

慕思股份 (001323.SZ)

赛道优品牌好，改革效能释放正当时

买入 (首次评级)

投资要点:

► **中高端床垫龙头赛道优，国补逻辑顺畅。**“慕思”品牌形象深入人心，床垫行业具备渗透率、更换频率、集中度共同提升的逻辑。1) 渗透率，据公司公告援引 CSIL 统计，我国床垫渗透率约 60%，较发达国家 85% 的渗透率仍有提高空间。2) 更换频率，据公司公告援引红星美凯龙联合 16 家床垫品牌发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，约 50% 中国受访者的床垫使用年限超过 5 年，而约 70% 的美国家庭更换年限为 3 年，未来随着中国消费者健康睡眠及换新意识提升，国内床垫使用年限缩短有望带动更换需求。3) 集中度，据 Euromonitor，2023 年我国床垫零售市场 CR2/CR5 分别为 12%/18%，明显低于美国分别为 43%/60% 的水平；且我们认为，床垫作为家具里相对标准化、强品牌的品类，具备产生单品龙头的客观条件。Q4 以来家居国补推进，床垫由于更换相对便利、相较于其他家具品类更容易激发增量需求，且多数地区要求参与商户正规合同、正规发票、正规销售渠道，合规经营的头部企业有望率先受益。

► **与市场不同的观点：市场聚焦公司客单值提升，但我们认为公司近两年阿尔法不在于持续做大客单值，而在于强品牌背书下的客户群体拓宽。**我们认为，与其他家居公司不同的是，床垫作为装修次序靠后的品类、且慕思品牌定位中高端，在近年国内消费环境偏弱的背景下，公司难以实现客单值的跃升；而慕思品牌优、渠道强，具备客群拓宽的良好基础。2022 年 9 月，公司引入职业经理人进行经营改革，推行套餐式销售、提高多品类连带率，拓宽价格带、扩大客户群；2023 年，公司加大电商开拓力度，23 年电商营收占比 18.5%、同比+4.8pct；2024 年前三季度，电商营收占比进一步升至 19.7%，公司计划未来提升至 20% 以上。同时，为应对线下消费需求不足，公司对床架、沙发等给予经销商更多优惠折扣、提升连带率，三季度公司客单值同比平稳。

► **盈利能力稳定，业务结构变化预计影响可控。**近年公司虽然低毛利品类连带率持续提升，但对净利率影响不大，主要得益于：1) 核心产品床垫毛利率剔除直供客户变化影响后整体仍稳定，公司持续加强降本增效；2) 床架等品类规模扩张后毛利率显著提升；3) 销售&管理费用率优化。我们假设未来床架连带率升至 1 (金额计，23 年 0.65)、床品连带率保持过去 3 年平均水平、沙发升至 0.3 (23 年 0.17)，各品类毛利率水平保持 23 年不变，测算对应综合毛利率约降 1.4pct (23 年 50.3%)。同时，由于床架沙发等连带率提升后，规模效应和费用节约仍有空间，且核心产品床垫坚持中高端定位、电商占比已近 20%，我们预计未来公司整体净利率仍将保持较好水平 (23 年 14.4%)。

► **盈利预测与投资建议：**目前公司股价对应 24 年、25 年 PE 为 18X、17X，高于可比公司平均值，考虑到公司作为国内中高端床垫龙头品牌优、渠道强，且具备品类连带、客群拓宽的良好基础，行业下行时期仍保持较强的盈利能力稳定性，享有一定品牌溢价。若 Q4 及后续地产进一步企稳、家居国补政策延续，或带动估值及业绩上修，首次覆盖给予“买入”评级。

► **风险提示：**宏观环境风险、市场竞争加剧风险、品牌运营与管理风险

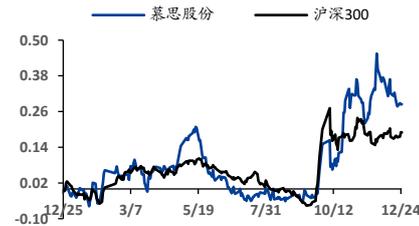
| 财务数据和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5,813 | 5,579 | 5,738 | 6,236 | 6,790 |
| 增长率 | -10% | -4% | 3% | 9% | 9% |
| 净利润 (百万元) | 709 | 802 | 804 | 881 | 962 |
| 增长率 | 3% | 13% | 0% | 10% | 9% |
| EPS (元/股) | 1.77 | 2.01 | 2.01 | 2.20 | 2.41 |
| 市盈率 (P/E) | 20.7 | 18.3 | 18.2 | 16.6 | 15.2 |
| 市净率 (P/B) | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 2.4 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| 日期 | 2024-12-25 |
| 收盘价: | 36.66 元 |
| 总股本/流通股本(百万股) | 400.01/77.94 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,857.10 |
| 每股净资产(元) | 10.87 |
| 资产负债率(%) | 40.77 |
| 一年内最高/最低价(元) | 42.13/27.37 |

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn
分析师: 李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

| | |
|-------------------------|----|
| 1 中高端床垫龙头赛道优 | 3 |
| 2 经营改革成效渐显，盈利能力稳定 | 6 |
| 3 盈利预测与投资建议 | 8 |
| 3.1 盈利预测 | 8 |
| 3.2 投资建议 | 9 |
| 4 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 慕思集团品牌矩阵 | 3 |
| 图表 2: 慕思股份发展历程 | 4 |
| 图表 3: 截止 2024 年三季报慕思股份股权结构图 | 4 |
| 图表 4: 公司营业收入及增速 | 4 |
| 图表 5: 公司归母净利率和摊薄 ROE | 4 |
| 图表 6: 中国床垫渗透率仍有提升空间 | 5 |
| 图表 7: 中国床垫更换周期仍有改善空间 | 5 |
| 图表 8: 2023 年中国床垫行业集中度仍然偏低 | 5 |
| 图表 9: 中国床垫市场规模预期稳定发展 | 5 |
| 图表 10: 产品结构不断丰富 | 6 |
| 图表 11: 电商渠道占比提升 | 6 |
| 图表 12: 公司毛利率趋势 | 6 |
| 图表 13: 公司毛利率变动原因分析 | 7 |
| 图表 14: 床垫毛利率和欧派业务占比 | 7 |
| 图表 15: 1H24/1H23 分产品毛利率对比 | 7 |
| 图表 16: 床垫对各品类连带率-金额计 | 7 |
| 图表 17: 毛利率消耗分解 | 7 |
| 图表 18: 业绩拆分预测表 | 8 |
| 图表 19: 可比公司估值表 | 9 |
| 图表 20: 财务预测摘要 | 11 |

1 中高端床垫龙头赛道优

慕思品牌创立于2004年，一直致力于为客户提供中高端健康睡眠产品及服务，是一家集研发、设计、生产、销售、服务于一体的健康睡眠系统整体解决方案服务商，主要产品包括中高端床垫、床架、沙发、床品和其他产品，床垫是公司核心产品。公司在健康睡眠领域精耕细作二十年，凭借前瞻性战略布局优势与高举高打的品牌推广策略，“慕思”品牌已深入人心。

目前，公司已形成“健康睡眠、大家居、沙发”三大主力品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵，已建成以“经销为主，直营、直供、电商等多种渠道并存”的全渠道销售网络体系，线下专卖店约5,700余家。

图表1: 慕思集团品牌矩阵



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司创立于2004年，截止目前，慕思线下睡眠体验馆已覆盖全球11个国家，拥有超过5700家线下门店。公司秉承“让人们睡得更好”的企业使命，长期致力于人体健康睡眠研究，积极整合全球优质睡眠资源，推动技术创新与技术转化，不断为用户提供优质的健康睡眠体验。2022年6月23日，慕思股份在深交所主板成功上市。2024年公司发布第一期员工持股计划，员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过600万股，在2024年-2025年会计年度中分年度对公司的业绩指标进行考核，以2023年营业收入为基数，24年/25年营业收入增长率不低于15%/32.25%；且以2023年净利润为基数，24年/25年净利润增长率不低于10%/21%。

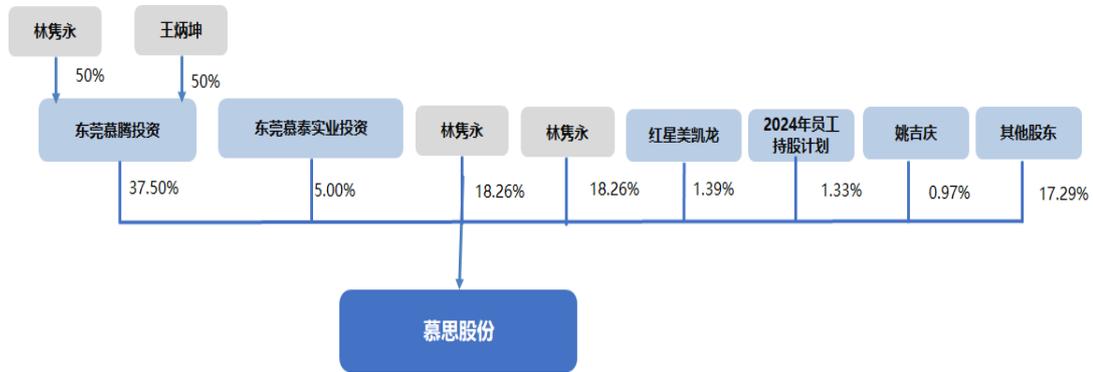


图表2: 慕思股份发展历程



数据来源: 公司公告, 公司官网, 凤凰网、新华网、新浪网, 华福证券研究所

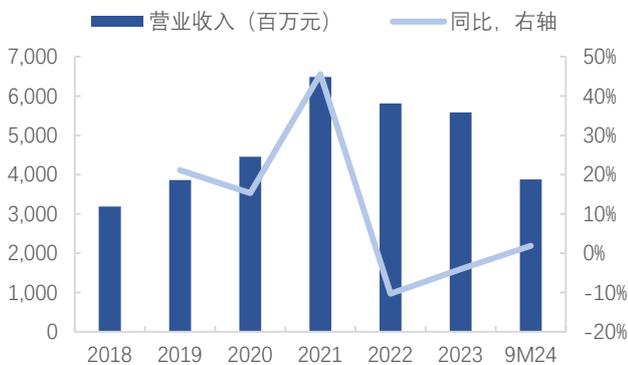
图表3: 截止2024年三季报慕思股份股权结构图



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

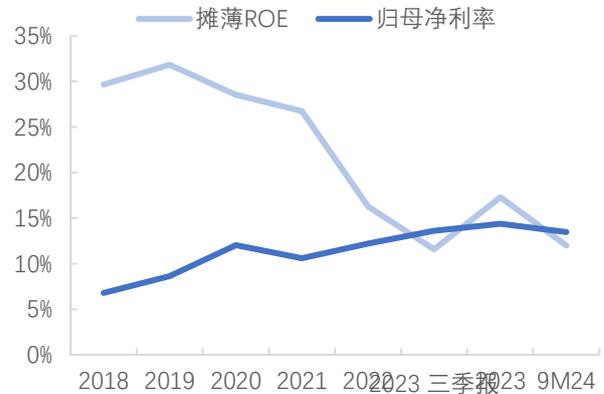
2018至2023年, 公司营业收入、归母净利润年复合增长率分别为11.8%、30%, 2023年, 公司实现营业收入55.8亿元、同比下降4%, 主要因当年停止欧派家居直供业务影响所致; 2023年公司实现归母净利润8亿元、同比增长13.2%。2024年前三季度, 公司营业收入、归母净利润分别同比增长1.9%、0.8%, 作为以内销为主、零售为主的家居企业, 公司24年内销营收增速表现处于同行较好水平。

图表4: 公司营业收入及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表5: 公司归母净利率和摊薄 ROE



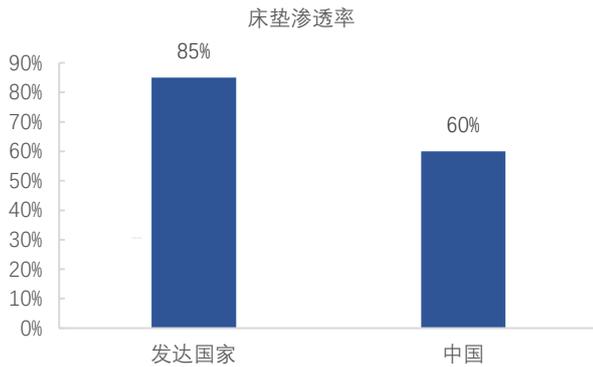
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

**床垫行业具备渗透率、更换频率、集中度共同提升的逻辑。**

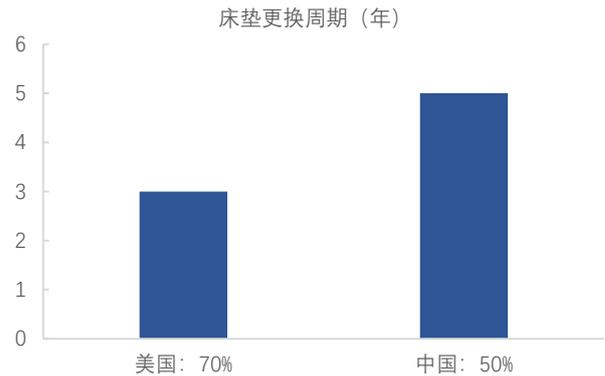
1) 渗透率，据公司公告援引 CSIL 统计，我国床垫渗透率约 60%，较发达国家 85% 的渗透率仍有提高空间。

2) 更换频率，据公司公告援引红星美凯龙联合 16 家床垫品牌发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，约 50% 中国受访者的床垫使用年限超过 5 年，而约 70% 的美国家庭更换年限为 3 年，未来随着中国消费者健康睡眠及换新意识提升，国内床垫使用年限缩短有望带动更换需求。Q4 以来，各地家居国补推进，床垫由于更换相对便利、相较于其他家具品类更容易激发增量需求，且多数地区要求参与商户正规合同、正规发票、正规销售渠道，合规经营的头部企业有望率先受益。

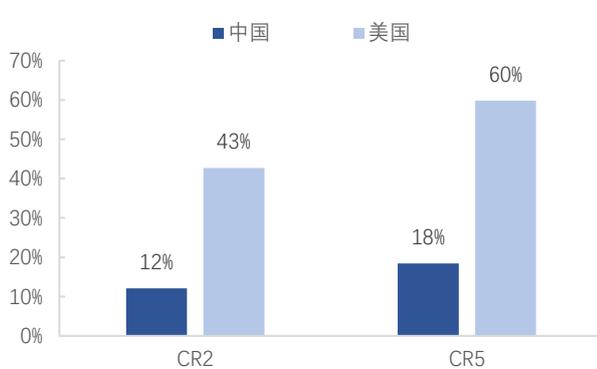
3) 集中度，据 Euromonitor，2023 年我国床垫零售市场 CR2/CR5 分别为 12%/18%，明显低于美国分别为 43%/60% 的水平；且我们认为，床垫作为家具里相对标准化、强品牌的品类，具备产生单品龙头的客观条件。

图表6：中国床垫渗透率仍有提升空间

数据来源：CSIL，公司公告，华福证券研究所

图表7：中国床垫更换周期仍有改善空间

数据来源：公司公告，红星美凯龙联合 16 家床垫品牌发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，华福证券研究所

图表8：2023 年中国床垫行业集中度仍然偏低

数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

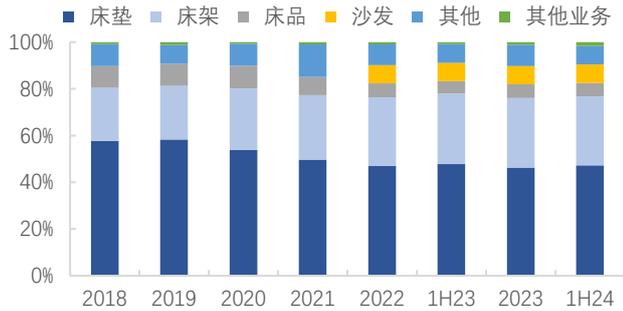
图表9：中国床垫市场规模预期稳定发展

数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

2 经营改革成效渐显，盈利能力稳定

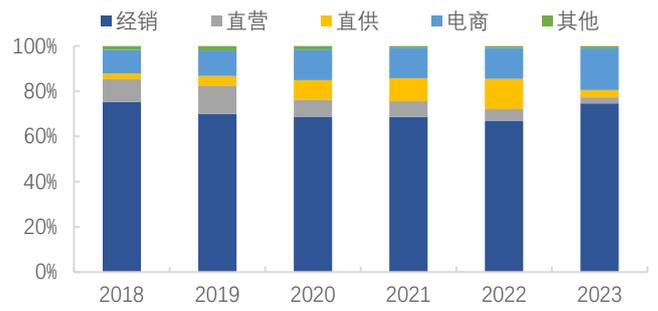
2022年9月，公司引入职业经理人进行经营改革，推行套餐式销售、提高多品类连带率，拓宽价格带、扩大客户群；2023年，公司加大电商开拓力度，23年电商营收占比18.5%、同比+4.8pct；2024年前三季度，电商营收占比进一步升至19.7%，公司计划未来提升至20%以上。同时，为应对线下消费需求不足，公司对床架、沙发等给予经销商更多优惠折扣、提升连带率，三季度公司客单值同比平稳。

图表10: 产品结构不断丰富



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表11: 电商渠道占比提升

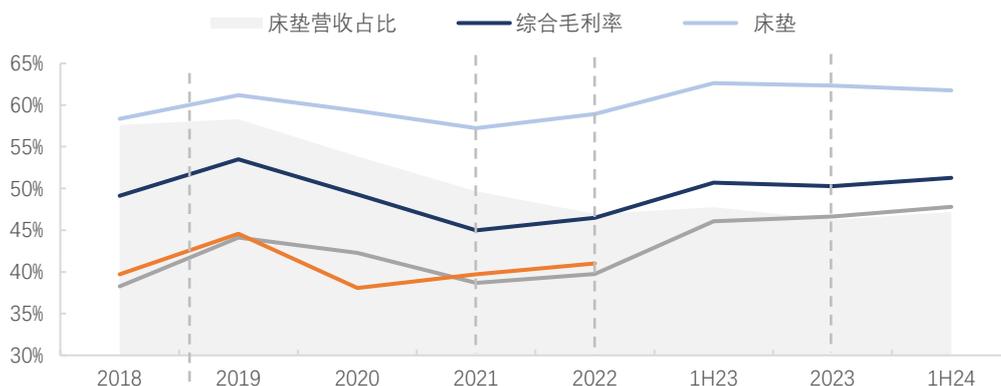


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

盈利能力稳定，业务结构变化预计影响可控。近年公司虽然低毛利品类连带率持续提升，但对净利率影响不大，主要得益于：1) 核心产品床垫毛利率剔除直供客户变化影响后整体仍稳定，公司持续加强降本增效；2) 床架等品类规模扩张后对毛利率也有一定拉动；3) 管理&销售费用管控。

我们假设未来床架连带率升至1 (金额计, 23年0.65)、床品连带率保持过去3年平均水平、沙发升至0.3 (23年0.17),各品类毛利率水平保持23年不变,测算对应综合毛利率约降1.4pct (23年50.3%)。但考虑到床架沙发等连带率提升后,床架沙发生产的规模效应和费用节约仍有空间,且公司核心产品床垫坚持中高端定位,品牌溢价下基础毛利空间较大,我们预计未来公司整体净利率有望保持较好水平(23年14.4%)。

图表12: 公司毛利率趋势



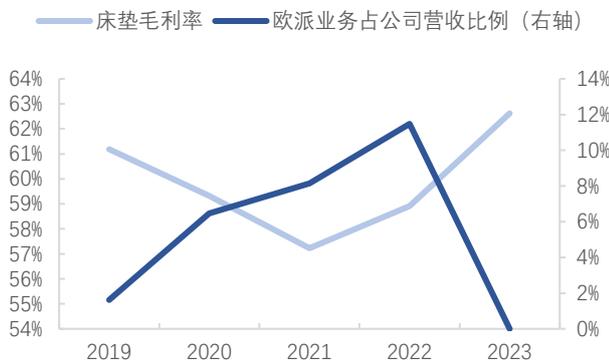
数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表13: 公司毛利率变动原因分析

| | 2020/2021 年各↓ 4.2/4.3pct | 2022 年↑1.5pct | 2023 年↑3.8pct | 2024 上半年↑0.6pct |
|---------|--|--|--|----------------------------------|
| 毛利率变动原因 | 1) 床垫毛利下降: 开店补贴、年轻化品牌及渠道结构变化; 2) 床垫营收占比下降 | 1) 床垫毛利提升: 直供产品结构优化; 2) 床架床品毛利改善; 3) 降本增效; | 1) 床垫毛利提升: 直供客户结构改善、成本红利; 2) 床架毛利大幅提升; 3) 降本增效 | 床垫毛利率-0.9pct, 但床架、床品&沙发&其他产品毛利提升 |

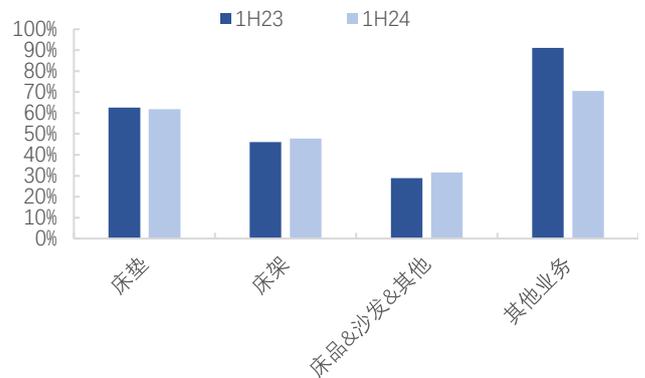
数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表14: 床垫毛利率和欧派业务占比



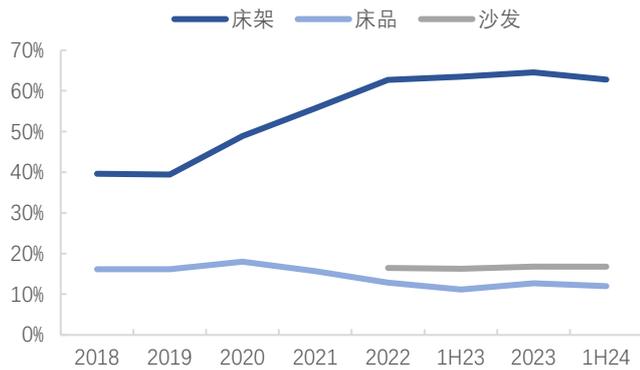
数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表15: 1H24/1H23 分产品毛利率对比



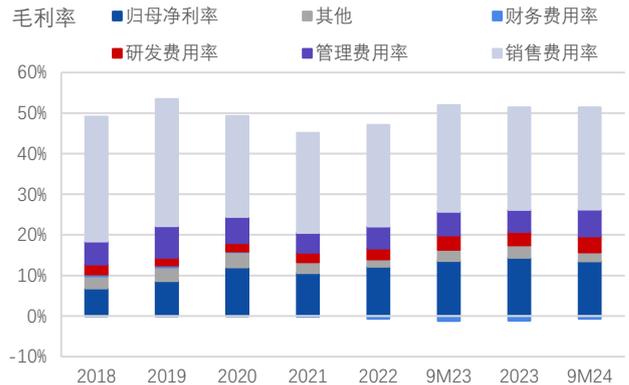
数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表16: 床垫对各品类连带率-金额计



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表17: 毛利率消耗分解



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所



3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 营业收入：

①**经销**：公司目前零售模式以经销为主，假设未来 3 年净新增门店数维持 2023 年水平。参考近期财报增长情况，预计 24 年单店有所承压，25-26 年随着消费环境改善、品类连带提升，单店恢复合理增长。预计 2025-2026 年经销渠道营收增速约中个位数。

②**直供**：公司直供业务主要为酒店、定制家居及单位客户等 B 端重点客户销售产品，参考近期部分定制家居企业财报，预计 24 年直供业务有所承压，25-26 年预计随消费环境改善直供营收增速约中个位数。

③**电商**：公司加大对电商渠道布局，天猫、京东、抖音等主要平台均有布局，2024 年前三季度公司电商营收同比增约 19%，同时参考公司未来进一步提升电商渠道占比规划，预计 24-26 年公司电商业务保持 20%左右较快增长。

(2) **毛利率与期间费用率**：毛利率方面，公司近年来通过降本提效、床架床品规模效应释放，整体毛利率稳中有增，综合考虑公司降本、产品结构变化，预计 2024-2026 年毛利率保持平稳略增。期间费用率方面，2024 年公司管理费用率因股权摊销有所提升，预计 25-26 年各项费率随营收规模增长相对平稳、略有摊薄。

综上，我们预计公司 2024-2026 年公司收入分别为 57.4 亿元、62.4 亿元、67.9 亿元，增速分别为 2.9%、8.7%、8.9%，归母净利润分别为 8.0 亿元、8.8 亿元、9.6 亿元，增速分别为 0.2%、9.6%、9.3%。

图表18：业绩拆分预测表

| 万元 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业总收入 | 648,104 | 581,268 | 557,855 | 573,773 | 623,637 | 678,979 |
| YOY | 45.6% | -10.3% | -4.0% | 2.9% | 8.7% | 8.9% |
| 经销 | 444,675 | 389,058 | 416,395 | 411,743 | 436,191 | 461,667 |
| YOY | 45.8% | -12.5% | 7.0% | -1.1% | 5.9% | 5.8% |
| 直营 | 45,038 | 29,754 | 14,803 | 11,842 | 12,198 | 12,564 |
| YOY | 30.8% | -33.9% | -50.2% | -20.0% | 3.0% | 3.0% |
| 直供 | 66,014 | 78,096 | 18,222 | 16,400 | 17,220 | 18,081 |
| YOY | 70.9% | 18.3% | -76.7% | -10.0% | 5.0% | 5.0% |
| 电商 | 88,009 | 79,804 | 103,090 | 125,769 | 148,408 | 175,121 |
| YOY | 45.3% | -9.3% | 29.2% | 22.0% | 18.0% | 18.0% |
| 营业成本 | 356,612 | 311,128 | 277,295 | 282,827 | 306,979 | 333,823 |
| 毛利率 | 45.0% | 46.5% | 50.3% | 50.7% | 50.8% | 50.8% |
| 销售费用 | 159,608 | 145,652 | 140,587 | 143,443 | 155,909 | 168,726 |



| | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| %费率 | 24.6% | 25.1% | 25.2% | 25.0% | 25.0% | 24.9% |
| 管理费用 | 31,474 | 31,211 | 30,354 | 35,574 | 37,418 | 40,060 |
| %费率 | 4.9% | 5.4% | 5.4% | 6.2% | 6.0% | 5.9% |
| 研发费用 | 15,508 | 15,829 | 18,576 | 21,230 | 22,763 | 24,443 |
| %费率 | 2.4% | 2.7% | 3.3% | 3.7% | 3.7% | 3.6% |
| 财务费用 | -928 | -3,738 | -6,151 | -4,756 | -4,928 | -4,118 |
| %费率 | -0.1% | -0.6% | -1.1% | -0.8% | -0.8% | -0.6% |
| 归母净利润 | 68,644 | 70,892 | 80,227 | 80,397 | 88,077 | 96,227 |
| YOY | 28.0% | 3.3% | 13.2% | 0.2% | 9.6% | 9.3% |
| 净利率 | 10.6% | 12.2% | 14.4% | 14.0% | 14.1% | 14.2% |

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

3.2 投资建议

目前公司股价对应 24 年、25 年 PE 为 18X、17X，高于可比公司平均值，考虑到公司作为国内中高端床垫龙头品牌优、渠道强，且具备品类连带、客群拓宽的良好基础，行业下行时期仍保持较强的盈利稳定性，享有一定品牌溢价。若 Q4 及后续地产进一步企稳、家居国补政策延续，或带动估值及业绩上修，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19：可比公司估值表

| 证券代码 | 公司名称 | 股价 (元) | 归母净利润 (亿元) | | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| | | 2024-12-25 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 603833.SH | 欧派家居 | 69.66 | 30.36 | 26.81 | 28.57 | 30.75 | 13.98 | 15.83 | 14.85 | 13.80 | |
| 002572.SZ | 索菲亚 | 17.32 | 12.61 | 12.92 | 14.27 | 15.70 | 13.22 | 12.91 | 11.69 | 10.63 | |
| 603816.SH | 顾家家居 | 27.95 | 20.06 | 19.33 | 21.18 | 23.19 | 11.45 | 11.88 | 10.85 | 9.91 | |
| 603008.SH | 喜临门 | 17.34 | 4.29 | 4.98 | 5.64 | 6.37 | 15.32 | 13.18 | 11.66 | 10.32 | |
| 平均值 | | | | | | | 13.49 | 13.45 | 12.26 | 11.16 | |
| 001323.SZ | 慕思股份 | 36.66 | 8.02 | 8.04 | 8.81 | 9.62 | 18.28 | 18.24 | 16.65 | 15.24 | |

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（慕思股份为华福证券研究所预测）



4 风险提示

宏观环境风险。公司的主营业务为软床、床垫、沙发等软体家具及配套家居产品的研发、设计、生产和销售，产品定位中高端属耐用消费品。公司产品的市场销售受经济形势和宏观调控、房地产市场景气度、居民可支配收入、消费理念及消费水平等因素的影响较大。如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长不及预期，消费降级趋势延续，房地产行业持续下行，则公司所处的软体家具行业市场增长也将随之减速，从而对公司产品销售造成影响。

市场竞争加剧风险。随着健康睡眠理念不断深入人心，国内消费者对中、高端软床产品的接受程度越来越高，吸引国内外众多竞争对手加大对软床市场的投入和布局，市场竞争程度有所加剧。若公司在未来的市场竞争过程中，不能有效保持品牌及服务美誉度、不能持续保持产品竞争力及产品质量优势、不能持续获取主流 KA 商场门店区位优势、不能有效构建电商平台社交媒体直播销售等线上销售渠道等，将削弱公司的市场占有率，或将对公司的经营业绩造成不利影响。

品牌运营与管理风险。作为国内知名的床垫品牌之一，“慕思”产品设计、质量和售后服务获得了众多消费者的认同。虽然公司较高的品牌知名度可以提升产品附加值，但品牌知名度的建立和维护需要持续较高成本的投入和可靠的产品质量作为支撑，随着公司经营规模不断扩大，品牌运营与管理的工作难度日益增加，公司可能存在因品牌宣传推广定位偏差、品牌代言人行为失当等引起负面报道，以及宣传文案表述不当而引发品牌舆情等风险。


图表20: 财务预测摘要
资产负债表

| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 2,876 | 3,696 | 3,762 | 4,240 |
| 应收票据及账款 | 42 | 43 | 47 | 52 |
| 预付账款 | 127 | 129 | 140 | 152 |
| 存货 | 243 | 248 | 269 | 278 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1,093 | 885 | 892 | 900 |
| 流动资产合计 | 4,381 | 5,001 | 5,110 | 5,623 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,045 | 2,172 | 2,289 | 2,395 |
| 在建工程 | 194 | 194 | 194 | 194 |
| 无形资产 | 319 | 320 | 326 | 319 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 213 | 237 | 261 | 275 |
| 非流动资产合计 | 2,771 | 2,923 | 3,069 | 3,183 |
| 资产合计 | 7,152 | 7,923 | 8,180 | 8,806 |
| 短期借款 | 442 | 1,214 | 900 | 900 |
| 应付票据及账款 | 1,065 | 642 | 706 | 778 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 189 | 194 | 211 | 230 |
| 其他应付款 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 其他流动负债 | 318 | 339 | 349 | 361 |
| 流动负债合计 | 2,370 | 2,746 | 2,523 | 2,626 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 142 | 142 | 142 | 142 |
| 非流动负债合计 | 142 | 142 | 142 | 142 |
| 负债合计 | 2,512 | 2,888 | 2,665 | 2,768 |
| 归属母公司所有者权益 | 4,639 | 5,035 | 5,515 | 6,038 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所有者权益合计 | 4,639 | 5,035 | 5,515 | 6,038 |
| 负债和股东权益 | 7,152 | 7,923 | 8,180 | 8,806 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 1,935 | 729 | 1,084 | 1,213 |
| 现金收益 | 958 | 968 | 1,059 | 1,164 |
| 存货影响 | -23 | -5 | -21 | -10 |
| 经营性应收影响 | 161 | -1 | -13 | -14 |
| 经营性应付影响 | 482 | -423 | 64 | 72 |
| 其他影响 | 356 | 190 | -5 | 1 |
| 投资活动现金流 | -951 | -329 | -352 | -337 |
| 资本支出 | -450 | -340 | -350 | -343 |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -502 | 11 | -2 | 6 |
| 融资活动现金流 | -591 | 420 | -666 | -398 |
| 借款增加 | 424 | 772 | -314 | 0 |
| 股利及利息支付 | -405 | -434 | -481 | -516 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -611 | 82 | 130 | 118 |

利润表

| 单位:百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 5,579 | 5,738 | 6,236 | 6,790 |
| 营业成本 | 2,773 | 2,828 | 3,070 | 3,338 |
| 税金及附加 | 48 | 46 | 50 | 55 |
| 销售费用 | 1,406 | 1,434 | 1,559 | 1,687 |
| 管理费用 | 304 | 356 | 374 | 401 |
| 研发费用 | 186 | 212 | 228 | 244 |
| 财务费用 | -62 | -48 | -49 | -41 |
| 信用减值损失 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 资产减值损失 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 20 | 7 | 9 |
| 投资收益 | 2 | 15 | 15 | 11 |
| 其他收益 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 营业利润 | 965 | 967 | 1,059 | 1,157 |
| 营业外收入 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 利润总额 | 959 | 961 | 1,053 | 1,151 |
| 所得税 | 157 | 157 | 172 | 188 |
| 净利润 | 802 | 804 | 881 | 962 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 802 | 804 | 881 | 962 |
| EPS(按最新股本摊薄) | 2.01 | 2.01 | 2.20 | 2.41 |

主要财务比率

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | -4.0% | 2.9% | 8.7% | 8.9% |
| EBIT 增长率 | 14.8% | 1.8% | 9.9% | 10.5% |
| 归母公司净利润增长率 | 13.2% | 0.2% | 9.6% | 9.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 50.3% | 50.7% | 50.8% | 50.8% |
| 净利率 | 14.4% | 14.0% | 14.1% | 14.2% |
| ROE | 17.3% | 16.0% | 16.0% | 15.9% |
| ROIC | 21.2% | 16.9% | 18.0% | 18.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 35.1% | 36.5% | 32.6% | 31.4% |
| 流动比率 | 1.8 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| 速动比率 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 2.0 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转天数 | 8 | 3 | 3 | 3 |
| 存货周转天数 | 30 | 31 | 30 | 30 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 2.01 | 2.01 | 2.20 | 2.41 |
| 每股经营现金流 | 4.84 | 1.82 | 2.71 | 3.03 |
| 每股净资产 | 11.60 | 12.59 | 13.79 | 15.09 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 18 | 18 | 17 | 15 |
| P/B | 3 | 3 | 3 | 2 |
| EV/EBITDA | 43 | 42 | 39 | 35 |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。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 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn