

家具

慕思股份（001323.SZ）

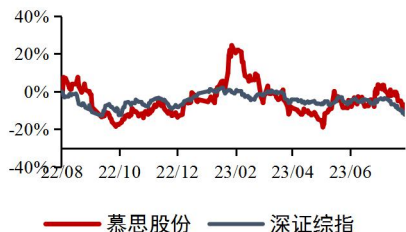
增持-A(维持)

23Q2 营收降幅收窄，盈利能力同比显著提升

2023年8月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2023年8月25日

收盘价(元):	34.31
年内最高/最低(元):	48.66/29.52
流通A股/总股本(亿):	0.40/4.00
流通A股市值(亿):	13.73
总市值(亿):	137.24

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	0.89
摊薄每股收益:	0.89
每股净资产(元):	10.80
净资产收益率:	8.24

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

8月25日，公司披露2023年半年报，2023年上半年，公司实现营业收入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15.31%，实现扣非净利润3.46亿元，同比增长11.80%。

事件点评

23Q2 营收降幅收窄，归母净利润超过2021年同期。营收端，2023H1，公司实现营业收入23.99亿元，同比下降12.81%，其中23Q1、23Q2营收分别为9.57、14.42亿元，同比下降23.10%、4.32%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润3.56亿元，同比增长15.31%，其中，23Q1、23Q2归母净利润分别为1.01、2.54亿元，同比下降18.40%、增长37.99%。今年上半年，公司营收下降主因终端消费恢复不及预期，以及公司终止直供欧派苏斯品牌业务，若剔除直供欧派业务影响，营业收入同比基本持平，同时，今年2季度，公司营收降幅较1季度环比显著收窄，业绩端表现亮眼，超过2021年同期，主因产品结构优化、原材料价格下降、精简低效产品并上架新品，带动公司毛利率提升明显，及公司费用管控的效果较好。

床垫及床架产品依旧为公司基本盘，产品毛利率同比提升。公司主要从事健康睡眠系统的研发、生产和销售，主要产品包括中高端床垫、床架、床品和其他产品（按摩椅、沙发、桌椅等）。分品类看，2023H1，公司床垫、床架、沙发、床品、其它产品分别实现收入11.46、7.27、1.86、1.28、1.93亿元，同比下降10.97%、10.25%、13.09%、28.75%、20.74%，占收入比重为47.8%、30.3%、7.8%、5.3%、8.1%。各产品盈利能力同比均实现提升，具体为：床垫产品毛利率62.62%，同比提升4.91pct；床架产品毛利率46.08%，同比提升6.37pct。

V6 整装大家居期末门店为78家，电商渠道增速靓丽。公司深耕健康睡眠领域近二十年，目前已形成“健康睡眠品牌、V6大家居品牌、沙发品牌”三大主力品牌。今年上半年，公司V6事业部通过开店装修补贴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，截至2023H1末，已验收并开业整装大家居门店78家。电商渠道方面，公司通过对天猫、京东、抖音三大主要电商渠道的资源投入，上半年电商渠道收入同比增长26.68%。

2023H1 公司盈利能力同比显著改善，经营活动现金流净额大幅增长。盈利能力方



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





面，2023H1，公司毛利率同比提升 4.6pct 至 50.68%，其中 23Q1-23Q2 毛利率分别为 48.39%、52.20%，同比提升 3.4、5.3pct。期间费用率方面，2023H1，公司期间费用率合计提升 0.5pct 至 32.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 24.4%/5.7%/3.1%/-1.1%，同比+1.1/+0.1/+0.5/-1.1pct。23Q2，公司期间费用率合计下滑 1.0pct 至 29.92%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 23.3%/5.0%/2.8%/-1.1%，同比-0.1/-0.2/+0.2/-1.0pct。综合影响下，2023H1，公司归母净利润率为 14.8%，同比提升 3.7pct，23Q2，公司归母净利润率为 17.6%，同比提升 5.5pct。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货 2.28 亿元，同比下降 14.28%，存货周转天数 34 天，同比持平。经营现金流方面，2023H1，公司经营现金流净额为 11.10 亿元，同比增长 90.8 倍，经营活动现金流大幅增长主因本期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，其中 23Q1-23Q2 分别为 3.45、7.66 亿元。

投资建议

➢ 今年上半年，受到欧派直供业务停止合作及终端消费复苏不及预期影响，公司营收端同比仍有下滑，但 2 季度营收降幅有所收窄，销售毛利率同比显著提升，且控费得当，公司 2 季度归母净利润超过 2021 年同期水平，业绩恢复较好。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.04、2.40 和 2.80 元，对应公司 2023-2025 年 PE 为 16.8、14.3、12.2 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➢ 原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；终端消费复苏不及预期。

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	6,086	6,901	7,748
YoY(%)	45.6	-10.3	4.7	13.4	12.3
净利润(百万元)	686	709	815	960	1,121
YoY(%)	28.0	3.3	14.9	17.8	16.8
毛利率(%)	45.0	46.5	50.0	50.3	50.6
EPS(摊薄/元)	1.72	1.77	2.04	2.40	2.80
ROE(%)	26.7	16.3	17.1	17.1	17.1
P/E(倍)	20.0	19.4	16.8	14.3	12.2
P/B(倍)	5.3	3.1	2.9	2.5	2.1
净利率(%)	10.6	12.2	13.4	13.9	14.5

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	3900	4503	5805
现金	1423	1771	3068	3399	4581
应收票据及应收账款	59	192	70	227	107
预付账款	136	135	114	169	163
存货	299	220	328	248	408
其他流动资产	97	848	320	459	547
非流动资产	2484	2646	2632	2757	2830
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1531	1768	1760	1867	1977
无形资产	300	345	387	378	373
其他非流动资产	652	533	486	512	480
资产总计	4498	5813	6533	7259	8636
流动负债	1722	1319	1623	1499	1949
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	569	604	606	662	796
其他流动负债	1153	716	1016	837	1153
非流动负债	210	135	137	161	144
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	210	135	137	161	144
负债合计	1932	1454	1760	1660	2093
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	1770	2489	3235
归属母公司股东权益	2566	4358	4773	5599	6542
负债和股东权益	4498	5813	6533	7259	8636

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	1352	720	1611
净利润	686	709	815	960	1121
折旧摊销	156	232	154	165	169
财务费用	-9	-37	-49	-72	-93
投资损失	-4	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	80	-364	440	-316	432
其他经营现金流	86	109	-5	-16	-15
投资活动现金流	-763	-1316	333	-350	-329
筹资活动现金流	-82	994	-388	-38	-101
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	1.77	2.04	2.40	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	1.62	3.38	1.80	4.03
每股净资产(最新摊薄)	6.42	10.90	11.93	14.00	16.36

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6481	5813	6086	6901	7748
营业成本	3566	3111	3045	3432	3829
营业税金及附加	47	47	48	53	61
营业费用	1596	1457	1558	1767	1980
管理费用	315	312	350	393	438
研发费用	155	158	213	242	271
财务费用	-9	-37	-49	-72	-93
资产减值损失	-5	-11	-7	-9	-11
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	1130	1318
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	958	1129	1318
所得税	131	110	144	169	198
税后利润	686	709	815	960	1121
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	686	709	815	960	1121
EBITDA	931	998	1039	1198	1368

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	4.7	13.4	12.3
营业利润(%)	20.0	0.2	17.1	17.8	16.7
归属于母公司净利润(%)	28.0	3.3	14.9	17.8	16.8
获利能力					
毛利率(%)	45.0	46.5	50.0	50.3	50.6
净利率(%)	10.6	12.2	13.4	13.9	14.5
ROE(%)	26.7	16.3	17.1	17.1	17.1
ROIC(%)	22.7	14.6	15.3	15.2	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	25.0	26.9	22.9	24.2
流动比率	1.2	2.4	2.4	3.0	3.0
速动比率	0.9	2.1	2.1	2.7	2.7
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	20.0	19.4	16.8	14.3	12.2
P/B	5.3	3.1	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	13.5	11.4	10.2	8.5	6.5

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，本报告的任何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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

