慕思股份（001323.SZ）

2025 年 04 月 29 日

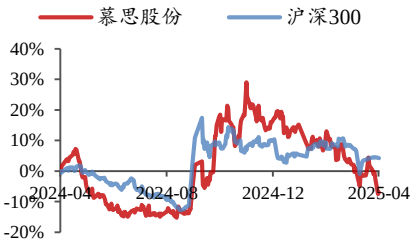
2025Q1 产品毛利率同比提升，加深全渠道、多品类市场布局

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2025/4/29
当前股价(元)	29.93
一年最高最低(元)	42.13/27.47
总市值(亿元)	119.72
流通市值(亿元)	23.33
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.78
近 3 个月换手率(%)	107.28

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q2 业绩韧性彰显，中期分红回馈市场—公司信息更新报告》-2024.9.3

《2024Q1 业绩超预期，全渠道、多品类市场布局加深—公司信息更新报告》-2024.4.30

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

骆扬（联系人）
luoyang@kysec.cn
证书编号：S0790122120029

蒋奕峰（联系人）
jiangyifeng@kysec.cn
证书编号：S0790124070039

● 2025Q1 业绩阶段性承压，期待国补落地后业绩改善，维持“买入”评级

2024 年公司实现营业收入 56.0 亿（同比+0.4%，下同），归母净利润利 7.67 亿（-4.4%），扣非归母净利润 7.23 亿(-7.7%)。2025Q1 公司实现收入 11.2 亿(-6.7%)，归母净利润 1.18 亿（-16.4%），家居线下国补已于 3 月陆续落地，看好公司收入逐季恢复。考虑到房地产市场仍处于调整期，我们下调 2025-2026 盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 7.99/8.72/9.56 亿元（原值为为 9.71/10.89 亿元），对应 EPS 为 2.00/2.18/2.39 元，当前股价对应 PE 为 15.0/13.7/12.5 倍，看好公司持续加深全渠道、多品类市场布局下带来收入业绩稳步提升，维持“买入”评级。

● 盈利能力：2025Q1 产品毛利率提升，费用投放加大净利率阶段承压

2024 年公司毛利率为 50.1%（-0.2pct），期间费用率为 33.8%（+0.9pct），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/+0.6pct。综合影响下，2024 年公司销售净利率为 13.7%（-0.7pct）。公司毛利率总体维持稳定，期间费用提升我们预计主系新业务开拓下，费用投放增多。2025Q1 公司毛利率 51.8%（+1.7pct）；期间费用率为 37.1%（+0.6pct），综合影响下，销售净利率为 10.5%（-1.3pct）。

● 收入拆分：核心产品床垫稳步增长，加深全渠道、多品类市场布局

分产品来看，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，分别同比+3.8%/-0.1%/-0.4%/-7.5%，主要品类床垫仍保持稳健增长。**分渠道来看，**公司坚持多元化、全渠道销售网络布局，线下拥有专卖店 5,400 余家，线上通过“天猫”“快手”“京东”“抖音”“唯品会”等平台开展销售，实现业务的稳步发展，2024 年公司电商实现收入 10.93 亿元（+6.0%）。**新业务拓展方面，**公司积极拓展智能产品及海外业务，智能产品以智能床垫为核心，首创 AutoFit 智适应技术，以提升用户睡眠质量增强产品市场竞争力;海外市场稳步开拓，在中国香港、澳大利亚、美国等国家地区设有专卖店，初步形成国际销售网络布局，并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，完善海外生产基地布局。

● 风险提示：终端销售不及预期、渠道开拓不及预期、原材料价格波动

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,579	5,603	6,001	6,466	6,938
YOY(%)	-4.0	0.4	7.1	7.8	7.3
归母净利润(百万元)	802	767	799	872	956
YOY(%)	13.2	-4.4	4.1	9.2	9.6
毛利率(%)	50.3	50.1	50.7	51.1	51.4
净利率(%)	14.4	13.7	13.3	13.5	13.8
ROE(%)	17.3	17.0	15.0	14.6	14.3
EPS(摊薄/元)	2.01	1.92	2.00	2.18	2.39
P/E(倍)	14.9	15.6	15.0	13.7	12.5
P/B(倍)	2.6	2.6	2.3	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4381	4628	5595	6402	7252
现金	2876	1386	2267	3089	3853
应收票据及应收账款	42	67	50	76	59
其他应收款	54	66	63	76	73
预付账款	127	97	142	116	161
存货	243	208	269	241	302
其他流动资产	1039	2804	2804	2804	2804
非流动资产	2771	3051	2980	2950	2913
长期投资	0	2	4	6	8
固定资产	2045	2320	2294	2288	2281
无形资产	319	298	271	244	217
其他非流动资产	407	431	411	412	408
资产总计	7152	7679	8575	9351	10165
流动负债	2370	3038	3135	3239	3347
短期借款	442	1058	1058	1058	1058
应付票据及应付账款	1065	1068	1188	1225	1344
其他流动负债	863	912	889	956	945
非流动负债	142	123	123	123	123
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	142	123	123	123	123
负债合计	2512	3161	3258	3362	3471
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	2841	2791	2791	2791	2791
留存收益	1513	1586	2173	2755	3449
归属母公司股东权益	4639	4518	5317	5989	6695
负债和股东权益	7152	7679	8575	9351	10165

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1935	1091	1026	1153	1127
净利润	802	767	799	872	956
折旧摊销	217	246	207	196	207
财务费用	-62	-26	11	-15	-38
投资损失	-2	-15	-9	-12	-10
营运资金变动	853	36	22	117	19
其他经营现金流	125	82	-4	-4	-6
投资活动现金流	-951	-2137	-122	-146	-151
资本支出	396	381	134	163	168
长期投资	-558	-1789	-2	-2	-2
其他投资现金流	2	32	14	19	19
筹资活动现金流	-591	-321	-24	-185	-212
短期借款	442	616	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-51	0	0	0
其他筹资现金流	-1033	-887	-24	-185	-212
现金净增加额	393	-1368	881	822	764

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5579	5603	6001	6466	6938
营业成本	2773	2797	2958	3165	3369
营业税金及附加	48	52	54	59	63
营业费用	1406	1403	1500	1649	1769
管理费用	304	310	366	401	451
研发费用	186	205	198	213	228
财务费用	-62	-26	11	-15	-38
资产减值损失	-2	-5	0	0	0
其他收益	30	37	34	35	34
公允价值变动收益	0	21	6	7	9
投资净收益	2	15	9	12	10
资产处置收益	7	-8	0	0	0
营业利润	965	920	960	1046	1147
营业外收入	8	5	7	6	6
营业外支出	14	6	10	8	9
利润总额	959	919	956	1044	1144
所得税	157	151	157	172	188
净利润	802	767	799	872	956
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	802	767	799	872	956
EBITDA	1117	1187	1174	1225	1312
EPS(元)	2.01	1.92	2.00	2.18	2.39

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.0	0.4	7.1	7.8	7.3
营业利润(%)	17.9	-4.7	4.3	9.0	9.6
归属于母公司净利润(%)	13.2	-4.4	4.1	9.2	9.6
获利能力					
毛利率(%)	50.3	50.1	50.7	51.1	51.4
净利率(%)	14.4	13.7	13.3	13.5	13.8
ROE(%)	17.3	17.0	15.0	14.6	14.3
ROIC(%)	14.5	13.9	12.5	12.1	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	35.1	41.2	38.0	36.0	34.1
净负债比率(%)	-50.3	-5.1	-21.1	-32.5	-40.5
流动比率	1.8	1.5	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.6	1.4	1.6	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	47.6	103.0	103.0	103.0	103.0
应付账款周转率	5.6	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.01	1.92	2.00	2.18	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	4.84	2.73	2.57	2.88	2.82
每股净资产(最新摊薄)	11.60	11.29	13.29	14.97	16.74
估值比率					
P/E	14.9	15.6	15.0	13.7	12.5
P/B	2.6	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.9	7.6	7.0	6.0	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn