

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

慕思股份(001323)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

慕思股份：国补驱动订单回暖，AI 床垫&出海快速推进

2025 年 04 月 26 日

事件：公司发布 24&25Q1 业绩。2024 年公司实现收入 56.03 亿元（同比+0.4%），归母净利润 7.67 亿元（同比-4.4%）；单 24Q4 收入 17.25 亿元（同比-2.7%），归母净利润 2.45 亿元（同比-13.7%）；25Q1 收入 11.21 亿元（同比-6.7%），归母净利润 1.18 亿元（同比-16.4%）。我们认为 25Q1 收入下滑主要系 24Q1 辛巴电商高基数影响，且线下国补 3 月陆续落地、收入传导有一定滞后效应；我们认为利润端下滑主要系员工持股计划股份支付影响，并加大新业务战略投入，实际经营利润或保持平稳。

传统业务稳健增长，渠道布局多元健康。2024 年公司床垫/床架/沙发/床品分别实现收入 26.79/16.65/4.32/3.04 亿元（同比+3.8%/-0.1%/-0.4%/-7.5%），核心产品床垫增长稳健；24 年床垫毛利率 61.4%（同比-0.9pct），盈利能力保持平稳。分渠道来看，公司已建成以“经销为主，直营、直供、电商等多种渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系，拥有线下专卖店 5400+家，不断完善线下终端销售网络，逐步进驻核心购物中心，积极开拓海外市场，在中国香港、澳大利亚、美国、加拿大、新加坡等国家地区设有专卖店；线上业务稳步发展，2024 年电商实现收入 10.93 亿元（同比+6.0%），线上&线下协同效应显著。

前瞻布局 AI 床垫，海外市场前景可期。公司推出 2025 年 AI 智能床垫新品 T11+，搭载第三代压电陶瓷高精传感器、潮汐算法 2.0，从床延展到空间、享受睡眠仪式感。公司战略前瞻布局 AI 床垫，有望在市场中形成优势卡位，稳步推进 AI 直营门店开设，且我们预计毛利率有望逐步优化。出海方面，线下零售渠道已覆盖北美、澳洲、欧洲、新加坡和港澳台等 19 个国家或地区，深耕亚马逊、沃尔玛及 OTTO 渠道，并积极探索 tiktok、shein 等新兴电商平台，收购新加坡知名家居品牌 Maxcoil 的新加坡销售总部及其位于印尼巴淡岛生产基地的核心资产，完善海外生产基地布局，有望加强东南亚市场辐射、加速品牌出海。

盈利能力稳健，新业务投入提升。25Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 51.8%/10.5%（同比+1.7/-1.2pct），销售/管理/研发费用率分别为 25.6%/7.3%/3.9%（同比-1.0/+0.6/+0.1pct），积极加强新业务布局，费用投放节奏平稳可控。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.8/8.2/8.7 亿元，对应 PE 分别为 16X/15X/14X。

风险因素：新业务拓展不及预期风险，国内房地产下行超预期风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,579	5,603	6,157	6,716	7,360
增长率 YoY %	-4.0%	0.4%	9.9%	9.1%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	802	767	779	823	872
增长率 YoY%	13.2%	-4.4%	1.5%	5.7%	6.0%
毛利率%	50.3%	50.1%	51.0%	51.4%	51.8%
净资产收益率ROE%	17.3%	17.0%	16.9%	17.6%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	2.01	1.92	1.95	2.06	2.18
市盈率 P/E(倍)	15.60	16.31	16.07	15.20	14.34
市净率 P/B(倍)	2.70	2.77	2.72	2.67	2.62

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,381	4,628	4,909	5,409	5,889
货币资金	2,876	1,386	1,535	2,009	2,438
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	42	67	108	83	102
预付账款	127	97	125	132	138
存货	243	208	234	260	274
其他	1,093	2,870	2,908	2,925	2,937
非流动资产	2,771	3,051	2,837	2,641	2,437
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产(合计)	2,045	2,320	2,169	2,008	1,838
无形资产	319	298	286	274	261
其他	407	431	380	356	335
资产总计	7,152	7,679	7,747	8,050	8,326
流动负债	2,370	3,038	3,028	3,247	3,435
短期借款	442	1,058	1,058	1,058	1,058
应付票据	602	613	587	634	690
应付账款	463	455	503	540	585
其他	863	912	881	1,014	1,102
非流动负债	142	123	121	122	122
长期借款	0	0	0	0	0
其他	142	123	121	122	122
负债合计	2,512	3,161	3,150	3,369	3,557
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4,639	4,518	4,597	4,681	4,770
负债和股东权益	7,152	7,679	7,747	8,050	8,326

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,579	5,603	6,157	6,716	7,360
同比 (%)	-4.0%	0.4%	9.9%	9.1%	9.6%
归属母公司净利润	802	767	779	823	872
同比 (%)	13.2%	-4.4%	1.5%	5.7%	6.0%
毛利率 (%)	50.3%	50.1%	51.0%	51.4%	51.8%
ROE%	17.3%	17.0%	16.9%	17.6%	18.3%
EPS (摊薄)(元)	2.01	1.92	1.95	2.06	2.18
P/E	15.60	16.31	16.07	15.20	14.34
P/B	2.70	2.77	2.72	2.67	2.62
EV/EBITDA	8.57	13.17	10.18	9.26	8.51

利润表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,579	5,603	6,157	6,716	7,360
营业成本	2,773	2,797	3,017	3,263	3,548
营业税金及附加	48	52	53	59	66
销售费用	1,406	1,403	1,638	1,827	2,061
管理费用	304	310	351	383	420
研发费用	186	205	199	229	253
财务费用	-62	-26	-11	-14	-18
减值损失合计	-2	-5	-1	-1	-1
投资净收益	2	15	6	7	7
其他	42	48	5	6	0
营业利润	965	920	921	981	1,039
营业外收支	-6	-1	0	0	0
利润总额	959	919	921	981	1,039
所得税	157	151	142	158	166
净利润	802	767	779	823	872
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	802	767	779	823	872
EBITDA	1,148	1,127	1,187	1,253	1,313
EPS (当年)(元)	2.01	1.95	1.95	2.06	2.18

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,935	1,091	950	1,337	1,317
净利润	802	767	779	823	872
折旧摊销	254	261	277	286	293
财务费用	9	14	22	22	22
投资损失	-2	-15	-6	-7	-7
营运资金变动	849	61	-127	212	137
其它	23	3	7	0	0
投资活动现金流	-951	-2,137	-84	-103	-83
资本支出	-395	-376	-90	-90	-90
长期投资	-558	-1,789	-20	-20	0
其他	1	27	25	7	7
筹资活动现金流	-591	-321	-714	-760	-805
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	442	616	0	0	0
支付利息或股息	-405	-699	-721	-761	-805
现金流净增加额	393	-1,368	149	474	429

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。