

慕思股份（001323）

证券研究报告

2025 年 04 月 28 日

国补赋能，智能床+出海构建增量

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

25Q1 公司实现收入 11.21 亿,同比-6.7%,归母净利润 1.18 亿元,同比-16.4%,扣非归母净利润 1.19 亿元,同比-10.9%;

24Q4 公司实现收入 17.25 亿元,同比-2.7%,归母净利润 2.45 亿,同比-13.7%,扣非归母净利润 2.33 亿元,同比-17.2%;

24 年公司实现收入 56.03 亿,同比+0.4%,归母净利润 7.67 亿,同比-4.4%,扣非归母净利润 7.23 亿,同比-7.7%。

24 年公司毛利率 50.1%,同比-0.2pct,净利率 13.7%,同比-0.7pct。

24 年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,公司持续聚焦健康睡眠主业,通过产品创新、运营提效和品牌升级三大维度持续增强核心竞争力,展现了经营韧性及高质量发展潜力。

床垫稳健，产品研发&品牌优势明确，智慧睡眠赋能主业成长

24 年分产品:床垫收入 26.79 亿元,同比+3.8%,毛利率 61.4%,同比-0.9pct;床架收入 16.65 亿元,同比-0.1%,毛利率 47.9%,同比+1.3pct;沙发收入 4.32 亿元,同比-0.4%;床品收入 3.04 亿元,同比-7.5%;其中床垫表现稳健。

产品端,公司通过深化传统及智能产品迭代升级打造差异化产品矩阵,以套餐策略拓展客卧消费场景、以智能技术吸引年轻消费群体并激活存量客户焕新需求,持续夯实产品竞争力。品牌端,公司强化健康睡眠专家形象,以高品质的产品及优质的管家服务提升用户粘性,增强品牌溢价能力,展现了公司的经营韧性及高质量发展潜力。25 年在套系化策略上,公司计划围绕 AI 产品及核心材质新品打造爆款组合并动态迭代优化,提升成单率和高端产品销售占比。

智能床垫方面,24 年公司首次亮相美国 CES 展的 AI 床垫斩获 4 项国际大奖、吸引 7 家国际媒体报道,在智慧睡眠解决方案方面,公司依托百万级真实人体工学数据自研慕思“潮汐算法”并经过反复试验、模型训练与参数调整,使睡眠数据的采集、处理、分析与决策更加高效,实现对用户睡眠状态的实时感知、智能调节及健康管理。

全渠道精细化运营，海外布局提升竞争力

24 年分渠道,经销收入 41.53 亿元,同比-0.3%,毛利率 50.3%,同比+1.5pct;电商收入 10.93 亿元,同比+6.0%,毛利率 52.7%,同比-1.3pct。公司通过精益生产和精细化管理构建成本优势,并加大线上全域流量生态布局,提升商机获取及转化率有效赋能终端销售。

传统渠道方面,公司对存量门店进行汰换优化与重装升级以提升店效,不断夯实竞争壁垒;电商渠道,以境内稳步发展、境外稳健开拓为发展策略,境内持续创新电商平台营销推广模式,深挖社交媒体和直播带货潜力,境外基于公司全球化战略布局,积极开拓北美、欧洲等市场。

此外,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,完善海外生产基地布局,可更好的辐射东南亚市场,同时可借助被收购品牌的市场渠道及品牌影响力,加速品牌出海、提升公司在海外的市场竞争力。

调整盈利预测，维持“买入”评级

根据 25Q1 业绩情况,考虑当前经营环境仍面临压力,我们调整盈利预测,预计 25-27 年归母净利分别为 8.0/8.7/9.3 亿元(25-26 年前值为 9.1/10.3 亿

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	77.94
A 股总市值(百万元)	11,896.30
流通 A 股市值(百万元)	2,317.79
每股净资产(元)	11.63
资产负债率(%)	37.04
一年内最高/最低(元)	42.13/27.47

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《慕思股份-季报点评:以旧换新有望带动订单改善》 2024-11-02
- 2 《慕思股份-半年报点评:经营韧性显现,分红+回购强化价值》 2024-08-30
- 3 《慕思股份-年报点评报告:Q1 业绩高增,品类&渠道升级,员工持股显信心》 2024-05-06

元), 对应 PE 为 15X/14X/13X。

风险提示: 国内地产改善不及预期; 以旧换新推进不及预期; 套系化融合不及预期等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,578.55	5,602.74	6,064.37	6,503.39	6,926.24
增长率(%)	(4.03)	0.43	8.24	7.24	6.50
EBITDA(百万元)	1,246.62	1,303.57	1,189.56	1,271.86	1,355.57
归属母公司净利润(百万元)	802.27	767.33	797.12	867.29	932.90
增长率(%)	13.17	(4.36)	3.88	8.80	7.57
EPS(元/股)	2.01	1.92	1.99	2.17	2.33
市盈率(P/E)	14.83	15.50	14.92	13.72	12.75
市净率(P/B)	2.56	2.63	1.82	1.75	1.64
市销率(P/S)	2.13	2.12	1.96	1.83	1.72
EV/EBITDA	7.04	9.00	5.63	5.26	4.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,876.30	1,385.80	3,212.95	3,106.45	3,575.01
应收票据及应收账款	42.10	66.67	162.43	108.55	160.81
预付账款	126.51	97.34	77.84	167.00	64.98
存货	242.71	207.93	211.15	330.52	288.09
其他	1,093.46	2,869.88	2,879.02	2,909.13	2,940.73
流动资产合计	4,381.08	4,627.62	6,543.38	6,621.65	7,029.62
长期股权投资	0.00	2.14	2.14	2.14	2.14
固定资产	2,045.16	2,319.92	2,408.06	2,508.39	2,611.27
在建工程	193.97	46.30	242.41	309.69	356.78
无形资产	318.93	298.37	266.54	234.70	202.86
其他	212.65	384.32	311.79	278.96	277.68
非流动资产合计	2,770.71	3,051.04	3,230.93	3,333.88	3,450.73
资产总计	7,151.79	7,678.66	9,774.32	9,955.52	10,480.35
短期借款	441.91	1,058.08	998.00	849.00	804.00
应付票据及应付账款	1,064.94	1,067.67	1,245.63	1,264.13	1,442.30
其他	674.62	690.00	849.35	896.39	840.59
流动负债合计	2,181.47	2,815.75	3,092.98	3,009.52	3,086.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	142.19	123.09	152.66	138.33	139.07
非流动负债合计	142.19	123.09	152.66	138.33	139.07
负债合计	2,512.49	3,160.78	3,245.64	3,147.84	3,225.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	2,841.45	2,790.81	4,267.96	4,267.96	4,267.96
留存收益	1,512.98	1,586.26	1,982.76	2,305.18	2,768.67
其他	(115.15)	(259.20)	(122.05)	(165.47)	(182.24)
股东权益合计	4,639.30	4,517.88	6,528.67	6,807.68	7,254.40
负债和股东权益总计	7,151.79	7,678.66	9,774.32	9,955.52	10,480.35

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	802.27	767.33	797.12	867.29	932.90
折旧摊销	217.08	246.23	247.59	264.22	281.87
财务费用	8.79	13.67	(16.94)	(40.77)	(47.30)
投资损失	(1.67)	(15.10)	(5.50)	(5.81)	(7.02)
营运资金变动	841.54	(61.70)	123.51	(98.06)	183.64
其它	66.68	140.09	(0.00)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	1,934.70	1,090.52	1,145.77	986.86	1,344.09
资本支出	419.83	349.38	470.43	414.34	399.26
长期投资	0.00	2.14	0.00	0.00	0.00
其他	(1,371.24)	(2,488.53)	(964.92)	(808.52)	(792.24)
投资活动现金流	(951.41)	(2,137.01)	(494.50)	(394.19)	(392.98)
债权融资	485.93	631.50	(37.80)	(110.90)	3.63
股权融资	(522.11)	(489.97)	1,213.67	(588.28)	(486.18)
其他	(555.04)	(462.91)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(591.21)	(321.38)	1,175.87	(699.17)	(482.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	392.07	(1,367.88)	1,827.15	(106.50)	468.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,578.55	5,602.74	6,064.37	6,503.39	6,926.24
营业成本	2,772.95	2,796.81	3,017.34	3,250.04	3,479.69
营业税金及附加	47.79	52.03	51.55	54.63	57.49
销售费用	1,405.87	1,403.34	1,516.09	1,623.90	1,726.71
管理费用	303.54	309.95	333.54	355.74	377.48
研发费用	185.76	205.28	212.25	221.12	221.64
财务费用	(61.51)	(26.01)	(16.94)	(40.77)	(47.30)
资产/信用减值损失	1.47	(6.59)	(5.43)	(6.28)	(4.21)
公允价值变动收益	0.39	21.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.67	15.10	5.50	5.81	7.02
其他	(44.62)	(88.63)	0.00	0.00	0.00
营业利润	965.23	920.04	950.60	1,038.29	1,113.34
营业外收入	8.09	4.97	7.31	7.56	6.98
营业外支出	14.01	6.29	8.96	9.66	9.73
利润总额	959.31	918.73	948.95	1,036.18	1,110.60
所得税	157.04	151.40	151.83	168.90	177.70
净利润	802.27	767.33	797.12	867.29	932.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	802.27	767.33	797.12	867.29	932.90
每股收益（元）	2.01	1.92	1.99	2.17	2.33

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-4.03%	0.43%	8.24%	7.24%	6.50%
营业利润	17.87%	-4.68%	3.32%	9.22%	7.23%
归属于母公司净利润	13.17%	-4.36%	3.88%	8.80%	7.57%
获利能力					
毛利率	50.29%	50.08%	50.24%	50.03%	49.76%
净利率	14.38%	13.70%	13.14%	13.34%	13.47%
ROE	17.29%	16.98%	12.21%	12.74%	12.86%
ROIC	47.04%	61.44%	69.56%	62.82%	56.12%
偿债能力					
资产负债率	35.13%	41.16%	33.21%	31.62%	30.78%
净负债率	-51.97%	-6.97%	-33.65%	-32.93%	-37.97%
流动比率	1.85	1.52	2.12	2.20	2.28
速动比率	1.75	1.45	2.05	2.09	2.18
营运能力					
应收账款周转率	47.64	103.02	52.94	48.00	51.43
存货周转率	24.10	24.87	28.94	24.01	22.39
总资产周转率	0.86	0.76	0.69	0.66	0.68
每股指标（元）					
每股收益	2.01	1.92	1.99	2.17	2.33
每股经营现金流	4.84	2.73	2.86	2.47	3.36
每股净资产	11.60	11.29	16.32	17.02	18.14
估值比率					
市盈率	14.83	15.50	14.92	13.72	12.75
市净率	2.56	2.63	1.82	1.75	1.64
EV/EBITDA	7.04	9.00	5.63	5.26	4.55
EV/EBIT	8.34	10.85	7.11	6.63	5.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com