

审慎增持 (首次)

慕思股份

001323

慕思家居 2022 中报点评：疫情扰动导致 22Q2 业绩承压，下半年有望回升

2022 年 08 月 22 日

市场数据

市场数据日期	2022-08-19
收盘价(元)	38.56
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	40.01
总市值(百万元)	15424.39
流通市值(百万元)	1542.79
净资产(百万元)	4356.85
总资产(百万元)	5793.3
每股净资产	10.89

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师：

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

S0190522070001

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6481	7170	8250	9488
同比增长	45.6%	10.6%	15.1%	15.0%
归母净利润(百万元)	686	760	893	1029
同比增长	28.0%	10.8%	17.5%	15.2%
毛利率	45.0%	45.9%	45.4%	45.0%
净利率	10.6%	10.6%	10.8%	10.8%
净资产收益率	26.7%	15.8%	15.7%	15.3%
每股收益(元)	1.72	1.90	2.23	2.57
每股经营现金流(元)	2.49	1.48	2.53	2.82

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件：8月19日，公司发布2022年半年报。**22H1 营收/归母净利润/扣非净利润 27.52/3.07/3.08 亿元，同比变动-2.03%/-5.95%/-4.20%；其中 22Q2 营收/归母净利润/扣非净利润 15.07/1.83/1.84 亿元，同比变动-3.79%/-3.71%/-0.95%。
- **疫情冲击 22H1 收入增速：**3 月以来，新冠疫情在华东、华南等区域有所反复，而华东、华南地区收入分别占公司总收入的比重约为 36%、25%，且公司的生产基地主要在华东和华南，因此 22Q1&Q2 生产、销售均受到一定冲击。分产品看，22H1 床垫/床架/床品增速分别为-9.68%、+3.97%、-22.88%，其中 22Q1 床垫/床架/床品增速分别为-14.89%、+4.24%、-17.26%，22Q2 床垫/床架/床品增速分别为-5.12%、+3.76%、-27.32%。
- **盈利能力相对平稳：**22H1 公司毛利率和净利率分别为 46.05%、11.15%，同比+0.45pct、-0.47pct，其中 22Q2 毛利率和净利率分别为 46.91%、12.13%，同比+0.81pct、+0.01pct。分产品看，22H1 床垫/床架/床品毛利率分别+0.24pct、+1.59pct、+2.44pct 至 57.71%、39.71%、42.41%；其中 22Q2 床垫/床架/床品毛利率分别-1.49pct、+2.61pct、-3.10pct 至 58.27%、40.23%、39.94%。随着床架规模增加（预计销量口径配套率达 40%左右），对应毛利率有所提升。

- **销售费用率有所下降:** 22H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.3%/5.6%/2.57%/0.04%，同比-0.91/+1.07/+0.37/+0.1pct；其中 22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.35%/5.16%/2.54%/-0.1%，同比变动-2.52/+1.26/+0.67/+0.16pct。22Q2 销售费用率下降主要系业务推广费下降（包括品牌主题活动支出、平台使用费、线上佣金、展会费、内容运营费等），管理费用提升主要系折旧摊销增加。
- **22Q2 现金流修复明显:** 公司 22H1 实现经营性现金流为 0.12 亿元，同比减少 92.72%。其中 22Q2 公司实现经营性现金流 3.24 亿元，同比增长 32.95%。公司 22H1 末合同负债为 1.86 亿元，同比下降 13.9%。
- **床垫赛道领先企业，业绩有望逐步向上:** 渠道端看，截至 22H1 末公司门店数量达 5300 余家（经销 5100 家、直营 200 家），较 2021 年底净增 400 多家；品类端看，公司明确了 V6 家居定制化业务发展方向，以一体化定制、一站式配齐的销售模式积极推进整装家居业务发展。我们预计 2022-2023 年公司营业收入为 71.7、82.5 亿元，同增 10.6%、15.1%；归母净利润 7.6、8.9 亿元，同增 10.8%、17.5%；对应 8 月 19 日 P/E 为 20.3 和 17.3 倍。

风险提示：原材料价格波动风险，疫情恶化风险，新渠道开拓不达预期风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2014	4382	5674	7141	营业收入	6481	7170	8250	9488
货币资金	1423	3526	4724	6040	营业成本	3566	3880	4509	5218
交易性金融资产	0	51	17	23	税金及附加	47	55	64	71
应收票据及应收账款	59	70	81	93	销售费用	1596	1766	2032	2336
预付款项	136	166	193	224	管理费用	315	421	484	557
存货	299	444	516	597	研发费用	155	207	238	274
其他	97	124	143	165	财务费用	-9	-95	-163	-215
非流动资产	2484	2086	1978	1868	其他收益	12	9	11	11
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	4	3	4	4
固定资产	1531	1518	1452	1359	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	193	97	48	24	信用减值损失	-3	-2	-1	-2
无形资产	300	287	271	251	资产减值损失	-2	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-5	-2	-2	-3
长期待摊费用	61	58	56	52	营业利润	818	946	1099	1256
其他	399	127	152	182	营业外收入	6	5	6	6
资产总计	4498	6468	7652	9010	营业外支出	6	12	14	11
流动负债	1722	1595	1872	2184	利润总额	818	939	1090	1251
短期借款	0	8	9	4	所得税	131	179	197	222
应付票据及应付账款	569	947	1101	1274	净利润	686	760	893	1029
其他	1153	641	762	906	少数股东损益	0	-0	-0	-0
非流动负债	210	67	81	97	归属母公司净利润	686	760	893	1029
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	1.72	1.90	2.23	2.57
其他	210	67	81	97					
负债合计	1932	1663	1952	2281					
股本	360	400	400	400	主要财务比率				
资本公积	1404	2844	2844	2844	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	703	1395	2268	3232	成长性				
少数股东权益	0	-0	-0	-0	营业收入增长率	45.6%	10.6%	15.1%	15.0%
股东权益合计	2566	4806	5699	6729	营业利润增长率	20.0%	15.6%	16.2%	14.3%
负债及权益合计	4498	6468	7652	9010	归母净利润增长率	28.0%	10.8%	17.5%	15.2%
					盈利能力				
					毛利率	45.0%	45.9%	45.4%	45.0%
					净利率	10.6%	10.6%	10.8%	10.8%
					ROE	26.7%	15.8%	15.7%	15.3%
					偿债能力				
					资产负债率	43.0%	25.7%	25.51%	25.3%
					流动比率	1.17	2.75	3.03	3.27
					速动比率	1.00	2.47	0.00	3.00
					营运能力				
					资产周转率	162.6%	130.8%	116.9%	113.9%
					应收帐款周转率	142.90	111.57	109.62	109.59
					存货周转率	12.55	10.36	9.35	9.34
					每股资料(元)				
					每股收益	1.72	1.90	2.23	2.57
					每股经营现金	2.49	1.48	2.53	2.82
					每股净资产	6.42	12.01	14.25	16.82
					估值比率(倍)				
					PE	22.5	20.3	17.3	15.0
					PB	6.0	3.2	2.7	2.3

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	686	760	893	1029
折旧和摊销	156	136	147	156
资产减值准备	2	-2	0	0
资产处置损失	5	2	2	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11	-95	-163	-215
投资损失	-4	-3	-4	-4
少数股东损益	0	-0	-0	-0
营运资金的变动	80	-130	125	147
经营活动产生现金流量	995	593	1012	1129
投资活动产生现金流量	-763	0	17	-27
融资活动产生现金流量	-82	1509	169	215
现金净变动	150	2103	1198	1316
现金的期初余额	1274	1423	3526	4724
现金的期末余额	1423	3526	4724	6040

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn