

研究所
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 联系人：杨蕊菁 S0350122090030
 yangrj01@ghzq.com.cn

疫情影响业绩短期承压，期待经营改革焕发动力

——慕思股份(001323)2022年报及2023一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
慕思股份	-4.6%	-4.4%	
沪深300	0.7%	-3.6%	

市场数据

市场数据	2023/04/28
当前价格(元)	34.80
52周价格区间(元)	30.37-61.67
总市值(百万)	13,920.35
流通市值(百万)	1,392.35
总股本(万股)	40,001.00
流通股本(万股)	4,001.00
日均成交额(百万)	52.16
近一月换手(%)	4.82

事件：

慕思股份发布2022年年报及2023年一季报：2022年公司实现营业收入58.13亿元/同比-10.31%，归母净利润7.09亿元/同比+3.35%，扣非归母净利润6.5亿元/同比-3.99%。2022年Q4公司实现营业收入16.59亿元/同比-24.90%；归母净利润2.84亿元/同比+4.03%；扣非归母净利润2.36亿元/同比-12.59%。

2023Q1公司实现营业收入9.57亿元/同比-23.10%，归母净利润1.01亿元/同比-18.40%，扣非归母净利润9771万元/同比-21.00%。

投资要点：

- **2022年沙发品类表现良好，整体表现受床垫及配套拖累。**2022年公司床垫/床架/沙发/床品营业收入分别为27.28/17.10/4.50/3.51亿元，同比分别-15.25%/-4.63%/+25.37%/-30.54%。公司主营中高端床垫，2022年消费受疫情及宏观经济压制，床垫及床架等销售受影响；近两年沙发品类开始开店并借力卡利亚沙发，表现优于整体。
- **床垫及床架盈利优化，带动整体毛利率提升。**公司2022年毛利率为46.47%/同比+1.5pct，其中Q4为46.49%/同比+1.16pct；2023Q1毛利率为48.39%/同比+3.38pct。2022年公司床垫及床架产品占营业收入约75%，两者毛利率同比提升带动整体表现上行。
- **2022全年期间费用率稳定，2023Q1有所上升。**公司2022年期间费用率为32.51%/同比+0.77pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为25.06%/5.37%/-0.64%/2.72%，分别同比+0.43/+0.51/-0.5/+0.33pct。公司2023Q1期间费用率为35.3%/同比+3.10pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为26.03%/6.75%/-1.04%/3.56%，分别同比+2.79/+0.61/-1.24/+0.95pct。
- **盈利预测和投资评级：**公司作为我国中高端床垫龙头，品牌认可度与经营基本盘稳定，积极进行渠道变革，有望进一步释放经营潜力。我们预计2023-2025年公司实现营业收入66.40/75.89/86.55亿元，归母净利润8.13/9.33/10.65亿元，对应估17/15/13xPE。**首次覆盖，给予公司“增持”评级。**
- **风险提示：**地产恢复不及预期，终端消费力恢复不及预期，行业竞

争加剧，经营改革不及预期，宏观经济波动。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5813	6640	7589	8655
增长率（%）	-10	14	14	14
归母净利润（百万元）	709	813	933	1065
增长率（%）	3	15	15	14
摊薄每股收益（元）	1.77	2.03	2.33	2.66
ROE（%）	16	16	15	15
P/E	17.71	17.12	14.92	13.07
P/B	3.04	2.69	2.28	1.94
P/S	2.28	2.10	1.83	1.61
EV/EBITDA	10.91	10.28	8.77	7.17

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：慕思股份盈利预测表

证券代码:	001323				股价:	34.80		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	16%	16%	15%	15%	EPS	1.87	2.03	2.33	2.66				
毛利率	46%	49%	49%	49%	BVPS	10.90	12.93	15.26	17.92				
期间费率	30%	31%	31%	31%	估值								
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	17.71	17.12	14.92	13.07				
成长能力					P/B	3.04	2.69	2.28	1.94				
收入增长率	-10%	14%	14%	14%	P/S	2.28	2.10	1.83	1.61				
利润增长率	3%	15%	15%	14%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.00	0.95	0.95	0.92	营业收入	5813	6640	7589	8655				
应收账款周转率	30.26	2605.35	32.23	184.05	营业成本	3111	3398	3875	4407				
存货周转率	26.40	17.80	26.82	18.45	营业税金及附加	47	53	61	69				
偿债能力					销售费用	1457	1756	1992	2250				
资产负债率	25%	26%	24%	24%	管理费用	312	332	395	450				
流动比	2.40	2.12	2.16	2.22	财务费用	-37	-18	-12	-13				
速动比	2.10	1.79	1.89	1.88	其他费用/(-收入)	158	199	228	277				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	819	956	1098	1253				
现金及现金等价物	2472	2925	2995	3793	营业外净收支	0	0	0	0				
应收款项	192	3	235	47	利润总额	819	956	1098	1253				
存货净额	220	373	283	469	所得税费用	110	143	165	188				
其他流动资产	283	251	343	327	净利润	709	813	933	1065				
流动资产合计	3167	3552	3856	4636	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	1768	2396	3009	3504	归属于母公司净利润	709	813	933	1065				
在建工程	213	236	236	248	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	665	796	919	1009	经营活动现金流	647	1445	1059	1677				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	709	813	933	1065				
资产总计	5813	6980	8021	9397	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	311	223	271	296				
应付款项	604	712	744	929	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-359	423	-127	329				
其他流动负债	716	962	1037	1163	投资活动现金流	-1316	-992	-989	-880				
流动负债合计	1319	1674	1782	2092	资本支出	-617	-996	-992	-883				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-700	0	0	0				
其他长期负债	135	135	135	135	其他	1	4	4	4				
长期负债合计	135	135	135	135	筹资活动现金流	994	0	0	0				
负债合计	1454	1809	1917	2228	债务融资	0	0	0	0				
股本	400	400	400	400	权益融资	1484	0	0	0				
股东权益	4358	5171	6104	7170	其它	-490	0	0	0				
负债和股东权益总计	5813	6980	8021	9397	现金净增加额	328	453	70	798				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究员，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。