

慕思股份(001323)

报告日期: 2025 年 04 月 27 日

毛利率表现稳健, 25 年看好智慧睡眠推广

——慕思股份 24A&25Q1 点评报告

投资要点

□ 业绩一览

- 1) 2024 年实现收入 56 亿 (同比+0.43%, 下同), 归母净利 7.67 亿 (-4.36%), 扣非净利 7.24 亿 (-7.67%)。
- 2) 24Q4 单季收入 17.25 亿 (-2.72%), 归母净利 2.45 亿 (-13.7%), 扣非净利 2.33 亿 (-17.24%)。Q4 利润率下降主要系毛利率同比-0.77pct、期间费用率同比+1.37pct。
- 3) 25Q1 收入 11.21 亿 (-6.66%), 归母净利 1.18 亿 (-16.43%), 扣非净利 1.19 亿 (-10.9%)。

□ 收入驱动

- 1) 全力推进 AI 睡眠: 24 年 3 月推出 AI 智能床垫 T11PRO, 至 12 月公司官宣其销售额已经突破亿元; 24 年 11 月下旬公司在总部培训经销商如何卖智能床。智能床功能&技术逐渐成熟, 定价逐渐亲民, 叠加慕思的高端品牌形象, 我们认为 2025 年将是公司产品结构升级和客单价提升的重要驱动。
- 2) 电商渠道逆势增长: 加大天猫、京东、抖音资源投入, 电商收入达到 10.93 亿, 同比+6%, 占总收入提升至 19.51% (24 年为 18.48%)。
- 3) 线下渠道优化升级: 24 年专卖店 5400 余家 (23 年 5700 余家), 淘汰部分低效门店, 对老店进行重装升级。经销收入 41.53 亿 (同比-0.3%), 直营收入 0.72 亿 (-51%)、推动直营转经销所致。
- 4) 打造会员社区: 年度新增注册会员 148.37 万人 (23 年为 71 万人, 同比翻倍), 累计达到 314 万人, 帮助提升客户忠诚度与口碑传播效能。
- 5) 加速品牌出海: 完成 Maxcoil 品牌新加坡销售总部 100% 股权及其生产基地核心资产交割实现并表, 根据公司出海战略优化东南亚供应链建设、提高产品质量及供货效率。

□ 25Q1 实际经营利润率较优

- 1) 24A 期间费用率同比+0.91pct, 24Q4 期间费用率同比+0.37pct, 25Q1 期间费用率同比+0.64pct。
- 2) 25Q1 毛利率同比+1.69pct、销售费用率同比-0.99%, 利润承压主要系财务费用同比增加约 0.12 亿、公允价值变动损益增加 0.1 亿、所得税增加 0.1 亿, 若还原上述影响预计 Q1 利润端表现更优。

□ 盈利预测与估值

床垫翻新需求占比高, 公司充分受益以旧换新补贴活动拉动, 此外慕思会员体系服务强化、老客户占比高, 渠道变革优化+产品组合升级, 智能床潜力较大, 持续看好。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 60.02 亿/64.34 亿/69.46 亿元, 分别同比+7.13%/+7.2%/+7.95%, 归母净利润 8.03 亿/8.76 亿/9.56 亿, 分别同比+4.67%/+9.03%/+9.14%, 对应当前 PE 15.58X/ 14.29X/13.09X, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 消费力不足, 地产需求进一步下降

投资评级: 增持(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

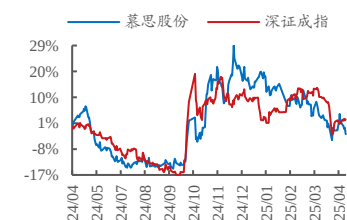
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.28
总市值(百万元)	12,512.31
总股本(百万股)	400.01

股票走势图



相关报告

- 1 《收购新加坡软体品牌、推进出海战略, 关注智能床趋势》 2024.12.18
- 2 《费控成效显著, Q4 以旧换新预期带来增量》 2024.10.30
- 3 《加大分红回馈, Q2 经营稳健、后续费用率有望优化》 2024.08.28

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,603	6,002	6,434	6,946
(+/-) (%)	0.43%	7.13%	7.20%	7.95%
归母净利润	767	803	876	956
(+/-) (%)	-4.36%	4.67%	9.03%	9.14%
每股收益(元)	1.92	2.01	2.19	2.39
P/E	16.31	15.58	14.29	13.09

资料来源：浙商证券研究所

表1：慕思股份季度数据一览

单位：百万元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营业总收入	1,507.26	1,401.43	1,659.21	957.20	1,442.19	1,406.09	1,773.07	1,201.25	1,427.88	1,248.71	1,724.90	1,121.25
YOY	-3.79%	-4.20%	-24.90%	-23.10%	-4.32%	0.33%	6.86%	25.50%	-0.99%	-11.19%	-2.72%	-6.66%
归母净利润	182.88	118.29	283.66	101.27	254.47	162.62	283.91	141.25	231.93	149.14	245.01	118.05
YOY	-3.71%	36.59%	3.74%	-18.40%	39.15%	37.47%	0.09%	39.48%	-8.86%	-8.29%	-13.70%	-16.43%
扣非归母净利润	184.17	106.06	236.29	97.71	248.19	155.88	281.67	133.31	227.64	129.27	233.10	118.78
YOY	-0.95%			-21.00%	34.76%	46.98%	19.20%	36.44%	-8.28%	-17.07%	-17.24%	-10.90%
毛利率	46.91%	47.28%	46.49%	48.39%	52.20%	50.98%	49.22%	50.15%	52.19%	49.85%	48.46%	51.84%
期间费用率	30.96%	37.24%	30.15%	35.30%	29.91%	38.54%	29.47%	36.42%	32.40%	36.87%	30.84%	37.06%
其中：销售费用	351.92	409.32	405.91	249.19	335.27	414.33	407.09	318.90	343.44	314.93	426.07	286.60
销售费用率	23.35%	29.21%	24.46%	26.03%	23.25%	29.47%	22.96%	26.55%	24.05%	25.22%	24.70%	25.56%
其中：管理费用	77.82	83.31	74.58	64.56	71.76	85.93	81.29	81.13	80.69	93.91	54.22	81.86
研发费用	38.30	36.77	50.67	34.09	39.97	60.66	51.04	45.87	51.87	53.68	53.86	43.76
管理+研发费用率	7.70%	8.57%	7.55%	10.31%	7.75%	10.43%	7.46%	10.57%	9.28%	11.82%	6.27%	11.20%
其中：财务费用	-1.46	-7.44	-30.96	-9.97	-15.64	-19.04	-16.86	-8.43	-13.31	-2.15	-2.12	3.29
财务费用率	-0.10%	-0.53%	-1.87%	-1.04%	-1.08%	-1.35%	-0.95%	-0.70%	-0.93%	-0.17%	-0.12%	0.29%
归母净利率	12.13%	8.44%	17.10%	10.58%	17.64%	11.57%	16.01%	11.76%	16.24%	11.94%	14.20%	10.53%
账上净现金	2366.53	1911.45	2368.16	2628.66	2900.61	3557.20	3164.81	3028.75	2420.45	2466.96	2979.50	2688.00
货币资金	2572.08	2110.22	1771.03	2722.10	2970.38	3807.85	2876.30	3587.95	1762.00	1511.34	1385.80	2175.27
交易性金融资产	0.00	0.00	700.74	0.00	0.00	0.00	800.39	112.66	1462.15	2218.37	2691.00	1450.12
带息债务	205.55	198.77	103.60	93.45	69.78	250.64	511.88	671.85	803.70	1262.74	1097.30	937.40
存货	266.09	320.99	220.21	192.03	228.09	314.69	242.71	230.21	214.98	250.33	207.93	252.67
较上年同期增减	-30.37	320.99	-78.67	-133.68	-38.00	-6.30	22.50	38.18	-13.10	-64.35	-34.78	22.45
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	182.78	165.59	192.10	89.87	42.78	32.50	42.10	36.46	41.29	47.48	66.67	73.20
较上年同期增减	87.11	165.59	133.56	1.11	-140.00	-133.10	-149.99	-53.41	-1.49	14.99	24.57	36.74
应付账款及应付票据	429.50	406.39	603.61	761.52	975.66	1608.05	1064.94	936.43	844.02	862.64	1067.67	960.81
较上年同期增减	-77.78	406.39	34.70	418.07	546.16	1201.65	461.33	174.91	-131.64	-745.41	2.73	24.39
合同负债	186.18	169.43	117.46	167.01	192.60	164.05	188.84	153.90	172.56	167.79	221.94	229.05
较上年同期增减	-30.05	169.43	-134.51	-49.06	6.42	-5.38	71.38	-13.10	-20.04	3.74	33.10	75.15
经营性现金流净额	324.15	81.70	553.65	344.57	765.72	174.18	650.23	-23.36	245.99	183.38	684.51	-64.58
较上年同期增减	80.33	-147.49	-45.55	656.63	441.56	92.48	96.58	-367.93	-519.73	9.20	34.28	-41.22
筹资性现金流净额	1485.15	-424.49	-36.47	-67.35	-438.16	250.67	-336.38	423.56	-230.82	-2.07	-512.05	-170.34
较上年同期增减	1508.46	-405.77	-12.21	-37.00	-1923.31	675.17	-299.90	490.91	207.33	-252.74	-175.67	-593.90
资本开支	126.86	123.86	179.58	85.38	108.25	91.66	110.39	121.27	136.04	67.13	56.23	68.94
较上年同期增减	-78.34	-55.16	-58.83	-106.05	-18.61	-32.21	-69.19	35.90	27.79	-24.53	-54.15	-52.34
ROE	5.19%	2.80%	6.72%	2.30%	5.80%	3.70%	6.23%	3.03%	4.99%	3.33%	5.53%	2.58%
YOY (±)	-3.42%	-1.12%	-3.93%	-2.42%	0.61%	0.89%	-0.50%	0.73%	-0.81%	-0.36%	-0.70%	-0.45%
资产负债率	24.80%	25.52%	25.02%	26.07%	30.12%	37.24%	35.13%	33.67%	34.19%	40.77%	41.16%	37.04%
YOY (±)	-17.31%	25.52%	-17.93%	-8.14%	5.32%	11.72%	10.11%	7.60%	4.07%	3.53%	6.03%	3.37%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,628	5,377	6,454	7,454
现金	1,386	1,989	2,900	4,057
交易性金融资产	2,691	2,691	2,691	2,691
应收账款	67	100	186	123
其它应收款	66	63	91	63
预付账款	97	126	132	137
存货	208	295	340	270
其他	113	113	113	113
非流动资产	3,051	3,107	3,182	3,284
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2	4	6	8
固定资产	2,320	2,381	2,450	2,545
无形资产	298	305	298	298
在建工程	46	96	146	196
其他	384	321	281	238
资产总计	7,679	8,484	9,635	10,739
流动负债	3,038	3,039	3,316	3,463
短期借款	1,058	1,078	1,108	1,148
应付款项	1,068	1,089	1,213	1,248
预收账款	0	0	0	0
其他	912	872	994	1,066
非流动负债	123	123	123	123
长期借款	0	0	0	0
其他	123	123	123	123
负债合计	3,161	3,163	3,439	3,586
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4,518	5,321	6,197	7,152
负债和股东权益	7,679	8,484	9,635	10,739

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,091	804	1,098	1,335
净利润	767	803	876	956
折旧摊销	261	139	118	93
财务费用	14	32	33	34
投资损失	(15)	(6)	(9)	(12)
营运资金变动	61	(164)	80	264
其它	3	0	0	0
投资活动现金流	(2,137)	(188)	(184)	(184)
资本支出	(376)	(192)	(191)	(194)
长期投资	(1,789)	(2)	(1)	(2)
其他	27	6	9	12
筹资活动现金流	(321)	(12)	(3)	6
短期借款	616	20	30	40
长期借款	0	0	0	0
其他	(938)	(32)	(33)	(34)
现金净增加额	(1,368)	603	911	1,157

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,603	6,002	6,434	6,946
营业成本	2,797	3,048	3,263	3,512
营业税金及附加	52	52	57	62
营业费用	1,403	1,507	1,602	1,743
管理费用	310	327	352	381
研发费用	205	162	174	188
财务费用	(26)	4	3	(10)
资产减值损失	(5)	0	0	0
公允价值变动损益	21	0	0	0
投资净收益	15	6	9	12
其他经营收益	37	36	39	43
营业利润	920	945	1,030	1,124
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	919	945	1,030	1,124
所得税	151	142	155	169
净利润	767	803	876	956
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	767	803	876	956
EBITDA	1,127	1,082	1,142	1,196
EPS（最新摊薄）	1.92	2.01	2.19	2.39

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.43%	7.13%	7.20%	7.95%
营业利润	-4.68%	2.71%	9.03%	9.14%
归属母公司净利润	-4.36%	4.67%	9.03%	9.14%
获利能力				
毛利率	50.08%	49.23%	49.28%	49.44%
净利率	13.70%	13.38%	13.61%	13.76%
ROE	16.98%	15.09%	14.13%	13.36%
ROIC	12.87%	12.45%	11.86%	11.24%
偿债能力				
资产负债率	41.16%	37.28%	35.69%	33.39%
净负债比率	-6.39%	-16.39%	-28.29%	-40.13%
流动比率	1.52	1.77	1.95	2.15
速动比率	1.39	1.59	1.77	2.00
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.74	0.71	0.68
应收账款周转率	103.02	72.00	45.00	45.00
应付账款周转率	6.09	5.77	5.81	5.89
每股指标(元)				
每股收益	1.92	2.01	2.19	2.39
每股经营现金	2.73	2.01	2.74	3.34
每股净资产	11.29	13.30	15.49	17.88
估值比率				
P/E	16.31	15.58	14.29	13.09
P/B	2.77	2.35	2.02	1.75
EV/EBITDA	13.17	11.02	9.67	8.30

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>