

2025 年 04 月 28 日

业绩呈现韧性，期待出海与 AI 打开空间

慕思股份(001323)

评级：	买入	股票代码：	001323
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	42.13/27.47
目标价格：		总市值(亿)	118.96
最新收盘价：	29.74	自由流通市值(亿)	23.18
		自由流通股数(百万)	77.94

事件概述

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年公司实现营收 56.03 亿元，同比增长 0.43%，归母净利润 7.67 亿元，同比减少 4.36%，扣非后归母净利 7.23 亿元，同比减少 7.67%，主要系外部环境变化带来的不利影响持续加深，预期偏弱等问题交织叠加；单季度看，24Q4 公司实现营收 17.25 亿元，同比减少 2.72%，归母净利润 2.45 亿元，同比减少 13.70%，扣非后归母净利 2.33 亿元，同比减少 17.24%。25Q1 公司实现营收 11.21 亿元，同比减少 6.66%，归母净利润 1.18 亿元，同比减少 16.42%，扣非后归母净利 1.19 亿元，同比减少 10.90%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 10.91 亿元，同比减少 43.63%。

此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10.0 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。现金分红来源为自有资金。共预计分配现金股利 3.94 亿元。

分析判断：

► 公司展现经营韧性，积极布局海外业务与 AI 融合

分产品看，公司主要布局于家居制造业，包床垫、床架、沙发和毛毯等，2024 年公司的主要业务家具制造业实现营收 55.22 亿元，同比增长 0.11%，贡献营收比达 98.56%，面对国内外压力加大、困难增多的复杂严峻形式，公司展现了经营韧性及高质量发展潜力。其中主要产品床垫实现营收 26.79 亿元，同比增长 3.78%，贡献营收比达 47.81%；床架实现营收 16.65 亿元，同比减少 0.07%。分地区看，24 年公司境外营收增长 61.07%至 1.55 亿元，贡献营收比达 2.77%，公司精准推进海外市场拓展，通过收购品牌建设海外生产基地加速品牌出海，提升公司在海外的市场竞争力。境内营收减少 0.63%至 54.47 亿元，占比 97.23%。此外，公司逐步探索 AI 睡眠，将人体工程学、睡眠环境学融入睡眠自适应调节算法、睡眠监测算法、睡眠分期算法等 AI 智能技术，构建了以智能床垫为核心的智能产品矩阵，2024 年 3 月推出 AI 床垫 T11PRO，今年来继续加码 AI 睡眠，2025 年 3 月推出 T11+，新品带来潮汐算法进化、AI 睡眠体验进化、AI 睡眠生态进化三大提升，产品智能化提升有望带动换新需求及客单价提升。

► 24 年公司盈利能力稳定，利息收入减少影响净利水平

盈利能力方面，2024 年公司毛利率 50.08%、同比下降 0.21pct，公司净利率 13.70%，同比下降 0.69pct；公司盈利能力保持稳定，24Q4 毛利率 48.46%、同比下降 0.77pct，公司净利率 14.20%，同比下降 1.81pct；25Q1 毛利率 51.84%、同比增长 1.69pct，公司净利率 10.50%，同比下降 1.26pct。24 年床垫毛利率同比下降 0.91pct 至 61.42%，床架毛利率同比增加 1.25pct 至 47.89%。期间费用方面，2024 年公司期间费用率 33.78%，同比增加 0.91pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.05%/11.08%/7.32%/-3.39%，同比分别-0.15/+0.14/+0.69/+4.28pct。主要系购买理财产品增加，存款减少导致利息收入减少所致。单季度来看，24Q4 公司期间费用率 30.84%，同比增加 1.37pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.70%/6.10%/6.44%/-0.87%，同比分别+1.74/-2.93/+0.59/+5.07pct；25Q1 公司期间费用率 37.06%，同比增加 0.64pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.56%/15.16%/7.53%/+2.79%，同比分别-0.99/+1.61/-0.09/+8.76pct。

投资建议：

公司是国内床垫行业领先企业，处于内资品牌第一梯队，发展全面且稳定。随着健康睡眠理念深入人心，国内消费者对中、高端软床产品的接受程度越来越高，公司依托行业集中度加速提升，看好公司多品牌品牌力领先多品类战略持续下沉市场并通过技术升级、品牌塑造、渠道下沉、数字化转型，未来发展可期。下游需求弱于预期，我们下调公司盈利预测，25-27 年收入分别为 60.17/64.36/70.11 亿元(前值 64.13/69.92/-亿元)；25-27 年 EPS 分别为 1.99/2.15/2.30 元(前值 2.25/2.47/-元)。参照 2025 年 4 月 28 日收盘价 29.74 元/股，对应 PE 分别为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观经济波动风险；地产交付不及预期风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,579	5,603	6,017	6,436	7,011
YoY (%)	-4.0%	0.4%	7.4%	7.0%	8.9%
归母净利润(百万元)	802	767	797	860	920
YoY (%)	13.2%	-4.4%	3.9%	7.9%	6.9%
毛利率 (%)	50.3%	50.1%	51.1%	51.2%	50.6%
每股收益 (元)	2.01	1.95	1.99	2.15	2.30
ROE	17.3%	17.0%	15.0%	13.9%	13.0%
市盈率	15.56	16.04	15.70	14.55	13.61

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,603	6,017	6,436	7,011	净利润	767	797	860	920
YoY (%)	0.4%	7.4%	7.0%	8.9%	折旧和摊销	261	60	60	60
营业成本	2,797	2,942	3,144	3,463	营运资金变动	61	-540	277	256
营业税金及附加	52	56	55	60	经营活动现金流	1,091	313	1,214	1,253
销售费用	1,403	1,504	1,609	1,753	资本开支	-376	29	6	7
管理费用	310	391	399	428	投资	-1,789	0	0	0
财务费用	-26	7	4	-8	投资活动现金流	-2,137	30	8	8
研发费用	205	211	225	245	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-5	-5	-3	-3	债务募资	616	0	0	0
投资收益	15	1	1	1	筹资活动现金流	-321	-21	-21	-21
营业利润	920	950	1,024	1,088	现金净流量	-1,368	322	1,201	1,239
营业外收支	-1	-1	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	919	949	1,024	1,088	成长能力				
所得税	151	152	164	169	营业收入增长率	0.4%	7.4%	7.0%	8.9%
净利润	767	797	860	920	净利润增长率	-4.4%	3.9%	7.9%	6.9%
归属于母公司净利润	767	797	860	920	盈利能力				
YoY (%)	-4.4%	3.9%	7.9%	6.9%	毛利率	50.1%	51.1%	51.2%	50.6%
每股收益	1.95	1.99	2.15	2.30	净利率	13.7%	13.2%	13.4%	13.1%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	10.0%	10.0%	9.7%	9.2%
货币资金	1,386	1,708	2,908	4,148	净资产收益率 ROE	17.0%	15.0%	13.9%	13.0%
预付款项	97	122	126	121	偿债能力				
存货	208	261	237	315	流动比率	1.52	1.97	2.29	2.56
其他流动资产	2,937	2,885	2,707	2,560	速动比率	1.39	1.82	2.20	2.49
流动资产合计	4,628	4,975	5,979	7,143	现金比率	0.46	0.68	1.11	1.48
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	41.2%	33.3%	30.7%	29.1%
固定资产	2,320	2,260	2,199	2,139	经营效率				
无形资产	298	298	298	298	总资产周转率	0.76	0.77	0.76	0.74
非流动资产合计	3,051	2,991	2,930	2,870	每股指标（元）				
资产合计	7,679	7,966	8,910	10,013	每股收益	1.95	1.99	2.15	2.30
短期借款	1,058	1,058	1,058	1,058	每股净资产	11.29	13.29	15.44	17.74
应付账款及票据	1,068	511	521	616	每股经营现金流	2.73	0.78	3.04	3.13
其他流动负债	912	959	1,033	1,121	每股股利	1.75	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,038	2,528	2,612	2,795	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.04	15.70	14.55	13.61
其他长期负债	123	123	123	123	PB	3.35	2.35	2.03	1.76
非流动负债合计	123	123	123	123					
负债合计	3,161	2,651	2,735	2,918					
股本	400	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,518	5,315	6,175	7,094					
负债和股东权益合计	7,679	7,966	8,910	10,013					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。