

2022年08月21日

短期业绩受疫情扰动，睡眠龙头持续扩张

慕思股份(001323)

2022 中报业绩跟踪

公司发布 2022 年中报：2022H1 公司实现营收 27.52 亿元，同比-2.03%；归母净利润 3.07 亿元，同比-5.95%；扣非后归母净利润 3.08 亿元，同比-4.20%；其中 Q1、Q2 单季度实现营收 12.45/15.07 亿元，同比+0.20%/-3.79%，归母净利润 1.24/1.83 亿元，同比-9.07%/-3.71%，扣非后归母净利润 1.24/1.84 亿元，同比-8.67%/-0.95%。上半年在国内疫情多发散发、3-5 月期间深圳、东莞、上海发生严重疫情，一定程度上冲击了公司华东华南两基地正常运营及两区域市场的线下销售，业绩同比小幅下滑。现金流方面，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.12 亿元，同比-92.72%，主要系工资薪金支出增加所致。

夯实头部品牌地位，丰富线上新型消费模式

产品端：2022H1 公司床垫、床架、床品及其他品类分别实现营收 12.97、8.10、1.80、4.58 亿元，同比分别-9.68%、+3.97%、-22.88%、+28.83%，以上占主营业务比为 47.05%、29.63%、6.56%、16.75%，疫情影响公司线下销售受到一定冲击，上半年公司深化健康睡眠文化推广，继续夯实慕思头部地位；同时通过微博、抖音、小红书等网络平台构建慕思品牌公域流量内容生态，并选取人流量高的机场、高铁站进行品牌广告精准投放，助力线上、线下各品牌推广活动的有效率及转化率。根据全国性家居建材综合商场红星美凯龙、居然之家出具 22 年上半年软床销售排名数据，慕思品牌销售排名第一。

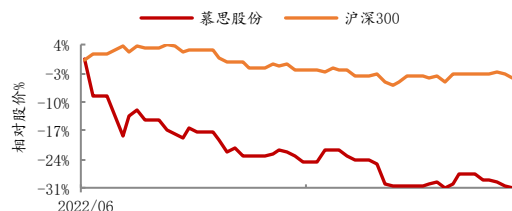
渠道端：公司已建成以“经销为主，电商、直供、直营等多渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系，**传统渠道方面**，上半年新增 400 余个线下专卖店，进一步完善国内终端经销门店的布局，并通过全方位的营销赋能强化经销商整体运营能力。同时，公司亦开展抖音平台的货品及人群测试、以及号群的建立和店号的布局，持续优化短视频直播模式，不断丰富线上带货场景。**新渠道端**，公司与碧桂园、万科、京东、苏宁零售云、贝壳家居、星艺装饰集团、点石集团等品牌达成战略合作，以支持经销商大力发展多渠道营销，积极布局家装、地产、电器、商超等新渠道消费市场。

盈利端：毛利率提升，期间费用同比上涨

2022H1 公司毛利率同比+0.45pct 至 46.05%，主要系各产品毛利率均有提升，其中床垫、床架、床品及其他品类毛利率较上年同期分别增长 0.24、1.59、2.44、8.30pct 至 57.71%、39.71%、42.41%、24.15%；22H1 公司期间费用率为 31.52%，同比+0.63pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	未评级
目标价格：	
最新收盘价：	38.56
股票代码：	001323
52 周最高价/最低价：	61.67/38.32
总市值(亿)	154.24
自由流通市值(亿)	15.43
自由流通股数(百万)	40.01



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西轻工】慕思股份深度报告：健康睡眠引领者 开启二次腾飞

23.30%、5.60%、2.57%、0.04%，同比-0.91、+1.07pct、+0.37、+0.10pct；22H1 净利率同比下降 0.47pct 至 11.15%，主要是受管理费用增多及汇率波动较大财务费用增多所致。

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。我们预计公司 22-24 年收入分别为 71.29、82.94、97.27 亿元，2022-2024 年 EPS 分别为 1.83/2.11/2.45 元/股，参照 2022 年 8 月 19 日收盘价 38.56 元/股，对应 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动风险；地产交付不及预期风险；行业竞争加剧风险；募投项目建设不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,452	6,481	7,129	8,294	9,727
YoY (%)	15.3%	45.6%	10.0%	16.3%	17.3%
归母净利润(百万元)	536	686	732	844	981
YoY (%)	61.1%	28.0%	6.7%	15.3%	16.3%
毛利率 (%)	49.3%	45.0%	45.8%	45.6%	45.2%
每股收益 (元)	1.68	1.91	1.83	2.11	2.45
ROE	28.5%	26.7%	15.3%	15.0%	14.9%
市盈率	24.04	21.14	22.06	19.14	16.46

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 中报跟踪：短期业绩受疫情扰动，睡眠龙头持续扩张.....	4
2. 盈利预测及可比公司估值.....	5
3. 风险提示.....	7

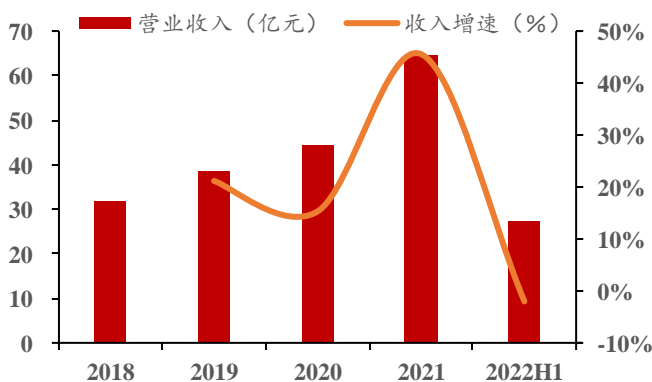
图表目录

图 1 2022H1 公司营收同比-2.30%.....	4
图 2 2022H1 公司归母净利润同比-5.95%.....	4
图 3 公司毛利率、净利率及期间费用率情况.....	5
图 4 公司各产品毛利率情况.....	5
图 5 公司收入明细拆分.....	6
图 6 可比公司估值表.....	7

1. 中报跟踪：短期业绩受疫情扰动，睡眠龙头持续扩张

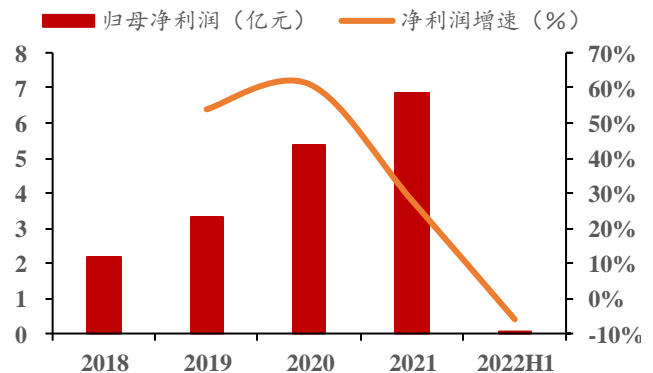
公司发布 2022 年中报：2022H1 公司实现营收 27.52 亿元，同比-2.03%；归母净利润 3.07 亿元，同比-5.95%；扣非后归母净利润 3.08 亿元，同比-4.20%；其中 Q1、Q2 单季度实现营收 12.45/15.07 亿元，同比+0.20%/-3.79%，归母净利润 1.24/1.83 亿元，同比-9.07%/-3.71%，扣非后归母净利润 1.24/1.84 亿元，同比-8.67%/-0.95%。上半年在国内疫情多发散发、3-5 月期间深圳、东莞、上海发生严重疫情，一定程度上冲击了公司华东南两基地正常运营及两区域市场的线下销售，业绩同比小幅下滑。现金流方面，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.12 亿元，同比-92.72%，主要系工资薪金支出增加所致。

图 1 2022H1 公司营收同比-2.30%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2022H1 公司归母净利润同比-5.95%



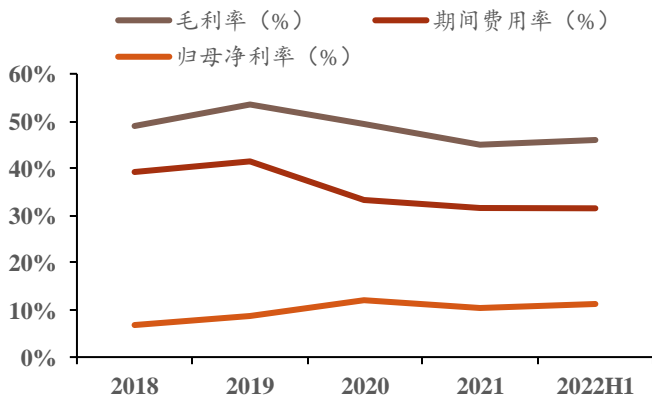
资料来源：公司公告，华西证券研究所

产品端：2022H1 公司床垫、床架、床品及其他品类分别实现营收 12.97、8.10、1.80、4.58 亿元，同比分别-9.68%、+3.97%、-22.88%、+28.83%，以上占主营业务比为 47.05%、29.63%、6.56%、16.75%，疫情影响公司线下销售受到一定冲击，上半年公司深化健康睡眠文化推广，继续夯实慕思头部地位；同时通过微博、抖音、小红书等网络平台构建慕思品牌公域流量内容生态，并选取人流量高的机场、高铁站进行品牌广告精准投放，助力线上、线下各品牌推广活动的有效率及转化率。根据全国性家居建材综合商场红星美凯龙、居然之家出具 22 年上半年软床销售排名数据，慕思品牌销售排名第一。

渠道端：公司已建成以“经销为主，电商、直供、直营等多渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系，**传统渠道方面**，上半年新增 400 余个线下专卖店，进一步完善国内终端经销门店的布局，并通过全方位的营销赋能强化经销商整体运营能力。同时，公司亦开展抖音平台的货品及人群测试、以及号群的建立和店号的布局，持续优化短视频直播模式，不断丰富线上带货场景。**新渠道端**，公司与碧桂园、万科、京东、苏宁零售云、贝壳家居、星艺装饰集团、点石集团等品牌达成战略合作，以支持经销商大力发展多渠道营销，积极布局家装、地产、电器、商超等新渠道消费市场。

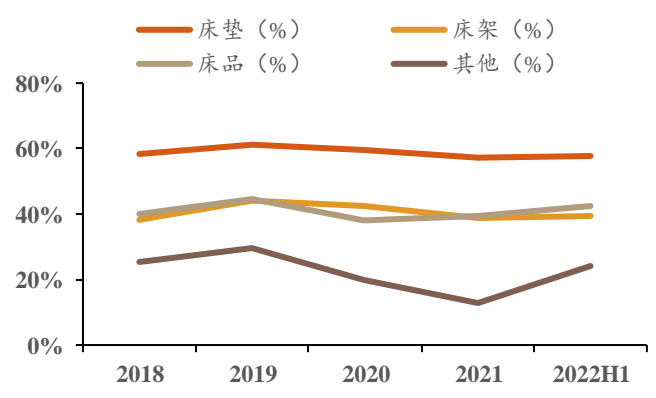
毛利率提升，期间费用同比上涨。2022H1 公司毛利率同比+0.45pct 至 46.05%，主要系各产品毛利率均有提升，其中床垫、床架、床品及其他品类毛利率较上年同期分别增长 0.24/1.59/2.44/8.30pct 至 57.71%/39.71%/42.41%/24.15%；22H1 公司期间费用率为 31.52%，同比+0.63pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.30%/5.60%/2.57%/0.04%，同比-0.91/+1.07pct/+0.37/+0.10pct；22H1 净利率同比下降 0.47pct 至 11.15%，主要是受管理费用增多及汇率波动较大财务费用增多所致。

图 3 公司毛利率、净利率及期间费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司各产品毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司发布关于 22 年半年度利润分配预案公告，彰显回报股东决心。截至 2022 年 6 月 30 日，公司可供股东分配利润为 10.10 亿元，母公司可供分配利润 9.29 亿元；为积极回报股东，与股东分享公司发展的经营成果，2022 年 8 月 20 日公司发布关于 2022 年半年度利润分配预案的公告，公司现拟以总股本 4 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），预计派发现金红利 4 亿元（含税），不送红股，不以资本公积转增股本，计算股息率达 2.58%（按 8 月 19 日收盘价）。

2. 盈利预测及可比公司估值

基本假设：

由于上半年受到华东、华南地区疫情的影响，公司业绩有所下滑，但预计随着疫情缓解、压抑的消费需求有望得到充分释放。我们预计公司床垫将会维持 2%-13%左右的增速，而床架基数较小、得益于和床垫的联动销售预计增速为 20%-25%的左右；公司在床品领域扩大投入，预计床品类将以 2%-5%的增速快速增长；其他软体品类规模较小、受益于一体化购齐需求及公司多品类多品牌战略推动，预计将以 20%-25%的增速增长。

盈利端：我们预计随着公司规模效应的发挥、成本以及产品结构优化，盈利能力将持续向上，整体毛利率水平不断提升。

费用端：由于上市后门店及业务拓展，及持续加大精准营销投入，销售费用率、管理费用率和研发费用率有小幅提升。

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。我们预计公司 22-24 年收入分别为 71.29、82.94、97.27 亿元，2022-2024 年 EPS 分别为 1.83/2.11/2.45 元/股，参

照 2022 年 8 月 19 日收盘价 38.56 元/股，对应 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍，给予“买入”评级。

图 5 公司收入明细拆分

慕思股份营收拆分 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	4452	6481	7129	8294	9727
YOY	15.3%	45.6%	10.0%	16.3%	17.3%
营业成本	2258	3566	3863	4511	5326
主营业务收入 (百万元)	4420	6416	7061	8221	9646
占比	99.3%	99.0%	99.0%	99.1%	99.2%
毛利	2164	2851	3202	3714	4325
占比	98.6%	97.8%	98.0%	98.2%	98.3%
毛利率	49.0%	44.4%	45.3%	45.2%	44.8%
一、民用户具-床垫	2396	3219	3269	3696	4180
YOY	6.4%	34.3%	1.6%	13.1%	13.1%
占比	54.2%	50.2%	46.3%	45.0%	43.3%
床垫毛利率	59.3%	57.2%	57.3%	57.5%	57.5%
二、床架	1172	1793	2153	2635	3279
YOY	32.1%	52.9%	20.1%	22.4%	24.4%
1793.15	26.5%	27.9%	30.5%	32.1%	34.0%
床架毛利率	42.3%	38.7%	39.2%	39.2%	39.2%
三、床品	431	505	515	541	568
YOY	18.5%	17.0%	2.0%	5.0%	5.0%
占比	9.8%	7.9%	7.3%	6.6%	5.9%
床品毛利率	38.1%	39.7%	42.0%	42.5%	43.0%
四、其他主营业务(沙发、按摩椅)	419	899	1124	1349	1619
YOY	34.4%	114.4%	25.0%	20.0%	20.0%
占比	9.5%	14.0%	15.9%	16.4%	16.8%
其他毛利率	19.7%	12.8%	24.0%	24.2%	24.2%
其他业务	33	65	68	74	81
YOY	-29.7%	97.6%	5.0%	8.0%	10.0%
占比	0.7%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
毛利率	91.9%	98.1%	94.0%	94.0%	94.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2022/8/19	2022/8/19	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
顾家家居	603816.SH	43.72	359	2.65	2.48	3.00	16	18	15
梦百合	603313.SH	12.19	59	-0.57	0.79	1.24	-21	15	10
喜临门	603008.SH	29.45	114	1.45	1.85	2.40	20	16	12
平均值		28.45	178	0.00	1.71	2.21	5	16	12
慕思股份	001323.SZ	38.56	154	1.91	1.83	2.11	20	21	18

资料来源: wind, 华西证券研究所

3.风险提示

- 1、宏观经济波动风险；
- 2、地产交付不及预期风险；
- 3、行业竞争加剧风险；
- 4、募投项目建设不及预期。

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，9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，6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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。