

增持 (维持)

慕思股份 (001323)

慕思股份 2022 年报&2023Q1 点评: 23Q1 业绩承压, 后续有望逐季改善

2023 年 4 月 26 日

市场数据

日期	2023-04-25
收盘价(元)	33.48
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	40.01
净资产(百万元)	4458.41
总资产(百万元)	6030.98
每股净资产(元)	11.15

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证轻工】慕思股份 2022 三季报点评: 22Q3 收入增长短期承压, 利润率改善明显》2022-10-30

《【兴证轻工】慕思股份 2022 年中报点评: 疫情扰动导致 22Q2 业绩承压, 下半年有望回升》2022-08-22

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

S0190522070001

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报。**①2023Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 9.57、1.01、0.98 亿元, 同比-23.10%、-18.4%、-21%。②2022 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 58.13、7.09、6.50 亿元, 同比-10.31%、+3.27%、-3.99%; 其中 2022Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 16.59、2.84、2.36 亿元, 同比-24.90%、+3.74%、-12.54%。
- **利润分配: 2022 年每 10 股派发现金红利 10 元 (含税)。**
- **23Q1 受直供及疫情影响收入有所下滑: 22 年底终止和欧派“慕思苏斯”系列供货合作, 23Q1 直供给欧派收入可忽略不计 (22Q1 公司直供给欧派收入为 1.31 亿), 剔除该因素影响后, 23Q1 公司收入下滑 14%, 预计主要系 1 月疫情及春节因素影响, 2 月开始前端接单已有明显增长, 23Q2 收入增速有望改善。**
- **分产品看, 22 年沙发业务快速增长, 床架配套率有所提升: 22 年公司床垫/床架/沙发/床品/其他 (定制等) 实现收入 27.28、17.10、4.50、3.51、5.19 亿元, 同比-15.25%、-4.63%、+25.37%、-30.54%、-4.03%。**
- **分渠道看, 直供渠道有所增长, 其他渠道承压: 22 年经销/电商/直供/直营实现收入 38.91、7.98、7.81、2.98 亿元, 同比-12.51%、-9.32%、+18.3%、-33.94%。直供中欧派贡献收入 6.67 亿元 (YOY+26%), 占收入比例为 11.5%, 预计 23 年欧派渠道贡献收入约 1 亿元。截至 22 年底, 公司共拥有线下专卖店 5600 余家, 报告期内新开门店 800 余家。**
- **提价、产品升级、降本增效等推动利润率提升: 2022 年公司毛利率和净利率分别为 46.47%、12.20%, 同比+1.50pct、+1.60pct, 其中 22Q4 毛利率和净利率分别为 46.49%、17.10%, 同比+1.16pct、+4.72pct。2023Q1 毛利率和净利率分别为 48.39%、10.58%, 同比+3.38pct、+0.61pct。毛利率提升主要系①提价: 7 月份床垫提价 5pct; ②产品结构升级: 新品占比提升; ③降本增效: 持续推动 SKU 标准化。**
- **费用率小幅上行: 2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.06%/5.37%/2.72%/-0.64%, 同比+0.43/+0.51/+0.33/-0.50pct; 其中 22Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.46%/4.49%/3.05%/-1.87%, 同比+1.38/-0.30/+1.07/-1.64pct。2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.03%/6.75%/3.56%/-1.04%, 同比+2.79/+0.61/+0.95/-1.24pct。22Q4 及 23Q1 销售费用率上行预计主要系广告宣传费增加以及收入下滑而费用刚性所致。**
- **盈利预测: 23 年是公司经营改革元年, 产品端推出套餐提高客单价, 渠道端**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

管理精细化、推行一域一商等措施激发经销商活力，业绩有望逐季改善。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 65.6、75.5、86.8 亿元，同增 13%、15%、15%；归母净利润 8.0、9.3、10.7 亿元，同增 13%、16%、15%；对应 2023 年 4 月 25 日 P/E 为 16.7、14.4 和 12.5 倍。

- **风险提示：**原材料价格波动风险，经济形势不及预期风险，新渠道开拓不达预期风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5813	6560	7550	8683
同比增长	-10.3%	12.9%	15.1%	15.0%
归母净利润(百万元)	709	803	930	1072
同比增长	3.3%	13.3%	15.8%	15.2%
毛利率	46.5%	47.1%	47.3%	47.4%
ROE	16.3%	16.9%	17.0%	17.2%
每股收益(元)	1.77	2.01	2.33	2.68
市盈率	18.9	16.7	14.4	12.5

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3167	3894	4861	5987
货币资金	1771	2391	3250	4255
交易性金融资产	701	701	701	701
应收票据及应收账款	192	222	255	292
预付款项	135	151	173	198
存货	220	288	315	361
其他	147	141	168	181
非流动资产	2646	2431	2221	2002
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1768	1748	1669	1561
在建工程	213	107	54	27
无形资产	345	337	340	337
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	37	-45	-126	-207
其他	284	284	284	284
资产总计	5813	6325	7082	7989
流动负债	1319	1433	1484	1627
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	604	600	709	823
其他	716	833	774	804
非流动负债	135	131	133	132
长期借款	0	0	0	0
其他	135	131	133	132
负债合计	1454	1564	1617	1759
股本	400	400	400	400
资本公积	2841	2841	2841	2841
未分配利润	966	1318	1962	2658
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4358	4762	5465	6231
负债及权益合计	5813	6325	7082	7989

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	709	803	930	1072
折旧和摊销	232	216	224	226
资产减值准备	2	-3	2	2
资产处置损失	-29	-29	-29	-29
公允价值变动损失	-1	-0	-0	-0
财务费用	9	-29	-40	-54
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-364	91	22	101
经营活动产生现金流量	647	1042	1109	1314
投资活动产生现金流量	-1316	-51	-64	-58
融资活动产生现金流量	994	-371	-186	-252
现金净变动	328	620	859	1005
现金的期初余额	1423	1771	2391	3250
现金的期末余额	1751	2391	3250	4255

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5813	6560	7550	8683
营业成本	3111	3469	3980	4565
税金及附加	47	53	61	70
销售费用	1457	1632	1880	2165
管理费用	312	353	410	474
研发费用	158	190	227	269
财务费用	-37	-29	-40	-54
其他收益	34	20	22	25
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-9	-5	-6	-6
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
资产处置收益	29	29	29	29
营业利润	819	934	1077	1241
营业外收入	10	7	8	8
营业外支出	9	13	10	11
利润总额	819	928	1075	1239
所得税	110	125	145	167
净利润	709	803	930	1072
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	709	803	930	1072
EPS(元)	1.77	2.01	2.33	2.68

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-10.3%	12.9%	15.1%	15.0%
营业利润增长率	0.2%	14.1%	15.3%	15.2%
归母净利润增长率	3.3%	13.3%	15.8%	15.2%
盈利能力				
毛利率	46.5%	47.1%	47.3%	47.4%
归母净利率	12.2%	12.2%	12.3%	12.3%
ROE	16.3%	16.9%	17.0%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	24.7%	22.8%	22.0%
流动比率	2.40	2.72	3.28	3.68
速动比率	2.23	2.52	3.06	3.46
营运能力				
资产周转率	112.7%	108.1%	112.6%	115.2%
应收账款周转率	4470%	3058%	3086%	3085%
存货周转率	1181%	1345%	1301%	1332%
每股资料(元)				
每股收益	1.77	2.01	2.33	2.68
每股经营现金	1.62	2.61	2.77	3.29
每股净资产	10.90	11.90	13.66	15.58
估值比率(倍)				
PE	18.9	16.7	14.4	12.5
PB	3.1	2.8	2.5	2.1

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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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.xyq.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发送、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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn