

22年经营韧性凸显，继续夯实头部品牌地位

慕思股份(001323)

评级:	买入	股票代码:	001323
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	61.67/30.37
目标价格:		总市值(亿)	139.56
最新收盘价:	34.89	自由流通市值(亿)	13.96
		自由流通股数(百万)	40.01

事件概述

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告：2022 年公司实现营收 58.13 亿元，同比-10.31%；归母净利润 7.09 亿元，同比+3.28%；扣非后归母净利润 6.50 亿元，同比-3.99%；2023Q1 单季度实现营收 9.57 亿元，同比-23.10%，归母净利润 1.01 亿元，同比-18.40%，扣非后归母净利润 0.98 亿元，同比-21.00%。22 年公司在全球经济下滑，人口红利、房地产红利、互联网红利逐步转弱及消费需求承压等复杂多变的国内宏观环境下，着力于品牌建设、渠道开拓、智能化生产、产品创新、持续降本增效，保持业绩的稳定增长。现金流方面，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.47 亿元，同比-34.91%，主要系营业收入同比下降导致销售收款减少所致；2023Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 3.45 亿元，同比+210.42%，主要系本期供应商以银行承兑汇票结算贷款增加所致。

国内终端经销门店新开超 800 家，持续推进布局 V6 大家居业务战略

分产品看，2022 年公司床垫/床架/沙发/床品/其他产品营收分别为 27.28/17.10/4.50/3.51/5.19 亿元，同比-15.25%/-4.63%/+25.37%/-30.54%/-4.03%，占营收比分别为 46.93%/29.42%/7.74%/6.03%/8.93%，除沙发品类外，其他产品均有不同程度的下滑。分地区看，2022 年公司境内、境外分布实现营收 57.07、1.06 亿元，同比分别-10.52%、+2.64%，占营收比分别为 98.17%、1.83%。分销售模式看，2022 年公司经销/电商/直供/直营渠道分别实现营收 38.91/7.98/7.81/2.98 亿元，同比分别-12.51%/-9.32%/+18.30%/-33.94%，占营收比分别为 66.93%/13.73%/13.44%/5.12%，其中直供渠道保持较快增长。2022 年公司坚持一体两翼的业务发展战略，对主品牌进行迭代升级，将原 7 大主品牌整合为“健康睡眠品牌、大家居品牌、沙发品牌”三大品牌矩阵；同时积极推动渠道下沉，进一步完善公司在国内终端的经销门店布局，新开门店 800 余个；公司亦积极布局消费新业态，一方面定向开发地产、家装、家电、商超、异业五大细分渠道，先后与 300 多家企业达成战略合作，另一方面设立 020 引流部，通过线上全渠道有效获客并向终端门店精准引流，截至 22 年底已覆盖超 140 个城市，赋能终端门店提升增量业绩。此外，公司推出 V6 大家居业务战略，以一体化定制、一站式配齐的销售模式积极推进整装家居业务发展，在全国强势打造 10+样本城市大家居样板店，为 V6 大家居业务未来成长发展打下基础。

盈利端：毛利率同比提升，期间费用率相对稳定

2022 年公司毛利率、净利率分别为 46.47%、12.20%，同比分别+1.50pct、1.60pct；分产品看，22 年公司床垫、床架产品毛利率分别为 58.92%、39.76%，同比分别提升 1.69pct、1.09pct，两大单品毛利率均有提升。2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 48.39%、10.58%，同比分别+3.38pct、0.61pct。期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 32.51%，同比+0.77pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.06%/5.37%/2.72%/-0.64%，同比+0.43%/+0.51%/0.33%/-0.50pct；2023Q1 单季度看，公司期间费用率为 35.30%，同比+3.10pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.03%/6.75%/3.56%/-1.04%，同比+2.79%/+0.61%/0.95%/-1.24pct。

投资建议：

公司是国内床垫行业领先企业，处于内资品牌第一梯队，发展全面且稳定。随着健康睡眠理念深入人心，国内消费者对中、高端软床产品的接受程度越来越高，公司依托行业集中度加速提升，看好公司多品牌

多品类战略持续下沉市场并通过技术升级、品牌塑造、渠道下沉、数字化转型，未来发展可期。考虑到疫情及内部建设调整等多因素影响，我们调整此前的盈利预测，2023-2024 年收入分别由 72.20、81.66 亿元调整至 68.74、78.97 亿元，新增 2025 年收入预测为 90.96 亿元，2023-2024 年 EPS 分别由 1.76、1.96 元调整至 2.06、2.34 元，新增 2025 年 EPS 预测为 2.67 元，参照 2023 年 4 月 24 日收盘价 34.89 元/股，对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观经济波动风险；地产交付不及预期风险；行业竞争加剧风险；募投项目建设不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,481	5,813	6,874	7,897	9,096
YoY (%)	45.6%	-10.3%	18.3%	14.9%	15.2%
归母净利润(百万元)	686	709	825	935	1,070
YoY (%)	28.0%	3.3%	16.4%	13.3%	14.4%
毛利率 (%)	45.0%	46.5%	46.5%	46.6%	46.5%
每股收益 (元)	1.91	1.87	2.06	2.34	2.67
ROE	26.7%	16.3%	15.9%	15.3%	14.9%
市盈率	18.27	18.66	16.91	14.93	13.05

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080002

联系人：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,813	6,874	7,897	9,096	净利润	709	825	935	1,070
YoY (%)	-10.3%	18.3%	14.9%	15.2%	折旧和摊销	311	43	43	43
营业成本	3,111	3,676	4,219	4,862	营运资金变动	-359	343	-270	269
营业税金及附加	47	55	63	73	经营活动现金流	647	1,180	666	1,333
销售费用	1,457	1,718	1,982	2,292	资本开支	-617	35	44	50
管理费用	312	364	422	487	投资	-700	0	0	0
财务费用	-37	-18	-30	-37	投资活动现金流	-1,316	36	45	51
研发费用	158	172	205	237	股权募资	1,484	0	0	0
资产减值损失	-2	-5	-3	-3	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	筹资活动现金流	994	0	0	0
营业利润	819	970	1,095	1,254	现金净流量	328	1,216	711	1,385
营业外收支	0	0	5	5					
利润总额	819	971	1,100	1,259	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	110	146	165	189	成长能力				
净利润	709	825	935	1,070	营业收入增长率	-10.3%	18.3%	14.9%	15.2%
归属于母公司净利润	709	825	935	1,070	净利润增长率	3.3%	16.4%	13.3%	14.4%
YoY (%)	3.3%	16.4%	13.3%	14.4%	盈利能力				
每股收益	1.87	2.06	2.34	2.67	毛利率	46.5%	46.5%	46.6%	46.5%
					净利率	12.2%	12.0%	11.8%	11.8%
					总资产收益率 ROA	12.2%	11.9%	11.8%	11.4%
					净资产收益率 ROE	16.3%	15.9%	15.3%	14.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	1,771	2,987	3,698	5,083	流动比率	2.40	2.68	3.21	3.31
预付款项	135	154	172	211	速动比率	2.10	2.30	2.87	2.92
存货	220	388	308	497	现金比率	1.34	1.85	2.22	2.44
其他流动资产	1,040	805	1,183	1,098	资产负债率	25.0%	25.3%	22.8%	23.6%
流动资产合计	3,167	4,334	5,361	6,889	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.13	1.08	1.06	1.05
固定资产	1,768	1,725	1,683	1,640	每股指标 (元)				
无形资产	345	345	345	345	每股收益	1.87	2.06	2.34	2.67
非流动资产合计	2,646	2,603	2,560	2,518	每股净资产	10.90	12.96	15.30	17.97
资产合计	5,813	6,937	7,922	9,407	每股经营现金流	1.62	2.95	1.66	3.33
短期借款	0	0	0	0	每股股利	2.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	604	769	723	996	估值分析				
其他流动负债	716	850	945	1,087	PE	18.66	16.91	14.93	13.05
流动负债合计	1,319	1,619	1,668	2,083	PB	3.04	2.69	2.28	1.94
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	135	135	135	135					
非流动负债合计	135	135	135	135					
负债合计	1,454	1,754	1,804	2,218					
股本	400	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,358	5,183	6,118	7,188					
负债和股东权益合计	5,813	6,937	7,922	9,407					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。