

家具

慕思股份 (001323.SZ)

增持-A(维持)

2022 年盈利能力改善，全年开店计划圆满完成

2023 年 4 月 25 日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 4 月 24 日

收盘价(元):	34.89
年内最高/最低(元):	61.67/30.37
流通 A 股/总股本(亿):	0.40/4.00
流通 A 股市值(亿):	13.96
总市值(亿):	139.56

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	0.25
摊薄每股收益:	0.25
每股净资产(元):	11.15
净资产收益率:	2.27

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

4 月 24 日，公司披露 2022 年年报与 2023 年 1 季报，2022 年，公司实现营业收入 58.13 亿元，同比下降 10.31%，实现归母净利润 7.09 亿元，同比增长 3.28%，实现扣非净利润 6.50 亿元，同比下降 3.99%。23Q1，公司实现营业收入 9.57 亿元，同比下降 23.10%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 18.40%，实现扣非净利润 0.98 亿元，同比下降 21.00%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），派息率 53.5%。

事件点评

疫情影响致使公司 22H2 营收降幅走扩，预计 23Q1 电商渠道实现双位数增长。2022 年，公司实现营收 58.13 亿元，同比下降 10.31%，22Q1-23Q1 营收分别为 12.45、15.07、14.01、16.59、9.57 亿元，同比增长 0.20%、-3.79%、-4.20%、-24.90%、-23.10%。2022 年，公司实现归母净利润 7.09 亿元，同比增长 3.28%，22Q1-23Q1 归母净利润分别为 1.24、1.83、1.18、2.84、1.01 亿元，同比增长-9.07%、-3.71%、36.59%、3.74%、-18.40%。公司自 22H2 以来，经营受到疫情负面影响，营收降幅逐季度走扩，但受益于 22H2 提价落地，同时持续推进降本增效举措，22H2 归母净利润实现正增长。23Q1，公司经营短暂承压，预计主要由于直供渠道与经销渠道收入下滑影响，电商渠道预计同比实现双位数增长。

沙发品类规模效应释放盈利能力提升，积极推进 V6 大家居战略落地。分品类看，2022 年，公司床垫、床架、沙发、床品、其它产品分别实现收入 27.28、17.10、4.50、3.51、5.19 亿元，同比增长-15.25%、-4.63%、25.37%、-30.54%、-4.03%，占收入比重为 46.9%、29.4%、7.7%、6.0%、8.9%。从盈利能力看，床垫产品毛利率 58.9%，同比提升 1.7pct；床架产品毛利率 39.8%，同比提升 1.1pct；预计沙发产品毛利率伴随规模效应释放及公司降本增效动作，2022 年毛利率接近 30%，提升效果显著。同时，公司推出 V6 大家居业务战略，在全国强势打造 10+ 样本城市大家居样板店，预计今年有望加速推进。

积极推动渠道下沉，2022 年开店计划圆满完成。分渠道看，公司经销渠道实现营收 38.91 亿元，同比下降 12.51%，占收入比重 66.9%，面对外部具有挑战性的经营环境，公司采取稳健、高质量的渠道开拓策略，积极推动渠道下沉，截至 22 年末，预计公司门店数量超过 5600 家，全年新开 800 余家门店，净开 700 余家门店。电商渠道实现收入 7.98 亿元，同比下滑 9.32%，占收入比重 13.7%，公司设立 O2O 引流部，通过线上全渠道有



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



效获客并向终端门店精准引流，目前已覆盖超过 140 个城市。直供渠道实现营收 7.81 亿元，同比增长 18.3%，占公司收入比重 13.4%，公司直供渠道客户群主要为欧派家居、万科地产、锦江酒店、南方航空、重庆机场、成都机场、招商银行等定制家居客户、酒店客户和单位客户等。直营渠道实现营收 2.98 亿元，同比下滑 33.9%，占公司收入比重 5.1%。从盈利能力看，公司经销、电商、直供渠道毛利率分别为 45.7%、57.3%、31.0%，同比提升 3.5、-1.8、4.0pct。

➤ **2022 年公司销售毛利率同比改善，营运情况整体稳定。** 盈利能力方面，2022 年，公司毛利率同比提升 1.5pct 至 46.5%，主要受益于公司降本增效持续推进，以及 22 年 7 月提价动作，叠加原材料价格企稳略有下降。其中 22Q4 毛利率同比提升 1.2pct 至 46.5%，23Q1 毛利率同比提升 3.4pct 至 48.4%。费用率方面，2022 年，公司期间费用率合计提升 0.8pct 至 32.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 25.1%/5.4%/2.7%/-0.6%，同比 +0.4/+0.5/+0.3/-0.5pct。23Q1 期间费用率合计提升 3.1pct 至 35.30%。综合影响下，2022 年，公司销售净利润率为 12.2%，同比提升 1.6pct，22Q4 公司销售净利率为 17.1%，同比提升 4.7pct，23Q1 销售净利率为 10.6%，同比提升 0.6pct。存货方面，截至 22 年末，公司存货 2.20 亿元，存货周转天数 30 天，23Q1 存货 1.92 亿元，存货周转天数 38 天。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流净额为 6.47 亿元，同比下降 34.9%，主要为营业收入同比下降导致销售收款减少所致。

投资建议

➤ 2022 年，公司逆势拓店，圆满完成全年开店目标，有望在今年市场恢复后加速抢夺市场份额。同时基于降本增效推进以及提价落地，下半年以来销售毛利率逐步提升。2023 年，公司计划营收、净利润同比增长 10%-20% 区间，加速发展沙发品类与电商渠道业务，同时加大对 V6 大家居业务板块资源投入。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.04、2.42 和 2.84 元，对应公司 23、24 年 PE 约 17、14 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 地产销售恢复不及预期；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧；直供渠道占比提升影响公司盈利能力。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,481	5,813	6,683	7,661	8,756
YoY(%)	45.6	-10.3	15.0	14.6	14.3
净利润(百万元)	686	709	815	970	1,137
YoY(%)	28.0	3.3	14.9	19.0	17.3
毛利率(%)	45.0	46.5	46.8	47.1	47.3
EPS(摊薄/元)	1.72	1.77	2.04	2.42	2.84
ROE(%)	26.7	16.3	15.8	15.8	15.6

P/E(倍)	20.3	19.7	17.1	14.4	12.3
P/B(倍)	5.4	3.2	2.7	2.3	1.9
净利率(%)	10.6	12.2	12.2	12.7	13.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2014	3167	4616	5024	6995
现金	1423	1771	3624	3891	5549
应收票据及应收账款	59	192	96	234	143
预付账款	136	135	139	175	199
存货	299	220	421	260	532
其他流动资产	97	848	337	463	573
非流动资产	2484	2646	2719	2836	2915
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1531	1768	1829	1927	2040
无形资产	300	345	387	378	373
其他非流动资产	652	533	503	531	503
资产总计	4498	5813	7336	7859	9911
流动负债	1722	1319	2024	1555	2486
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	569	604	810	687	1071
其他流动负债	1153	716	1214	867	1415
非流动负债	210	135	138	162	145
长期借款	0	0	1	1	1
其他非流动负债	210	135	137	161	144
负债合计	1932	1454	2162	1717	2631
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	1924	2893	4030
归属母公司股东权益	2566	4358	5173	6143	7280
负债和股东权益	4498	5813	7336	7859	9911

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	995	647	1607	527	1931
净利润	686	709	815	970	1137
折旧摊销	156	232	191	211	223
财务费用	-9	-37	-74	-105	-133
投资损失	-4	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	80	-364	682	-532	721
其他经营现金流	86	109	-5	-16	-15
投资活动现金流	-763	-1316	209	-388	-389
筹资活动现金流	-82	994	38	128	116
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	1.77	2.04	2.42	2.84
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	1.62	4.02	1.32	4.83
每股净资产(最新摊薄)	6.42	10.90	12.93	15.36	18.20

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6481	5813	6683	7661	8756
营业成本	3566	3111	3558	4052	4616
营业税金及附加	47	47	53	59	69
营业费用	1596	1457	1691	1938	2206
管理费用	315	312	354	405	462
研发费用	155	158	180	215	254
财务费用	-9	-37	-74	-105	-133
资产减值损失	-5	-11	-7	-10	-13
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	1	3	2	2
营业利润	818	819	959	1141	1337
营业外收入	6	10	7	8	8
营业外支出	6	9	8	9	8
利润总额	818	819	959	1141	1338
所得税	131	110	144	171	201
税后利润	686	709	815	970	1137
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	686	709	815	970	1137
EBITDA	931	998	1069	1239	1419

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.6	-10.3	15.0	14.6	14.3
营业利润(%)	20.0	0.2	17.1	19.0	17.2
归属于母公司净利润(%)	28.0	3.3	14.9	19.0	17.3
获利能力					
毛利率(%)	45.0	46.5	46.8	47.1	47.3
净利率(%)	10.6	12.2	12.2	12.7	13.0
ROE(%)	26.7	16.3	15.8	15.8	15.6
ROIC(%)	22.7	14.6	14.0	13.9	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	25.0	29.5	21.8	26.5
流动比率	1.2	2.4	2.3	3.2	2.8
速动比率	0.9	2.1	2.0	2.9	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
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	5.0	5.4	5.3
估值比率					
P/E	20.3	19.7	17.1	14.4	12.3
P/B	5.4	3.2	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.8	11.7	9.6	8.0	5.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

