

投资评级 优于大市 维持

经营韧性凸显，全渠道深耕巩固龙头地位

股票数据

06月02日收盘价(元)	32.54
52周股价波动(元)	29.52-61.67
总股本/流通A股(百万股)	400/40
总市值/流通市值(百万元)	13016/1302

相关研究

《线下门店逆势扩张，推进全渠道布局建设》
 2022.08.23

《家居赛道千帆竞发，潜龙浪里现》
 2022.05.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.6	-10.4	-27.7
相对涨幅(%)	0.6	-5.8	-21.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Tel:(021)23185623

Email:lkj14091@haitong.com

证书:S0850522060001

投资要点:

- 公司2022年和2023一季度业绩概况:** 2022年全年公司实现营业收入58.1亿元,同比降低10.3%;归母净利润7.1亿元,同比增加3.3%;扣非后归母净利润6.5亿元,同比降低4.0%。22Q4公司实现营业收入16.6亿元, YoY-24.9%;归母净利润2.8亿元, YoY+3.7%;扣非后归母净利润2.4亿元。23Q1公司实现营业收入9.6亿元, YoY-23.1%;归母净利润1.0亿元, YoY-18.4%;扣非后归母净利润9771.2万元, YoY-21.0%。
- 套床床垫收缩,沙发实现增长:** 分产品来看,床垫22年实现收入27.3亿元, YoY-15.3%, 22H2实现收入14.4亿元, YoY-19.7%。床架22年实现收入17.1亿元, YoY-4.6%, 22H2实现收入9.0亿元, YoY-11.3%。床品22年实现收入3.5亿元, YoY-30.5%, 22H2实现收入1.7亿元, YoY-37.1%。沙发22年全年实现收入4.5亿元, YoY+25.4%。22H2国内宏观环境复杂多变,消费需求承压,床垫等核心产品营收下滑明显。沙发板块逆势增长,主要系22Q3沙发品类量价齐升的带动效果。我们认为,公司持续进行产品升级和品牌营销,深耕多渠道建设和V6大家居定制布局,叠加疫后终端需求改善,主营业务营收有望逐步回暖。
- 零售渠道受压下滑,电商直供逆势扩张:** 分渠道来看,公司2022年经销、电商、直供、直营四渠道分别营收38.9亿元/8.0亿元/7.8亿元/3.0亿元, YoY分别为-12.5%/-9.3%/+18.3%/-33.9%, 占总营收比例分别为66.9%/13.7%/13.4%/5.1%。经销渠道和直营渠道收入同比下滑,占比分别减少1.7pct/1.8pct;电商渠道端,2022年公司电商渠道收入占比稳健增长0.2pct至13.7%;2022年公司直供渠道收入占比增加3.3pct至13.4%,增速表现亮眼。我们认为,公司全渠道体系布局和单渠道突破能力均较强,线上线下多点开花,在同行业中渠道优势明显,看好公司依托坚实的渠道基础持续发力。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司2023-2025年净利润分别为8.36、9.93、11.13亿元,同比增长18.0%、18.8%、12.1%,当前收盘价对应2023-2024年PE为16、13倍,公司作为家具领域龙头企业,参考可比公司给予公司2023年20~21倍PE估值,对应合理价值区间41.82~43.91元,给予“优于大市”评级。

- 风险提示:** 原材料价格波动,市场竞争加剧,下游需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6481	5813	6632	7777	8674
(+/-)YoY(%)	45.6%	-10.3%	14.1%	17.3%	11.5%
净利润(百万元)	686	709	836	993	1113
(+/-)YoY(%)	28.0%	3.3%	18.0%	18.8%	12.1%
全面摊薄EPS(元)	1.72	1.77	2.09	2.48	2.78
毛利率(%)	45.0%	46.5%	48.2%	48.5%	48.7%
净资产收益率(%)	26.7%	16.3%	17.4%	17.2%	16.1%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

- 费用管控良好, 盈利能力显著提升:** 公司 22 年/22Q4/23Q1 毛利率分别为 46.5%/46.5%/48.4%, 22 年同比增加 1.5pct; 23Q1 同比增加 3.4pct, 环比 22Q4 增加 1.9pct, 改善趋势明显; 净利率分别为 12.2%/17.1%/10.6%, 同比增加 1.6pct/4.7pct/0.6pct, 22Q4 增幅较大。费用率方面, 公司 22Q4 销售、管理、研发费用率分别为 24.5%、4.5%、3.1%, YoY 分别+1.4pct、-0.3pct、+1.1pct; 全年来看, 期间费用率同比保持稳定, 销售费用绝对数值有所下滑主要系宏观经济影响下推广费和人员工资有所减少。23Q1 销售费用率同比增加 2.8pct, 系公司加大投入力度。23Q1 因经销商短期授信款和直供业务减少, 应收账款同比下降 53.2%; 因经销商预收款增加, 合同负债同比增加 42.2%。
- 品牌建设&研发投入打造增长双引擎:** 公司 2022 年持续聚焦提升品牌价值, 将原 7 大品牌整合为“健康睡眠、大家居、沙发”三大品牌矩阵, 同时打造一系列影响力较大的品牌活动提升品牌知名度和美誉度。2022 年公司新增授权专利 64 5 项。我们认为, 公司持续在品牌营销和研发升级两端发力, 将有效强化核心竞争力, 巩固公司行业头部地位。

表 1 慕思股份分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经销				
销售收入	3891	4669	5369	5906
增长率 (YoY)	-12.5%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	45.7%	46.0%	46.0%	46.0%
直供				
销售收入	781	400	420	437
增长率 (YoY)	18.3%	-48.8%	5.0%	4.0%
毛利率	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
电商				
销售收入	798	1117	1452	1743
增长率 (YoY)	-9.3%	40.0%	30.0%	20.0%
毛利率	57.3%	57.0%	57.0%	57.0%
直营+其他				
销售收入	343	446	535	589
增长率 (YoY)	-30.6%	30.0%	20.0%	10.0%
毛利率	65.4%	65.0%	65.0%	65.0%
合计				
销售收入	5813	6632	7777	8674
增长率 (YoY)	-10.3%	14.1%	17.3%	11.5%
毛利率	46.5%	48.2%	48.5%	48.7%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
喜临门	603008.SH	床垫自主品牌及出口	25.2	14.6
梦百合	603313.SH	记忆绵床垫生产及销售	9.8	15.3
顾家家居	603816.SH	大家居生产及销售	38.3	15.0
欧派家居	603833.SH	定制衣柜与橱柜生产及销售	99.4	19.2
平均				16.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 06 月 02 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5813	6632	7777	8674
每股收益	1.77	2.09	2.48	2.78	营业成本	3111	3438	4005	4450
每股净资产	10.90	11.99	14.48	17.27	毛利率%	46.5%	48.2%	48.5%	48.7%
每股经营现金流	1.62	2.86	3.08	3.96	营业税金及附加	47	54	63	70
每股股利	2.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	1457	1691	1991	2229
P/E	18.36	15.56	13.10	11.69	营业费用率%	25.1%	25.5%	25.6%	25.7%
P/B	2.99	2.71	2.25	1.88	管理费用	312	365	428	477
P/S	2.24	1.96	1.67	1.50	管理费用率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	10.91	10.30	8.40	6.95	EBIT	751	924	1098	1231
股息率%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-37	-43	-50	-56
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
毛利率	46.5%	48.2%	48.5%	48.7%	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
净利润率	12.2%	12.6%	12.8%	12.8%	投资收益	1	1	1	1
净资产收益率	16.3%	17.4%	17.2%	16.1%	营业利润	819	967	1148	1287
资产回报率	12.2%	13.1%	13.1%	12.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	14.6%	16.3%	16.1%	15.2%	利润总额	819	967	1148	1287
盈利增长 (%)					EBITDA	1061	1126	1341	1509
营业收入增长率	-10.3%	14.1%	17.3%	11.5%	所得税	110	130	155	173
EBIT 增长率	-7.2%	23.2%	18.8%	12.1%	有效所得税率%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润增长率	3.3%	18.0%	18.8%	12.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	709	836	993	1113
资产负债率	25.0%	25.1%	23.5%	22.3%					
流动比率	2.40	2.01	2.11	2.31	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.10	1.64	1.79	1.95	货币资金	1771	1517	1852	2636
现金比率	1.34	1.03	1.13	1.43	应收账款及应收票据	192	94	241	133
经营效率指标					存货	220	353	315	428
应收账款周转天数	7.76	7.76	7.76	7.76	其它流动资产	983	997	1061	1072
存货周转天数	30.03	30.03	30.03	30.03	流动资产合计	3167	2961	3469	4268
总资产周转率	1.13	1.09	1.11	1.05	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.52	3.06	2.69	2.49	固定资产	1768	2566	3224	3746
					在建工程	213	213	213	213
					无形资产	345	345	345	345
					非流动资产合计	2646	3444	4102	4624
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	5813	6405	7570	8891
净利润	709	836	993	1113	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	604	684	732	842
非现金支出	313	204	245	280	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-15	-2	-2	-2	其它流动负债	716	789	911	1007
营运资金变动	-359	106	-3	192	流动负债合计	1319	1473	1643	1849
经营活动现金流	647	1145	1234	1584	长期借款	0	0	0	0
资产	-617	-1000	-900	-800	其它长期负债	135	135	135	135
投资	-700	-1	-1	-1	非流动负债合计	135	135	135	135
其他	1	2	2	2	负债总计	1454	1609	1778	1984
投资活动现金流	-1316	-999	-899	-799	实收资本	400	400	400	400
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4358	4797	5792	6907
股权募资	1484	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-490	-400	0	0	负债和所有者权益合计	5813	6405	7570	8891
融资活动现金流	994	-400	0	0					
现金净流量	328	-254	335	785					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 02 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。