

公司研究

电商业务稳步发展，直供业务恢复增长

——慕思股份（001323.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：31.99 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

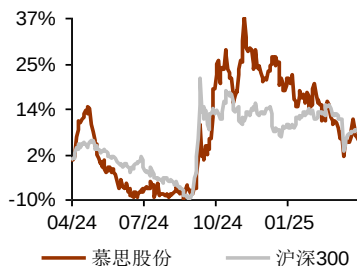
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元):	127.96
一年最低/最高(元):	26.79/42.13
近 3 月换手率:	19.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.32	-12.85	-2.85
绝对	-4.08	-13.70	4.35

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，公司发布 2024 年员工持股计划——慕思股份（001323.SZ）2023 年报及 2024 年一季报点评（2024-05-01）

要点

事件：

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收/归母净利润分别为 56.0/7.7 亿元，同比分别+0.4%/-4.4%；4Q2024，公司实现营收/归母净利润分别为 17.2/2.5 亿元，同比分别-2.7%/-13.7%；1Q2025，公司实现营收/归母净利润分别为 11.2/1.2 亿元，同比增长-6.7%/-16.4%。2024 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税）。

点评：

电商业务稳步发展，直供业务恢复增长：2024 年，分品类看，公司床垫/床架/沙发/床品分别实现营收 26.8/16.7/4.3/3.0 亿元，同比+3.8%/-0.1%/-0.4%/-7.5%。分地区看，境内/境外分别实现营收 54.5/1.6 亿元，同比-0.6%/+61.1%。分渠道看，经销/电商/直供/直营分别实现营收 41.5/10.9/2.3/0.72 亿元，同比-0.3%/+6.0%/+27.4%/-51.1%。

公司不断尝试与产业链相关定制家具、家纺、建材、地产、酒店管理和企事业单位等知名品牌企业进行强强合作，2024 年直供渠道收入快速增长，同时，公司通过“天猫”、“快手”、“京东”、“抖音”、“唯品会”等平台开展线上销售，实现了电商业务的稳步发展。此外，公司积极开拓海外市场，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，初步形成国际销售网络布局。

渠道结构调整，公司盈利能力略有下滑：2024 年，公司毛利率为 50.1%，同比-0.2pcts。分品类看，公司床垫/床架毛利率分别为 61.4%/47.9%，分别同比-0.9/+1.3pcts；分渠道看，公司经销/电商毛利率分别为 50.3%/52.7%，分别同比+1.5/-1.3pcts。我们认为公司毛利率同比略有下滑主要原因系：公司电商渠道利润率小幅降低、以及低毛利直供业务占比提升。

2024 年公司期间费用率为 33.8%，同比+0.9pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.0%/5.5%/3.7%/-0.5%，分别同比-0.2/+0.1/+0.3/+0.6pcts，公司财务费用率升高主要原因系购买理财产品增加，导致存款减少、利息收入减少所致。

1Q2025 公司毛利率为 51.8%，同比+1.7pcts。1Q2025 公司期间费用率为 37.1%，同比+0.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.6%/7.3%/3.9%/+0.3%，分别同比-1.0/+0.6/+0.1/+1.0pcts。

政策拉动内需，国际化战略助力海外业务成长：一方面，国内“以旧换新”政策加码，持续提振内需市场；另一方面，公司将通过线下零售渠道、跨境电商渠道、品牌并购渠道等多条路径进一步推进品牌出海，优化东南亚供应链建设，完善海外生产基地布局。内需提振+出海战略下，有望长期驱动业务增长。

床垫龙头企业，维持“买入”评级：考虑到行业竞争压力趋大、内需有待催化，我们下调 2025-2026 年公司营收预测至 59.1/63.9 亿元（下调幅度为 20%/22%），下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 7.9/8.6 亿元（下调幅度为 19%/21%），并新增 2027 年营收和归母净利润预测分别为 70.0/9.6 亿元，2025-2027 年 EPS 分别为 1.99/2.15/2.40 元，当前股价对应 PE 分别为 16/15/13 倍。公司为国内床垫行业龙头企业，在产品创新、品牌建设、全渠道发展方面具备竞争优势，有望在供给出清的市场环境下提升市场份额，维持“买入”评级。

风险提示：地产销售不及预期的风险，改善型需求不及预期的风险，美国加征关税导致国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争程度超预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

表 1：慕思股份盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,579	5,603	5,911	6,385	7,003
营业收入增长率	-4.03%	0.43%	5.50%	8.01%	9.68%
归母净利润（百万元）	802	767	794	860	959
归母净利润增长率	13.17%	-4.36%	3.50%	8.23%	11.57%
EPS（元）	2.01	1.92	1.99	2.15	2.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.29%	16.98%	16.17%	15.99%	16.24%
P/E	16	17	16	15	13
P/B	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-24

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,579	5,603	5,911	6,385	7,003
营业成本	2,773	2,797	2,939	3,161	3,433
折旧和摊销	194	222	181	193	204
税金及附加	48	52	53	57	63
销售费用	1,406	1,403	1,484	1,603	1,758
管理费用	304	310	331	358	392
研发费用	186	205	201	223	245
财务费用	-62	-26	-25	-19	-8
投资收益	2	15	1	1	1
营业利润	965	920	947	1,025	1,144
利润总额	959	919	945	1,023	1,142
所得税	157	151	151	164	183
净利润	802	767	794	860	959
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	802	767	794	860	959
EPS(元)	2.01	1.92	1.99	2.15	2.40

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,935	1,091	711	1,090	1,241
净利润	802	767	794	860	959
折旧摊销	194	222	181	193	204
净营运资金增加	-734	-203	364	180	223
其他	1,673	305	-628	-142	-146
投资活动产生现金流	-951	-2,137	-354	-366	-244
净资本支出	-395	-376	-400	-350	-250
长期投资变化	0	2	0	0	0
其他资产变化	-556	-1,763	46	-16	6
融资活动现金流	-591	-321	1,212	-487	-688
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	424	605	1,587	-109	-266
无息负债变化	634	43	-60	124	144
净现金流	393	-1,368	1,570	237	309

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	50.3%	50.1%	50.3%	50.5%	51.0%
EBITDA 率	19.9%	20.0%	18.8%	18.8%	19.1%
EBIT 率	16.0%	15.7%	15.7%	15.8%	16.2%
税前净利润率	17.2%	16.4%	16.0%	16.0%	16.3%
归母净利润率	14.4%	13.7%	13.4%	13.5%	13.7%
ROA	11.2%	10.0%	8.3%	8.5%	9.1%
ROE (摊薄)	17.3%	17.0%	16.2%	16.0%	16.2%
经营性 ROIC	17.8%	17.0%	16.0%	16.2%	17.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	35%	41%	49%	47%	44%
流动比率	1.85	1.52	1.39	1.46	1.58
速动比率	1.75	1.45	1.33	1.39	1.51
归母权益/有息债务	9.97	4.22	1.85	2.11	2.59
有形资产/有息债务	14.45	6.81	3.45	3.77	4.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,152	7,679	9,600	10,078	10,485
货币资金	2,876	1,386	2,956	3,192	3,502
交易性金融资产	800	2,691	2,691	2,691	2,691
应收账款	42	67	71	77	84
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	54	66	77	102	112
存货	243	208	287	306	330
其他流动资产	239	113	113	113	113
流动资产合计	4,381	4,628	6,312	6,608	6,969
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	2,045	2,320	2,349	2,395	2,406
在建工程	194	46	175	231	223
无形资产	319	298	327	353	378
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	36	254	254	254	254
非流动资产合计	2,771	3,051	3,288	3,470	3,516
总负债	2,512	3,161	4,688	4,704	4,581
短期借款	442	1,058	2,608	2,499	2,233
应付账款	463	455	529	569	618
应付票据	602	613	588	632	687
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24	28	28	28	28
流动负债合计	2,370	3,038	4,530	4,537	4,410
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	69	69	69	69
非流动负债合计	142	123	158	166	171
股东权益	4,639	4,518	4,912	5,375	5,904
股本	400	400	400	400	400
公积金	3,040	2,991	2,991	2,991	2,991
未分配利润	1,315	1,386	1,780	2,243	2,772
归属母公司权益	4,639	4,518	4,912	5,375	5,904
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	25.20%	25.05%	25.10%	25.10%	25.10%
管理费用率	5.44%	5.53%	5.60%	5.60%	5.60%
财务费用率	-1.10%	-0.46%	-0.43%	-0.30%	-0.12%
研发费用率	3.33%	3.66%	3.40%	3.50%	3.50%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.00	1.00	0.99	1.07	1.20
每股经营现金流	4.84	2.73	1.78	2.72	3.10
每股净资产	11.60	11.29	12.28	13.44	14.76
每股销售收入	13.95	14.01	14.78	15.96	17.51

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	17	16	15	13
PB	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.4	11.5	11.5	10.5	9.2
股息率	3.1%	3.1%	3.1%	3.4%	3.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP