

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

慕思股份(001323)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

## 相关研究

- 1、《慕思股份(001323): Q3 经营持续承压, 盈利表现稳健》
- 2、《慕思股份(001323) 深度报告: 品牌形而上, 渠道形而下》
- 3、《慕思股份(001323): 上半年渠道建设稳进, 盈利能力稳定》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 产品结构优化&amp;降本增效, Q2 利润超预期

2023年08月25日

**事件:** 公司发布半年报, 2023年上半年实现营业收入23.99亿元, 同比下降12.81%, 实现归母净利润3.56亿元, 同比增长15.3%, 扣非归母净利润3.46亿元, 同比增长11.80%。单Q2实现营业收入14.42亿元, 同比下降4.32%, 实现归母净利润2.54亿元, 同比增长38%, 扣非归母净利润2.48亿元, 同比增长34.76%。

## 点评:

- **上半年剔除直供影响公司营收基本持平, 大家居拓店&电商表现亮眼。** 公司营业收入同比下降主要由于终端消费恢复不及预期导致渠道订单下滑, 以及公司终止直供欧派苏斯品牌业务共同影响所致, 若剔除直供欧派影响, 营业收入同比基本持平。**展望下半年,** 随着各级政府部门已经陆续出台了各项经济刺激及扶持政策, 公司预计消费将大概率逐步复苏, 家居需求有望得到充分支撑, 面对时下经济形势公司保持谨慎乐观态度, 将加大主动营销活动资源投放, 全力保增长、促有质量发展。**分产品看,** 公司上半年床垫、床架、沙发、床品、其他产品分别实现收入11.46亿元、7.27亿元、1.86亿元、1.28亿元、1.93亿元, 分别同比-11%、-10%、-13%、-29%、-21%。公司上半年通过打造全家庭×全生命周期×全场景的全新产品营销架构、构建慕思高阶与差异化的满足环保要求的健康套床解决方案、升级客户定制睡眠系统, 拓深慕思产品护城河, 提升品牌溢价力, 打出差异化。**渠道方面,** 上半年公司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持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; 截止报告期末公司已验收并开业整装大家居门店78家。另外, 公司大力发展电商业务, 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, 上半年电商同比增长26.68%。
- **产品结构调整及降本优化驱动毛利率显著提升, 盈利能力提升。** 1) **毛利率:** 公司上半年实现毛利率50.68%, 同比+4.6pct, 单Q2毛利率为52.2%, 同比+5.3pct。公司毛利率显著改善主要由于: 低毛利直供欧派业务的减少带来的产品结构调整、原材料价格同比下降、精减低效产品等因素共同影响。2) **期间费用:** 公司上半年销售、管理、研发、财务费用率分别为24.4%、5.7%、3.1%、-1.1%, 分别同比变化+1.1pct、+0.08pct、+0.51pct、-1.1pct。其中财务费用率同比下降主要由于银行存款利息收入增加所致。通过公司精益化预算经营管理, 深化提效控本举措, 期间费用同比有所下降。3) **净利润:** 公司上半年实现3.56亿元, 同比增长15.3%, 净利率为14.8%, 同比+3.7pct; 上半年实现扣非归母净利润3.46亿元, 同比增长11.8%。单Q2公司实现归母净利润2.54亿元, 同比增长38%, 净利率17.6%, 同比+5.5pct; 扣非归母净利润2.48亿元, 同比增长34.76%。4) **运营方面,** 公司22上半年实现经营活动现金流为11亿元, 同比增长9076%, 主要为公司供应商以银行承兑汇票结算货款增加、本期支付工资减少等因素共同影响所致; 投资活动现金流为5.1亿元, 同比增长260%, 主要为上年同期募集资金到账、

本期支付分红影响所致；筹资活动现金流-5.1 亿元，主要为上年同期募集资金到账、本期支付分红影响所致。

- **盈利预测与投资评级:** 公司作为国内睡眠产品行业的龙头企业, 坚定“让人们睡得更好”的企业使命, 中高端定位品牌力突出, 核心优势显著。所处床垫赛道长期渗透率、集中度将保持持续提升趋势, 公司通过持续拓展渠道、丰富品类齐发力, 软体行业进一步拓展大家居, 长期发展值得期待。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.80 亿元、10.11 亿元、11.62 亿元, 同比分别增长 24.1%、14.9%、15.0%, 目前股价对应 2023 年、2024 年 PE 分别为 15X、13X, 维持“买入”评级。

**风险因素:** 房地产市场大幅下行风险、原材料价格上涨风险、市场竞争风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,481	5,813	6,285	7,199	8,196
增长率 YoY %	45.6%	-10.3%	8.1%	14.6%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	686	709	880	1,011	1,162
增长率 YoY%	28.0%	3.3%	24.1%	14.9%	15.0%
毛利率%	45.0%	46.5%	50.3%	50.3%	50.5%
净资产收益率ROE%	26.7%	16.3%	18.2%	18.4%	18.6%
EPS(摊薄)(元)	1.72	1.77	2.20	2.53	2.91
市盈率 P/E(倍)	19.44	18.82	15.16	13.20	11.48
市净率 P/B(倍)	5.20	3.06	2.76	2.43	2.13

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,014	3,167	3,293	4,084	5,023	
货币资金	1,423	1,771	2,008	2,624	3,565	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	59	192	52	148	80	
预付账款	136	135	125	143	162	
存货	299	220	335	300	421	
其他	97	848	772	869	794	
<b>非流动资产</b>	2,484	2,646	2,971	3,052	3,028	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,531	1,768	2,058	2,118	2,142	
无形资产	300	345	345	345	345	
其他	652	533	568	589	542	
<b>资产总计</b>	4,498	5,813	6,264	7,136	8,051	
<b>流动负债</b>	1,722	1,319	1,290	1,503	1,661	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	73	0	0	0	
应付账款	569	531	573	691	745	
其他	1,153	716	717	813	916	
<b>非流动负债</b>	210	135	135	135	135	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	210	135	135	135	135	
<b>负债合计</b>	1,932	1,454	1,425	1,639	1,796	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,566	4,358	4,838	5,497	6,255	
<b>负债和股东权益</b>	4,498	5,813	6,264	7,136	8,051	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	6,481	5,813	6,285	7,199	8,196	
同比(%)	45.6%	-10.3%	8.1%	14.6%	13.8%	
归属母公司净利润	686	709	880	1,011	1,162	
同比(%)	28.0%	3.3%	24.1%	14.9%	15.0%	
毛利率(%)	45.0%	46.5%	50.3%	50.3%	50.5%	
ROE%	26.7%	16.3%	18.2%	18.4%	18.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.72	1.77	2.20	2.53	2.91	
P/E	19.44	18.82	15.16	13.20	11.48	
P/B	5.20	3.06	2.76	2.43	2.13	
EV/EBITDA	-1.14	10.91	10.56	8.87	7.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	6,481	5,813	6,285	7,199	8,196	
营业成本	3,566	3,111	3,123	3,575	4,061	
营业税金及附加	47	47	53	60	69	
销售费用	1,596	1,457	1,603	1,836	2,090	
管理费用	315	312	365	418	475	
研发费用	155	158	195	223	254	
财务费用	-9	-37	-15	-17	-23	
减值损失合计	-2	-2	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	4	1	13	14	16	
其他	4	55	43	49	56	
<b>营业利润</b>	818	819	1,017	1,168	1,343	
营业外收支	0	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	818	819	1,017	1,168	1,344	
所得税	131	110	137	158	181	
<b>净利润</b>	686	709	880	1,011	1,162	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	686	709	880	1,011	1,162	
EBITDA	1,042	1,061	1,083	1,220	1,386	
EPS(当年)(元)	1.91	1.87	2.20	2.53	2.91	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	995	647	1,046	1,120	1,390	
净利润	686	709	880	1,011	1,162	
折旧摊销	233	311	125	119	123	
财务费用	11	9	3	3	3	
投资损失	-4	-1	-13	-14	-16	
营运资金变	83	-359	82	38	159	
其它	-15	-21	-32	-37	-42	
<b>投资活动现金流</b>	-763	-1,316	-405	-149	-42	
资本支出	-767	-617	-418	-163	-58	
长期投资	0	-700	0	0	0	
其他	4	1	13	14	16	
<b>筹资活动现金流</b>	-82	994	-403	-355	-408	
吸收投资	0	1,484	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-400	-403	-355	-408	
<b>现金流净增加额</b>	150	328	237	616	940	

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。