中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　家居用品

25Q1 经营稳健，AI 床垫+海外布局打开空间

慕思股份(001323.SZ)

核心观点

25Q1 公司营收同比-6.66%，主要系去年同期 24Q1 电商渠道辛巴高基数影响，预估剔除影响后营收个位数增长；25Q1 归母净利润同比-16.42%，主要系员工持股计划股份支付影响及所得税计提影响，预估剔除后的经营利润持平略增。24 年核心产品床垫增长稳健，电商渠道逆势增长。展望 2025，床垫翻新需求占比高，以旧换新政策补贴将有望拉动需求，公司前瞻布局 AI 床垫有望带动客单价提升，海外市场布局有望打开市场空间。

事件

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 56.03 亿元/+0.43%，归母净利润 7.67 亿元/-4.36%，扣非归母净利润 7.23 亿元/-7.67%，基本 EPS 为 1.95 元/-2.99%，ROE（加权）为 16.68%/-1.07pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10.00 元（含税）。

公司发布 2025 年一季报：25Q1 公司实现营收 11.21 亿元/-6.66%，归母净利润 1.18 亿元/-16.43%，扣非归母净利润 1.19 亿元/-10.9%，基本 EPS 为 0.29 元/-19.44%，ROE（加权）为 2.57%/-0.46pct。

简评

去年同期电商高基数下 25Q1 营收承压，股份支付+所得税等影响业绩表现。25Q1 公司营收 11.21 亿元/-6.66%，主要系去年同期 24Q1 电商渠道辛巴高基数影响，预估剔除影响后的营收个位数增长，其中经销渠道略有下降、直营和电商渠道下滑幅度较大。25Q1 归母净利润 1.18 亿元/-16.42%，主要系员工持股计划股份支付影响（预估 1000 余万元）以及所得税计提影响，预估剔除后的实际经营利润持平略增。

24 年核心产品床垫增长稳健，电商渠道逆势略有增长。2024 年公司实现营收 56.03 亿元/+0.43%，归母净利润 7.67 亿元/-4.36%，24 年对应有 3,000 万元的股份支付，剔除该影响净利润基本持平。其中：

1）分产品：2024 年公司床垫、床架、沙发、床品、其他品类营收分别为 26.79、16.65、4.32、3.04、4.43 亿元，同比分别+

维持　　买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：　2025 年 05 月 08 日

当前股价：　30.18 元

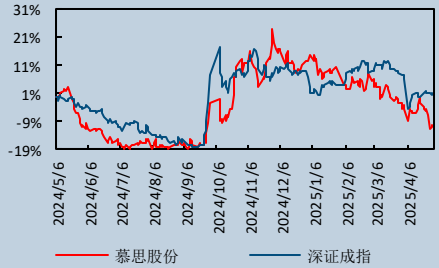
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-8.66/-6.51	-18.94/-19.81	-11.75/-17.08

12 月最高/最低价（元）	41.50/27.96
总股本（万股）	40,001.00
流通 A 股（万股）	7,793.50
总市值（亿元）	120.20
流通市值（亿元）	23.42
近 3 月日均成交量（万）	141.57
主要股东	
东莞市慕腾投资有限公司	37.50%

股价表现



相关研究报告

24.11.07	【中信建投轻工纺服及教育】慕思股份(001323):电商渠道引领增长，Q4 以旧换新有望拉动需求
24.09.03	【中信建投轻工纺服及教育】慕思股份(001323):24H1 国内电商及跨境业务表现亮眼，中期分红回馈股东

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

3.78%、-0.07%、-0.42%、-7.47%、-12.68%。公司通过套系化产品形成情景化卖点，提升连带率、提高客单值；并专注爆款产品开发，赋能终端，提升盈利能力。公司推出 2025 年 AI 智能床垫新品 T11+，实现 AI 产品智能科技应用创新，巩固公司技术领先地位。

2）分渠道：2024 年公司经销、电商、直供、直营、其他营收分别为 41.53、10.93、2.32、0.72、0.52 亿元，同比分别 -0.26%、+6.04%、+27.40%、-51.10%、-2.46%。电商渠道增长主要系跨境电商增长所致；直营渠道下降主要系部分直营门店转为经销门店所致。截至 2024 年末，公司拥有线下专卖店 5,400 余家（23 年底约 5600 家），专卖店有效覆盖境内主要 KA 卖场且占据卖场有利位置，并逐步进驻核心购物中心；此外，公司积极开拓海外市场，在中国香港、澳大利亚、美国、加拿大、新加坡等国家地区设有专卖店，初步形成国际销售网络布局。

24 年公司盈利能力基本稳定，25Q1 股权激励费用影响利润率。24 年公司毛利率为 50.08%/-0.21pct，净利率为 13.70%/-0.69pct，所得税率为 16.48%/+0.11pct。24 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 25.05%/-0.15pct、5.53%/+0.09pct、3.66%/+0.33pct、-0.46%/+0.64pct。25Q1 公司毛利率为 51.8%/+1.7pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 25.6%、7.3%、3.9%、+0.3%，分别同比-1.0、+0.6、+0.1、+1.0pct，主要系支付员工持股计划股份。25Q1 净利率 10.50%/-1.26 pct。

展望 2025，以旧换新政策补贴有望拉动需求，AI 床垫+海外市场布局有望打开市场空间。公司占位床垫赛道，更新需求占比较高叠加标准化程度高，以旧换新补贴下前端订单有望逐步好转。公司战略前瞻布局 AI 床垫，有望带动客单价提升。除此之外，公司跨境电商将持续深耕亚马逊、沃尔玛及 OTTO 渠道，并布局 tiktok、shein 等新兴电商平台，借助社交媒体广告精准触达海外目标客群，24 年海外营收 1.55 亿元/+61.1%，营收占比达 2.77%。

投资建议：预计 2025-2027 年营收为 60.3、64.6、69.0 亿元，分别同增 7.6%、7.2%、6.9%；归母净利润为 7.99、8.69、9.30 亿元，分别同增 4.2%、8.7%、7.1%，对应 PE 为 15X、14X、13X，维持“买入”评级。

风险因素：1）地产销售下行：软体家具行业的市场需求与房地产行业的景气程度存在一定的关联性。若未来国家房地产调控政策趋严，可能抑制刚需购房和改善型购房需求，导致新房装修和二手房翻新带来的家居装饰消费需求下降，将可能会对公司的产品销售和业绩造成不利影响。2）行业竞争加剧：随着健康睡眠理念不断深入人心，国内外众多竞争对手加大对软床市场的投入和布局，市场竞争程度有所加剧，若公司在未来的市场竞争过程中，不能有效保持品牌美誉度、不能持续保持产品质量优势、不能持续获取主流 KA 商场门店区位优势，将削弱公司的市场占有率。

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**4,381**	**4,628**	**4,244**	**5,238**	**6,254**
现金	2,876	1,386	867	1,812	2,777
应收票据及应收账款合计	42	67	105	113	121
其他应收款	54	66	80	86	92
预付账款	127	97	127	136	146
存货	243	208	233	249	267
其他流动资产	1,039	2,804	2,831	2,841	2,852
非流动资产	**2,771**	**3,051**	**2,614**	**2,177**	**1,754**
长期投资	0	2	2	2	1
固定资产	2,111	2,358	1,995	1,631	1,265
无形资产	319	298	249	199	149
其他非流动资产	341	393	369	345	338
资产总计	**7,152**	**7,679**	**6,859**	**7,415**	**8,008**
流动负债	**2,370**	**3,038**	**1,830**	**1,963**	**2,101**
短期借款	442	1,058	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,065	1,068	960	1,029	1,101
其他流动负债	863	912	871	934	999
非流动负债	**142**	**123**	**111**	**100**	**90**
长期借款	47	27	14	3	-6
其他非流动负债	96	97	97	97	97
负债合计	**2,512**	**3,161**	**1,941**	**2,063**	**2,191**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	2,841	2,791	2,791	2,791	2,791
留存收益	1,398	1,327	1,727	2,161	2,626
归属母公司股东权益	4,639	4,518	4,918	5,352	5,817
负债和股东权益	**7,152**	**7,679**	**6,859**	**7,415**	**8,008**

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**1,935**	**1,091**	**945**	**1,363**	**1,401**
净利润	802	767	799	869	930
折旧摊销	254	261	436	438	423
财务费用	-62	-26	4	-16	-28
投资损失	-2	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	853	36	-284	83	86
其他经营现金流	89	67	4	4	4
投资活动现金流	**-951**	**-2,137**	**11**	**11**	**11**
资本支出	373	380	0	0	0
长期投资	-558	-1,789	0	0	0
其他投资现金流	-766	-728	11	11	11
筹资活动现金流	**-591**	**-321**	**-1,474**	**-430**	**-447**
短期借款	442	616	-1,058	0	0
长期借款	-16	-20	-12	-11	-9
其他筹资现金流	-1,017	-917	-404	-418	-437
现金净增加额	**393**	**-1,368**	**-518**	**945**	**965**

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,579**	**5,603**	**6,026**	**6,459**	**6,902**
营业成本	2,773	2,797	2,999	3,217	3,443
营业税金及附加	48	52	56	60	64
销售费用	1,406	1,403	1,512	1,621	1,732
管理费用	304	310	331	355	380
研发费用	186	205	211	226	242
财务费用	-62	-26	4	-16	-28
资产减值损失	-2	-5	-5	-6	-6
信用减值损失	4	-2	-2	-2	-2
其他收益	30	37	35	35	35
公允价值变动收益	0	21	0	0	0
投资净收益	2	15	15	15	15
资产处置收益	7	-8	5	5	5
营业利润	**965**	**920**	**959**	**1,042**	**1,116**
营业外收入	8	5	8	8	8
营业外支出	14	6	10	10	10
利润总额	959	919	957	1,040	1,113
所得税	157	151	158	171	183
净利润	**802**	**767**	**799**	**869**	**930**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**802**	**767**	**799**	**869**	**930**
EBITDA	1,152	1,154	1,398	1,462	1,509
EPS（元）	2.01	1.92	2.00	2.17	2.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.03	0.43	7.55	7.19	6.86
营业利润(%)	17.87	-4.68	4.28	8.63	7.06
归属于母公司净利润(%)	13.17	-4.36	4.18	8.65	7.07
获利能力					
毛利率(%)	50.29	50.08	50.23	50.19	50.12
净利率(%)	14.38	13.70	13.27	13.45	13.47
ROE(%)	17.29	16.98	16.26	16.23	15.99
ROIC(%)	29.62	36.61	38.38	43.18	60.40
偿债能力					
资产负债率(%)	35.13	41.16	28.30	27.82	27.36
净负债比率(%)	-51.47	-6.67	-17.35	-33.80	-47.85
流动比率	1.85	1.52	2.32	2.67	2.98
速动比率	1.59	1.39	2.05	2.39	2.70
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.73	0.88	0.87	0.86
应收账款周转率	132.50	84.04	57.15	57.15	57.15
应付账款周转率	5.99	6.15	6.00	6.00	6.00
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.01	1.92	2.00	2.17	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	4.84	2.73	2.36	3.41	3.50
每股净资产(最新摊薄)	11.60	11.29	12.29	13.38	14.54
估值比率					
P/E	15.05	15.73	15.10	13.90	12.98
P/B	2.60	2.67	2.45	2.26	2.08
EV/EBITDA	8.31	11.00	6.53	5.62	4.83

数据来源：wind，中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk