



公司研究 | 深度报告 | 慕思股份 (001323.SZ)

慕思股份深度：日就月将，品牌为王

报告要点

公司作为床垫行业龙头，低集中度下围绕产品营销矩阵完善与渠道精细化运营持续提份额可期，尤其本轮家居国补助力下行业景气有望修复，公司作为龙头更有望超额受益，加速提份额。公司自身零售变革持续深化，营销策略优化助力拓宽价格带扩客群，多流量入口布局深耕抢流量；AI 床垫快速放量及品牌出海大战略为后续值得期待的增量点。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

2025-02-28

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

慕思股份 (001323.SZ)

慕思股份深度：日就月将，品牌为王

床垫行业：格局优化存机遇，国补提振迎拐点

床垫是低集中度的优质成长型赛道。估计 2024 年床垫行业规模约 790 亿元（出厂端），在地产与消费的诸多压力下估计与 2018 年体量接近；格局维度，估计慕思份额约 6%（2023），整体呈提升趋势，床具行业 CR4 约 19%（2023），相较美国的 45%（2020）仍有提升空间。

家居国补助力行业景气以及格局改善。2024 消费国补对床垫品类支持较大，成效已然体现；2025 年施策决心延续，有望助力行业需求企稳乃至回升，其中对于存量换新需求的激发将促进中长期行业天花板抬升；同时慕思作为龙头企业，基于规模、组织效率和渠道执行效率等优势，在国补中正加速提份额，公司 2024 年零售增速超出新房竣工近 30pcts，趋势持续向好。

慕思股份：健康睡眠的引领者

慕思是中高端床垫龙头品牌，深耕睡眠场景全品类。1) 品类：2024H1 公司床垫/床架/沙发/床品收入占比分别为 47%/30%/8%/6%。2) 四大事业部：运营睡眠主品牌的经典事业部、沙发、进口品牌及 V6 大家居定位清晰。3) 渠道：线下零售为主，电商、跨境电商等补位，2023 年公司经销/电商/直营/直供渠道收入占比分别约 75%/18%/3%/3%。近年公司收入稳健增长，盈利能力较优。2023 年公司营收/归母净利润分别 55.8/8.0 亿元，2018 年以来 CAGR 分别为 12%/30%，2024 年前三季度分别同增 2%/1%。

看点一：零售变革：拓宽价格扩客群，深耕渠道抢流量。公司作为中高端品牌营销积淀，以及强产品力的加持下，呈现高毛利+高费率。基于此：1) 公司套餐营销拓宽价格带&提升客单价，目前公司床垫主流价格带线下 6000-15000 元/线上 3000-5000 元，坚定中高端品牌站位下，通过以“主卧带次卧”为代表的套餐营销打法拓宽价格带，线上价格带与线下形成较好互补，有效拓宽客群覆盖。2) 细化渠道管理，积极布局多流量入口，一方面公司优化渠道招商及管理政策，按区域招商，加强赋能体系；另一方面深化多流量入口布局，通过线上+线下七大渠道精耕细作抢流量，其中电商新平台、O2O 贡献较为突出，公司电商渠道收入 2023A/2024H1 分别同增 29%/35%。零售变革有望持续强化公司全局竞争力，夯实提份额基础。

看点二：夯实产品力，拥抱 AI：智能床垫营销加持实现腾飞。公司智能睡眠领先技术支撑下，AI 床垫产品力出色，且在营销资源配合下，2024 年公司智能床垫销售额已破亿元，后续有望持续增长，且我国智能床/垫渗透率低位抬升支撑良好景气（中国/美国约低个位数/14%）。

看点三：品牌出海，线下直营/经销+跨境电商+外延品牌布局。公司积极寻求需求增量及品牌出海机会，目前跨境电商出海与收购海外品牌两种模式加速推进，低基数下持续快速增长可期。

空间展望：内销提份额，品牌出海打开空间

公司作为床垫行业龙头，内销提份额持续可期，近期国补加速边际催化；出海战略有望打开公司增长天花板，尤其是强营销能力下品牌培育显效可期。预计公司 2024/2025 年归母净利润为 8.1/8.9 亿元，分别同增 1%/10%，对应 PE 为 17/16x；且公司分红政策积极，若 2024 年全年分红比例按中期计划来算，对应当前股息率为 4.7%。给予“买入”评级。

风险提示

1、地产表现不及预期；2、家居国补显效低于预期；3、公司渠道拓展及运营不及预期；4、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	34.62
总股本(万股)	40,001
流通A股/B股(万股)	7,794/0
每股净资产(元)	10.87
近12月最高/最低价(元)	42.13/27.47

注：股价为 2025 年 2 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

床垫行业：格局优化存机遇，国补提振迎拐点	6
床垫：低集中度的优质成长赛道	6
国补：助力行业景气以及格局改善	7
慕思股份：健康睡眠的引领者	11
零售变革：拓宽价格扩客群，深耕渠道抢流量	15
拥抱 AI：率先布局智能床垫，开启新成长空间	19
品牌出海：跨境电商+外延品牌发展加速进程	21
空间展望：内销提份额，品牌出海打开空间	22
风险提示	23

图表目录

图 1：估计 2024 年我国床垫行业规模约 790 亿元（出厂端口口径）	6
图 2：估计床垫需求结构为新房/二手房/存量换新约为 50%/35%/15%	6
图 3：我国床垫更换周期相较美国而言仍有缩短空间	6
图 4：2020 年美国床垫品牌 CR4 约 45.4%（出货口径）	7
图 5：估计 2023 年我国床具品牌 CR4 约 19%，慕思约 6%	7
图 6：2024-2025 年中央消费国补政策梳理	7
图 7：2024 年国补对床垫品类的覆盖梳理	8
图 8：2024 年家居国补带动家装厨卫销售额约 1200 亿元	9
图 9：2024 年国补提振下 10 月起家具社零显著改善	9
图 10：估算若不考虑家居国补，2025 年床垫行业需求个位数下降	9
图 11：2025 年家居行业景气与国补额度关联之弹性测算（亿元）	9
图 12：以湖北为例，当地家居国补要求参补企业具备以下资质	10
图 13：单商提货额层面公司在上市公司中位列靠前	10
图 14：慕思增长趋势优于新房竣工	10
图 15：公司股权结构	11
图 16：公司品类与品牌矩阵为广阔客群提供全套床品方案	12
图 17：公司核心品类及图示	12
图 18：床垫&床架为公司创收主力（2024H1 收入占比 47%/30%）	13
图 19：公司床垫业务毛利率较高（2024H1 为 62%）	13
图 20：公司以经销模式销售为主（2023 年占比 75%）	13
图 21：2023 年以来公司电商渠道增速较佳	13
图 22：公司经销门店数量趋于扩张	13
图 23：公司床垫门店数业内领先（2023）	13
图 24：公司营业收入及增速	14
图 25：公司归母净利润及增速	14
图 26：公司毛销差及归母净利率趋势	14
图 27：公司各项费用率	14

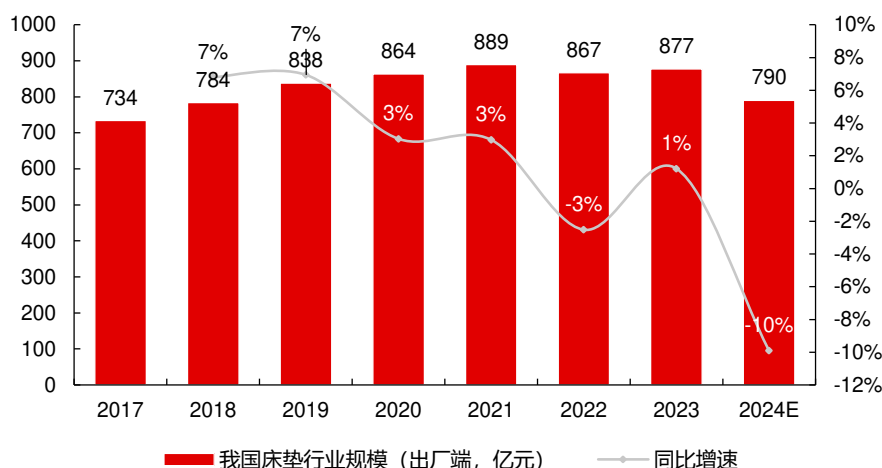
图 28: 公司独创健康睡眠 HSP 技术平台	15
图 29: 公司经典老人品牌形象深入人心	16
图 30: 公司位列 2024 年中国顾客推荐指数床垫榜单首位	16
图 31: 公司毛利率优于软体和定制友商 (2023)	16
图 32: 公司销售费用率高于竞对 (2024 前三季度)	16
图 33: 公司广告宣传推广费用率维持高位	16
图 34: 床垫消费价格分布及各品牌定位布局	17
图 35: 床垫各品牌线上主流价格带分布	17
图 36: 公司通过营销 19800/23800 双卧套餐扩大价格带覆盖	18
图 37: 公司电商渠道 2023A/2024H1 分别同增 29%/35%	19
图 38: 公司线下加强全渠道引流布局	19
图 39: 公司单店提货额情况	19
图 40: 公司单位销售人员创收金额仍有提升空间	19
图 41: 公司 AI 床垫智能化功能	20
图 42: 公司 AI 床垫细分系列	20
图 43: 我国智能床 (垫) 渗透率相较美国仍有较大提升空间	21
图 44: 公司收购 MIPL 后完善海外品牌矩阵, 加快布局东南亚	21
图 45: 公司盈利预测表	22
表 1: 公司利润敏感性分析	23

床垫行业：格局优化存机遇，国补提振迎拐点

床垫：低集中度的优质成长赛道

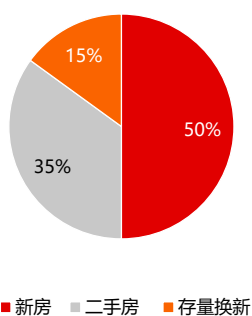
床垫行业趋势稳健，健康意识崛起赋予增量和增值空间。近年地产及消费端的持续承压，我们测算估计 2024 年我国床垫行业规模约 790 亿元（出厂端口径），接近 2018 年水平。估计目前床垫需求结构为新房/二手房/存量换新约为 50%/35%/15%，目前我国床垫更换周期约在 7-9 年，而美国床垫更换周期在 4-6 年，伴随我国年轻群体更换周期缩短，以及消费者对健康睡眠的愈加重视，预计更新需求占比有望提升。展望中长期，在未来健康生活、健康睡眠趋势下，更新需求逐步释放有望支撑行业扩容。

图 1：估计 2024 年我国床垫行业规模约 790 亿元（出厂端口径）



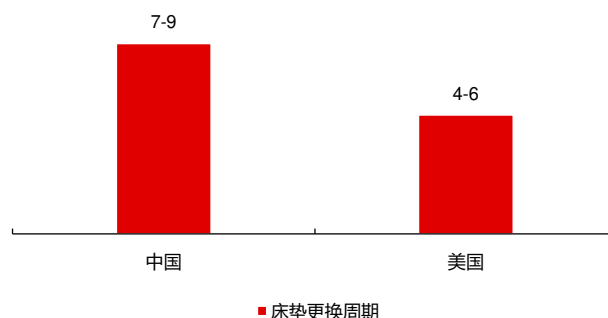
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：为团队测算口径

图 2：估计床垫需求结构为新房/二手房/存量换新约为 50%/35%/15%



资料来源：长江证券研究所 注：为团队估测口径

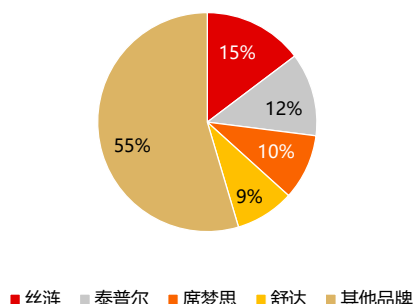
图 3：我国床垫更换周期相较美国而言仍有缩短空间



资料来源：ISPA，长江证券研究所 注：单位为年

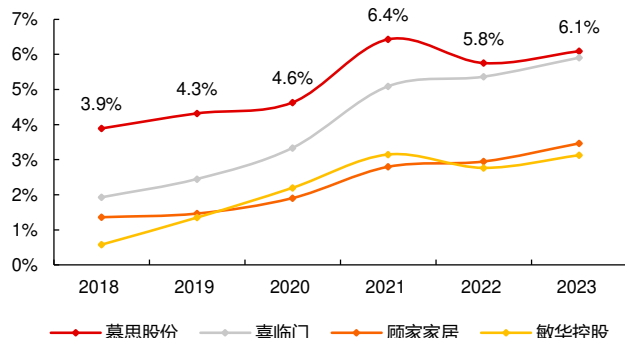
床垫龙头延续提份额趋势，对标美国仍有空间。据测算，2023 年慕思份额约 6%，呈现提份额趋势。床垫 CR4 由 2018 年的 8% 提升至 2023 年的 19%，而相较美国床垫行业集中度有较大提升空间，美国前四大品牌（即前两大公司）份额高峰期达约 70%，2020 年仍有约 45%。我国床垫龙头正持续完善产品矩阵及强化渠道竞争力，处于快速提份额阶段。

图 4：2020 年美国床垫品牌 CR4 约 45.4%（出货口径）



资料来源：今日家居，长江证券研究所 注：丝涟和席梦思隶属同一集团 Serta Simmons Bedding，泰普尔和舒达隶属同一集团 Tempur-Sealy International

图 5：估计 2023 年我国床具品牌 CR4 约 19%，慕思约 6%



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：统计各公司在床垫零售市场中的份额，未包括个别公司外销、酒店等渠道的收入体量；敏华 2023 年取 FY2024 数值

国补：助力行业景气以及格局改善

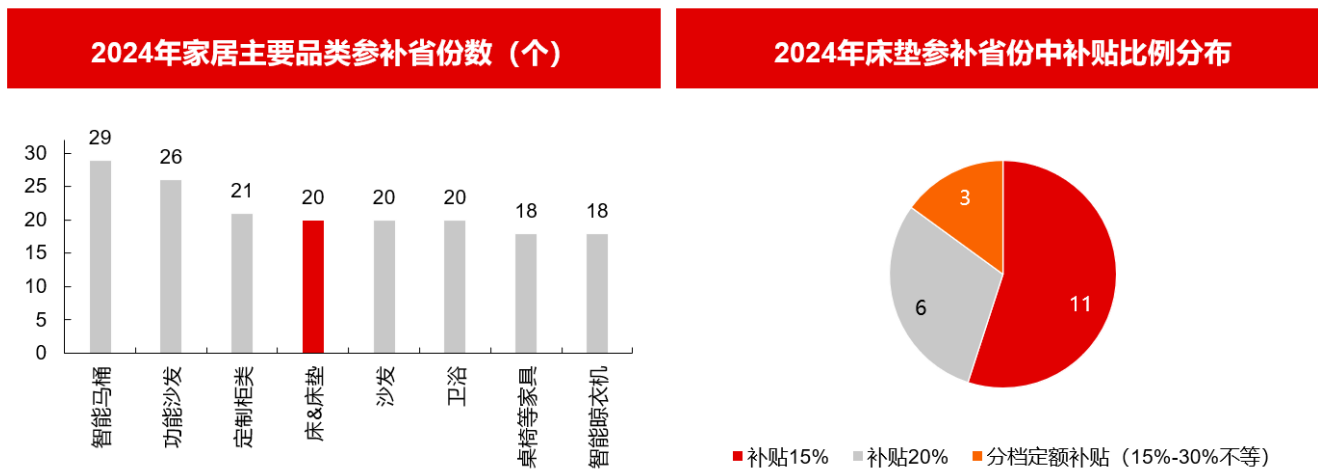
2024 消费国补对床垫品类支持较大，2025 年施策决心延续。2024 年 3 月和 7 月，国家商务部、发改委、财政部等部门先后印发《推动消费品以旧换新行动方案》《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，指出要支持家居消费，经梳理，2024 年共计有 20 个省级行政区以旧换新政策中涵盖床&床垫类目，其中 11 省补贴 15%，6 省补贴 20%，3 省采取分档定额补贴。2025 年 1 月加力扩围消费补贴政策如期落地，随后跟进细化 2025 年家装厨卫大类的补贴规范，对于“家具照明”类，确定补贴比例不高于实际销售价格的 15%，而补贴细分类目、每人（每户）补贴限额等方面由各省级行政区统筹确定。

图 6：2024-2025 年中央消费国补政策梳理

政策名称	日期	发布机构	核心内容
《推动消费品以旧换新行动方案》	2024年3月	商务部、发改委、财政部等14部门	以扩大存量房装修改造为切入点，推动家装厨卫消费品换新，促进智能家居消费，持续释放家居消费潜力。
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024年7月	发改委、财政部	加力支持消费品以旧换新：各地区要重点支持……旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。
《2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策》	2025年1月	发改委、财政部	扩围支持消费品以旧换新：积极支持家装消费品换新，加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。
《做好2025年家装厨卫“焕新”工作》	2025年1月	商务部、发改委、财政部等6部门	各地要重点聚焦绿色、智能、适老等方向，支持个人消费者开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费。

资料来源：中国政府网，长江证券研究所

图 7：2024 年国补对床垫品类的覆盖梳理



资料来源：各省级行政单位官网、官方政务公众号，长江证券研究所

2024 年伴随家居国补不断推进，家居需求端的刺激效果逐步兑现。1) 全年国补相关的家装厨卫销售额约 1200 亿元，对应约 5900 万件产品。2) 家具社零自 10 月起开始明显提速，9 月+0.4%，10 月+7%，11 月+11%，12 月+9%。

展望 2025：家居国补有望助力行业需求企稳乃至回升：

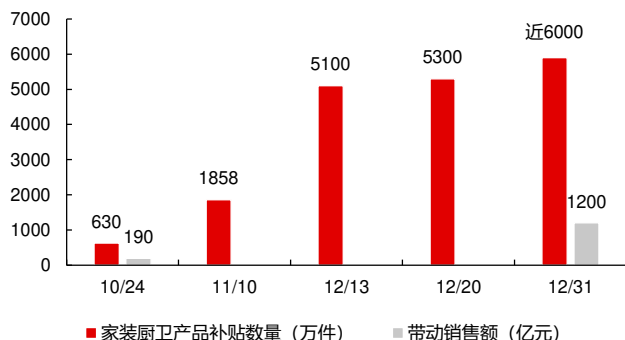
1) 床垫品类的需求结构估计为新房/二手房/存量换新比例为 50:35:15，预计 2025 年新交房同比下降 15%-20%，二手房交易同比增长 0%-20%，不考虑国补提振影响则存量类需求基本持平，由此估计不考虑国补影响 2025 年床垫行业需求同比个位数下降。

2) 而在国补提振下，基于家居国补额度为 200/300/400/500/600 亿元的多场景假设条件下，我们对家居国补的拉动效果测算：

- 如假设上述金额为 400 亿元的情景下，结合央地之间补贴资金配比约 9:1 的关系，估计对应总补贴金额约在 444 亿元，按照 15% 的补贴比例测算，即家居家装补贴对应的消费金额共约 2963 亿元，按照家居家装零售大盘规模约 7000 亿元测算，即对应占比约 42%。进一步假设激发增量需求占比分别在 10%/20%/30%/40%/50% 的场景下，测算得到 2025 年国补对家居家装零售大盘增速的提振幅度分别对应约为 4/8/13/17/21pcts¹，即在国补催化下 2025 年床垫行业需求有望企稳乃至回升。
- 由国补带动的消费里，估计大部分为现有的刚性需求，也会刺激出部分增量需求，其中既包括存量类需求释放（由更新周期缩短所带动），也包括前期延滞家装需求的集中释放（由交房与家装时点缩短所释放）。

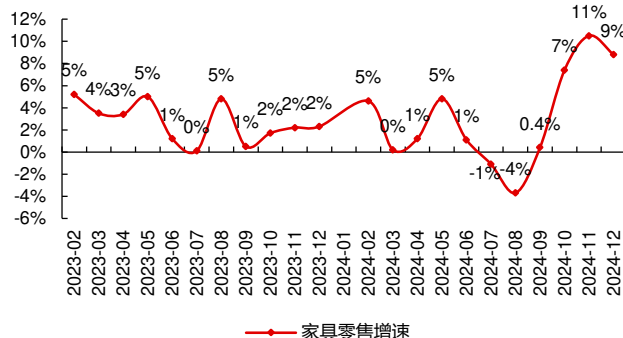
¹ 注：此处测算行业 beta 及相应提振幅度均针对家居家装零售行业，不考虑大宗和出口业务体量

图 8：2024 年家居国补带动家装厨卫销售额约 1200 亿元



资料来源：商务部，长江证券研究所

图 9：2024 年国补提振下 10 月起家具社零显著改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：估算若不考虑家居国补，2025 年床垫行业需求个位数下降

需求结构		占比	
新房		50%	
二手房		35%	
存量		15%	
假设存量类需求同比		0%	
家居零售行业增速测算		假设新房类需求同比增速	
		-20%	-15%
假设二手房类需求同比增速	0%	-10.0%	-7.5%
	5%	-8.3%	-5.8%
	10%	-6.5%	-4.0%
	15%	-4.8%	-2.3%
	20%	-3.0%	-0.5%

资料来源：长江证券研究所 注：为团队估值，仅供参考

图 11：2025 年家居行业景气与国补额度关联之弹性测算（亿元）

2025 年家居家装国补规模对行业增速提升幅度之弹性测算					
假设家居家装国补额度	200	300	400	500	600
假设整体按照中央和地方按照约 9:1 的比例配套资金					
家居家装补贴金额	222	333	444	556	667
假设整体补贴比例为 15%					
补贴对应的家居家装消费金额	1481	2222	2963	3704	4444
估计家居家装零售行业规模约为：7000					
补贴对应的家居家装消费金额占比（右）	21%	32%	42%	53%	63%
假设补贴相关消费中所激发增量的占比（下）					
10%	测算 25 年家居家装国补对行业增速提振幅度				
	2%	3%	4%	5%	6%
	4%	6%	8%	11%	13%
	6%	10%	13%	16%	19%
	8%	13%	17%	21%	25%
	11%	16%	21%	26%	32%

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：为团队估值，仅供参考；本文中测算行业 beta 及相应提振幅度均针对家居家装零售行业，不考虑大宗和出口业务体量

国补催化下，龙头企业基于规模、组织效率和渠道执行效率等优势，正加速提份额。国补对于渠道的合规经营等有一定要求，且考虑到龙头品牌推广和加码补贴的积极程度，和渠道的落地执行效率等，龙头公司正加速抢份额，有望持续兑现超额增长。如以单商提货额来看，公司在家居上市公司队列中处于靠前位置，相较众多小品牌或明显领先，支撑本轮国补期间公司的超额受益。

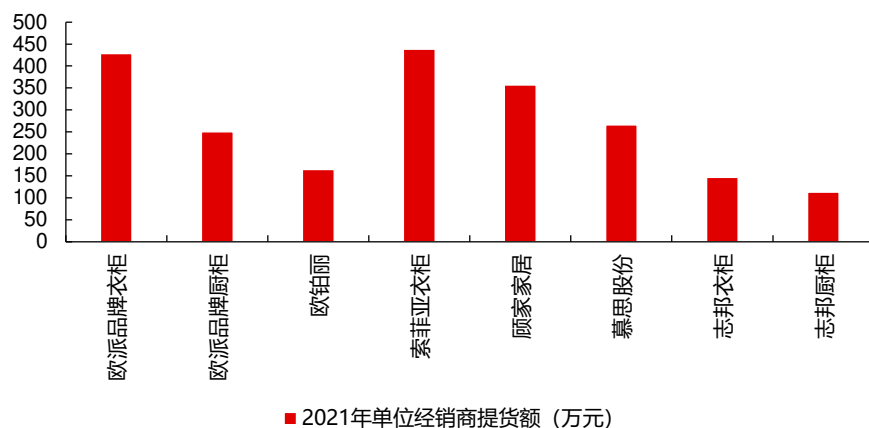
复盘历史来看，2022 年前，地产&消费推动下家居行业整体处于升级&增长通道中，公司零售增速相较竣工端的超额均在 15pcts 以上；2022-2023 年间公司与其他龙头相似地，超额增速阶段性体现不再明显，与消费理性化环境下小品牌兴起等因素有关，不过公司已在产品价格及渠道策略上针对性调整，估计 2024 年相较竣工的超额增速又回归接近 30pcts。另外，公司零售业务占比超过 95%，有望充分受益于本轮家居国补。

图 12：以湖北为例，当地家居国补要求参补企业具备以下资质

序号	要求阐述
1	依法登记注册的从事家具家居销售的企业
2	具备独立结算系统的家具家居专卖店，及家具家居卖场等商业场所内非独立收银的家具销售门店
3	能够垫付消费补贴资金
4	支持通过本次发券平台进行支付
5	网点布局能够满足消费者需求，具有物流配送、安装调试、保修维护、以旧换新等综合服务能力
6	具有防范骗补、套补等行为的能力
7	承诺严格遵守本次活动规则，不卖假货，不以次充好，不虚标价格，不接受预存和充值，不虚假交易等
8	无不良记录。未被国家、省、市有关部门纳入严重失信主体名单，不在实施失信惩戒处罚期间，2021年以来参与我省历次政府促消费活动无违法违规记录

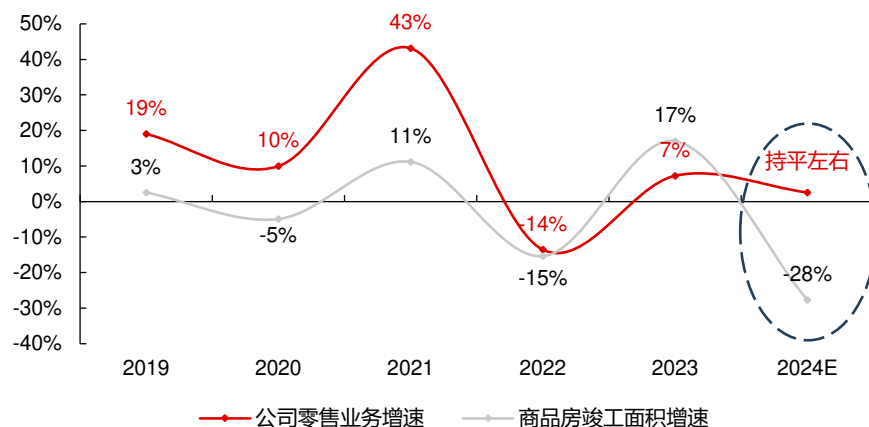
资料来源：湖北人民政府官网，长江证券研究所

图 13：单商提货额层面公司在上市公司中位列靠前



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 14：慕思增长趋势优于新房竣工

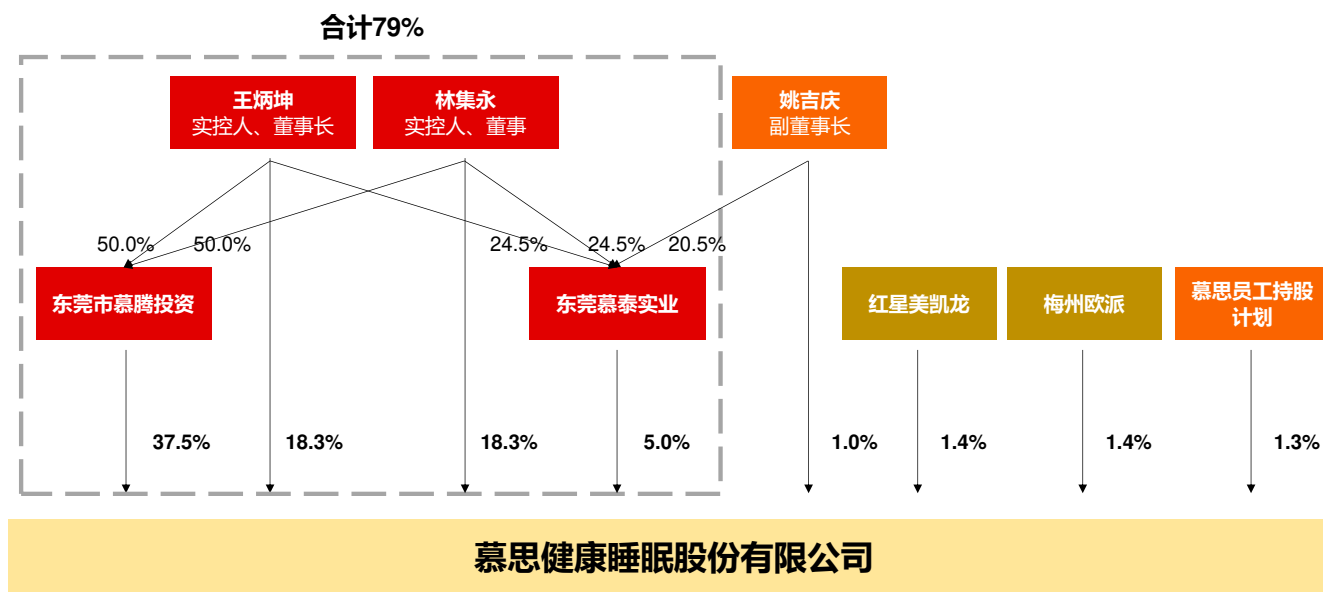


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：公司零售增速采用剔除直供业务后的收入口径

慕思股份：健康睡眠的引领者

中高端床垫龙头品牌，深耕睡眠场景全品类。慕思品牌自 2004 年创立以来，以中高端的定位深耕睡眠产品领域，公司于 2022 年实现上市。股权结构方面，截至 2024Q3，公司实控人王炳坤与林集永直接及间接持股约 76.5%，副董事长姚吉庆直接及间接持股约 2.0%，公司于 2024 年开展的员工持股计划平台持股 1.3%，外部主要资方包括红星美凯龙、欧派家居等，持股比例均约 1.4%。

图 15：公司股权结构



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：截至 2024 年三季报

品类结构：床垫与床架为主，沙发、床品等补位。2024H1 公司床垫/床架/沙发/床品收入占比分别为 47%/30%/8%/6%，其中床垫业务毛利率最高，达到 62%，其次为床架业务（48%）。

四大事业部定位清晰：1) 经典事业部，聚焦健康睡眠主业，包括床垫、床及配套家居，以主品牌“慕思”居多；2) 沙发事业部，包括自有品牌“慕思·羡慕”及进口品牌 Calia，分别对应主流价格带及中高端价格带；3) 进口品牌事业部：包括 Treka（法式）、Sleep Designs（美式）等系列，覆盖不同风格、定位的多元化需求；4) V6 事业部：定位于融合定制的大家居，当前正处培育阶段。

图 16：公司品类与品牌矩阵为广阔客群提供全套床品方案



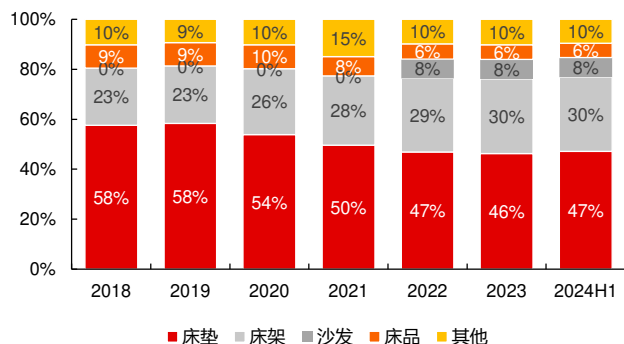
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：公司核心品类及图示

品类	图示
床垫	
床架	
沙发	
大家居	

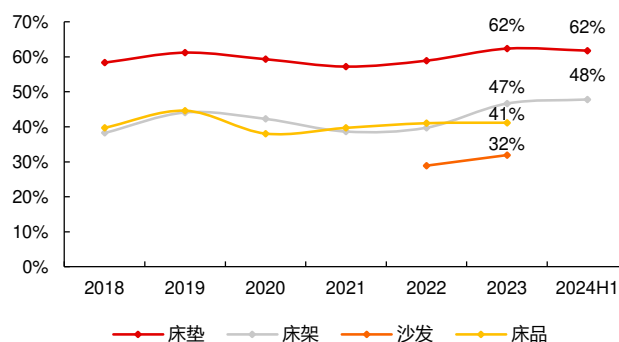
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：床垫&床架为公司创收主力（2024H1 收入占比 47%/30%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

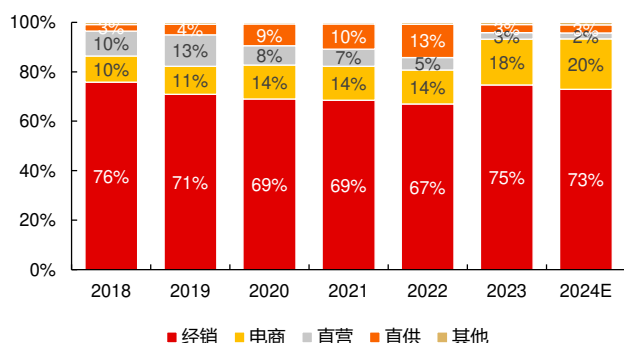
图 19：公司床垫业务毛利率较高（2024H1 为 62%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

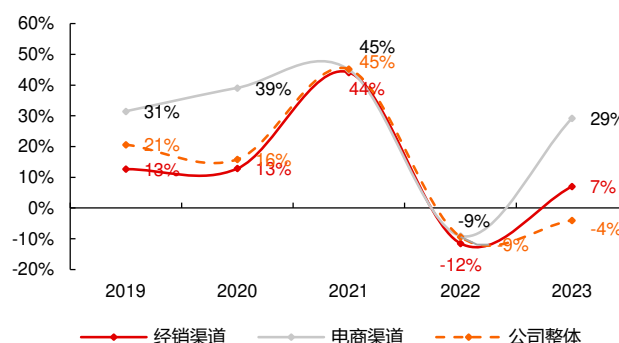
渠道结构：线下零售为主，电商、跨境电商等补位。2023 年公司经销/电商/直营/直供渠道收入占比分别约 75%/18%/3%/3%。其中：**1) 线下零售**：经销模式是公司线下零售的核心，直营占比维持在低个位数水平；**2) 电商**：2023 年以来电商打法优化有所成效，增加对直播电商平台投入，并打造爆款单品，电商优于公司整体增速，目前占比约 20%；**3) 直供**：2018-2022 年间占比逐年提升，主因对以欧派为代表的定制品牌以及酒店类客户出货增长，2023 年以后因大幅减少与定制品牌的直供合作，占比降至低个位数。

图 20：公司以经销模式销售为主（2023 年占比 75%）



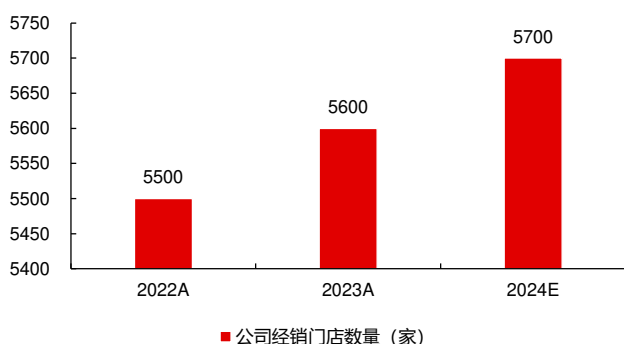
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：2023 年以来公司电商渠道增速较佳



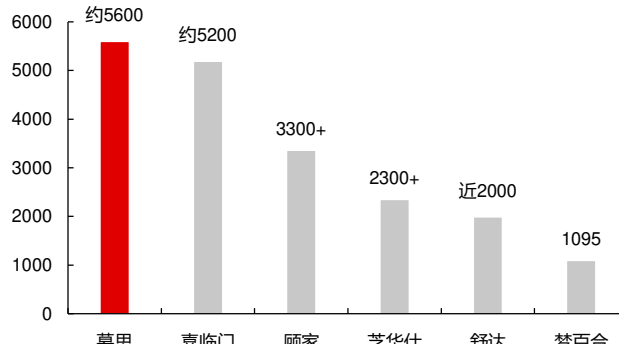
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：公司经销门店数量趋于扩张



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：图中门店数为公告的约数

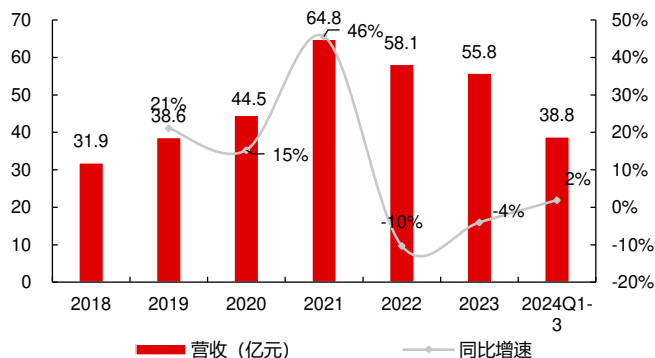
图 23：公司床垫门店数业内领先（2023）



资料来源：公司公告，品牌公众号，长江证券研究所 注：单位为家

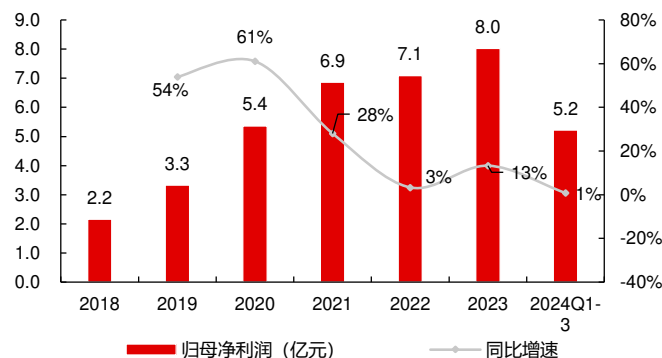
收入稳健增长，盈利能力较优。2023 年公司营收/归母净利润分别 55.8/8.0 亿元，2018 年以来 CAGR 分别为 12%/30%，2024 年前三季度分别同增 2%/1%。2018 年以来公司盈利水平整体有明显提升，2024 年前三季度毛利率及归母净利率分别为 50.8%/13.5%。

图 24：公司营业收入及增速



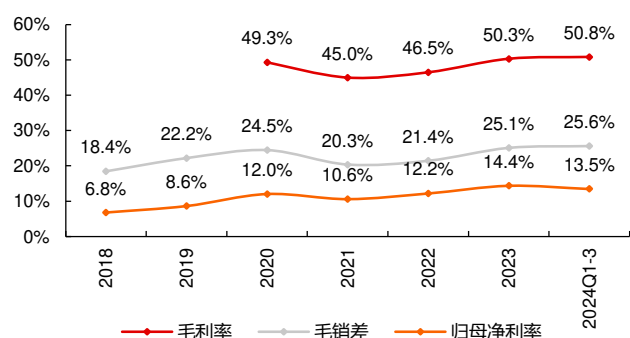
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：公司归母净利润及增速



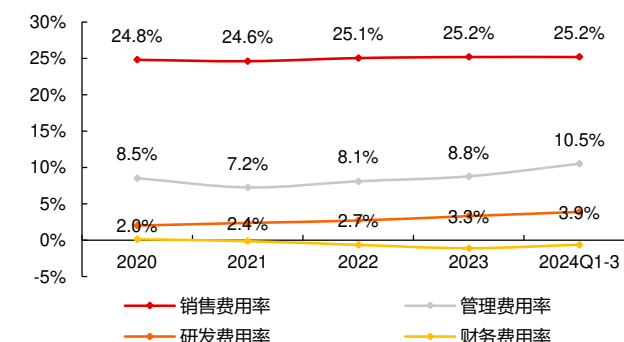
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：公司毛销差及归母净利率趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：2020 年起公司将运输费用转入成本

图 27：公司各项费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

零售变革：拓宽价格扩客群，深耕渠道抢流量

中高端品牌营销积淀，呈现高毛利+高费率

强营销，塑品牌，重运营，打造强产品力及强品牌力，老客转介绍及复购率显著高于行业水平。公司创立之初便定位中高端，致力于产品品质提升与消费体验优化，如 2023 年发布独创的健康睡眠 HSP 技术平台，基于甜睡科技、舒睡科技与安睡科技三种技术定位，为家庭的全生命周期、全场景提供健康睡眠解决方案，彰显强产品力。公司品牌营销出色，持续的高营销投入（广告费用率占收入的约 10%+），结合“私人订制，健康睡眠”等高端品牌主张，让品牌形象深入人心；再者，慕思的强售后服务体系也是特色之一，包括金管家除螨服务（2024H1 覆盖率升至 85.85%）、慕粉节老客回馈活动等，会员数累计达 230.4 万人（截至 2024H1），老客户转介绍及复购领先行业，位列 2024 年中国顾客推荐指数床垫榜单首位。

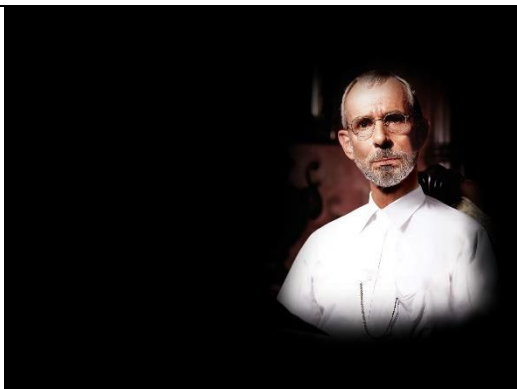
强产品力支撑高毛利，重营销维持高费率。公司拥有相较其他软体与定制龙头更高的毛利率与销售费用率水平，毛利率维持在 50%左右的水平。

图 28：公司独创健康睡眠 HSP 技术平台



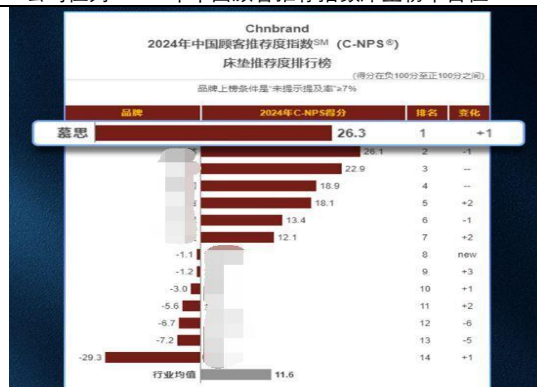
资料来源：公司官方抖音号，长江证券研究所

图 29：公司经典老人品牌形象深入人心



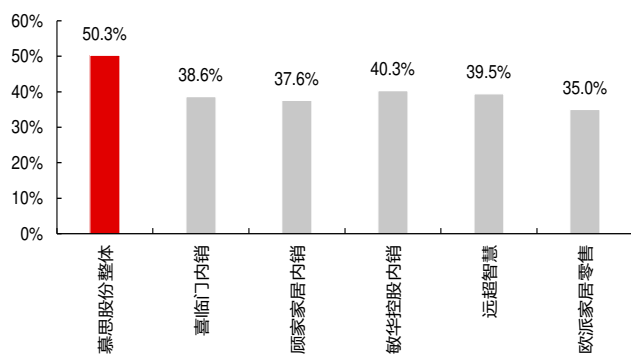
资料来源：公司公众号，长江证券研究所

图 30：公司位列 2024 年中国顾客推荐指数床垫榜单首位



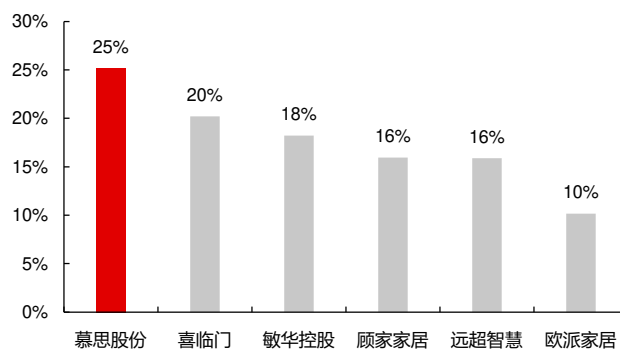
资料来源：Chnbrand，长江证券研究所

图 31：公司毛利率优于软体和定制友商（2023）



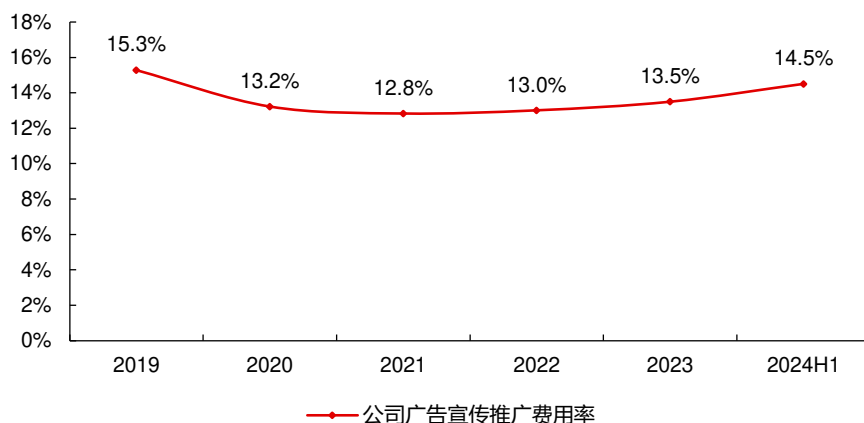
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：远超智慧为 2022 年数

图 32：公司销售费用率高于竞对（2024 前三季度）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：敏华控股为 FY2025H1 数据，远超智慧为 2022 年数据

图 33：公司广告宣传推广费用率维持高位

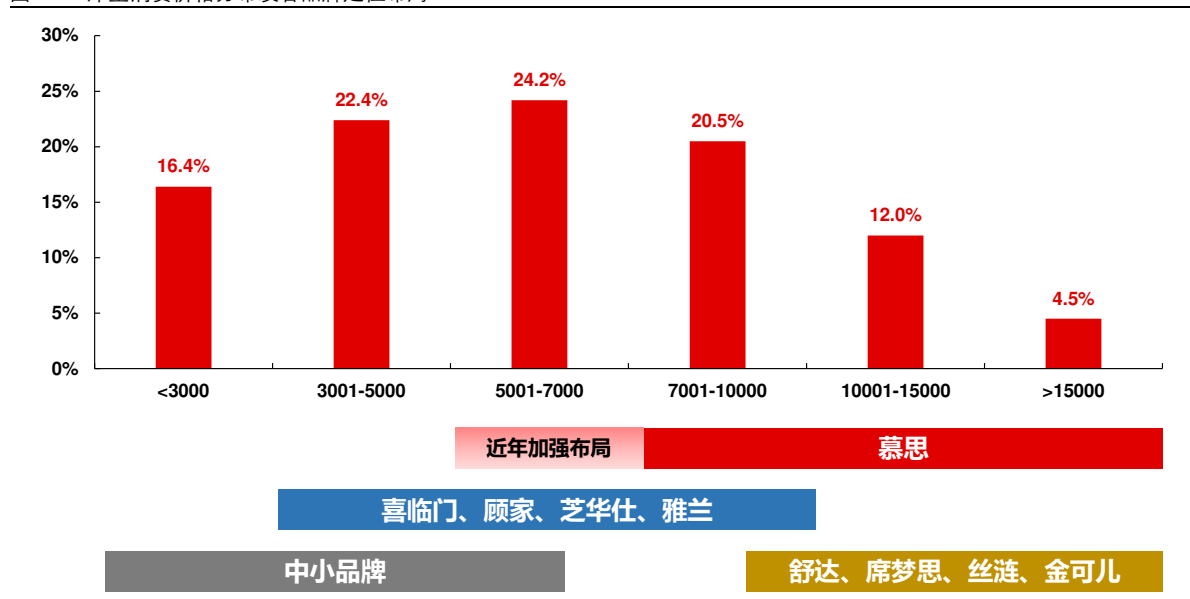


资料来源：Wind，长江证券研究所

变革一：套餐营销拓宽价格带&提升客单价

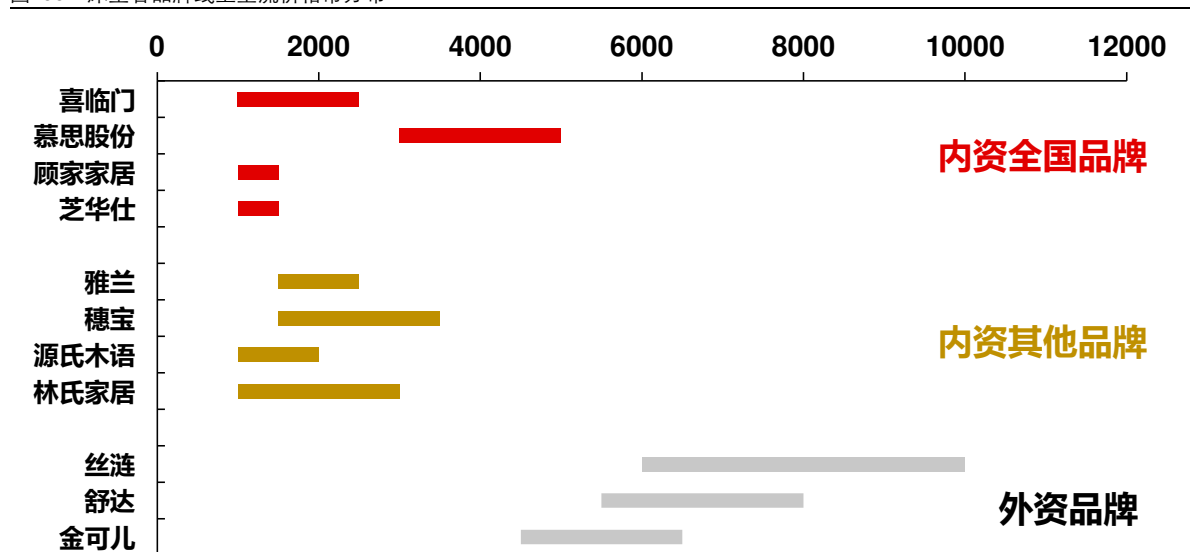
坚持中高端定位，主流价格带为线下 6000-15000 元/线上 3000-5000 元。据《2023 中国健康睡眠白皮书》调研，意向床垫消费价格超过 7000 元的占比约为 37%，而超过 5000 元的可达到 61%。公司中高端的品牌定位清晰，线下主打超过 7000 元价格产品，围绕产品力强化与营销优化蚕食外资品牌份额，近年亦逐步完善在 5001-7000 元的价格带布局，加大与其他头部内资品牌价格带覆盖的重合度。在线上渠道（以天猫为例），公司主要锚定 3000-5000 元价格带，与外资及其他内资品牌形成错位竞争，亦与自身线下价格带形成互补，扩大客群覆盖。

图 34：床垫消费价格分布及各品牌定位布局



资料来源：中国睡眠研究会，长江证券研究所 注：价格带消费结构为《2023 中国健康睡眠白皮书》调研数据，下方指代各品牌的线下代表价格带

图 35：床垫各品牌线上主流价格带分布



资料来源：天猫各品牌官方旗舰店，长江证券研究所 注：虽部分内资品牌亦有较高价位系列销售，但主要呈现各品牌主流价格带；统计时点为 2024/12

通过主卧带次卧、推儿童房产品等套餐营销打法扩大客群覆盖,而不是靠低价单品。2023年公司引入套餐式营销思路,推出 19800/23800 双卧套餐,强化主卧与次卧之间的连带销售,从而将不同空间的价格带和功能需求精准分层,在不影响品牌中高端调性的基础上渗透进入相对“中端”定位的“次卧”市场,且具有折扣让利的营销效果,演绎量价齐升逻辑。套餐中主卧价格约为 15000-18000 元,次卧价格带约为 8000-10000 元。同时亦通过加 8888 得儿童床、加 7999 得卧室系列配套品强化连带,提升客单。

图 36: 公司通过营销 19800/23800 双卧套餐扩大价格带覆盖

慕享双卧套餐

床型	原单价	福利价
1.5m 月牙湾套床*1	11918元	7999元
1.8m 悠然皮套床*1	21970元	14999元
组合	组合劲省 14088元	5.1 活动价 19800元

慕臻双卧套餐

床型	原单价	福利价
1.5m 小元宝套床*1	12918元	8999元
1.8m 世纪梦套床*1	24078元	17999元
组合	组合劲省 17196元	5.1 活动价 23800元

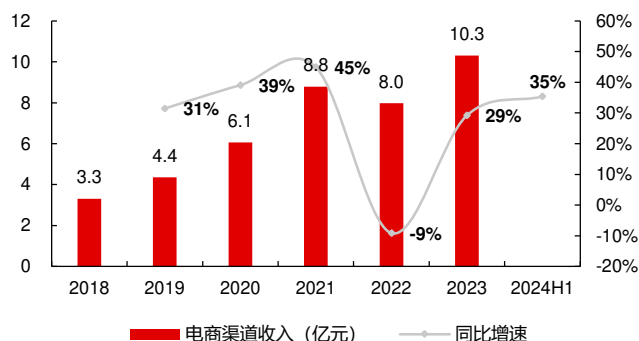
资料来源: 公司公众号, 长江证券研究所

变革二：细化渠道管理，积极布局多流量入口

1) 优化渠道招商及管理政策：按区域招商，加强赋能体系。公司招商政策迎来优化，慕思经典主品牌从先前的按系列招商调整已转为按区域，即“一域一商”的经销商策略，结合不同级别城市匹配相应的产品系列，优化经销商与门店体系，提高营销运营及资源配置效率，提升单商产出及盈利。同时公司不断强化对经销商的赋能管理，从门店展示、营销话术、营销活动政策、数字化营销技术、线上引流承接转化等方面均有更专业细化的指导，考核精细度随之提升。

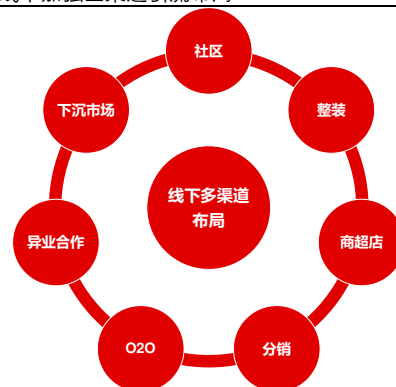
2) 深化多流量入口布局：线上+线下七大渠道精耕细作抢流量。
1) 电商渠道：稳固传统平台业务（天猫/京东）的同时持续发力社交媒体及直播电商（抖音/快手等），积极布局小红书、视频号等新渠道，结构上，估计目前天猫占比近 40%，其次为京东、抖音平台。2023A/2024H1 公司电商渠道收入分别同增 29%/35%。
2) 线下渠道：建立七大流量入口矩阵化布局，包括社区、整装、商超店、分销、O2O、异业合作与下沉市场，其中 O2O 引流方面公司着重加投，2024H1 O2O 引流投放覆盖 86%经销区域城市，获取线索数 52 万多条，商机转换 27 万多条，超额完成流量及业绩指标。公司单店提货、单位销售人员创收等维度仍有提升空间。

图 37：公司电商渠道 2023A/2024H1 分别同增 29%/35%



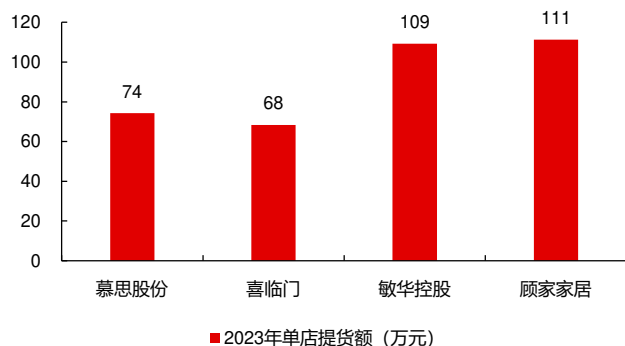
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：公司线下加强全渠道引流布局



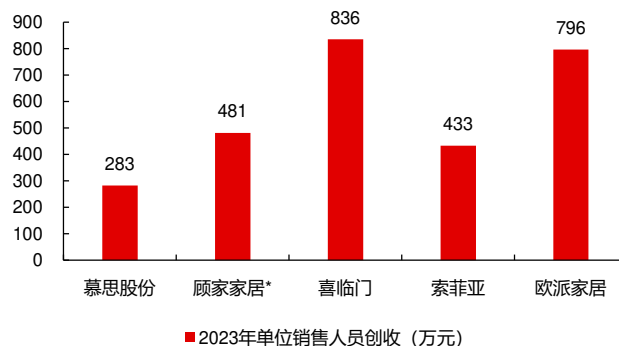
资料来源：长江证券研究所

图 39：公司单店提货额情况



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：公司门店统计中包括家装店等新零售门店，或使平均单店提货的计算值偏低

图 40：公司单位销售人员创收金额仍有提升空间



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：顾家取内销收入与销售人员总数计算

拥抱 AI：率先布局智能床垫，开启新成长空间

钻研智能睡眠技术，AI 床垫产品力同样出色。公司顺应智能睡眠消费趋势，逐步完善以 AI 床垫为拳头产品，智能电动床、速眠系统、酣睡枕、慧睡枕、IoT 产品和优眠睡眠医学中心等相组成的智慧健康睡眠生态系统，可有效改善消费者睡眠问题，同时为消费者提供“睡眠报告、APP 线上睡眠咨询、声音疗法、睡眠知识科普讲座”等一系列增值服务。公司建立与各大权威机构合作，2024 年 3 月首创“潮汐算法”技术，有助于改善睡眠体验，并通过信通院检测认证。公司 T11 PRO 智能床垫（MCC3-006）荣获美国 CES “智能家居”和“数字健康”两个类别的创新大奖。

AI 床垫开始放量，是重要的潜力品类，同时提升品牌形象。基于强产品力，公司加大对 AI 床垫营销推广投入：如推出睡眠博物馆、经销商培训、核心门店积极上样展示，逐步培养消费者认知。2024 年公司智能床垫销售额已破亿元，后续有望延续增长趋势。

对比美国市场，我国智能床（垫）渗透率仍有较大提升空间。据 ISPA 数据，2020 年美国智能床（垫）渗透率约为 14%，而我国估计仅为低个位数，后续提升空间可观。

图 41：公司 AI 床垫智能化功能



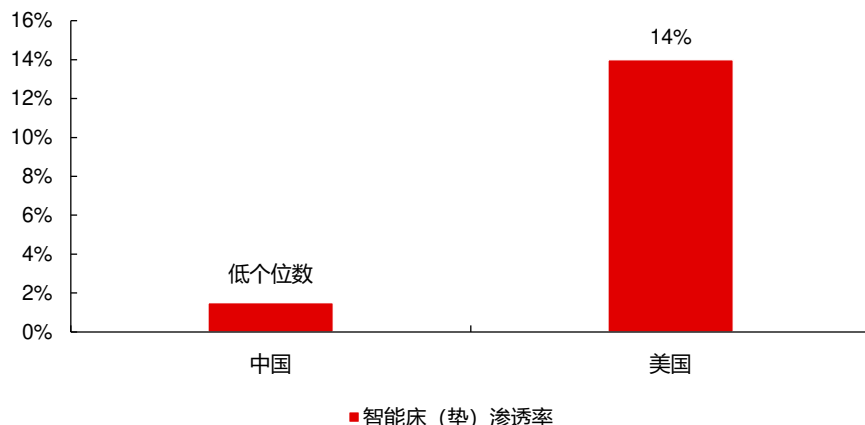
资料来源：慕思天猫官旗，长江证券研究所

图 42：公司 AI 床垫细分系列

DeRUCCI 慕思AI床垫		
轻奢 科技款	悦享 升级款	智睡 入门款
智能AI床垫-测评对比		
慕思AI床垫T11 PRO MW11-032	慕思AI床垫T11 MW11-031	慕思AI床垫T11 SE MW11-030
180*200*30cm 150*200*30cm (可定制尺寸)	180*200*27cm 150*200*27cm (可定制尺寸)	180*200*26cm 150*200*26cm (可定制尺寸)
- CES智能家居创新大奖 - CES数字健康创新大奖 2024年BIG 创新奖 互联网和技术类最佳奖 - TWICE Picks Awards CES最佳选择奖	/	/
- 六区 自适应 6300种睡感	- 五区 自适应 6000种睡感	- 三区 自适应 5500种睡感
- 专属睡眠报告 - 绑定亲情账户 - PSG睡眠诊断	- 专属睡眠报告 - 绑定亲情账户	/
IoT联动	IoT联动	/
双区温控 (腰部+腿部)	单区温控 (腿部)	/
30天无理由退换 3年质保 10年保修 365天只换不修	30天无理由退换 3年质保 10年保修 365天只换不修	30天无理由退换 3年质保 10年保修 365天只换不修
¥62800	¥35800	¥19980

资料来源：公司官方视频号，长江证券研究所

图 43：我国智能床（垫）渗透率相较美国仍有较大提升空间



资料来源：ISPA，长江证券研究所 注：美国为 2020 年数据

品牌出海：跨境电商+外延品牌发展加速进程

慕思在 2023 年明确加强海外市场发展的重要战略，在过去已有的品牌投入和经销商体系上，强调更专业的本土化运营，目前两种模式正推动加速出海进程：跨境电商与收购海外品牌。

1) 跨境电商出海：公司自 2023H2 开始布局，2024H1 完善业务运营架构，先后拓展了美国、欧洲、日本与东南亚的亚马逊站点，以及沃尔玛美国、德国 OTTO 等平台，并着手布局海外仓，加快跨境电商业务的发展。估计 2024 年销售规模在大几千万量级。

2) 收购海外品牌：2024 年 12 月，公司公告拟通过全资子公司香港慕思以 4600 万新币（约合 2.48 亿元人民币²）收购 Mattress International Pte. Ltd. (MIPL) 的 100% 股权，以及 PTTC 的特定资产，其中股权采用资产基础法估值，资产采用成本法估值。MIPL 为新加坡床垫&沙发品牌企业（下辖 Maxcoil、Viro、MooZzz 等品牌），PTTC 为其印尼工厂。MIPL 公司 2023 年营收/净利润为 1849/37 万新币（约合 9986/199 万元人民币），2024 年前三季度分别为 1167/5 万新币（约合 6300/28 万元人民币）。公司此举收购海外品牌&产能，旨在借助 MIPL 公司在新加坡及印尼等东南亚地区的销售渠道及品牌优势，加快对东南亚市场的布局。

图 44：公司收购 MIPL 后完善海外品牌矩阵，加快布局东南亚



资料来源：MIPL 官网，长江证券研究所

² 注：用公司公告日期（2024/12/17）的当期汇率 1 新加坡元=5.40 元人民币换算，下同

空间展望：内销提份额，品牌出海打开空间

公司作为床垫行业龙头，低集中度格局下围绕强产品力、强品牌力与渠道精细化运营持续提份额可期，并且本轮家居国补助力行业景气有望修复，公司占据品类优势更有望超额受益。中长期趋势，公司自身零售渠道持续优化，同时大家居战略提升客单价，品牌分层拓宽价格带和扩客群。此外 AI 床垫放量及出海战略成为高潜业务。

预计公司 2024/2025 年归母净利润为 8.1/8.9 亿元，分别同增 1%/10%，对应 PE 为 17/16x；且公司分红政策积极，若 2024 全年分红比例按中期计划来算，对应当前股息率为 4.7%。给予“买入”评级。

图 45：公司盈利预测表

项目	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5579	5689	6248	7179
yoy	-4%	2%	10%	15%
归母净利润 (百万元)	802	810	891	1028
yoy	13%	1%	10%	15%
毛利率	50.3%	51.2%	51.6%	52.0%
销售费用率	25.2%	24.8%	24.8%	25.0%
管理费用率	5.4%	6.4%	6.5%	6.6%
研发费用率	3.3%	3.7%	3.8%	3.8%
财务费用率	-1.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
归母净利率	14.4%	14.2%	14.3%	14.3%
EPS	2.0	2.0	2.2	2.6
PE	17.2	17.0	15.5	13.4

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：表中 PE 对应 2025 年 2 月 26 日收盘价

风险提示

- 1、地产表现不及预期：**若地产销售和竣工景气度延续性较弱，或影响家居需求景气。
- 2、家居国补显效低于预期：**若后续家居国补进展未如预期加速，或补贴力度不及预期等，将影响家居消费提振效果。
- 3、公司渠道拓展及运营不及预期：**若公司多个流量入口的布局及开拓进程持续放缓，或零售渠道的运营效果不及预期，或将影响后续增长趋势。
- 4、盈利预测不及预期风险：**在对公司进行盈利预测时，我们基于公司自身情况和所处行业环境做出了系列假设，我们认为公司能够持续围绕强品牌力与渠道运营提份额，以及期待后续出海战略有望贡献业绩增量。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 56.9/62.5/71.8 亿元，分别同增 2%/10%/15%；归母净利润为 8.1/8.9/10.3 亿元，分别同增 1%/10%/15%。若公司内外销运营成效不及预期，或行业竞争加剧超出预期，将对公司收入与盈利产生较大影响，或存在盈利预测不及预期风险。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。在悲观假设下，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 55.8/58.6/61.5 亿元，分别同比 0%/+5%/+5%；归母净利润为 7.9/8.3/8.8 亿元，分别同比-1%/+5%/+5%。

表 1：公司利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	56.89	62.48	71.79	55.79	58.57	61.50
YoY	2%	10%	15%	0%	5%	5%
毛利率	51.2%	51.6%	52.0%	51.0%	51.0%	51.0%
归母净利润	8.10	8.91	10.28	7.94	8.34	8.76
YoY	1%	10%	15%	-1%	5%	5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5579	5689	6248	7179	货币资金	2876	2271	3162	4191
营业成本	2773	2777	3022	3448	交易性金融资产	800	800	800	800
毛利	2806	2913	3226	3731	应收账款	42	0	0	0
%营业收入	50%	51%	52%	52%	存货	243	0	0	0
营业税金及附加	48	49	54	62	预付账款	127	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	293	239	239	239
销售费用	1406	1408	1549	1795	流动资产合计	4381	3310	4202	5230
%营业收入	25%	25%	25%	25%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	304	364	406	470	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	6%	7%	7%	固定资产合计	2045	2045	2045	2045
研发费用	186	211	234	273	无形资产	319	319	319	319
%营业收入	3%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-62	-22	-17	-24	递延所得税资产	74	74	74	74
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	332	332	332	332
加: 资产减值损失	-2	0	0	0	资产总计	7152	6081	6972	8001
信用减值损失	4	0	0	0	短期贷款	442	442	442	442
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	463	0	0	0
投资收益	2	23	19	22	预收账款	0	0	0	0
营业利润	965	960	1056	1218	应付职工薪酬	121	0	0	0
%营业收入	17%	17%	17%	17%	应交税费	150	0	0	0
营业外收支	-6	0	0	0	其他流动负债	1195	47	47	47
利润总额	959	960	1056	1218	流动负债合计	2370	489	489	489
%营业收入	17%	17%	17%	17%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	157	150	165	190	应付债券	0	0	0	0
净利润	802	810	891	1028	递延所得税负债	17	17	17	17
归属于母公司所有者的净利润	802	810	891	1028	其他非流动负债	125	125	125	125
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	2512	631	631	631
EPS (元)	2.01	2.03	2.23	2.57	归属于母公司所有者权益	4639	5449	6341	7369
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	4639	5449	6341	7369
经营活动现金流净额	1935	-617	873	1007	负债及股东权益	7152	6081	6972	8001
取得投资收益收回现金	1	23	19	22	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-395	-11	0	0	每股收益	2.01	2.03	2.23	2.57
其他	-558	0	0	0	每股经营现金流	4.84	-1.54	2.18	2.52
投资活动现金流净额	-951	11	19	22	市盈率	15.17	17.09	15.53	13.47
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.63	2.54	2.18	1.88
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.57	13.72	11.39	8.98
银行贷款增加 (减少)	442	0	0	0	总资产收益率	11.2%	13.3%	12.8%	12.9%
筹资成本	-405	0	0	0	净资产收益率	17.3%	14.9%	14.1%	14.0%
其他	-628	0	0	0	净利率	14.4%	14.2%	14.3%	14.3%
筹资活动现金流净额	-591	0	0	0	资产负债率	35.1%	10.4%	9.1%	7.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	392	-605	891	1028	总资产周转率	0.78	0.94	0.90	0.90

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。