

Q1 短期承压，管理改革快速推进

核心观点

23Q1 营收、归母净利润同比-23.1%、-18.4%，主要受线下客流减少和消费疲软影响，预计电商仍保持双位数增长。22 年公司沙发品类增长亮眼（同比+25%），套系化销售持续推进；22 年底共计 5600 余家门店/净增 700 余家。得益于降本增效以及产品结构变化，2022 年以及 23Q1 盈利能力稳步改善。展望 2023 年，公司管理改革快速推进有望释放终端销售活力，产品端推行套餐将助力客单值提升。

事件

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 营收为 9.57 亿元/-23.1%；归母净利润为 1.01 亿元/-18.4%；扣非归母净利润 0.98 亿元/-21.0%。经营活动现金流净额 3.45 亿元（去年同期为-3.12 亿元），EPS（基本）为 0.25 元/股/-26.5%，ROE（加权）为 2.3%/-2.42pct。

公司发布 2022 年年报：公司 2022 年营收为 58.13 亿元/-10.31%；归母净利润为 7.09 亿元/+3.27%；扣非归母净利润 6.50 亿元/-3.99%。经营活动现金流净额 6.47 亿元/-34.9%，EPS（基本）为 1.87 元/股/-2.1%，ROE（加权）为 19.9%/-10.96pct。公司拟每 10 股派发现金红利人民币 10.00 元（含税）。

简评

受线下客流减少和消费疲软影响，23Q1 营收和业绩继续承压。23Q1 营收同比-23.1%、23Q1 归母净利润同比-18.4%，剔除欧派合作缩减影响、预计营收同比-14%。23Q1 线下渠道受客流减少和消费疲软影响仍有承压，预计电商保持双位数以上增长。23Q1 毛利率为 48.39%/+3.38pct，主要得益于降本增效以及产品结构变化，23Q1 净利率为 10.58%/+0.61pct。

分产品，2022 年沙发品类增长亮眼，套系化销售持续推进。目前公司已形成“健康睡眠品牌、大家居品牌、沙发品牌”三大主力品牌，其中 2022 年公司床垫、床架、沙发、床品营收分别为 27.28 亿元/-15.2%、17.10 亿元/-4.6%、4.50 亿元/+25.4%、3.51 亿元/-30.5%，其中得益于公司套系化销售，带动床架和沙发占比明显提升。除此之外，公司于 2021 年 9 月推出价格带下沉的 V6 家居新品牌（价格带在 1 千-4 千），目前 V6 业务正在逐步推进。

分渠道，22 年加速下沉市场开拓、净增 700 余家门店，拓展电商及新兴渠道。2022 年公司经销、电商、直供渠道营收为 38.91

慕思股份 (001323.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100001

发布日期：2023 年 04 月 26 日

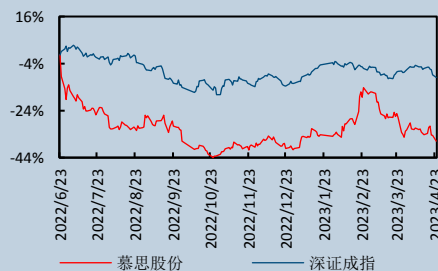
当前股价：34.89 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-15.52/-15.18	-4.15/-4.47	/
12 月最高/最低价 (元)		56.06/31.00
总股本 (万股)		40,001.00
流通 A 股 (万股)		4,001.00
总市值 (亿元)		139.56
流通市值 (亿元)		13.96
近 3 月日均成交量 (万)		194.65
主要股东		
东莞市慕腾投资有限公司		37.50%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-31 【中信建投轻工纺服及教育】慕思股份(001323):提价带动 Q3 利润率提升，线下开店稳步推进
- 2022-08-23 【中信建投轻工纺服及教育】慕思股份(001323):疫情扰动短期经营，22H1 逆势净增 400 余家门店

亿元/-12.5%、7.98 亿元/-9.3%、7.81 亿元/+18.3%。线下渠道端，公司继续拓店，2022 年年底，专卖店共计 5500 余家/新增 800 余家、净增 700 余家，其中 V6 家居约 1000+家（大家居门店 30+家）、沙发约 800 家。新渠道端定向开发地产、家装、家电、商超、异业五大细分渠道，先后与碧桂园、万科、京东、苏宁零售云、贝壳家居、星艺装饰集团、点石集团、罗莱家纺等 300 余家企业达成战略合作，以支持经销商大力发展多渠道营销。

盈利能力改善，23Q1 现金流逐步恢复。2022 年公司毛利率为 46.5%/+1.5pct，净利率为 12.2%/+1.61pct，主要得益于原材料价格回落、公司调价以及产品结构持续优化。2022 年公司销售、管理、研发费用率分别为 25.06%、5.37%、2.72%，同比+0.43、+0.51、0.33pct。2023Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 26.03%、6.75%、3.56%。分别同比+2.8pct、+0.6pct、+0.9pct，主要系公司加大营销投入。2023Q1 公司经营活动现金流分别为 3.45 亿元/同比增加 6.57 亿元，主要系供应商以银行承兑汇票结算贷款增加所致。

展望 2023 年，管理改革快速推进有望释放终端销售活力，产品套餐助力客单值提升。渠道端，公司聘请杨鑫先生担任公司副总经理职位并逐步推进渠道变革，如将子系列进行合并，开展一域一商改革，公司对于经销商淘汰和激励政策等进一步明确，有助于统筹区域营销措施和考核。产品端，公司加大套餐销售力度，如推出世纪梦套餐（床架+床垫）16999 元、双卧套餐（主卧+次卧）23800 元，有望带动客单值提升。且 23 年公司将重点聚焦沙发品类，实现产品套系化销售以及品牌升级；大家居定制化业务方面，公司规划 23 年新开不低于 100 家的 V6 大家居定制馆。

投资建议：预计 2023-2025 年营收为 67.1、77.2、88.6 亿元，同增 15.4%、15.0%、14.8%；归母净利润为 8.16、9.49、10.82 亿元，同增 15.0%、16.4%、13.9%，对应 PE 为 17.1X、14.7X、12.9X，维持“买入”评级。

风险因素：1) 地产销售下行：软体家具行业的市场需求与房地产行业的景气程度存在一定的关联性。若未来国家房地产调控政策趋严，可能抑制刚需购房和改善型购房需求，导致新房装修和二手房翻新带来的家居装饰消费需求下降，将可能会对公司的产品销售和业绩造成不利影响。2) 行业竞争加剧：随着健康睡眠理念不断深入人心，国内外众多竞争对手加大对软床市场的投入和布局，市场竞争程度有所加剧，若公司在未来的市场竞争过程中，不能有效保持品牌美誉度、不能持续保持产品质量优势、不能持续获取主流 KA 商场门店区位优势，将削弱公司的市场占有率。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,014	3,167	3,415	4,165	5,233	营业收入	6,481	5,813	6,709	7,719	8,863
现金	1,423	1,771	1,942	2,584	3,569	营业成本	3,566	3,111	3,569	4,121	4,813
应收票据及应收账款合计	59	192	191	250	257	营业税金及附加	47	47	54	62	72
其他应收款	80	108	50	122	56	销售费用	1,596	1,457	1,704	1,945	2,216
预付账款	136	135	140	176	164	管理费用	315	312	322	355	390
存货	299	220	351	293	447	研发费用	155	158	161	185	195
其他流动资产	17	740	740	740	740	财务费用	-9	-37	-16	-30	-47
非流动资产	2,484	2,646	2,735	2,880	3,076	资产减值损失	-2	-2	-3	-3	-3
长期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	1	-	-	-
固定资产	1,531	1,768	1,927	2,106	2,311	其他收益	12	34	23	21	22
无形资产	300	345	387	378	373	投资净收益	4	1	4	3	2
其他非流动资产	652	533	421	396	392	营业利润	818	819	942	1,097	1,250
资产总计	4,498	5,813	6,150	7,045	8,309	营业外收入	6	10	7	8	8
流动负债	1,722	1,319	1,381	1,354	1,723	营业外支出	6	9	7	8	8
短期借款	-	-	-	-	-	利润总额	818	819	943	1,097	1,250
应付票据及应付账款合计	569	604	567	610	727	所得税	131	110	127	148	169
其他流动负债	1,153	716	814	744	996	净利润	686	709	816	949	1,082
非流动负债	210	135	136	136	136	少数股东损益	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	1	1	1	归属母公司净利润	686	709	816	949	1,082
其他非流动负债	210	135	135	135	135	EBITDA	945	1,016	1,064	1,231	1,377
负债合计	1,932	1,454	1,517	1,490	1,859	EPS (元)	1.91	1.77	2.04	2.37	2.70
少数股东权益	-	-	-	-	-	主要财务比率					
股本	360	400	400	400	400	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	1,404	2,841	2,841	2,841	2,841	成长能力					
留存收益	800	1,109	1,809	2,591	3,435	营业收入(%)	45.6	-10.3	15.4	15.0	14.8
归属母公司股东权益	2,566	4,358	4,632	5,555	6,450	营业利润(%)	20.0	0.2	15.1	16.4	13.9
负债和股东权益	4,498	5,813	6,150	7,045	8,309	归属于母公司净利润(%)	28.0	3.3	15.0	16.4	13.9
						获利能力					
						毛利率(%)	45.0	46.5	46.8	46.6	45.7
						净利率(%)	10.6	12.2	12.2	12.3	12.2
						ROE(%)	26.7	16.3	17.1	16.9	16.4
						ROIC(%)	57.1	37.1	38.5	40.6	46.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.0	25.0	24.7	21.2	22.4
						净负债比率(%)	-51.3	-39.4	-40.4	-45.7	-54.0
						流动比率	1.2	2.4	2.5	3.1	3.0
						速动比率	1.0	2.2	2.2	2.9	2.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.6	1.1	1.1	1.2	1.2
						应收账款周转率	142.9	46.4	35.0	35.0	35.0
						应付账款周转率	5.9	5.7	6.5	7.0	7.2
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.91	1.77	2.04	2.37	2.70
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.54	1.40	2.31	2.55	3.57
						每股净资产(最新摊薄)	7.13	10.90	11.93	14.06	16.45
						估值比率					
						P/E	18.3	19.7	17.1	14.7	12.9
						P/B	4.9	3.2	2.9	2.5	2.1
						EV/EBITDA	13.4	11.4	10.6	8.7	7.0

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2019年“水晶球”中小市值入围，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究，4年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心
 B 座 12 层
 电话：（8610）8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk