

慕思股份 (001323)

证券研究报告

2024年08月30日

经营韧性显现，分红+回购强化价值

公司发布 24 年中报

24Q2 收入 14.28 亿，同比-1.0%，归母净利润 2.32 亿，同比-8.9%，扣非归母净利润 2.28 亿，同比-8.3%；

24H1 收入 26.29 亿，同比+9.6%，归母净利润 3.73 亿，同比+4.9%，扣非归母净利润 3.61 亿，同比+4.4%。

24 年公司中期分红拟 2.96 亿元，分红比例 79%；此外，公司拟以自有资金回购 1.2-2.4 亿元，持续分红、回购有望强化公司价值。

分产品，24H1 床垫/床架/沙发/床品收入 12.40/7.78/2.08/1.49 亿元，同比+8.3%/+7.0%/+11.6%/+16.6%，床垫/床架毛利率 61.76%/47.80%，同比-0.86pct/+1.72pct。

多品类协同，深耕客户价值

慕思主品牌：通过精简产品 SPU、聚焦核心产品，有效降本、提质、破量；通过精选核心材质战略产品打造爆款套餐，有效提高经销商高端产品销售额、套餐销售占比和客单值；渠道层面深度激励经销商升级店态，提升客流量、转化率和成单率等。

此外，公司持续升级慕思会员系统优化服务质量，上半年金管家服务覆盖率达 85.85%，同比增长 1.24%；增值服务户数累计 41.2 万户，同比增长 11.35%；新增注册会员 61.53 万人，同比增长 119.75%，累计会员数达 230.4 万人；月均会员活跃度 70 余万人，同比增长 91.72%。

V6 大家居：上半年产品端顺应市场趋势新开发九项全屋定制系列；渠道端举办多场重要展会、招商会并制定激励政策，提升意向客户签约率及建店效率；零售端高频次活动赋能门店获客成交，并通过跨界合作等持续提升品牌影响力。

沙发业务：通过核心价格带产品上新升级、长尾短效产品下市等，完善产品矩阵；并通过提高家装渠道覆盖率等多维度赋能经销商。

全渠道强化市场开拓，丰富引流手段

电商业务：稳固天猫、京东、抖音等电商渠道发展，并积极布局快手、小红书、视频号等新渠道，此外电商产品结构持续优化，24H1 电商业绩同比增长 35.37%。

O2O 引流：公司加大 O2O 引流投入，全方位赋能线下经销商引流与转化。24H1 O2O 引流投放覆盖 86%经销区域城市，获取线索数 52 万多条，商机转换 27 万多条，超额完成流量及业绩指标。

跨境电商：24H1 公司完善了跨境电商业务的运营架构，先后拓展亚马逊于美国、欧洲、日本、东南亚和沃尔玛美国、德国 OTTO 等平台电商业务，着手布局海外仓，目前已进入快速发展通道。

降本提效优化盈利，费用投放有望优化

24H1 毛利率 51.3%，同比+0.6pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.19%/6.15%/3.72%/-0.83%，分别+0.83/+0.47/+0.63/+0.24pct，归母净利率为 14.2%，同比-0.6pct。

上半年毛利率同比提升，主要系公司精简产品 SPU、材料 SKU，提高集采及量产效果等降本增效成果显现；销售费用提升明显主要系为扩大品牌影响力广告费用同比 38.7%，我们预计费用投放逐步趋于合理。

调整盈利预测，维持“买入”评级

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	28.6 元
目标价格	元

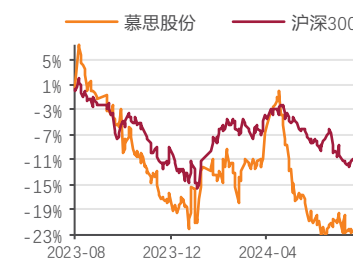
基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	77.94
A 股总市值(百万元)	11,440.29
流通 A 股市值(百万元)	2,228.94
每股净资产(元)	11.49
资产负债率(%)	34.19
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

- 《慕思股份-年报点评报告:Q1 业绩高增，品类&渠道升级，员工持股显信心》 2024-05-06
- 《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
- 《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

根据 24 年中报，考虑公司上半年费用投放力度较大，且当前经营环境仍然疲软，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 8.5/9.6/10.9 亿元（前值为 8.9/9.8/11.3 亿元），对应 PE 为 13X/12X/10X。

风险提示：国内地产持续疲软；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	6,087.81	6,697.70	7,457.66
增长率(%)	(10.31)	(4.03)	9.13	10.02	11.35
EBITDA(百万元)	1,064.50	1,246.62	1,194.78	1,312.69	1,479.05
归属母公司净利润(百万元)	708.92	802.27	851.61	957.12	1,090.91
增长率(%)	3.27	13.17	6.15	12.39	13.98
EPS(元/股)	1.77	2.01	2.13	2.39	2.73
市盈率(P/E)	16.14	14.26	13.43	11.95	10.49
市净率(P/B)	2.62	2.47	1.71	1.60	1.52
市销率(P/S)	1.97	2.05	1.88	1.71	1.53
EV/EBITDA	9.86	7.04	5.29	4.65	3.89

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	4,370.99	4,718.81	4,959.36
应收票据及应收账款	192.10	42.10	187.88	91.19	198.83
预付账款	135.22	126.51	48.08	201.51	43.97
存货	220.21	242.71	174.97	377.21	277.40
其他	848.21	1,093.46	975.75	981.72	1,039.91
流动资产合计	3,166.75	4,381.08	5,757.67	6,370.45	6,519.47
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	8,858.15	9,644.38	9,904.43
短期借款	0.00	441.91	143.81	218.55	141.56
应付票据及应付账款	603.61	1,064.94	772.86	1,012.55	951.30
其他	598.06	674.62	957.07	877.51	986.45
流动负债合计	1,201.67	2,181.47	1,873.74	2,108.61	2,079.32
长期借款	0.00	0.00	143.81	218.55	141.56
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	375.05	284.69
负债合计	1,454.49	2,512.49	2,156.00	2,483.66	2,364.01
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	2,018.51	2,489.42	2,887.62
其他	8.19	(115.15)	(34.96)	(47.31)	(65.80)
股东权益合计	4,358.35	4,639.30	6,702.14	7,160.72	7,540.42
负债和股东权益总计	5,812.84	7,151.79	8,858.15	9,644.38	9,904.43

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	708.92	802.27	851.61	957.12	1,090.91
折旧摊销	232.22	217.08	221.79	239.97	258.70
财务费用	9.28	8.79	(53.74)	(80.97)	(89.05)
投资损失	(0.99)	(1.67)	(3.03)	(2.48)	(2.04)
营运资金变动	(498.86)	841.54	(144.40)	(95.82)	153.92
其它	196.86	66.68	(0.01)	(0.00)	(0.01)
经营活动现金流	647.44	1,934.70	872.22	1,017.82	1,412.44
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	(91.79)	226.07	(62.74)
股权融资	683.26	(522.11)	1,211.24	(498.54)	(711.20)
其他	323.85	(555.04)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	993.83	(591.21)	1,119.45	(272.47)	(773.94)
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	1,494.69	347.83	240.54

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,812.68	5,578.55	6,087.81	6,697.70	7,457.66
营业成本	3,111.28	2,772.95	3,007.30	3,313.12	3,682.22
营业税金及附加	46.99	47.79	51.75	56.26	61.90
销售费用	1,456.52	1,405.87	1,537.17	1,687.82	1,871.87
管理费用	312.11	303.54	329.35	361.68	401.97
研发费用	158.29	185.76	194.81	210.98	223.73
财务费用	(37.38)	(61.51)	(53.74)	(80.97)	(89.05)
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	1,019.75	1,146.31	1,302.24
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	1,013.81	1,143.51	1,298.70
所得税	110.48	157.04	162.21	186.39	207.79
净利润	708.92	802.27	851.60	957.12	1,090.90
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	851.61	957.12	1,090.91
每股收益(元)	1.77	2.01	2.13	2.39	2.73

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-10.31%	-4.03%	9.13%	10.02%	11.35%
营业利润	0.15%	17.87%	5.65%	12.41%	13.60%
归属于母公司净利润	3.27%	13.17%	6.15%	12.39%	13.98%
获利能力					
毛利率	46.47%	50.29%	50.60%	50.53%	50.62%
净利率	12.20%	14.38%	13.99%	14.29%	14.63%
ROE	16.27%	17.29%	12.71%	13.37%	14.47%
ROIC	87.25%	47.04%	66.77%	56.21%	55.73%
偿债能力					
资产负债率	25.02%	35.13%	24.34%	25.75%	23.87%
净负债率	-39.70%	-51.97%	-60.45%	-59.41%	-61.62%
流动比率	2.40	1.85	3.07	3.02	3.14
速动比率	2.23	1.75	2.98	2.84	3.00
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	29.15	24.26	22.78
总资产周转率	1.13	0.86	0.76	0.72	0.76
每股指标(元)					
每股收益	1.77	2.01	2.13	2.39	2.73
每股经营现金流	1.62	4.84	2.18	2.54	3.53
每股净资产	10.90	11.60	16.75	17.90	18.85
估值比率					
市盈率	16.14	14.26	13.43	11.95	10.49
市净率	2.62	2.47	1.71	1.60	1.52
EV/EBITDA	9.86	7.04	5.29	4.65	3.89
EV/EBIT	11.80	8.34	6.50	5.69	4.71

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com