

慕思股份 (001323.SZ) 2022 盈利水平同比提升, 门店开拓稳步推进

2023 年 04 月 25 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

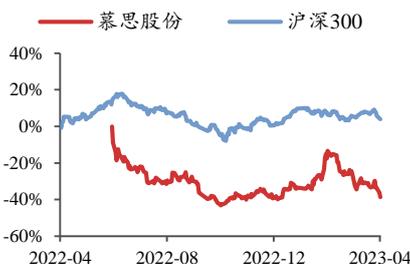
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/25
当前股价(元)	33.48
一年最高最低(元)	61.67/30.37
总市值(亿元)	133.92
流通市值(亿元)	13.40
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
近 3 个月换手率(%)	300.22

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2022Q3 毛利率提升显著, 渠道开拓稳步推进—公司信息更新报告》-2022.10.29

《深耕中高端床垫市场, 健康睡眠领导者—公司首次覆盖报告》-2022.9.20

● 高端床垫领跑者, 渠道改革有序推进, 维持“买入”评级

2022 营收 58.13 亿元 (-10.31%), 归母净利 7.09 亿元 (+3.28%), 扣非归母净利 6.50 亿元 (-3.99%)。2023Q1 营收 9.57 亿元 (-23.10%), 归母净利 1.01 亿元 (-18.4%)。我们维持 2023-2024 并新增 2025 盈利预测, 预计 2023-2025 归母净利为 8.55/10.35/12.12 亿元, 对应 EPS 2.14/2.59/3.03 元, 当前股价对应 PE 为 15.7/12.9/11.1 倍。看好公司在渠道改革下的业绩修复增长, 维持“买入”评级。

● 沙发增速较快, 门店开拓稳步推进

分产品沙发增速较快: 2022 年床垫/床架/床品/沙发收入分别为 27.28/17.10/3.51/4.50 亿元, 同比-15.25%/-4.63%/-30.54%/+25.37%, 占比分别为 46.93%/29.42%/6.03%/7.74%, 其中床垫/床架毛利率分别为 58.92% (+1.69pct) /39.76% (+1.09pct)。分渠道 2022 年经销/电商/直供/直营/其他收入分别为 38.91/7.98/7.81/2.98/0.46 亿元, 同比-12.51%/-9.32%/+18.30%/-33.94%/+4.32%, 收入占比分别为 66.93%/13.73%/13.44%/5.12%/0.78%, 其中经销/电商/直供毛利率分别为 45.70% (+3.47pct) /57.26% (-1.75pct) /30.98% (+3.96pct)。通过对已有网点城市合理加密和对空白城市的开发, 积极推动渠道下沉, 新开门店 800 余个, 截至 2022 年末公司通过自营及经销渠道, 开拓线下专卖店 5600 余家。

● 盈利水平同比提升, 预收款项增幅明显

2022 整体毛利率 46.47% (+1.50pct)。期间费率 29.78% (+0.44pct), 具体管理费率 5.37% (+0.51pct) /销售费率 25.06% (+0.43pct) /财务费率-0.64% (-0.5pct)。综合作用下 2022 净利率 12.20% (+1.60pct)。2023Q1 整体毛利率 48.39% (+3.38pct), 期间费率 27.09% (+2.15pct), 净利率 10.58% (+0.61pct)。合同负债增幅明显同比+42.19% (系经销商预收款增加), 应收款同比-53.21% (系部分经销商短期授信款减少和直供业务减少所致)。

● **风险提示:** 行业竞争恶化, 终端需求大幅下滑, 渠道改革推进不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,481	5,813	6,975	8,301	9,546
YOY(%)	45.6	-10.3	20.0	19.0	15.0
归母净利润(百万元)	686	709	855	1,035	1,212
YOY(%)	28.0	3.3	20.6	21.0	17.1
毛利率(%)	45.0	46.5	46.8	46.8	46.9
净利率(%)	10.6	12.2	12.3	12.5	12.7
ROE(%)	26.7	16.3	17.8	18.0	17.7
EPS(摊薄/元)	1.72	1.77	2.14	2.59	3.03
P/E(倍)	19.5	18.9	15.7	12.9	11.1
P/B(倍)	5.2	3.1	2.8	2.3	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 沙发增速较快，线上业务表现靓丽	3
2、 盈利水平同比提升，预收款项增幅明显	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2022 营收同比-10.31%	3
图 2： 2022 归母净利润同比+3.28%	3
图 3： 2023Q1 营收同比-23.10%	3
图 4： 2023Q1 归母净利润同比-18.40%	3
图 5： 2022 沙发增速表现较快	4
图 6： 2022 线上业务表现亮眼	5
图 7： 盈利水平同比提升	6
图 8： 期间费率保持平稳	6

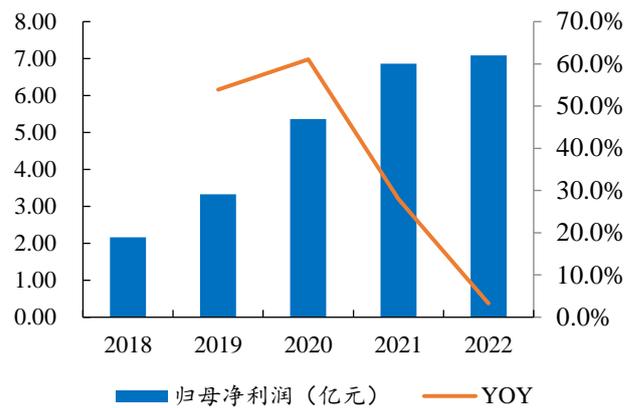
1、沙发增速较快，线上业务表现靓丽

公司2022实现营收58.13亿元(-10.31%)，实现归母净利润7.09亿元(+3.28%)，扣非归母净利润6.50亿元(-3.99%)。其中2022Q4实现营收16.59亿元(-24.9%)，实现归母净利润2.84亿元(+3.74%)，扣非归母净利润2.36亿元。2023Q1实现营收9.57亿元(-23.10%)，实现归母净利润1.01亿元(-18.40%)，扣非归母净利润0.98亿元(-21.00%)。

图1：2022 营收同比-10.31%



图2：2022 归母净利润同比+3.28%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023Q1 营收同比-23.10%

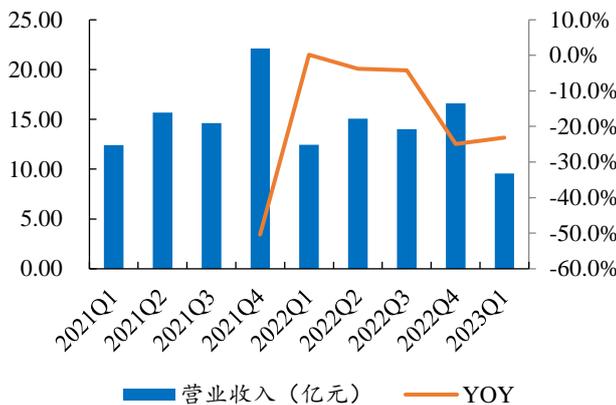
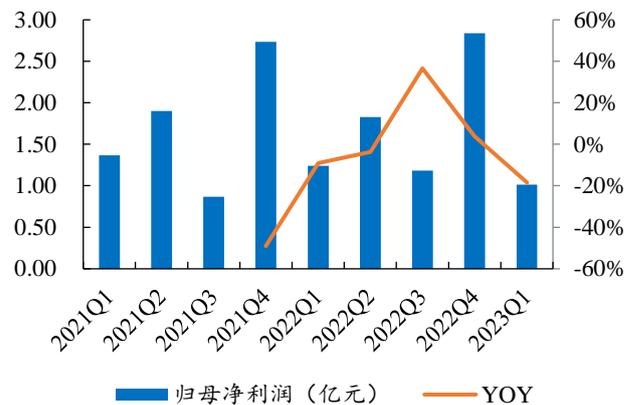


图4：2023Q1 归母净利润同比-18.40%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品沙发增速较快：2022 年床垫/床架/床品/沙发收入分别为27.28/17.10/3.51/4.50 亿元，同比-15.25%/-4.63%/-30.54%/+25.37%，收入占比分别为46.93%/29.42%/6.03%/7.74%，其中床垫/床架毛利率分别为58.92%(+1.69pct)/39.76%(+1.09pct)。

分渠道，2022 年经销/电商/直供/直营/其他收入分别为 38.91/7.98/7.81/2.98/0.46 亿元，同比 -12.51%/-9.32%/+18.30%/-33.94%/+4.32%，收入占比分别为 66.93%/13.73%/13.44%/5.12%/0.78%。其中经销/电商/直供毛利率分别为 45.70% (+3.47pct) /57.26% (-1.75pct) /30.98% (+3.96pct)。门店方面，通过对已有网点城市合理加密和对空白城市的开发，积极推动渠道下沉，2022 年新开门店 800 余个，截至 2022 年末公司通过自营及经销渠道，开拓线下专卖店 5600 余家。

图5：2022 沙发增速表现较快

	2018	2019	2020	2021	2022
床垫	1836.8	2251.5	2396.3	3219	2728.2
YOY		22.58%	6.43%	34.33%	-15.25%
占比	57.60%	58.30%	53.80%	49.70%	46.93%
毛利率	58.40%	61.20%	59.30%	57.20%	58.92%
床架	727.9	887.7	1172.4	1793.2	1710.1
YOY		21.95%	32.07%	52.95%	-4.64%
占比	22.80%	23.00%	26.30%	27.70%	29.42%
毛利率	38.30%	44.10%	42.30%	38.70%	39.76%
床品	296.2	364.1	431.5	504.7	350.6
YOY		22.92%	18.51%	16.96%	-30.53%
占比	9.30%	9.40%	9.70%	7.80%	6.03%
毛利率	39.70%	44.60%	38.10%	39.70%	
其他主营业务	302.1	312.1	419.4	899.3	518.9
YOY		3.31%	34.38%	114.43%	-42.30%
占比	9.50%	8.10%	9.40%	13.90%	8.93%
毛利率	25.20%	29.60%	19.70%	12.80%	
其他业务	24.7	46.7	32.8	64.9	55.3
YOY		89.07%	-29.76%	97.87%	-14.78%
占比	0.80%	1.20%	0.70%	1.00%	0.95%
沙发					449.6
YOY					
占比					7.74%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

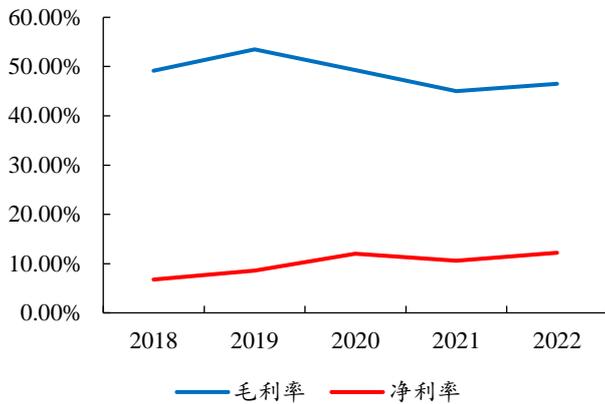
图6：2022 线上业务表现亮眼

	2018	2019	2020	2021	2022
直营	321	483.6	344.2	440.4	297.5
YOY					
占比	10.10%	12.50%	7.70%	6.80%	5.12%
毛利率		78.30%	75.90%	73.90%	
经销	2399	2703	3050.7	4396.8	3890.6
YOY					
占比	75.30%	70.00%	68.50%	67.80%	66.93%
毛利率		46.40%	45.90%	41.60%	45.70%
直供	80.8	164.2	386.2	660	781.0
YOY					
占比	2.50%	4.30%	8.70%	10.20%	13.44%
毛利率		51.80%	32.60%	27.00%	30.98%
电商	331.3	435.6	605.8	878.2	798.0
YOY					
占比	10.40%	11.30%	13.60%	13.50%	13.73%
毛利率		69.00%	61.60%	58.90%	57.26%
其他	30.5	29.1	32.7	40.9	45.6
YOY					
占比	1.00%	0.80%	0.70%	0.60%	0.78%
毛利率		16.20%	7.90%	4.20%	

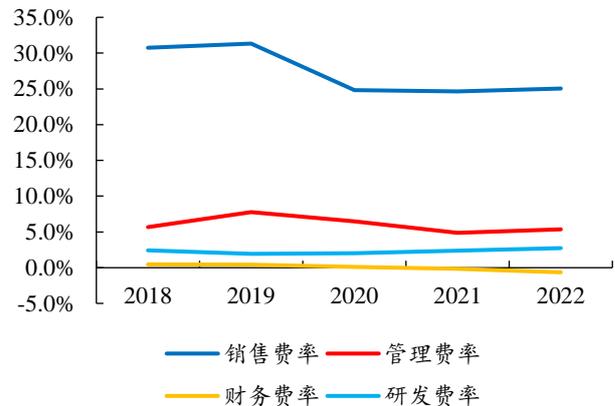
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利水平同比提升，预收款项增幅明显

2022 整体毛利率 46.47% (+1.50pct)。期间费率 29.78% (+0.44pct)，具体管理费率 5.37% (+0.51pct) / 销售费率 25.06% (+0.43pct) / 财务费率-0.64% (-0.5pct)。综合作用下 2022 净利率 12.20%(+1.60pct)。2023Q1 整体毛利率 48.39%(+3.38pct)，期间费率 27.09%(+2.15pct)，净利率 10.58%(+0.61pct)。合同负债增幅明显同比+42.19%（系经销商预收款增加），应收款同比-53.21%（系部分经销商短期授信款减少和直供业务减少所致）。

图7：盈利水平同比提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：期间费率保持平稳


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

公司 2022 营收 58.13 亿元 (-10.31%)，归母净利 7.09 亿元 (+3.28%)，扣非归母净利 6.50 亿元 (-3.99%)。2023Q1 营收 9.57 亿元 (-23.10%)，归母净利 1.01 亿元 (-18.4%)。公司是高端床垫领跑者，渠道改革有序推进，我们维持 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 归母净利为 8.55/10.35/12.12 亿元，对应 EPS 2.14/2.59/3.03 元，当前股价对应 PE 为 15.7/12.9/11.1 倍。看好公司在渠道改革下的业绩修复增长，维持“买入”评级。

4、风险提示

行业竞争恶化，终端需求大幅下滑，渠道改革推进不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2014	3167	3801	4528	5834
现金	1423	1771	2244	2853	4016
应收票据及应收账款	59	192	109	249	162
其他应收款	80	108	118	151	158
预付账款	136	135	191	197	249
存货	299	220	399	338	508
其他流动资产	17	740	740	740	740
非流动资产	2484	2646	2869	3075	3265
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1531	1768	1950	2170	2365
无形资产	300	345	387	378	373
其他非流动资产	652	533	531	528	528
资产总计	4498	5813	6670	7603	9099
流动负债	1722	1319	1720	1718	2128
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	569	604	795	869	1041
其他流动负债	1153	716	925	850	1087
非流动负债	210	135	136	136	136
长期借款	0	0	1	1	1
其他非流动负债	210	135	135	135	135
负债合计	1932	1454	1857	1855	2265
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	360	400	400	400	400
资本公积	1404	2841	2841	2841	2841
留存收益	800	1109	1843	2695	3640
归属母公司股东权益	2566	4358	4813	5748	6835
负债和股东权益	4498	5813	6670	7603	9099

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	995	647	1232	1018	1566
净利润	686	709	855	1035	1212
折旧摊销	156	232	160	181	192
财务费用	-9	-37	-60	-76	-103
投资损失	-4	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	80	-364	281	-120	267
其他经营现金流	86	109	-0	-0	0
投资活动现金流	-763	-1316	-379	-386	-380
资本支出	768	622	223	206	190
长期投资	0	-700	0	0	0
其他投资现金流	5	-1394	-157	-179	-190
筹资活动现金流	-82	994	-379	-24	-22
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	1	-0	-0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	1437	0	0	0
其他筹资现金流	-82	-483	-380	-24	-22
现金净增加额	150	328	473	608	1164

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6481	5813	6975	8301	9546
营业成本	3566	3111	3712	4416	5069
营业税金及附加	47	47	53	65	74
营业费用	1596	1457	1695	2048	2338
管理费用	315	312	396	463	530
研发费用	155	158	199	208	248
财务费用	-9	-37	-60	-76	-103
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	12	34	23	29	26
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	1	3	2	2
资产处置收益	-5	29	0	0	0
营业利润	818	819	1005	1207	1418
营业外收入	6	10	8	9	9
营业外支出	6	9	10	11	11
利润总额	818	819	1003	1205	1416
所得税	131	110	148	170	205
净利润	686	709	855	1035	1212
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	686	709	855	1035	1212
EBITDA	931	998	1103	1310	1506
EPS(元)	1.72	1.77	2.14	2.59	3.03

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.6	-10.3	20.0	19.0	15.0
营业利润(%)	20.0	0.2	22.7	20.1	17.5
归属于母公司净利润(%)	28.0	3.3	20.6	21.0	17.1
获利能力					
毛利率(%)	45.0	46.5	46.8	46.8	46.9
净利率(%)	10.6	12.2	12.3	12.5	12.7
ROE(%)	26.7	16.3	17.8	18.0	17.7
ROIC(%)	22.7	14.6	16.2	16.5	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	25.0	27.8	24.4	24.9
净负债比率(%)	-43.7	-36.7	-43.9	-47.3	-56.8
流动比率	1.2	2.4	2.2	2.6	2.7
速动比率	0.9	2.1	1.8	2.3	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.1	1.1	1.2	1.1
应收账款周转率	142.9	46.4	46.4	46.4	46.4
应付账款周转率	5.9	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	1.77	2.14	2.59	3.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	1.62	3.08	2.54	3.92
每股净资产(最新摊薄)	6.42	10.90	12.03	14.37	17.09
估值比率					
P/E	19.5	18.9	15.7	12.9	11.1
P/B	5.2	3.1	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	13.2	11.1	9.6	7.6	5.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn