

23H1 业绩表现强韧性，内部调整成效显著

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:	48.66/29.52
目标价格:		总市值(亿)	133.44
最新收盘价:	33.36	自由流通市值(亿)	13.35
		自由流通股数(百万)	40.01

事件概述

公司发布2023年中报：2023H1公司实现营收23.99亿元，同比-12.81%；归母净利3.56亿元，同比+15.31%；扣非后归母净利3.46亿元，同比+11.80%。Q2单季度实现营收14.42亿元，同比-4.32%，归母净利2.54亿元，同比+37.99%，扣非后归母净利2.48亿元，同比+34.76%。上半年终端消费弱恢复导致渠道订单下滑，以及公司终止直供欧派苏斯品牌业务共同影响导致营收同比下降（若剔除直供业务影响营收同比基本持平），但公司通过精益生产、精细化管理提升盈利能力，业绩实现稳步增长。现金流方面，2023H1公司经营性现金流净额为11.10亿元，同比增长90.8倍，主要系本期供应商以银行承兑汇票结算贷款增加、本期支付工资减少等因素共同影响所致。

► 持续推进V6大家居业务发展，电商业务快速增长

分产品看，2023H1公司床垫/床架/沙发/床品/其他产品营收分别为11.46/7.27/1.86/1.28/1.93亿元，同比-10.97%/-10.25%/-13.09%/-28.75%/-20.74%，占营收比分别为47.76%/30.31%/7.77%/5.33%/8.05%，各个产品均有不同程度的下滑。分地区看，2023H1公司境内、境外分布实现营收23.57、0.42亿元，同比分别-12.58%、-24.18%，占营收比分别为98.25%、1.75%。上半年公司积极推动业务系统组织变革与业务管理升级，经典事业部通过人事调整和组织架构优化，有效提升组织效能和渠道建设创新能力，助力经销渠道有质量发展，同时不断打造差异化提升品牌溢价能力，以及提升终端销售客单值与门店店效人效；通过强势卖场上千家老店重装，升级店态，赋能门店产品展示与推介。V6事业部通过开店装修补贴、开业帮扶、上样补贴、培训赋能等政策大力支出满足条件的经销商开店，上半年开店104家，其中大家居店58家，截至报告期末已验收并开业整装大家居门店78家；电商方面上半年通过对天猫、京东、抖音三大主要电商渠道的资源投入，实现社交平台业务的高速增长，业绩同比增长26.68%。

► 盈利端：毛利率同比提升，期间费用率相对稳定

2023H1公司毛利率、净利率分别为50.68%、14.83%，同比分别+4.61pct、+3.67pct，毛利率提升系产品结构调整、原材料价格同比下降及精简低效产品等因素共同贡献；分产品看，22年公司床垫、床架产品毛利率分别为62.62%、46.08%，同比分别提升4.91pct、6.37pct，两大单品毛利率均有提升。期间费用方面，2023H1公司期间费用率为32.06%，同比+0.54pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为24.36%/5.68%/3.09%/-1.07%，同比+1.06%/+0.08%/+0.51%/-1.10pct；财务费用率下降系本期银行利息收入增加所致。

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，看好公司多品牌品牌力领先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。我们维持此前的盈利预测，2023-2025年收入分别为68.74、78.97、90.96亿元，2023-2025年EPS分别为2.06、2.34、2.67元，参照2023年8月24日收盘价33.36元/股，对应PE分别为16倍、14倍、12倍，维持“买入”评级。

风险提示：

省代模式下门店扩张速度不及预期风险；线上直播渠道进展不及预期风险；终端婚嫁市场恢复不及预期风险；行业竞争加剧风险；短期疫情影响。

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	17.47	17.84	16.17	14.27	12.47

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

分析师：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

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	17.84	16.17	14.27	12.47
流动负债合计	1,319	1,619	1,668	2,083	PB	3.04	2.57	2.18	1.86
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，10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，8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。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，2年从业经验，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。