

轻工制造

慕思股份 (001323.SZ)

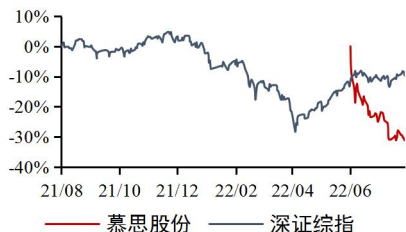
增持-A(首次)

22H1 营收业绩短期承压，门店扩张稳步推进

2022年8月21日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



事件描述

8月20日，公司披露2022年半年报，2022H1，公司实现营业收入27.52亿元，同比下降2.03%，实现归母净利润3.07亿元，同比下降5.95%，实现扣非净利润3.08亿元，同比下降4.20%。

事件点评

22H1 受疫情影响经营承压，业绩同比下滑中单位数。2022H1，公司实现营收27.52亿元，同比下降2.03%，其中22Q1、22Q2营收分别为12.45、15.07亿元，同比增长0.20%、下降3.79%。2022H1，公司实现归母净利润3.07亿元，同比下降5.95%，其中，22Q1、22Q2归母净利润分别为1.24、1.83亿元，同比下降9.07%、3.71%。由于今年3-5月期间深圳、东莞、上海等地疫情反复，公司收入占比较大的华南、华东两生产基地正常运营及线下销售受到负面影响，2021年华南、华东区域收入占比分别为23.60%、36.91%。

卧室品类融合持续推进，全品类毛利率同比提升。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，2022H1，公司床垫、床架、床品、其它产品分别实现收入12.87、8.10、1.80、4.58亿元，同比下降9.68%、增长3.97%、下降22.88%、增长28.83%，占收入比重为46.8%、29.5%、6.5%、16.7%。各产品盈利能力同比均实现提升，具体为：床垫产品毛利率57.7%，同比提升0.2pct；床架产品毛利率39.7%，同比提升1.6pct；床品毛利率42.4%，同比提升2.4pct；其它产品毛利率24.2%，同比提升8.3pct。

上半年开店计划完成过半，助力经销商多渠道布局。分渠道看，公司已建成以“经销为主，直营、直供、电商等多渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系。经销渠道方面，2021年，公司经销商净增加505家至1906家，线下专卖店4900余家，2022年上半年，公司新增400余个线下专卖店，并与碧桂园、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。直营渠道方面，截至2021年末，公司拥有直营门店145家，截至22H1末，公司在东莞、广州、深圳、上海、北京和中国香港、美国、德国设有直营门店合计200余家。直供渠道方面，公司直供客户群主要为欧派家居、锦江酒店等定制家居客户和酒店客户，2021年直供渠道收入占比10.3%。电商渠道方面，2021年收入占比13.7%，今年上半年公司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。未来3-5年，公司计划将电商渠道收入占

市场数据：2022年8月19日

收盘价(元):	38.56
年内最高/最低(元):	61.67/38.32
流通A股/总股本(亿):	0.40/4.00
流通A股市值(亿):	15.43
总市值(亿):	154.24

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



比提升至 20%-30%。

➤ **盈利能力同比上升，2 季度现金流已现改善：**盈利能力方面，22H1，公司毛利率同比提升 0.5pct 至 46.05%，其中 22Q2 毛利率同比提升 0.8pct 至 46.91%，伴随主要原材料价格持续回落，盈利能力后续有望稳中有升。费用率方面，22H1，公司期间费用率合计提升 0.6pct 至 31.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 23.3%/5.6%/2.6%/0.0%，同比-0.9/+1.1/+0.4/+0.1pct，综合影响下，22H1，公司销售净利率为 11.2%，同比下滑 0.5pct。存货方面，截至 22H1 末，公司存货 2.66 亿元/-10.24%，存货周转天数 34 天，同比增加 1 天。现金流方面，22H1 公司经营活动现金流净额为 0.12 亿元，同比下降 92.72%，其中 22Q1、22Q2 分别为-3.12、3.24 亿元，1 季度经营活动现金净流出主要为采购备货增加及税费和薪酬费用支出增加所致。

投资建议

➤ 今年上半年，公司营收和业绩受疫情影响短期承压，但门店扩张稳步推进，公司预计 2022 年开店 800-1000 家。中长期看，作为软体家居的核心品类，对比发达国家，床垫在我国的渗透率和消费者更新周期均有较大提升空间，公司作为国内知名中高端床垫品牌，卧室品类融合进程不断推进，伴随渠道拓展和募投项目产能逐步落地，市占率有望继续提升。我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.94、2.42 和 3.02 元，对应公司 22、23 年 PE 约 20、16 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示

➤ 地产销售恢复不及预期；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧；直供渠道占比提升影响公司盈利能力

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,452	6,481	7,376	8,502	9,895
YoY(%)	15.3	45.6	13.8	15.3	16.4
净利润(百万元)	536	686	776	969	1,209
YoY(%)	61.1	28.0	13.0	24.9	24.7
毛利率(%)	49.3	45.0	45.9	46.0	45.9
EPS(摊薄/元)	1.34	1.72	1.94	2.42	3.02
ROE(%)	28.5	26.7	23.2	22.5	21.9
P/E(倍)	28.8	22.5	19.9	15.9	12.8
P/B(倍)	8.2	6.0	4.6	3.6	2.8
净利率(%)	12.0	10.6	10.5	11.4	12.2

数据来源：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)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1747	2014	3549	4251	5929	营业收入	4452	6481	7376	8502	9895
现金	1274	1423	2569	3534	4789	营业成本	2258	3566	3988	4595	5353
应收票据及应收账款	32	59	72	68	89	营业税金及附加	37	47	56	66	74
预付账款	100	136	174	163	225	营业费用	1105	1596	1823	2032	2276
存货	265	299	566	337	666	管理费用	289	315	419	448	541
其他流动资产	76	97	168	148	159	研发费用	90	155	184	221	267
非流动资产	1727	2484	2199	2317	2440	财务费用	5	-9	-52	-46	-87
长期投资	0	0	-3	-7	-9	资产减值损失	-3	-2	-9	-7	-8
固定资产	941	1531	1440	1478	1569	公允价值变动收益	-0	0	0	-0	-0
无形资产	307	300	340	387	383	投资净收益	5	4	0	0	0
其他非流动资产	478	652	423	459	498	营业利润	681	818	965	1191	1474
资产总计	3473	4498	5748	6568	8369	营业外收入	5	6	5	6	6
流动负债	1527	1722	2254	2086	2657	营业外支出	24	6	12	14	11
短期借款	0	0	10	3	4	利润总额	663	818	958	1183	1470
应付票据及应付账款	640	569	1121	779	1299	所得税	127	131	183	214	261
其他流动负债	887	1153	1124	1303	1354	税后利润	536	686	776	969	1209
非流动负债	66	210	112	131	152	少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
长期借款	0	0	0	1	1	归属母公司净利润	536	686	776	969	1209
其他非流动负债	66	210	112	129	150	EBITDA	724	931	1065	1275	1549
负债合计	1593	1932	2366	2216	2809						
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0	主要财务比率					
股本	360	360	400	400	400	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1404	1404	1404	1404	1404	成长能力					
留存收益	113	800	1575	2545	3754	营业收入(%)	15.3	45.6	13.8	15.3	16.4
归属母公司股东权益	1880	2566	3382	4352	5561	营业利润(%)	59.4	20.0	18.0	23.5	23.7
负债和股东权益	3473	4498	5748	6568	8369	归属于母公司净利润(%)	61.1	28.0	13.0	24.9	24.7
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	49.3	45.0	45.9	46.0	45.9
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	12.0	10.6	10.5	11.4	12.2
经营活动现金流	986	995	1186	1170	1479	ROE(%)	28.5	26.7	23.2	22.5	21.9
净利润	536	686	776	969	1209	ROIC(%)	26.0	22.7	21.0	20.1	19.5
折旧摊销	100	156	166	183	204	偿债能力					
财务费用	5	-9	-52	-46	-87	资产负债率(%)	45.9	43.0	41.2	33.7	33.6
投资损失	-5	-4	0	0	0	流动比率	1.1	1.2	1.6	2.0	2.2
营运资金变动	317	80	275	67	153	速动比率	0.9	0.9	1.2	1.8	1.9
其他经营现金流	34	86	21	-3	0	营运能力					
投资活动现金流	-290	-763	47	-263	-333	总资产周转率	1.5	1.6	1.4	1.4	1.3
筹资活动现金流	248	-82	-87	58	109	应收账款周转率	107.5	142.9	113.1	121.2	125.7
						应付账款周转率	3.9	5.9	4.7	4.8	5.2
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.72	1.94	2.42	3.02	P/E	28.8	22.5	19.9	15.9	12.8
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	2.49	2.97	2.93	3.70	P/B	8.2	6.0	4.6	3.6	2.8
每股净资产(最新摊薄)	4.70	6.42	8.36	10.78	13.80	EV/EBITDA	19.6	15.4	12.1	9.4	7.0

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

