

慕思股份(001323)

报告日期: 2023年04月25日

业绩短暂承压, 期待经营改革成效

——慕思股份点评报告

投资要点

慕思股份发布 2022 年报及 2023 年一季度报

- 22 年收入 58.13 亿 (-10.31%), 归母净利润 7.09 亿 (+3.27%), 扣非归母净利润 6.5 亿 (-4%); 其中 22Q4 单季度收入 16.59 亿 (-24.9%), 归母净利润 2.84 亿 (+3.74%)、扣非归母净利润 2.36 亿。22 年非经常性损益 0.59 亿 (主要发生在 Q4, 21 年为 0.09 亿), 其中政府补助较 21 年多 0.23 亿、非流动资产处置收益多 0.33 亿。
- 23Q1 收入 9.57 亿 (-23.1%), 归母净利润 1.01 亿 (-18.5%), 受到疫情+大客户业务减少影响。公司预计 2023 年力争实现收入、利润同比增长 10-20%。

第二主业沙发开拓顺利, 直供渠道快速增长

- 分品类看, 22 年床垫收入 27.28 亿 (-15.25%), 床架 17.1 亿 (-4.63%)、下滑幅度小于床垫, 系新出的蓝奢系列床和床架连带率较高; 22 年床架+床垫合计销量 212 万张 (-2.65%), 可见销售额下滑更多系产品结构下移。第二主业沙发收入 4.5 亿 (+25.37%)、增长亮眼。床品 3.5 亿 (-30.54%), 其他产品 (按摩椅、配套等) 5.19 亿 (-4.03%)。
- 分渠道看, 22 年经销渠道收入 38.9 亿 (-12.51%)、直营收入 2.98 亿 (-34%), 专卖店数量 5600 余家 (净增 700 家、新开 800 家, H1/H2 分别新开 400/400 家, 物理位置口径), 电商渠道收入 7.98 亿 (-9.32%)。直供模式收入 7.8 亿 (+18.3%)。

展望 23 年: 改革稳步落地, 产品&渠道活力有望激发

- 品牌整合: 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。(2) 产品端推陈出新, 套餐策略拉升客单值。(3) 传统线下渠道精细化考核, 精简体系, 激发活力。(4) 电商渠道加码布局, O2O 引流覆盖率提升。(5) 新渠道端定向开发地产、家装、家电、商超、异业五大细分渠道, 先后与碧桂园、京东、苏宁零售云、贝壳家居等 300 余家企业达成战略合作。(6) V6 大家居有望放量, 22 年打造 10+ 样本城市大家居样板店, 23 年将战略性补贴开店投入, 助力经销商新开不低于 100 家的 V6 大家居定制馆。

财务指标

- 22Q4 毛利率 46.49% (+1.16pct)、23Q1 毛利率 48.39% (+3.38pct), 系产品提价落地; 22Q4 费用率合计+0.51pct, 23Q1+3.1pct, 系收入下滑而费用正常投放。(2) 22 年经营现金流 6.47 亿 (-35%), 系应收款同比+1.34 亿、合同负债因疫情同比-1.35 亿。

盈利预测与估值

我们看好慕思重要经营改革落地后, 对公司客单价、客流量和品牌形象带来的全面提升。在改革过程中, 内部对于新政策和调整方向坚定支持, 而新任副总经理杨鑫先生对于经销商合理的反馈意见也能及时做出调整, 目前磨合顺利、看好后续业绩表现。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 66.7 亿/80.68 亿/95.11 亿元, 分别 14.75%/+20.96%/+17.89%, 归母净利润 8.03 亿/9.59 亿/11.23 亿, 分别同比+13.21%/+19.49%/+17.12%, 对应当前 PE 16.69X/13.97X/11.92X, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游市场复苏不及预期, 行业竞争加剧

投资评级: 增持(维持)

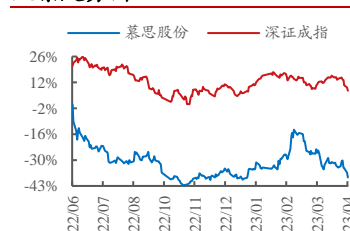
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.48
总市值(百万元)	13,392.33
总股本(百万股)	400.01

股票走势图



相关报告

- 《经营改革稳步落地, 产品&渠道活力有望激发》2023.03.30
- 《Q3 盈利表现靓丽, V6、沙发快速布局——慕思股份点评报告》2022.10.30
- 《疫情扰动 Q2 经营, 多品牌多渠道布局顺利——慕思股份点评报告》2022.08.23

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,813	6,670	8,068	9,511
(+/-) (%)	-10.31%	14.75%	20.96%	17.89%
归母净利润	709	803	959	1,123
(+/-) (%)	3.27%	13.21%	19.49%	17.12%
每股收益(元)	1.77	2.01	2.40	2.81
P/E	18.89	16.69	13.97	11.92

资料来源：浙商证券研究所

表1：慕思股份季度数据一览

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	1,242.32	1,566.61	1,462.80	2,209.31	1,244.77	1,507.26	1,401.43	1,659.21	957.20
YOY					0.20%	-3.79%	-4.20%	-24.90%	-23.10%
归母净利润	136.48	189.92	86.60	273.44	124.10	182.88	118.29	283.66	101.27
YOY					-9.07%	-3.71%	36.59%	3.74%	-18.40%
扣非归母净利润	135.43	185.93			123.69	184.17	106.06	236.29	97.71
YOY					-8.67%	-0.95%			-21.00%
毛利率	44.98%	46.11%	43.22%	45.34%	45.01%	46.91%	47.28%	46.49%	48.39%
期间费用率	30.26%	31.39%	36.51%	29.64%	32.20%	30.96%	37.24%	30.15%	35.30%
其中：销售费用	274.94	405.30	405.85	509.99	289.37	351.92	409.32	405.91	249.19
销售费用率	22.13%	25.87%	27.75%	23.08%	23.25%	23.35%	29.21%	24.46%	26.03%
其中：管理费用	66.05	61.18	81.64	105.87	76.40	77.82	83.31	74.58	64.56
研发费用	32.77	29.30	49.17	43.85	32.55	38.30	36.77	50.67	34.09
管理+研发费用率	7.95%	5.78%	8.94%	6.78%	8.75%	7.70%	8.57%	7.55%	10.31%
其中：财务费用	2.18	-3.95	-2.59	-4.92	2.48	-1.46	-7.44	-30.96	-9.97
财务费用率	0.18%	-0.25%	-0.18%	-0.22%	0.20%	-0.10%	-0.53%	-1.87%	-1.04%
归母净利率	10.99%	12.12%	5.92%	12.38%	9.97%	12.13%	8.44%	17.10%	10.58%
存货	296.45			298.87	325.71	266.09	320.99	220.21	192.03
较上年同期增减	296.45			33.55	325.71	-30.37	320.99	-78.67	-133.68
应收账款	95.67			58.54	88.76	182.78	165.59	192.10	89.87
较上年同期增减	95.67			26.37	88.76	87.11	165.59	133.56	1.11
应付账款及应付票据	507.28			568.91	343.45	429.50	406.39	603.61	761.52
较上年同期增减	507.28			-71.36	343.45	-77.78	406.39	34.70	418.07
预收账款	216.23			251.96	216.07	186.18	169.43	117.46	167.01
较上年同期增减	216.23			-36.63	216.07	-30.05	169.43	-134.51	-49.06
经营性现金流净额	-77.59	243.82	229.19	599.19	-312.05	324.15	81.70	553.65	344.57
较上年同期增减	-77.59	243.82	229.19	599.19	-234.46	80.33	-147.49	-45.55	656.63
筹资性现金流净额	-15.47	-23.31	-18.72	-24.27	-30.36	1485.15	-424.49	-36.47	-67.35
较上年同期增减	-15.47	-23.31	-18.72	-24.27	-14.88	1508.46	-405.77	-12.21	-37.00
资本开支	145.55	205.20	179.02	238.41	191.43	126.86	123.86	179.58	85.38
较上年同期增减	145.55	205.20	179.02	238.41	45.88	-78.34	-55.16	-58.83	-106.05
ROE	7.26%	8.61%	3.93%	10.66%	4.72%	5.19%	2.80%	6.72%	2.30%
YOY (±)	7.26%	8.61%	3.93%	10.66%	-2.54%	-3.42%	-1.12%	-3.93%	-2.42%
资产负债率	42.10%			42.95%	34.21%	24.80%	25.52%	25.02%	26.07%
YOY (±)	42.10%			-2.92%	34.21%	-17.31%	25.52%	-17.93%	-8.14%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 慕思股份收入拆分一览

单位: 百万元		2018	2019	2020	2021	2022	2022H1	2022H2
营业总收入		3187.72	3862.09	4452.42	6481.00	5812.68	2752.04	3060.64
YOY			21.16%	15.29%	45.56%	-10.31%	-2.03%	-16.65%
毛利率(%)		49.14%	53.49%	49.28%	44.98%	46.47%	46.05%	46.85%
按品类拆分								
床垫	收入	1,836.84	2,251.47	2,396.28	3,218.99	2,728.18	1,286.97	1,441.21
	YOY		22.57%	6.43%	34.33%	-15.25%	-9.68%	-19.67%
	占比(%)	57.62%	58.30%	53.82%	50.17%	46.93%	46.76%	47.09%
	毛利率(%)	58.36%	61.19%	59.32%	17.91%	58.92%	57.71%	60.00%
	销售数量(万张)	74.52	93.04	113.97	157.64			
平均单价(元/张)	2464.82	2419.93	2102.60	2041.97				
床架	收入	727.86	887.74	1,172.44	1,793.15	1,710.08	810.43	899.65
	YOY		21.97%	32.07%	52.94%	-4.63%	3.97%	-11.25%
	占比(%)	22.83%	22.99%	26.33%	27.95%	29.42%	29.45%	29.39%
	毛利率(%)	38.26%	44.10%	42.27%	30.20%	39.76%	39.71%	39.81%
	销售数量(万张)	19.53	22.46	36.68	60.20			
平均单价(元/张)	3726.48	3951.77	3196.74	2978.84				
软床(床垫+床架)销售数量(万张)		94.05	115.50	150.65	217.84	212.06		
平均单价(元/张)		2726.95	2717.93	2368.88	2300.84	2092.88		
床品	收入	296.21	364.09	431.49	504.74	350.60	179.53	171.07
	YOY		22.92%	18.51%	16.98%	-30.54%	-22.88%	-37.10%
	占比(%)	9.29%	9.43%	9.69%	7.87%	6.03%	6.52%	5.59%
毛利率(%)		39.72%	44.57%	38.07%	39.70%		42.41%	
其他产品 (沙发、按摩椅等)	收入	302.11	312.09	419.39	899.30	968.51	458.14	510.37
	YOY		3.30%	34.38%	114.43%	7.70%	28.83%	-6.13%
	占比(%)	9.48%	8.08%	9.42%	14.02%	16.67%	16.65%	16.68%
毛利率(%)		25.21%	29.61%	19.73%	12.83%		24.15%	
其中: 沙发业务					358.64	449.62		
YOY					5.53%	7.74%		
占比(%)								
按销售渠道拆分								
经销	收入	2399.16	2702.96	3050.70	4446.75	3890.58		
	YOY		12.66%	12.87%	45.76%	-12.51%		
	占比(%)	75.26%	69.99%	68.52%	68.61%	66.93%		
	毛利率(%)	42.68%	46.42%	45.93%	41.59%	45.70%		
	门店数(家)			3403	4755	5500		
单店提货额(万元)				89.65	93.52			
经销商数量(个)		1018	1179	1401	1906			
单个经销商提货额		2.36	2.29	2.18	2.33			
直营	收入	321.29	483.60	344.23	450.38	297.54		
	YOY		50.52%	-28.82%	30.83%	-33.94%		
	占比	10.08%	12.52%	7.73%	6.95%	5.12%		
	毛利率(%)	74.89%	78.32%	75.89%	73.85%			
	直营门店数(家)	141	108	97	145			
其中: 境内		130	95	85	137			
其中: 境外		11	13	12	8			
单店提货额		2.28	4.48	3.55	3.11			
直供	直供渠道收入	80.75	164.17	386.18	660.14	780.96		
	YOY		103.32%	135.23%	70.94%	18.30%		
	占比(%)	2.53%	4.25%	8.67%	10.19%	13.44%		
	毛利率(%)	59.50%	51.84%	32.64%	27.00%	30.98%		
	其中: 欧派家居		62.88	288.16	528.33	667.82		
	占直供渠道比例(%)		38.30%	74.62%	80.05%	85.51%		
	其中: 锦江系客户		55.88	71.97	67.59	78.32		
占直供渠道比例(%)		69.21%	43.84%	17.50%	11.87%			
其中: 其他		24.86	29.32	30.43	53.33			
占直供渠道比例(%)		30.79%	17.86%	7.88%	8.08%			
电商	收入	331.33	435.58	605.79	880.09	798.04		
	YOY		31.47%	39.08%	45.28%	-9.32%		
	占比(%)	10.39%	11.28%	13.61%	13.58%	13.73%		
毛利率(%)		69.01%	69.02%	61.58%	58.92%	57.26%		
其他	收入	30.48	29.07	32.69	43.67	45.56		
	YOY		-4.64%	12.46%	33.59%	4.32%		
	占比(%)	0.96%	0.75%	0.73%	0.67%	0.78%		
毛利率(%)		10.06%	16.24%	7.92%	4.24%			

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,167	3,955	3,865	4,850
现金	1,771	2,504	2,305	3,025
交易性金融资产	701	701	701	701
应收账款	192	67	191	171
其它应收款	108	56	156	107
预付账款	135	149	178	215
存货	220	438	295	592
其他	40	40	40	40
非流动资产	2,646	3,787	5,151	6,098
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,768	2,578	3,567	4,258
无形资产	345	445	578	656
在建工程	213	413	613	813
其他	321	352	393	372
资产总计	5,813	7,742	9,016	10,949
流动负债	1,319	2,445	2,761	3,570
短期借款	0	500	800	1,000
应付款项	604	852	765	1,209
预收账款	0	0	0	0
其他	716	1,093	1,196	1,361
非流动负债	135	135	135	135
长期借款	0	0	0	0
其他	135	135	135	135
负债合计	1,454	2,581	2,897	3,706
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4,358	5,161	6,120	7,243
负债和股东权益	5,813	7,742	9,016	10,949

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	647	1,515	1,051	1,585
净利润	709	803	959	1,123
折旧摊销	311	147	186	122
财务费用	9	8	20	27
投资损失	(1)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(359)	572	(94)	344
其它	(21)	(9)	(15)	(26)
投资活动现金流	(1,316)	(1,274)	(1,531)	(1,039)
资本支出	(617)	(1,278)	(1,535)	(1,043)
长期投资	0	0	0	0
其他	(699)	4	4	4
筹资活动现金流	994	493	281	173
短期借款	0	500	300	200
长期借款	0	0	0	0
其他	994	(8)	(20)	(27)
现金净增加额	328	733	(199)	719

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,813	6,670	8,068	9,511
营业成本	3,111	3,552	4,310	5,097
营业税金及附加	47	52	62	75
营业费用	1,457	1,708	2,041	2,378
管理费用	312	372	425	514
研发费用	158	159	202	241
财务费用	(37)	(63)	(31)	(19)
资产减值损失	(2)	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	1	4	4	4
其他经营收益	34	23	30	42
营业利润	819	928	1,108	1,298
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	819	928	1,108	1,298
所得税	110	125	149	175
净利润	709	803	959	1,123
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	709	803	959	1,123
EBITDA	1,061	997	1,245	1,371
EPS (最新摊薄)	1.77	2.01	2.40	2.81

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.31%	14.75%	20.96%	17.89%
营业利润	0.15%	13.27%	19.49%	17.12%
归属母公司净利润	3.27%	13.21%	19.49%	17.12%
获利能力				
毛利率	46.47%	46.74%	46.58%	46.41%
净利率	12.20%	12.03%	11.89%	11.81%
ROE	16.27%	15.55%	15.67%	15.51%
ROIC	14.55%	12.77%	13.04%	12.94%
偿债能力				
资产负债率	25.02%	33.34%	32.13%	33.85%
净负债比率	33.37%	50.01%	47.33%	51.16%
流动比率	2.40	1.62	1.40	1.36
速动比率	2.10	1.36	1.21	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.13	0.98	0.96	0.95
应收账款周转率	46.38	51.43	62.50	52.63
应付账款周转率	5.66	4.99	5.49	5.36
每股指标(元)				
每股收益	1.77	2.01	2.40	2.81
每股经营现金	1.62	3.79	2.63	3.96
每股净资产	10.90	12.90	15.30	18.11
估值比率				
P/E	18.89	16.69	13.97	11.92
P/B	3.07	2.59	2.19	1.85
EV/EBITDA	10.91	11.52	9.63	8.37

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>