入 4.3 亿，同比-3.6%。

24 年慕思主品牌通过推出明星产品组合套餐、激励经销商进行店态升级等策略，提升客流量、成单率和高端产品的销售额；通过省级联动、终端直播等方式增强品牌影响力；同时，深化家装渠道运营，推动产品更新，鼓励经销商开设更多优质家装店，全面拓展家装市场。

24 年沙发将升级门店形象，优化网点布局，并持续推进新店覆盖；公司沙发业务经销商与慕思寝具重合度超 70%，24 年将大力拉通沙发业务与慕思寝具产品业务的融合，向消费者提供更多有性价比的客餐卧融合套餐，做大客单值，提升连带率和流量的转化率。

24 年 V6 将围绕“年轻时尚大家居”战略定位，通过跨界营销、与新媒体合作等方式不断扩大品牌影响力；同时加强渠道建设，提高门店数量，持续提升业务能力、组织能力、数字化能力。

线下高质量开店，内销电商结构优化，跨境电商扬帆起航

分渠道，23 年经销收入 41.6 亿，同比+7.0%，毛利率 48.8%，同比+3.1pct；电商收入 10.3 亿，同比+29.2%，毛利率 54.0%，同比-3.2pct；直供收入 1.8 亿，同比-76.7%；直营收入 1.5 亿，同比-50.3%。

截至 23 年末线下专卖店 5700 余家，较年初净增约 100 余家，公司不断完善线下终端销售网络，24 年将积极覆盖空白市场，加密补充强势市场、重点市场，稳健有质量开店，其中沙发、V6 按已定规划，加大新开门店投入，慕思经典在上半年要完成强势卖场、重点卖场门店店态的全面升级。

电商方面 23 年实现高增，其中天猫收入占比约 48%、京东占比约 27%、抖音等直播平台占比约 24%。24 年公司计划稳固传统电商平台业务的同时，持续发力社交媒体及直播销售等新渠道，扩大高端智能床垫的营销，夯实品牌高端定位；此外优化产品结构，提高盈利能力。

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	35.36 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)	77.93
A 股总市值(百万元)	14,144.35
流通 A 股市值(百万元)	2,755.69
每股净资产(元)	11.75
资产负债率(%)	33.67
一年内最高/最低(元)	39.85/27.37

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《慕思股份-季报点评:Q3 业绩表现靓丽，产品结构持续改善》 2023-10-29
- 2 《慕思股份-半年报点评:Q2 盈利能力显著改善，看好渠道及产品变革》 2023-08-25
- 3 《慕思股份-年报点评报告:品牌矩阵升级，渠道效率优化》 2023-04-28

此外，23 年为公司跨境电商元年，公司主要通过亚马逊、沃尔玛、欧洲 OTO 等平台，在北美、欧洲、中东、日本等地域发展业务，24 年计划加大投入、招聘关键人才、组建专业团队，通过全域引流打造爆款产品，发力海外业务打造第二增长曲线。

盈利能力提升，Q1 经营现金流受应付项目影响

23 年毛利率 50.3%，同比+3.8pct，净利率 14.4%，同比+2.2pct，盈利能力提升；公司通过精益化生产与管理，不断提高生产效率，优化生产工艺，有效推进降本增效；此外对标市场需求快速拟定新品开发计划，加快产品升级迭代，产品结构优化有望保障盈利能力提升。

23 年公司经营性现金流量净额 19.3 亿，同比+12.8 亿，主要系经营性应收项目的减少及经营性应付项目增加所致；24Q1 经营性现金流量净额-0.2 亿，主要系增加了以现金结算的应付项目，然而公司现金充足，后续将持续通过精细化的现金流预算管理，合理安排资金使用和调度。

调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 23 年报及 24 年一季报及员工持股计划，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母分别为 8.9/9.8/11.3 亿（24-25 年前值分别为 8.8/10.6 亿元），对应 PE 分别为 16/14/13X，维持“买入”评级。

风险提示：国内地产持续疲软；跨境电商加大费用投放；套系化融合不及预期等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,812.68	5,578.55	6,426.49	7,388.54	8,361.61
增长率(%)	(10.31)	(4.03)	15.20	14.97	13.17
EBITDA(百万元)	1,064.50	1,246.62	1,238.88	1,333.18	1,508.13
归属母公司净利润(百万元)	708.92	802.27	891.66	981.40	1,128.61
增长率(%)	3.27	13.17	11.14	10.06	15.00
EPS(元/股)	1.77	2.01	2.23	2.45	2.82
市盈率(P/E)	19.95	17.63	15.86	14.41	12.53
市净率(P/B)	3.25	3.05	2.07	1.90	1.75
市销率(P/S)	2.43	2.54	2.20	1.91	1.69
EV/EBITDA	9.86	7.04	7.07	6.31	5.13

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,771.03	2,876.30	4,635.93	5,144.36	5,701.73
应收票据及应收账款	192.10	42.10	200.68	107.18	217.99
预付账款	135.22	126.51	59.29	224.02	60.27
存货	220.21	242.71	201.79	425.00	333.12
其他	848.21	1,093.46	984.22	992.44	1,055.30
流动资产合计	3,166.75	4,381.08	6,081.90	6,893.01	7,368.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,768.26	2,045.16	2,203.01	2,358.21	2,505.56
在建工程	212.52	193.97	345.78	382.04	407.43
无形资产	344.57	318.93	287.49	256.05	224.61
其他	320.74	212.65	264.20	277.62	247.36
非流动资产合计	2,646.09	2,770.71	3,100.48	3,273.92	3,384.96
资产总计	5,812.84	7,151.79	9,182.38	10,166.94	10,753.37
短期借款	0.00	441.91	143.81	231.80	154.33
应付票据及应付账款	603.61	1,064.94	890.86	1,135.78	1,138.58
其他	598.06	674.62	1,028.73	951.38	1,090.73
流动负债合计	1,201.67	2,181.47	2,063.40	2,318.96	2,383.64
长期借款	0.00	0.00	143.81	231.80	154.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	135.37	142.19	138.45	156.50	143.13
非流动负债合计	135.37	142.19	282.27	388.30	297.46
负债合计	1,454.49	2,512.49	2,345.66	2,707.26	2,681.10
少数股东权益	0.00	0.00	(0.01)	(0.01)	(0.01)
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	2,841.45	2,841.45	4,318.60	4,318.60	4,318.60
留存收益	1,108.70	1,512.98	2,153.08	2,788.39	3,419.48
其他	8.19	(115.15)	(34.96)	(47.31)	(65.80)
股东权益合计	4,358.35	4,639.30	6,836.72	7,459.68	8,072.27
负债和股东权益总计	5,812.84	7,151.79	9,182.38	10,166.94	10,753.37

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	708.92	802.27	891.66	981.40	1,128.61
折旧摊销	232.22	217.08	221.79	239.97	258.70
财务费用	9.28	8.79	(57.32)	(89.50)	(103.25)
投资损失	(0.99)	(1.67)	(3.03)	(2.48)	(2.04)
营运资金变动	(498.86)	841.54	(14.03)	(126.10)	238.82
其它	196.86	66.68	(0.01)	(0.00)	(0.01)
经营活动现金流	647.44	1,934.70	1,039.06	1,003.29	1,520.83
资本支出	550.00	419.83	503.74	381.95	413.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,865.71)	(1,371.24)	(1,000.71)	(779.46)	(811.34)
投资活动现金流	(1,315.71)	(951.41)	(496.97)	(397.52)	(397.96)
债权融资	(13.28)	485.93	(88.22)	261.09	(49.49)
股权融资	683.26	(123.34)	1,305.77	(358.44)	(516.01)
其他	323.85	(953.81)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	993.83	(591.21)	1,217.55	(97.35)	(565.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	325.56	392.07	1,759.64	508.43	557.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,812.68	5,578.55	6,426.49	7,388.54	8,361.61
营业成本	3,111.28	2,772.95	3,200.39	3,760.76	4,264.42
营业税金及附加	46.99	47.79	54.63	62.06	69.40
销售费用	1,456.52	1,405.87	1,606.62	1,845.66	2,082.04
管理费用	312.11	303.54	347.67	398.98	449.85
研发费用	158.29	185.76	205.65	232.74	250.85
财务费用	(37.38)	(61.51)	(57.32)	(89.50)	(103.25)
资产/信用减值损失	(11.30)	1.47	(4.45)	(4.98)	(4.82)
公允价值变动收益	0.74	0.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.99	1.67	3.03	2.48	2.04
其他	(44.48)	(44.62)	0.00	0.00	0.00
营业利润	818.93	965.23	1,067.42	1,175.33	1,345.52
营业外收入	9.86	8.09	7.40	7.91	8.32
营业外支出	9.38	14.01	13.34	10.72	11.86
利润总额	819.40	959.31	1,061.49	1,172.52	1,341.97
所得税	110.48	157.04	169.84	191.12	213.37
净利润	708.92	802.27	891.65	981.40	1,128.60
少数股东损益	0.00	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.01)
归属于母公司净利润	708.92	802.27	891.66	981.40	1,128.61
每股收益（元）	1.77	2.01	2.23	2.45	2.82

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-10.31%	-4.03%	15.20%	14.97%	13.17%
营业利润	0.15%	17.87%	10.59%	10.11%	14.48%
归属于母公司净利润	3.27%	13.17%	11.14%	10.06%	15.00%
获利能力					
毛利率	46.47%	50.29%	50.20%	49.10%	49.00%
净利率	12.20%	14.38%	13.87%	13.28%	13.50%
ROE	16.27%	17.29%	13.04%	13.16%	13.98%
ROIC	87.25%	47.04%	69.82%	62.42%	60.44%
偿债能力					
资产负债率	25.02%	35.13%	25.55%	26.63%	24.93%
净负债率	-39.70%	-51.97%	-63.13%	-62.38%	-66.44%
流动比率	2.40	1.85	2.95	2.97	3.09
速动比率	2.23	1.75	2.85	2.79	2.95
营运能力					
应收账款周转率	46.38	47.64	52.94	48.00	51.43
存货周转率	22.40	24.10	28.92	23.58	22.06
总资产周转率	1.13	0.86	0.79	0.76	0.80
每股指标（元）					
每股收益	1.77	2.01	2.23	2.45	2.82
每股经营现金流	1.62	4.84	2.60	2.51	3.80
每股净资产	10.90	11.60	17.09	18.65	20.18
估值比率					
市盈率	19.95	17.63	15.86	14.41	12.53
市净率	3.25	3.05	2.07	1.90	1.75
EV/EBITDA	9.86	7.04	7.07	6.31	5.13
EV/EBIT	11.80	8.34	8.62	7.70	6.19

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 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