

慕思股份 (001323.SZ)

深耕中高端市场，期待 AI 床垫驱动增长

2024 年公司营收 56.03 亿元 (同比+0.4%)，其中核心业务床垫稳健增长 (收入 26.8 亿元，同比+3.8%)；25Q1 收入 11.2 亿元 (同比-6.7%)，主因国补滞后与 24Q1 电商高基数。25Q1 高毛利智能床垫等高毛利率新品占比提升，毛利率回升至 51.8% (同比+1.7pct)，25Q1 期间费用率 37.1% (同比+0.6pct)，其中管理、财务费用率上行较为显著，主要因为支付员工持股计划股份、加大新业务战略投入。24 年 12 月 AI 床垫单品销售突破 1 亿元，布局国际化战略初见成效，或打开第二成长曲线，毛利率或持续提升。当前市值对应 25 年 PE 为 14.6X，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 公司发布 24 年&25Q1 业绩

□ **2024 年：**(1) **2024 年：**公司实现收入 56.03 亿元 (同比+0.4%)，归母净利润 7.67 亿元 (同比-4.4%)，主要因为外部环境变化带来的不利影响持续加深；(2) **24Q4：**收入 17.25 亿元 (同比-2.7%)，归母净利润 2.45 亿元 (同比-13.7%)，24Q4 利润率下降主要因为毛利率同比-0.77pct、期间费用率同比+1.37pct。

□ **25Q1：**25Q1 收入 11.21 亿元 (同比-6.7%)，归母净利润 1.18 亿元 (同比-16.4%)。(1) **25Q1 收入**下滑主要因为 24Q1 辛巴电商高基数影响，且线下国补 3 月陆续落地、收入传导有一定滞后效应；(2) **25Q1 利润端**下滑主要因为员工持股计划股份支付影响，同时加大新业务战略投入。

□ 核心业务稳健增长，AI 床垫创新赋能公司

1) **床垫：**(1) **24 年：**24 年床垫品类收入 26.79 亿元，同比增长+3.8%；毛利率达 61.4%，同比-0.9pct，维持在较高水平。(2) **25Q1：**依托高端新品迭代和智慧床垫等创新，25Q1 床垫收入保持相对稳健。此外，公司与多家权威机构院校深度合作，首创 AutoFit 智适应技术，于 2024 年 3 月推出首款 AI 智能床垫 T11PRO，并于 24 年 12 月单品销售突破 1 亿元；随后于 25 年 3 月上市升级版 T11+，集成先进的潮汐算法和睡眠分期监测功能，预期将提升客单价与换新率。

2) **床架：**(1) **24 年：**24 年床架品类收入 16.65 亿元，同比基本持平 (同比-0.1%)；毛利率 47.9%，同比+1.3pct，盈利能力有所提升。(2) **25Q1：**公司通过套餐销售拓展客卧场景等措施支撑床架销售，25Q1 床架业务延续平稳态势。

3) **其他：**24 年沙发品类收入 4.32 亿元，同比-0.4%；床品及配件收入 3.04 亿元，同比-7.5%。上述非核心品类占总收入比例较小，公司聚焦主业策略下，其下滑对整体业绩影响有限。

□ 24 年电商渠道收入增速相对较好

1) **线下经销：**24 年实现收入 41.53 亿元，同比微降 0.3%。公司持续优化门店布局和提升单店业绩，因此 24 年线下经销渠道毛利率 50.3%，同比+1.5pct。但 25Q1 终端消费走弱，线下门店销售承压，或同比出现下滑。

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：30.05 元

基础数据

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	78
总市值 (十亿元)	12.0
流通市值 (十亿元)	2.3
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	16.0
资产负债率	37.0%
主要股东	东莞市慕腾投资有限公司
主要股东持股比例	37.5%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《慕思股份 (001323) — 24H1 稳定增长，中高端市场领先地位巩固》
2024-08-29
- 《慕思股份 (001323) — Q3 利润超预期，渠道品类拓展持续驱动》
2023-10-27
- 《慕思股份 (001323) — Q2 利润超预期，渠道品类拓展持续驱动》
2023-08-25

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王月 S1090523080003
wangyue20@cmschina.com.cn

2) 线上电商: 24 年电商收入 10.93 亿元, 同比+6.0%; 毛利率 52.7%, 同比-1.3pct。24 年公司深耕国内全域电商(社交媒体营销+直播带货), 并加码跨境电商平台布局, 线上渠道延续良好增势。25Q1 电商收入或保持增长, 在一定程度上对冲了线下放缓的影响。

□ 受益高毛利新品 25Q1 毛利率同比+1.7pct, 费用率基本稳定

1) 24 年: (1) 毛利率: 24 年公司综合毛利率 50.1% (同比-0.2 pct); 分产品看, 床垫与床架毛利率分别为 61.4% (同比-0.9 pct) 和 47.9% (同比+1.3 pct); 分渠道看, 经销与电商渠道毛利率则分别为 50.3% (同比+1.5 pct) 和 52.7% (同比-1.3 pct)。(2) 费用端方面: 24 年期间费用率升至 33.8% (同比+0.9 pct), 销售费用率 25.0% (同比-0.2pct), 管理与研发费用率分别为 5.5% (同比+0.1 pct)、3.7% (同比+0.3 pct), 财务费用率-0.5% (同比+0.6 pct), 主要因理财投资收益减少。(3) 净利率: 24 年公司净利率 13.70% (同比-0.69pct), 24Q4 净利率 14.20% (同比-1.81pct)。

2) 25Q1: 25Q1 盈利能力稳定。(1) 毛利率: 25Q1 受高毛利智能床垫等新品占比提升带动, 综合毛利率回升至 51.8%, 同比增长 1.7pct。(2) 费用端方面: 25Q1 期间费用率进一步攀高至 37.1% (同比+0.6 pct), 其中销售费用率 25.6% (同比-1.0pct), 管理和研发费用率分别提升至 7.3% (+0.6 pct) 和 3.9% (+0.1 pct), 财务费用率转正至 0.3% (+1.0 pct)。(3) 净利率: 25Q1 净利率降至 10.50%, 同比-1.26 pct, 尽管毛利率回升对利润形成一定支撑, 但持续的费用率上升和非经常性损益波动仍对净利率造成压力。

□ 布局国际化战略, 培育第二成长曲线。公司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/境外实现收入 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, 培育第二成长曲线。

□ 运营能力保持稳定, 现金流充裕。24 年/25Q1 公司存货周转天数分别为 29 天/ 38 天, 相对保持稳定; 24 年/25Q1 应收账款周转天数分别为 3 天 (同比-4 天) /6 天 (同比+3 天)。24 年/25Q1 经营活动现金净流入 10.9 亿元 (同比-8.44 亿元) /-0.65 亿元 (同比-0.42 亿元)。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。由于 24 年宏观需求偏弱, 叠加地产需求较弱, 24 年业绩低于预期, 因此下调盈利预测。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 8.2/9.2/9.9 亿元, 分别同比变动+7%/+12%/+7%, 对应 25 年 PE 为 14.6X, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 市场竞争加剧风险、经销商管理风险、原材料价格波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5579	5603	6189	6778	7323
同比增长	-4%	0%	10%	10%	8%
营业利润(百万元)	965	920	987	1106	1187
同比增长	18%	-5%	7%	12%	7%
归母净利润(百万元)	802	767	823	922	990
同比增长	13%	-4%	7%	12%	7%

每股收益(元)	2.01	1.92	2.06	2.30	2.47
PE	15.0	15.7	14.6	13.0	12.1
PB	2.6	2.7	2.6	2.5	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4381	4628	4589	4894	4982
现金	2876	1386	1293	1541	1578
交易性投资	800	2691	2691	2691	2691
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	42	67	74	81	87
其它应收款	54	66	73	79	86
存货	243	208	227	249	267
其他	365	211	232	254	273
非流动资产	2771	3051	3264	3459	3636
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	2045	2320	2569	2796	3001
无形资产商誉	319	298	269	242	218
其他	407	431	424	419	415
资产总计	7152	7679	7854	8353	8618
流动负债	2370	3038	3090	3325	3338
短期借款	442	1058	1000	1100	1000
应付账款	1065	1068	1168	1279	1371
预收账款	189	222	243	266	285
其他	675	690	679	681	683
长期负债	142	123	123	123	123
长期借款	0	0	0	0	0
其他	142	123	123	123	123
负债合计	2512	3161	3213	3449	3461
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	2718	2520	2520	2520	2520
留存收益	1521	1598	1721	1985	2237
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4639	4518	4641	4904	5156
负债及权益合计	7152	7679	7854	8353	8618

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1935	1091	1060	1187	1255
净利润	802	767	823	922	990
折旧摊销	217	246	250	269	286
财务费用	9	14	(30)	(30)	(31)
投资收益	(2)	(15)	(52)	(52)	(52)
营运资金变动	888	70	68	78	63
其它	20	8	0	0	0
投资活动现金流	(951)	(2137)	(411)	(411)	(411)
资本支出	(396)	(381)	(463)	(463)	(463)
其他投资	(556)	(1756)	52	52	52
筹资活动现金流	(591)	(321)	(741)	(529)	(807)
借款变动	278	563	(71)	100	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(124)	(198)	0	0	0
股利分配	(800)	(700)	(700)	(658)	(738)
其他	54	13	30	30	31
现金净增加额	392	(1368)	(93)	247	37

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5579	5603	6189	6778	7323
营业成本	2773	2797	3059	3350	3591
营业税金及附加	48	52	57	63	68
营业费用	1406	1403	1578	1728	1867
管理费用	304	310	342	375	405
研发费用	186	205	227	248	268
财务费用	(62)	(26)	(30)	(30)	(31)
资产减值损失	9	(15)	(20)	10	(20)
公允价值变动收益	0	21	1	1	1
其他收益	30	37	37	37	37
投资收益	2	15	15	15	15
营业利润	965	920	987	1106	1187
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	14	6	6	6	6
利润总额	959	919	986	1104	1186
所得税	157	151	163	183	196
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	802	767	823	922	990

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	0%	10%	10%	8%
营业利润	18%	-5%	7%	12%	7%
归母净利润	13%	-4%	7%	12%	7%
获利能力					
毛利率	50.3%	50.1%	50.6%	50.6%	51.0%
净利率	14.4%	13.7%	13.3%	13.6%	13.5%
ROE	17.8%	16.8%	18.0%	19.3%	19.7%
ROIC	15.9%	13.9%	14.2%	15.4%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	41.2%	40.9%	41.3%	40.2%
净负债比率	6.5%	13.9%	12.7%	13.2%	11.6%
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	12.0	12.4	14.1	14.1	13.9
应收账款周转率	47.6	103.0	88.2	87.9	87.3
应付账款周转率	3.3	2.6	2.7	2.7	2.7
每股资料(元)					
EPS	2.01	1.92	2.06	2.30	2.47
每股经营净现金	4.84	2.73	2.65	2.97	3.14
每股净资产	11.60	11.29	11.60	12.26	12.89
每股股利	1.00	1.75	1.65	1.84	1.98
估值比率					
PE	15.0	15.7	14.6	13.0	12.1
PB	2.6	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.1	12.9	11.5	10.4	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。