

## 前瞻布局智能床垫赛道，期待国补政策催化

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2024年报及2025年一季报，24年公司实现营收56.0亿元，同比+0.4%；实现归母净利润7.7亿元，同比-4.4%；实现扣非净利润7.2亿元，同比-7.7%。单季度来看，24Q4公司实现营收17.2亿元，同比-2.7%；实现归母净利润2.5亿元，同比-13.7%；实现扣非净利润2.3亿元，同比-17.2%。25Q1公司实现营收11.2亿元，同比-6.7%；实现归母净利润1.2亿元，同比-16.4%；实现扣非净利润1.2亿元，同比-10.9%。25Q1业绩承压，我们判断主要系24Q1高基数以及25年国补政策陆续落地收入传导滞后影响。
- 24年毛利率保持稳定，总费用率小幅提升。** 24年公司整体毛利率为50.1%，同比-0.2pp。其中，床垫/床架品类毛利率为61.4%/47.9%，同比-0.9pp/+1.3pp；经销/电商渠道毛利率为50.3%/52.7%，同比+1.5pp/-1.3pp。费用率方面，24年总费用率为33.8%，同比+0.9pp，销售/管理/财务/研发费用率为25%/5.5%/-0.5%/3.7%，同比-0.2pp/+0.1pp/+0.6pp/+0.3pp，财务费用率增加系购买理财产品增加，存款减少利息收入减少。综合来看，24年公司净利率为13.7%，同比-0.7pp。25Q1公司整体毛利率为51.8%，同比+1.7pp；总费用率为37.1%，同比+0.6pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为25.6%/7.3%/0.3%/3.9%，同比-1pp/+0.5pp/+1pp/+0.1pp，25Q1净利率为10.5%，同比-1.2pp。
- 主品类销量稳步增长，智能床垫赛道前景良好。** 分产品看，2024年床垫/床架/沙发/床品/其他产品（主要为定制及配套）分别实现营收26.8/16.7/4.3/3.0/4.4亿元，同比+3.8%/-0.1%/-0.4%/-7.5%/-12.7%，其中软床（床垫+床架）销量201.3万件，同比+5.1%；均价2157.4元/件，同比-2.7%。在国补政策催化下，消费者需求激活，保持销量的稳健增长。公司构建了以智能床垫为核心的智能产品矩阵，智能床垫赛道成长前景良好。公司将持续以套系化创新与智能化升级策略，深挖新客需求并激发老客焕新，驱动销售增长。
- 线下重点推进换新升级，积极拓展线上渠道及海外市场。** 分渠道看，2024年经销/电商/直供/直营实现营收41.5/10.9/2.3/0.7亿元，同比-0.3%/+6.0%/+27.4%/-51.1%。公司目前已建成以“经销为主，电商、直供、直营等多种渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系。线下，公司重点对存量门店进行汰换优化与重装升级以提升店效，截至24年底公司有专卖店5400余家。线上，公司通过对天猫、京东、抖音等主要电商渠道的资源投入及营销策略的持续创新，实现稳步增长，其中官方旗舰店模式营收24年占电商渠道的比例约94.2%。此外，公司积极开拓海外市场，线下零售渠道营销网络已覆盖北美、澳洲、欧洲、新加坡和港澳台等19个国家或地区。24年境内/境外实现54.5/1.6亿元，同比-0.6%/+61.1%。24年公司收购新加坡知名家居品牌Maxcoil的新加坡销售总部100%股权及其位于印尼巴淡岛的生产基地的核心资产，有望完善海外生产基地布局，培育第二增长曲线。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为1.99元、2.10元、2.27元，对应PE分别为15倍、14倍、13倍。考虑到公司智能床垫赛道成长性较

### 西南证券研究院

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 沈琪  
电话: 023-67506873  
邮箱: shenq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通A股(亿股)	0.78
52周内股价区间(元)	27.96-41.5
总市值(亿元)	118.96
总资产(亿元)	73.85
每股净资产(元)	11.63

### 相关研究

- 慕思股份(001323): 24Q1业绩增长亮眼，员工持股计划彰显信心 (2024-05-05)

好，品牌力和产品力突出，随着国补政策催化，下游需求有望逐步回暖，维持“持有”评级。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险、渠道开拓不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、房地产市场波动的风险。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5602.74	6058.31	6499.83	6909.92
增长率	0.43%	8.13%	7.29%	6.31%
归属母公司净利润 (百万元)	767.33	795.34	840.88	907.32
增长率	8.32%	3.65%	5.73%	7.90%
每股收益 EPS (元)	1.92	1.99	2.10	2.27
净资产收益率 ROE	16.98%	16.90%	17.14%	17.73%
PE	16	15	14	13
PB	2.63	2.53	2.43	2.32

数据来源：Wind，西南证券

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：伴随国补政策催化国内需求回暖，叠加海外市场拓展顺利，公司核心产品床垫业务凭借品牌力和产品力稳健增长，2025-2027 年收入增速分别为 12%、11%、10%；

假设 2：公司聚焦产品技术研发与突破，降低核心产品床垫成本，但市场竞争加剧，毛利率小幅回落，2025-2027 年床垫毛利率分别为 60.8%、60.4%、60%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>				
营业收入	5602.7	6058.3	6499.8	6909.9
yoy	0.4%	8.1%	7.3%	6.3%
营业成本	2796.8	2999.3	3201.6	3392.5
毛利率	50.1%	50.5%	50.7%	50.9%
<b>床垫</b>				
收入	2678.7	3000.1	3330.1	3663.1
yoy	3.8%	12%	11%	10%
成本	1033.5	1176.0	1318.7	1465.3
毛利率	61.4%	60.8%	60.4%	60.0%
<b>床架</b>				
收入	1665.0	1798.2	1906.1	1982.4
yoy	-0.1%	8%	6%	4%
成本	867.6	940.5	1,000.7	1,046.7
毛利率	47.9%	47.7%	47.5%	47.2%
<b>沙发</b>				
收入	431.7	444.7	453.6	458.1
yoy	-0.4%	3%	2%	1%
成本	301.1	310.4	317.5	321.6
毛利率	30.3%	30.2%	30.0%	29.8%
<b>床品</b>				
收入	304.0	310.1	313.2	313.2
yoy	-7.5%	2%	1%	0%
成本	181.4	185.4	187.9	188.5
毛利率	40.4%	40.2%	40.0%	39.8%
<b>其他主营业务</b>				
收入	442.6	420.5	407.9	399.7
yoy	-12.7%	-5%	-3%	-2%
成本	398.0	370.0	358.9	351.7
毛利率	10.1%	12.0%	12.0%	12.0%

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
其他				
收入	80.7	84.7	89.0	93.4
yoy	29.4%	5%	5%	5%
成本	15.2	16.9	17.8	18.7
毛利率	81.1%	80%	80%	80%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5602.74	6058.31	6499.83	6909.92	净利润	767.33	795.34	840.88	907.32
营业成本	2796.81	2999.29	3201.56	3392.49	折旧与摊销	246.23	241.06	241.06	241.06
营业税金及附加	52.03	53.59	58.15	47.68	财务费用	-26.01	39.90	25.72	15.40
销售费用	1403.34	1514.58	1650.96	1762.03	资产减值损失	-4.82	1.00	4.00	3.00
管理费用	309.95	514.96	571.99	621.89	经营营运资本变动	225.35	-156.12	101.17	72.95
财务费用	-26.01	39.90	25.72	15.40	其他	-117.56	-16.56	-26.16	-24.00
资产减值损失	-4.82	1.00	4.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1090.52</b>	<b>904.62</b>	<b>1186.68</b>	<b>1215.73</b>
投资收益	15.10	5.00	5.00	5.00	资本支出	-130.20	-200.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	21.42	14.41	16.75	15.97	其他	-2006.81	19.41	21.75	20.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2137.01</b>	<b>-180.59</b>	<b>-78.25</b>	<b>-79.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>920.04</b>	<b>954.40</b>	<b>1009.21</b>	<b>1088.39</b>	短期借款	616.18	-360.24	-360.48	-87.36
其他非经营损益	-1.31	-2.55	-2.70	-2.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>918.73</b>	<b>951.85</b>	<b>1006.51</b>	<b>1085.97</b>	股权融资	-50.64	0.00	0.00	0.00
所得税	151.40	156.51	165.62	178.65	支付股利	-694.05	-594.73	-642.75	-694.34
净利润	767.33	795.34	840.88	907.32	其他	-192.87	-64.37	-25.72	-15.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-321.38</b>	<b>-1019.34</b>	<b>-1028.96</b>	<b>-797.10</b>
归属母公司股东净利润	767.33	795.34	840.88	907.32	<b>现金流量净额</b>	<b>-1367.64</b>	<b>-295.31</b>	<b>79.47</b>	<b>339.60</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1385.80	1090.50	1169.97	1509.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	229.68	266.90	271.27	292.97	销售收入增长率	0.43%	8.13%	7.29%	6.31%
存货	207.93	236.52	248.17	264.91	营业利润增长率	-4.68%	3.73%	5.74%	7.85%
其他流动资产	2804.20	2813.41	2822.33	2830.61	净利润增长率	-4.36%	3.65%	5.73%	7.90%
长期股权投资	2.14	2.14	2.14	2.14	EBITDA 增长率	1.74%	8.34%	3.29%	5.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2366.22	2375.09	2283.97	2192.85	毛利率	50.08%	50.49%	50.74%	50.90%
无形资产和开发支出	298.37	251.64	204.90	158.16	三费率	30.12%	34.16%	34.60%	34.72%
其他非流动资产	384.32	381.11	377.90	374.70	净利率	13.70%	13.13%	12.94%	13.13%
<b>资产总计</b>	<b>7678.66</b>	<b>7417.30</b>	<b>7380.64</b>	<b>7625.91</b>	ROE	16.98%	16.90%	17.14%	17.73%
短期借款	1058.08	697.84	337.36	250.00	ROA	9.99%	10.72%	11.39%	11.90%
应付和预收款项	1305.91	1418.80	1512.74	1602.41	ROIC	33.78%	36.69%	37.88%	43.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.35%	20.39%	19.63%	19.46%
其他负债	796.79	593.95	625.71	655.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3160.78</b>	<b>2710.59</b>	<b>2475.80</b>	<b>2508.09</b>	总资产周转率	0.76	0.80	0.88	0.92
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	2.57	2.72	3.20	3.75
资本公积	2790.81	2790.81	2790.81	2790.81	应收账款周转率	100.53	78.71	77.12	80.63
留存收益	1586.26	1786.87	1985.00	2197.98	存货周转率	12.18	13.17	12.94	12.96
归属母公司股东权益	4517.88	4706.71	4904.84	5117.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.58%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4517.88</b>	<b>4706.71</b>	<b>4904.84</b>	<b>5117.82</b>	资产负债率	41.16%	36.54%	33.54%	32.89%
负债和股东权益合计	7678.66	7417.30	7380.64	7625.91	带息债务/总负债	33.48%	25.75%	13.63%	9.97%
					流动比率	1.52	1.70	1.92	2.05
					速动比率	1.45	1.61	1.81	1.94
					股利支付率	90.45%	74.78%	76.44%	76.53%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.92	1.99	2.10	2.27
					每股净资产	11.29	11.77	12.26	12.79
					每股经营现金	2.73	2.26	2.97	3.04
					每股股利	1.74	1.49	1.61	1.74
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1140.26	1235.37	1275.99	1344.86					
PE	15.50	14.96	14.15	13.11					
PB	2.63	2.53	2.43	2.32					
PS	2.12	1.96	1.83	1.72					
EV/EBITDA	7.49	6.85	6.29	5.65					
股息率	5.83%	5.00%	5.40%	5.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn