



行业大有可为，AI 床垫驱动新成长

投资逻辑

国补延续带动短期需求景气度回升，中长期行业仍具扩容空间。短期来看，2025 年国家延续家具消费补贴政策，政策促使行业景气度有所回升，根据久谦统计，25 年 2/3 月三大电商平台床垫销售额分别同比增长 27.6%/20.7%至 7.5/11.0 亿元。中长期来看，1) 量维度：中国床垫渗透率和更新率较海外仍有显著提升空间，在消费者对于睡眠关注度逐步提升的背景下，根据我们测算，当更新率加快为 9 年/次时（目前为 10 年/次），2026-2027 年床垫需求量同比均有望实现正增长。2) 价维度：近年来，据电商平台统计，床垫销售均价逐步上探，并随着床垫科技含量的增加，以 AI 床垫为代表的大单品有望进一步助力销售均价上探。此外，中国床垫行业集中度显著低于美国床垫行业，在国补助力头部企业的背景下，随着龙头企业产品力提升、渠道完善，床垫赛道“大企业”诞生可期。

后续增长驱动一：主品类依托 AI 床垫新品+品牌矩阵完善，有望突破成长瓶颈。1) 据《2025AI 时代健康睡眠白皮书》，2024 年 AI 床垫全球市场规模约 18 亿美元。公司 AI 床垫持续迭代，目前已推出 T11 相关产品，作为大单品不仅利于公司拉高客单价，并且依托 AI 品类切入商超渠道，助力公司触达更广泛客群，挖掘潜在需求。2) 除慕思主品牌外，公司通过完善的品牌矩阵已实现对床垫市场不同价格段的覆盖，目标消费群体显著拓宽。

后续增长驱动二：套餐营销效果较优，品类扩展驱动新成长。公司围绕卧室、客厅场景横向扩展床架、沙发、智能睡眠等产品，床架收入占比从 18 年的 22.8%增长至 24 年的 29.72%，沙发收入占比 22 年-24 年维持在 7.7%附近。公司“套餐销售”的营销策略推动品类连带率及客单价提升，扩品类逐步成为公司增长新动能。

后续增长驱动三：收购新加坡品牌，有望顺利切入东南亚市场。据欧睿和 Mordor intelligence，25 年东南亚 6 个主要国家床垫规模将达到 33.0 亿美元。一方面，随着东南亚人均 GDP 提升，渗透率和更新率的提高，其市场规模仍具较大提升空间（目前仅为中国床垫规模的 1/3，美国的 1/6）。另一方面，公司于 24 年 12 月以约 2.5 亿元人民币收购 MIPL 公司及其位于印尼的工厂公司 PTTC。2023 年 MIPL 公司营业收入约 9934 万元，净利润约 198 万元。慕思品牌+产能+渠道三管齐下，后续东南亚市场扩张可期。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 7.99/9.00/9.89 亿元，同比分别增长+4.12%/+12.69%/+9.87%。考虑到公司 AI 床垫有望驱动新成长，给予 25 年 18 倍 PE，对应目标价 36.0 元，“买入”评级。

风险提示

国补效果不及预期；AI 床垫业务不及预期；出海业务不及预期；MIPL 公司整合不畅

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：32.08 元

目标价（人民币）：36.00 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,579	5,603	6,195	6,827	7,511
营业收入增长率	-4.03%	0.43%	10.57%	10.21%	10.02%
归母净利润(百万元)	802	767	799	900	989
归母净利润增长率	13.17%	-4.36%	4.12%	12.69%	9.87%
摊薄每股收益(元)	2.006	1.918	1.997	2.251	2.473
每股经营性现金流净额	4.84	2.73	2.49	3.51	3.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.29%	16.98%	15.40%	15.97%	16.13%
P/E	15.21	19.71	16.06	14.25	12.97
P/B	2.63	3.35	2.47	2.28	2.09

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 行业需求：国补促需求筑底回升，长坡厚雪值期待.....	4
1.1 国补延续正带动短期需求景气度回升.....	4
1.2 行业中长期扩容空间充足，头部企业份额提升可期.....	5
2. AI 床垫有望驱动内销新增长，出海打开中长期发展空间.....	8
2.1 主品类：AI 床垫助推逆势增长，品牌矩阵完善突破成长边际.....	9
2.2 扩品类：从单一床垫品牌到“睡眠生态”服务商.....	11
2.3 出海：东南亚先行，海外扩张打开长期空间.....	13
3. 盈利预测和估值.....	15
4. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1 中央及各省市以旧换新政策家居补贴细则梳理.....	4
图表 2 近一年床垫线上销售额及同比.....	4
图表 3 近一年各电商平台床垫销售额及同比.....	4
图表 4 慕思床垫线上销售额.....	5
图表 5 慕思床垫天猫、京东、抖音销售情况.....	5
图表 6 全球床垫行业市场规模.....	5
图表 7 中国床垫行业市场规模.....	5
图表 8 2023 年中国床垫行业渗透率较低.....	6
图表 9 中国家庭床垫更换周期较长.....	6
图表 10 床垫年度需求量弹性测算表.....	6
图表 11 各价格带床垫产品销量占比.....	7
图表 12 各类床垫均价走势.....	7
图表 13 2019-2023 年中美床垫行业集中度对比.....	8
图表 14 中国床垫行业 CR5 近年来有所回落.....	8
图表 15 慕思历年营收情况.....	8
图表 16 慕思历年归母净利润情况.....	8
图表 17 慕思股份品牌矩阵.....	9
图表 18 慕思研发费用投入.....	10
图表 19 慕思新品 T11 功能展示.....	10
图表 20 AI 床垫助力慕思床垫线上均价提升.....	10
图表 21 三大平台各类型床垫售价对比.....	10
图表 22 慕思品牌矩阵.....	11
图表 23 TRECA 床垫四大系列定位高端消费者.....	11



图表 24 TRECA 市占率稳步上涨.....	11
图表 25 慕思各品类收入占比变化趋势.....	12
图表 26 羡慕沙发新品引领行业新风尚.....	12
图表 27 卡丽亚沙发布局中国高端软体家具市场.....	12
图表 28 沙发品类收入情况及收入占比情况.....	13
图表 29 部分慕思官方严选套餐.....	13
图表 30 东南亚主要国家床垫市场规模.....	14
图表 31 东南亚人均 GDP 情况.....	14
图表 32 东南亚各国床垫市场集中度 CR3.....	14
图表 33 东南亚各国床垫市场外国龙头企业市占率.....	14
图表 34 慕思境外收入及增速.....	15
图表 35 MIPL 公司 2023-2024 三季度财务数据.....	15
图表 36 Maxcoil 官网已接入慕思产品板块.....	15
图表 37 慕思股份营业收入拆分预测表.....	16



1.行业需求：国补促需求筑底回升，长坡厚雪值期待

1.1 国补延续正带动短期需求景气度回升

2025 年国家发改委推出了力度更大、覆盖面更广的大规模设备更新和消费品以旧换新政策，家居产品在补贴范围内，这为床垫市场需求进一步的触底回暖奠定基础。江苏省显著提高补贴金额，从 2024 年每人补贴金额不超过 3000 元到 2025 年每人补贴金额不超过 1 万元；陕西省也显著提高补贴比例，从 2024 年的 10%上涨到 2025 年的 15%给予补贴。国补政策的延续和升级，正激发床垫的消费潜力。

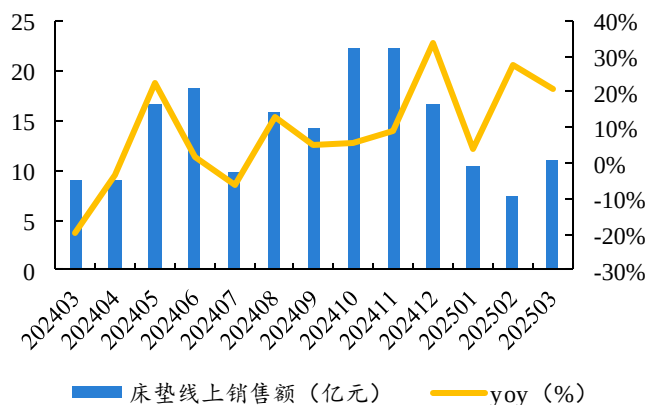
图表 1 中央及各省市以旧换新政策家居补贴细则梳理

地区	补贴细则	各品类是否有补贴		
		定制家具	软体家具	卫浴
发改委、财政部	按售价的 15%予以补贴，每次补贴不超过 2000 元。	无明确补贴商品类别		
浙江	产品销售价格的 20%，每件（套）商品补贴不超过 2000 元	有	有	有
广东	每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元	有	有	有
上海	按产品销售价格的 15%予以补贴，参与活动的每个支付渠道，补贴不超过 2000 元。（线上、线下渠道补贴限额分别计算）	有	有	有
江苏	最终销售价格的 15%，每人补贴金额不超过 1 万元	卫生洁具、家具和家居照明、智能家居		
福建	购买智能家居类项下产品，每位消费者每个具体类别可享受 1 次补贴，每次最高补贴 2000 元。	有	有	有
山东	按销售价格的 15%予以补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元	有	有	有
安徽	按销售价格的 15%予以补贴，每件补贴不超过 2000 元	无	有	有
陕西	按销售价格的 15%给予立减补贴，每件补贴不超过 2000 元	无	有	有
广西	总价款的 15%给予一次性补贴，每件补贴不超过 2000 元	有	无	有

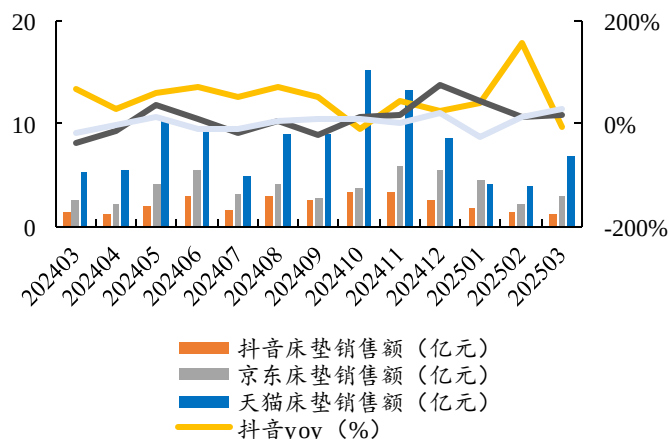
来源：各地政府官网、国金证券研究所

国补政策的实施有效拉动床垫行业的短期需求。数据显示，政策推行后，床垫市场线上销售额呈现出明显的增长态势。受到国补新政策的刺激，2025 年 2 月和 3 月的三大电商平台床垫销售总额分别达到 7.47/10.96 亿元，同比增长 27.61%/20.72%，销售额短期内显著提升。在国补新政策的刺激下，床垫销售额在天猫、抖音、京东三大平台均呈现增长趋势。具体来看，天猫平台床垫销售额最高，2025 年 2 月和 3 月同比增速分别为 14.32%/29.79%，销售额分别达到 3.89/6.75 亿；京东平台 2025 年 2 月和 3 月床垫销售额同比增速分别为 13.09%/17.75%，销售额达到 2.14/2.96 亿；抖音平台床垫销售增速迅猛，2025 年 2 月和 3 月同比增速 157.22%/8.40%，销售额分别达到 1.44/1.25 亿。

图表 2 近一年床垫线上销售额及同比



图表 3 近一年各电商平台床垫销售额及同比



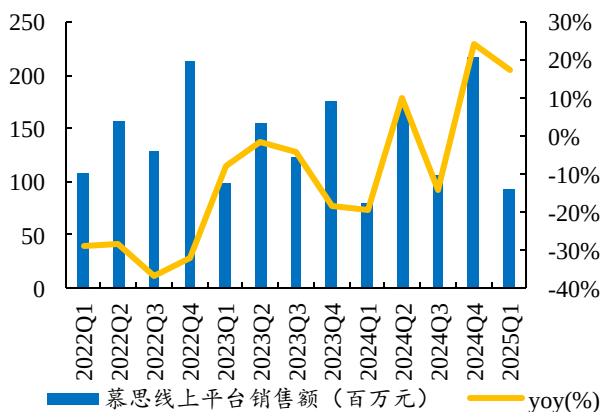
来源：久谦中台、国金证券研究所

来源：久谦中台、国金证券研究所

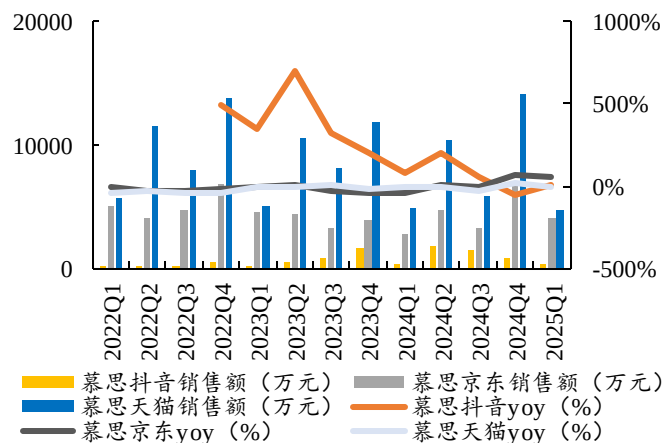


床垫龙头线上销售数据明显提振，展现较大增长潜力。以床垫行业的龙头企业——慕思股份为例，公司迅速响应国补政策，充分发挥电商渠道运营优势，2024Q4 销售额同比提升 24.32%。2025 年，慕思 DeRUCCI 床垫线上销售额数据亮眼，显著高于往年同期水平，2025 年 Q1 线上销售额同比增长 17.14%，其中京东平台销售额同比增长 53.02%，天猫平台销售额同比增长-1.97%，抖音平台销售额同比增长-1.97%。展望未来，随着国补政策的持续推进，床垫行业的市场需求预计将继续保持增长态势。龙头家具公司在这一政策红利下，有望借助品牌优势、产品创新能力以及对电商渠道的有效运营，进一步扩大市场份额。

图表 4 慕思床垫线上销售额



图表 5 慕思床垫天猫、京东、抖音销售情况



来源：久谦中台、国金证券研究所

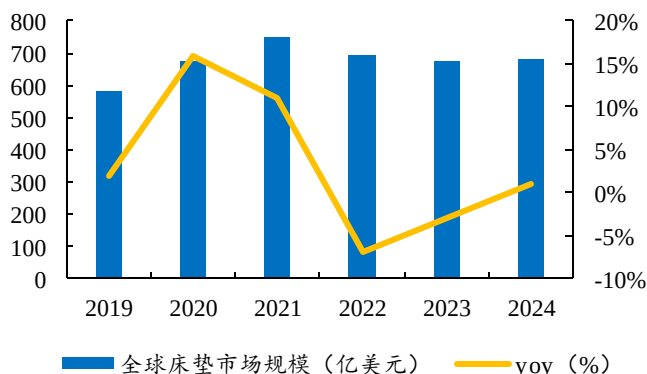
来源：久谦中台、国金证券研究所

1.2 行业中长期扩容空间充足，头部企业份额提升可期

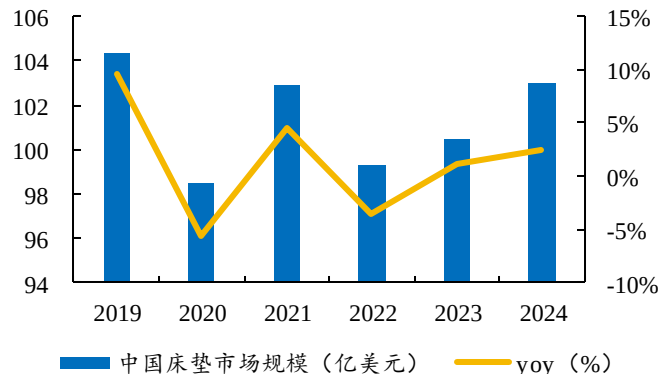
2022-2024 年全球床垫市场规模分别为 696.6/674.4/679.6 亿美元，同比增长-7%/-3%/1%，CAGR 为-1%。2022-2024 年中国床垫市场规模分别为 99.35/100.44/103.00 亿美元，在全球市场占比分别为 14.26%/14.89%/15.16%，同比增长-3.47%/1.10%/2.55%，CAGR 为 1%。

从中长期来看，中国床垫市场规模仍有进一步提升空间。中国床垫市场依托量价的双轮驱动，规模增长空间仍然可期。从量的维度看，随着行业渗透率及产品更换率的提升，床垫的销售量会有明显增加；从价的维度看，随着床垫科技含量的增加，以 AI 床垫为代表的单品能够助力销售均价上探。

图表 6 全球床垫行业市场规模



图表 7 中国床垫行业市场规模



来源：欧睿、国金证券研究所

来源：欧睿、国金证券研究所

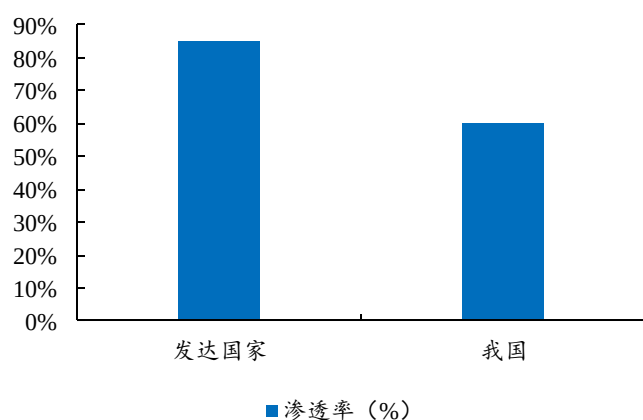
量方面来看，中国床垫渗透率及产品更新率仍有提升空间。目前，据 CSIL 统计数据，发达国家床垫渗透率已然达到了 85%，而中国床垫渗透率仅为 60%。其次，中国床垫更换频率低，接近 50% 的中国家庭的床垫使用年限超过 5 年；而在美国家庭中，70% 的家庭平均三年更换一次床垫，并且约 20% 的使用者认为，床垫的最佳使用周期不应超过 3 年。



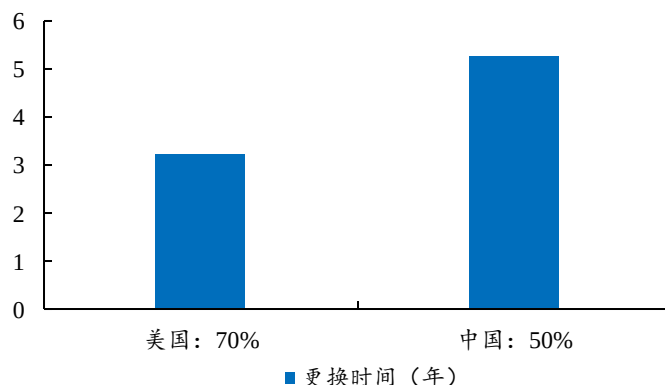
城镇化率提高、换新意识提升和产品力迭代（以AI 床垫为代表的大单品）将催化床垫行业渗透率和产品更换率的提升：

- 1) 根据国家统计局数据，2023 年中国城镇化率（城镇人口占总人口的比重）为 66.16%，发达国家城镇化率普遍在 80%-90%，床垫渗透率与城镇化率呈一定正相关性，随着城镇化率稳步提升，新增住房交易需求以及存量房再装修需求，将为床垫市场带来更多增量消费群体；
- 2) 随着经济的发展，中国消费者健康睡眠及换新意识的逐步提升，国内床垫的使用年限有望逐渐缩短，这会带动床垫更换需求的增长；
- 3) 以 AI 床垫为代表的含高科技的产品能够满足消费者潜在的智能化和个性化的需求，利于扩大客群。根据中国消费者报社发布的《2022 国产中高端床垫消费者满意度调查报告》，近 9 成受访者表示会关注床垫的智能功能，其中 44.7% 的受访者表示，会“特别关注，希望体验到多功能型的床垫”；“使用更多黑科技、有更多的专利（如材质好、更智能）的床垫”最受消费者关注，占比为 58.5%。

图表 8 2023 年中国床垫行业渗透率较低



图表 9 中国家庭床垫更换周期较长



来源：CSIL、公司年报、国金证券研究所

来源：公司年报、《2021 床垫新消费趋势报告》、国金证券研究所

以下通过中国市场床垫更新频率假设对床垫需求量进行弹性测算。首先，前提假设如下：

- 1) 当年商品房销售后，两年后交房；2) 假设一套房子两张床，预期内更新频率不变 3) 单套房屋面积 90 平方米 4) 住宅第一次装修与后续翻新所用时间相同；其次，根据《2025 天猫厚床垫行业白皮书》计算得出当前中国消费者的床垫平均更换频率为 10 年/次，以此作为后续对比的基数；接着，通过第 n-2 年销售面积计算第 n 年交房面积，通过第 n 年交房面积/90 得出一手房装修套数，并通过翻新频率计算第 n 年的翻新套数，最后当年床垫需求量为当年翻新套数*2。如图表 11 所示，随着更新率的提高，预期床垫市场需求呈现恢复增长态势。当更新率加快为 9 年/次时，2027 年预期将有 6472.68 万件需求，相较于 10 年/的更新率情况下的需求增幅为 53%，并且 2026-2027 年同比均实现需求增长。

图表 10 床垫年度需求量弹性测算表

床垫年度需求量	2023	2024	2025E	2026E	2027E
更新频率为 10 年（基期）的年度需求量	56.35	47.36	46.78	41.47	42.17
年度需求量同比增长幅度	2%	-16%	-1%	-11%	2%
若更新频率为 9 年的年度需求量	66.83	56.36	57.11	60.75	64.73
年度需求量同比增长幅度	9%	-16%	1%	6%	7%
对比基期，9 年更换周期下需求量提升	10.49	9.01	10.33	19.28	22.55
对比基期，9 年更换周期下需求量提升幅度	19%	19%	22%	46%	53%
若更新频率为 8 年的年度需求量	71.57	60.93	61.40	61.08	68.32
年度需求量同比增长幅度	12%	-15%	1%	-1%	12%
对比基期，8 年更换周期下需求量提升	15.22	13.58	14.62	19.61	26.15



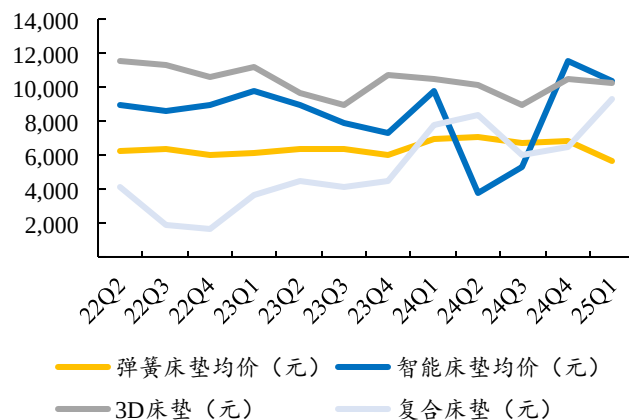
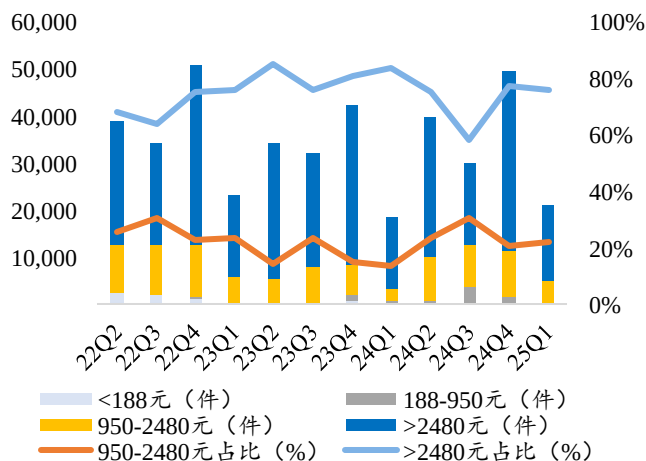
对比基期，8 年更换周期下需求量提升幅度	27%	29%	31%	47%	62%
若更新频率为 7 年的年度需求量	73.52	62.87	70.59	70.95	71.63
年度需求量同比增长幅度	2%	-14%	12%	1%	1%
对比基期，7 年更换周期下需求量提升	17.17	15.52	23.80	29.48	29.46
对比基期，7 年更换周期下需求量提升幅度	30%	33%	51%	71%	70%
若更新频率为 6 年的年度需求量	85.05	84.23	85.87	84.94	91.63
年度需求量同比增长幅度	13%	-1%	2%	-1%	8%
对比基期，6 年更换周期下需求量提升	28.70	36.88	39.09	43.47	49.46
对比基期，6 年更换周期下需求量提升幅度	51%	78%	84%	105%	117%
若更新频率为 5 年的年度需求量	99.00	94.89	92.08	93.79	97.27
年度需求量同比增长幅度	9%	-4%	-3%	2%	4%
对比基期，5 年更换周期下需求量提升	42.65	47.53	45.29	52.32	55.10
对比基期，5 年更换周期下需求量提升幅度	76%	100%	97%	126%	131%

数据来源：《2025 天猫厚床垫行业白皮书》、国金证券研究所

价方面来看，高价产品销量占比提升，销售均价上探，床垫市场焕发新机。从 2022 年二季度到 2025 年一季度，售价大于 2459 元的床垫销量占比趋势上升。高单价产品（售价大于 2459 元）在总体销量中的占比从 67.7% 上升至 75.75%。消费者对于有品质、有技术含量的高价床垫产品有支付意愿，品类消费呈现出均价提升的趋势。展望未来，随着消费者对高品质、智能化、个性化睡眠的关注和 AI 床垫等具有科技含量的产品不断迭代，消费者消费意愿与优质产品迭代之间形成良性循环，有望进一步驱动均价继续上探。

图表 11 各价格带床垫产品销量占比

图表 12 各类床垫均价走势



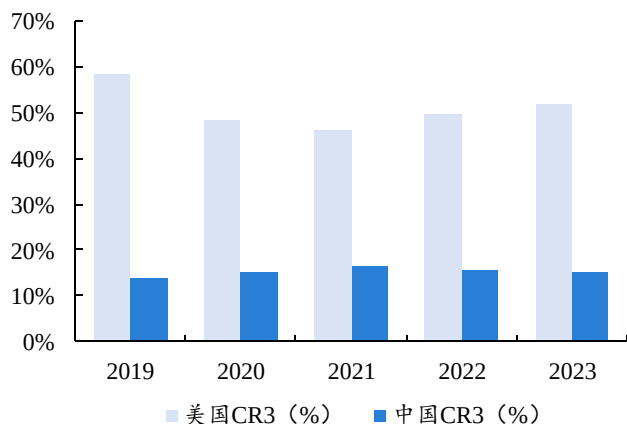
来源：久谦中台、国金证券研究所

来源：久谦中台、国金证券研究所

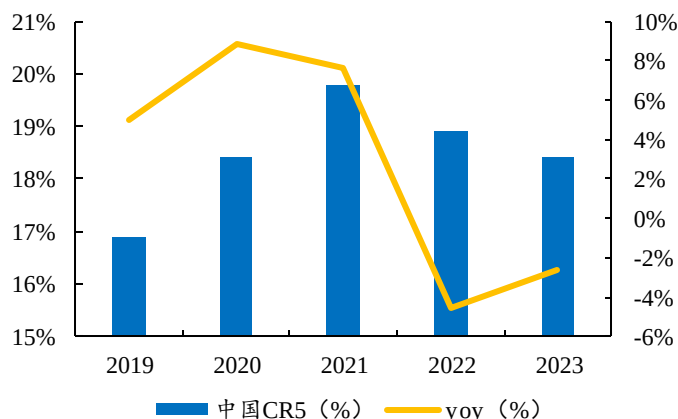
中国床垫行业集中度仍具较大提升空间，头部企业完善渠道、品牌布局后，逆势加速成长可期。美国床垫行业历年来展现出较高的集中程度，2023 年 CR3 高达 51.7%，CR5 达到 59.8%。反观中国，2021-2023 年，中国床垫行业 CR5 分别为 19.8%/18.9%/18.4%，市场处于分散竞争状态，中小品牌通过区域性渠道或差异性产品持续渗透，部分区域性品牌及互联网品牌通过低价策略抢占中低端市场，稀释头部品牌份额。随着地产红利期结束，中国床垫行业竞争门槛进一步抬升，龙头企业凭借技术、产品、规模化生产、服务、渠道等多方面的领先优势，此外，叠加国补对于行业格局有一定优化的背景下，头部企业有望领导产业升级，进一步强化马太效应，逆势成长可期。



图表 13 2019-2023 年中美床垫行业集中度对比



图表 14 中国床垫行业 CR5 近年来有所回落



来源：欧睿、国金证券研究所

来源：欧睿、国金证券研究所

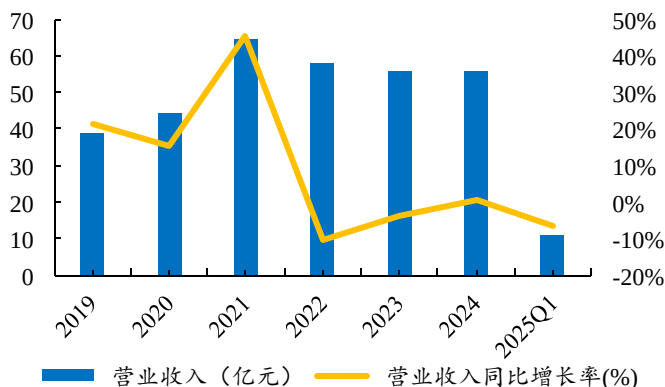
2.AI 床垫有望驱动内销新增长，出海打开中长期发展空间

自 2007 年成立以来，慕思股份始终致力于为客户打造中高端健康睡眠产品，并提供全方位的优质服务。公司主营产品以床垫为核心，协同床架、沙发、床品以及其他相关产品，深度聚焦人体健康睡眠领域的研究，旨在为消费者量身定制专属的健康睡眠系统。

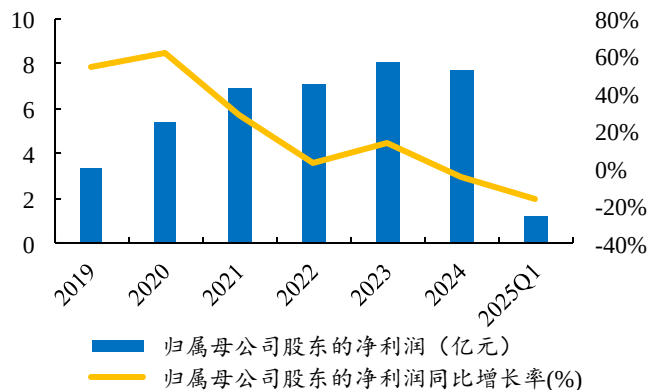
2022-2025 年 Q1，慕思股份实现营业收入分别为 58.13/55.79/56.03/11.21 亿元，同比增速分别为-10.31%/-4.03%/0.43%/-6.66%；归母净利润分别为 7.09/8.02/7.67/1.18 亿元，同比增速 3.27%/13.17%/-4.36%/-16.43%。

慕思后续具备三方面增长驱动力：主品类 AI 爆品扩大潜在需求；扩品牌、扩品类打开增长空间；出海打开中长期发展空间。其一，床垫品类中，慕思 AI 智能床垫产品在客单价上形成新的突破，有望触达更多人群，并且慕思已有完善品牌矩阵，技术+品牌形成良性循环，销售量价齐飞；其二，横向品类拓展，提供品类连带及客单价。慕思积极拓展床架、沙发、整装家居等领域，积极探索多品类覆盖。其三，慕思锚定东南亚，2024 年收购新加坡公司 MattressInternationalPte.Ltd (MIPL 公司) 及其位于印尼的工厂公司 PT.TaiChengDevelopment (PTTC 公司)，借助 MIPL 公司在新加坡的品牌、产能和渠道优势，有望快速提升自身在东南亚市场的知名度和市场占有率，出海打开中长期公司成长空间。

图表 15 慕思历年营收情况



图表 16 慕思历年归母净利润情况

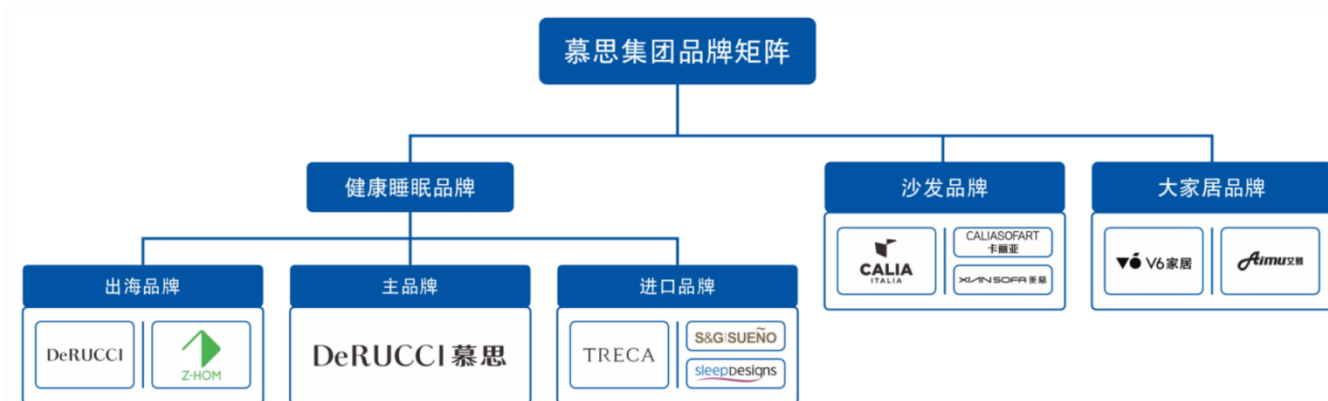


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



图表 17 慕思股份品牌矩阵



来源：公司年报、国金证券研究所

2.1 主品类：AI 床垫助推逆势增长，品牌矩阵完善突破成长边际

慕思以“高端破圈+全域渗透”双轮驱动重构获客增长边界。一方面，慕思注重 AI 床垫的研发，旗下 AI 床垫的推出不仅拉高客单价还可通过购物中心新渠道场景触达更多消费者，释放潜在的换新需求，有望实现销售“量价齐飞”；另一方面，慕思已形成完整的产品体系满足不同价格段需求的消费者，助力客群范围进一步扩大，从而拓宽成长边际，有效巩固其在健康睡眠市场的领先地位。

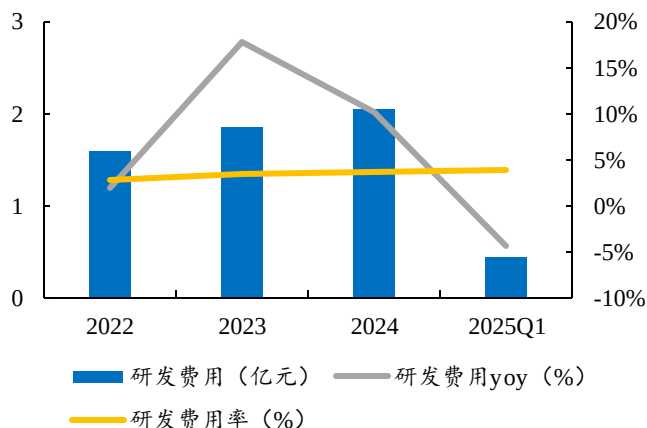
2.1.1 AI 床垫或成发展新引擎，渠道拓维，客群拓宽

据《2025AI 时代健康睡眠白皮书》，2024 年 AI 智能床垫的全球市场规模约为 18 亿美元，预计从 2025 年到 2030 年将以 7% 的复合年增长率增长。近七成消费者表示未来愿意购买 AI 智能床垫，其中 90 后意愿度最高，80 后次之，他们的消费力、科技产品接受度及睡眠困扰程度都较高，也有更强的“好眠”诉求，AI 床垫潜在需求高。

慕思多年研发投入构建技术壁垒，具有先发优势。目前，床垫市场头部厂商包括喜临门、趣睡科技、梦百合、慕思等。横向比较而言，慕思在 AI 智能化的领域投入更多，研究更深入。公司近年研发费用不断攀升，2022 年至 2025 年 Q1 研发费用分别为 1.58/1.86/2.05/0.44 亿元，同比增速 1.94%/17.72%/10.22%/-4.35%。研发费用率从 2022 年的 2.72% 上升到 2025 年 Q1 的 3.93%，研发费用率逐步走高，累计拥有自主知识产权 3589 项构建差异化竞争壁垒。

慕思推出战略性新品获得消费者认可。2024 年，慕思推出了智慧睡眠战略新品——AI 双子星。这款新品集成了公司最新的科研成果，满足了消费者对于个性化、舒适化睡眠的需求，吸引众多消费者关注。随后，慕思于 2025 年 3 月新发布 T11+、T11pro 两款智能床垫，拥有动态感知、自适应调节等专利技术。其独创的 AI“潮汐”算法，以海量大数据（100 万+人体工学大数据）为基础分析，根据人体思睡期、浅眠期、深睡期、快速眼动期等提供不同模式，同时可以用过智慧慕思 APP 生成睡眠报告，从而达到“智能监测、健康睡眠”的效果，形成技术护城河。智能睡眠数据积累形成用户画像闭环，未来可延伸至健康管理服务生态，提升用户粘性与复购价值。

图表 18 慕思研发费用投入



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19 慕思新品 T11 功能展示

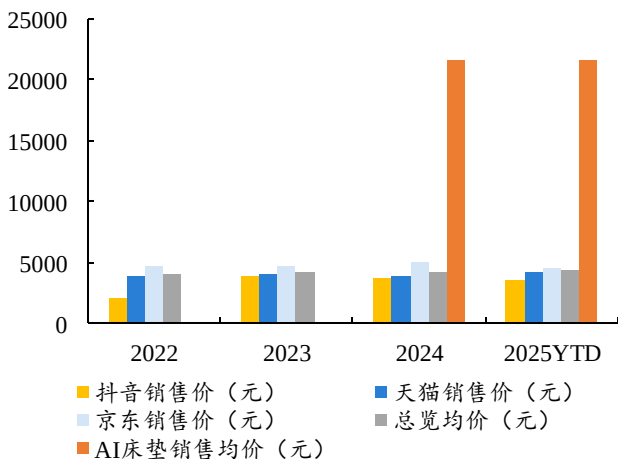


来源: 公司官网、国金证券研究所

AI 新品拉高客单价，进一步提升品牌势能。在主流电商平台中，天猫与京东上的慕思 T11 AI 智能床垫定价为 19599 元。2025 年 3 月发布的新品 T11 PRO 的首发价格更是达到 62800 元。与之相比，慕思旧有产品的线上销售均价集中在 3000-5000 元价位。慕思 AI 床垫在价格定位上实现了新的突破，客单价上限进一步提高，助力品牌销售均价提升，巩固了其在高端床垫市场的品牌地位。2024 年慕思 AI 智能床垫的销售额已突破亿元，AI 床垫已成为公司新增长点。

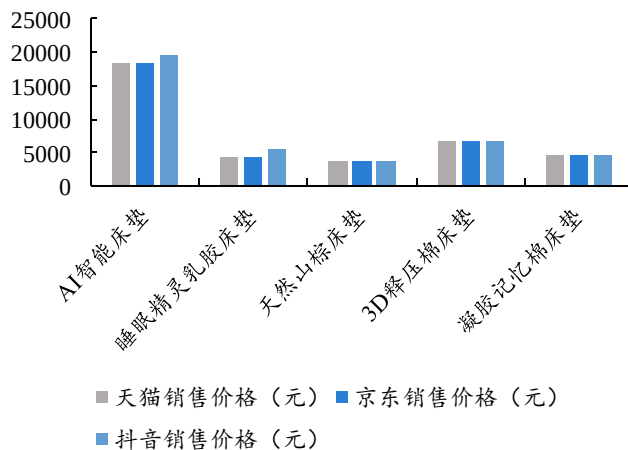
AI 床垫助力商超店新布局，助力客群突围。目前，家具床垫的重点线下销售渠道以线下家具卖场为主，公司计划深化“全渠道、全品类、全客群”的市场布局，积极覆盖空白市场，稳健有质量开店。公司积极布局大型商超，通过新渠道场景，依托商超的客流量及 AI 新品类，触达更多潜在消费者，创造新需求，有望推动床垫更换频率提高。

图表 20 AI 床垫助力慕思床垫线上均价提升



来源: 久谦中台、国金证券研究所

图表 21 三大平台各类型床垫售价对比



来源: 天猫/京东/抖音旗舰店、国金证券研究所

2.1.2 品牌矩阵完善触达广泛客群，旗下多种优质品牌占领消费者心智

慕思通过完善的品牌矩阵实现对床垫市场不同价格段的覆盖，利于拓宽目标消费群体，突破成长瓶颈。截至 2024 年，DerRUGCI 共形成 12 个子系列。在高端领域，慕思智慧睡眠着眼于 AI 智能床垫的研发，产品价格区间在 12800 元至 62800 元；DeRUCCI Home 则注重客户个性化需求，提供定制服务；慕思 3D、慕思 0769 两个系列在床垫材质上进行拓展，为高端人群打造舒适睡眠环境。在中高端领域，慕思蓝奢、慕思歌蒂娅凭借轻奢现代的品牌理念受到众多消费者关注。在中端领域，慕思凯奇、慕思凯悦等品牌以高质价比打动消费者，对中端床垫市场格局产生冲击。另外，针对更为精细化的客群分类，慕思同样进行了布局，例如慕思意简着眼都市精英群体、慕思今晚主要服务于年轻人，慕思儿童则专注于青少年儿童寝具的制作等。



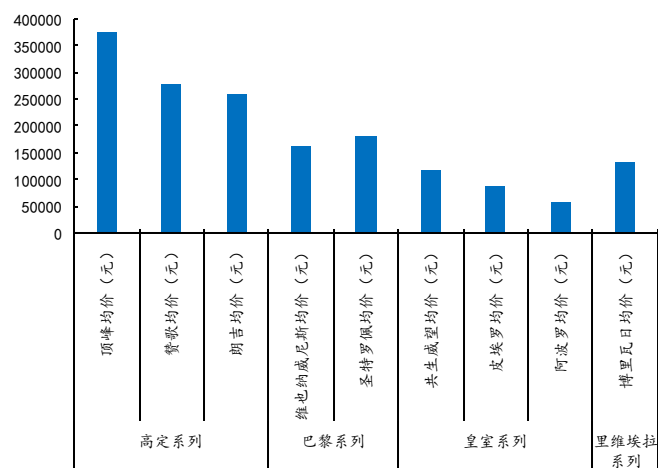
慕思旗下具备优质品牌 TRECA，有望突破高端消费市场。TRECA 作为法国百年高端寝具品牌，拥有深厚的历史底蕴和卓越的品牌声誉。TRECA 旗下共有四大高端床垫系列，分别是高定系列、巴黎系列、皇室系列及里维埃拉系列。其中，定价最为便宜的皇室系列阿波罗，床垫单价达到 5.69 万元，而高定系列的顶峰床垫，定价则高达 37.43 万元。通过持续推出高端、优质的产品，TRECA 在高端进口寝具市场树立了良好的品牌形象，品牌知名度不断提升。近年来，TRECA 的市场份额稳步增长，市占率从 2018 年的 1.9% 增长至 2023 年的 2.1%，已然成为高端进口寝具市场的参与者之一。其品牌影响力不仅体现在产品的销售数据上，更体现在对消费者品牌认知的塑造方面，吸引了越来越多追求高品质生活的消费者。

图表 22 慕思品牌矩阵

分类	品牌-系列	特征	价格带
慕思	慕思智慧睡眠	专注研究人体工程学，提供医学级别睡眠咨询服务	12000-63000
	慕思 3D	坚持科技创新，3D 材质，太空树脂球	
	慕思凯奇	经典布艺，健康睡眠系统	
	慕思歌蒂娅	定位中高端，风格“简美”“现代”	
	慕思 0769	高端品质，进口皮胚、弹簧、乳胶	高端品质，8000+
	慕思意简	着眼都市精英群体，坚守意大利原创设计	
	慕思蓝奢	2021 新品牌，轻奢潮流	
	DeRUCCI Home	专注定制化智慧健康睡眠系统	
	慕思凯锐	舒适时尚简约，定位新中产	
	慕思凯悦	简约舒适，经济实用	性价比，2400+
进口寝具	慕思儿童	专业青少年儿童寝具系列	
	慕思今晚	专为年轻人打造，潮流时尚	
	思丽德赛	美国品牌，无海绵床垫，托力得弹簧	12000-120000
	崔佺	源自法国，高端定制	50000-380000

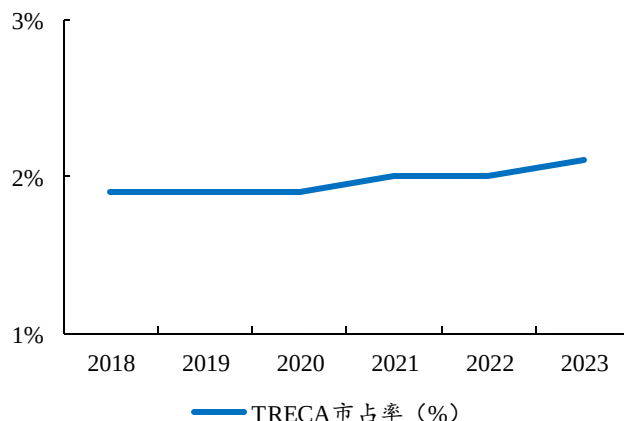
来源：慕思官网，慕思天猫、京东、抖音官方旗舰店，国金证券研究所

图表 23 TRECA 床垫四大系列定位高端消费者



来源：TRECA 崔佺官网、国金证券研究所

图表 24 TRECA 市占率稳步上涨



来源：欧睿、国金证券研究所

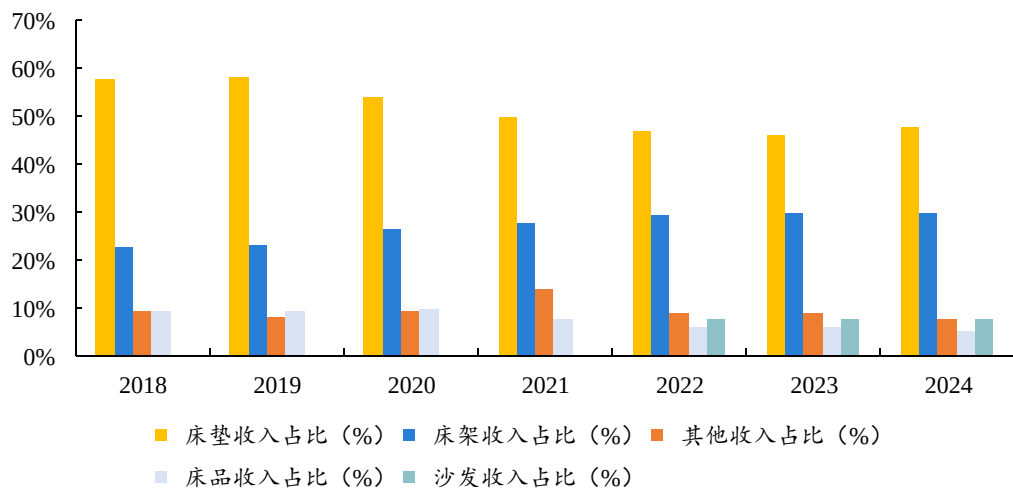
2.2 扩品类：从单一床垫品牌到“睡眠生态”服务商

慕思股份以高端床垫为核心产品，通过“场景延伸+技术深化”策略，逐步从单一床垫品牌转型为全场景睡眠解决方案服务商。在品类扩张方面，公司围绕卧室场景横向扩展床架、沙发、智能睡眠产品及健康监测设备，形成“睡眠生态”闭环。公司除床垫外的配套产品收入占比中，床架收入占比从 2018 年的 22.83% 增长至 2025 年 Q1 的 29.72%，2025Q1 沙



发、床品及其他相关品类收入占比分别为 7.71%/5.43%/7.90%。家具销售具有低频、高价、耐用品的特征，复购属性较弱，其规模增长主要依赖于单个客户贡献的订单规模增长，公司通过品类扩张带动客单价提升。

图表 25 慕思各品类收入占比变化趋势



来源：Wind、国金证券研究所

2.2.1 第二增长曲线：沙发品牌扩展覆盖差异化市场

沙发品牌矩阵覆盖差异化市场。慕思公司旗下具有两大沙发品牌，羡慕和卡丽亚的定位覆盖了不同消费层次的消费者。羡慕沙发是国产原创设计品牌，聚焦高性价比与功能创新，以其独特创新的设计风格在市场中独树一帜。它主要定位于追求时尚、个性的年轻消费群体。卡丽亚沙发则融合意式美学和本土化需求，强化高端市场心智，主打经典优雅的风格，瞄准的是对生活品质有较高要求、追求沉稳大气家居风格的中高端消费群体。

随着消费者对家居品质的要求不断提高，沙发作为客厅的核心家具，其市场需求也在不断增长。慕思沙发品牌凭借其舒适的坐感、时尚的设计和高品质的产品，逐渐在沙发市场占据一席之地。与慕思的睡眠产品形成互补，进一步完善了品牌的产品线，吸引了更多追求整体家居品质的消费者。未来，随着品牌知名度的不断提升和市场渠道的进一步拓展，慕思沙发有望在软体家具市场取得更大的市场份额。

图表 26 羡慕沙发新品引领行业新风尚



图表 27 卡丽亚沙发布局中国高端软体家具市场



来源：慕思官网、国金证券研究所

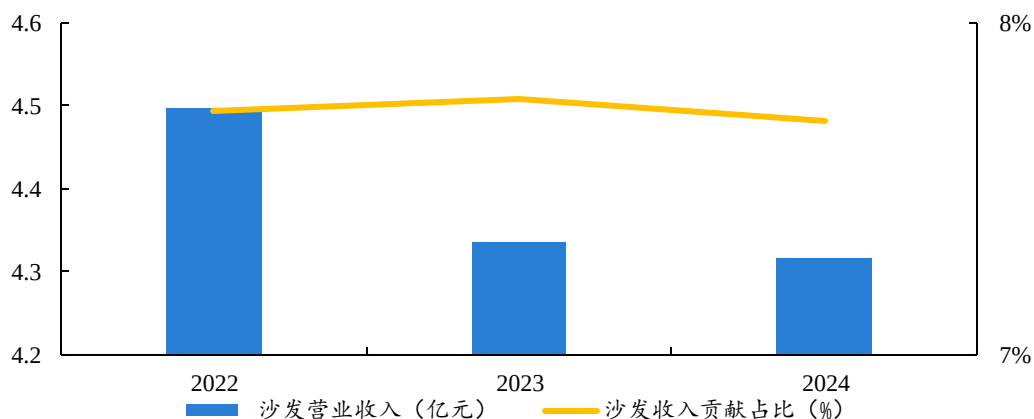
来源：CALIASOFART 卡丽亚公众号、国金证券研究所

沙发已成为慕思的核心增长引擎之一。公司 2024 年沙发营业收入为 4.32 亿元，沙发收入贡献占比维持在 7.7%附近，尽管当前占比仍低于床垫（47.18%）和床架（29.16%），但其



增速与渠道扩张潜力显著。

图表 28 沙发品类收入情况及收入占比情况



来源：Wind、国金证券研究所

2.2.2 场景化套餐销售，推动产品连带，客单价显著拉升

场景化多样化产品套餐助力扩品类销售。套餐营销策略已经成为重要营销手段。2023 年下半年以来，公司以“套餐”为营销策略改善重点，主推套餐产品，针对不同家居场景打造多样化组合方案，包括双人卧室、次卧空间、儿童成长房及客餐卧一体化等主题套系，通过场景化产品矩阵有效刺激消费需求，带动除床垫外其他品类如床架、沙发的销售，推高客单价，利于扩品类销售战略的落地。

图表 29 部分慕思官方严选套餐

套餐名称	基础套餐	套餐价格	套餐优惠	更多优惠
慕思品质双卧套餐	1.8m 主卧：高档皮床架+分区设计床垫+耐用排骨架 1.5m 次卧：百搭床架+护脊安睡床垫+耐用排骨架	19800 元	节约 14088 元	1、+8888 元惠购价值 12444 元环保儿童套床 2、+2199 元惠购价值 4477 元床品 7 件套
慕享双卧套餐	1.8m 主卧：悠然床架+心动旋律床垫+排骨架 1.5m 次卧：月牙湾床架+祥云床垫+排骨架	19800 元	节约 14088 元	1、+2199 元惠购好眠 8 件礼（四件套+夏被*1+床笠*1+记忆枕*2）
慕臻双卧套餐	1.8m 主卧：床架+世纪梦床垫+排骨架 1.5m 次卧：床架+祥云床垫+排骨架	23800 元	节约 17196 元	1、+8888 元惠购价值 12444 元儿童房套餐 2、+2199 元惠购床品 7 件套（四件套+夏被*1+春秋被*1+冬被*1）
次卧套餐	1.5m 次卧：月牙湾床架+祥云床垫+耐用排骨架	7999 元	节约 3919 元	
儿童房套餐	1.5m 儿童房：细腻耐用环保床架+乳胶独立筒床垫+环保耐用排骨架	8888 元	节约 3556 元	

来源：慕思官方严选微信公众号，国金证券研究所

2.3 出海：东南亚先行，海外扩张打开长期空间

2.3.1 东南亚床垫市场具扩容空间，品牌格局仍未全面定型

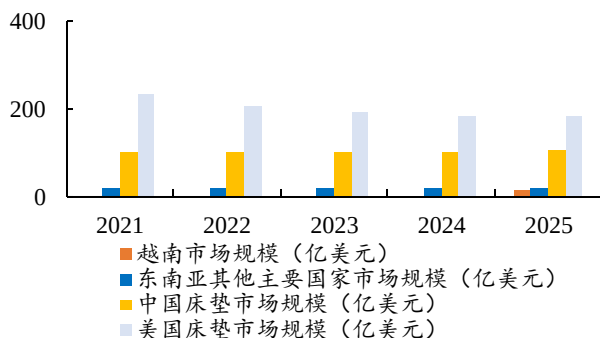
现状：东南亚床垫市场稳步增长。2021-2024 年东南亚 5 个主要国家（菲律宾、马来西亚、泰国、新加坡、印度尼西亚）床垫市场规模达到 17.39/18.16/18.63/19.36 亿美元，同比增速为+10.62%/+4.43%/+2.59%/+3.92%。根据欧睿数据和 Mordor intelligence，2025 年



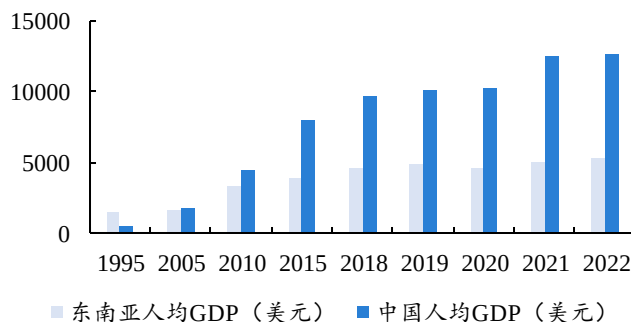
东南亚 6 个主要国家（越南、菲律宾、马来西亚、泰国、新加坡、印度尼西亚）床垫市场规模预计将达到 33.03 亿美元，约为中国床垫市场规模的 1/3，美国市场的 1/6。

中长期来看，随着东南亚人均 GDP 提升，渗透率有望提高，床垫市场充满潜力。东南亚地区人口众多，拥有近 7 亿的消费人口，且人口结构年轻化，平均年龄仅 30 岁。年轻群体对生活品质提升的追求以及对家居产品更新换代的需求，会为床垫市场提供源源不断的潜在消费动力。随着东南亚各国经济的持续发展，居民收入水平逐渐提高，消费能力也将进一步增强，这将为床垫市场规模的扩张奠定坚实基础。

图表 30 东南亚主要国家床垫市场规模



图表 31 东南亚人均 GDP 情况



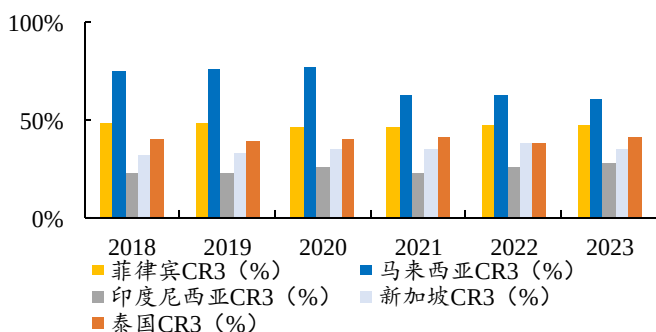
来源：欧睿、Mordorintelligence、国金证券研究所；2025 年为预测数据；东南亚

来源：Wind、国金证券研究所

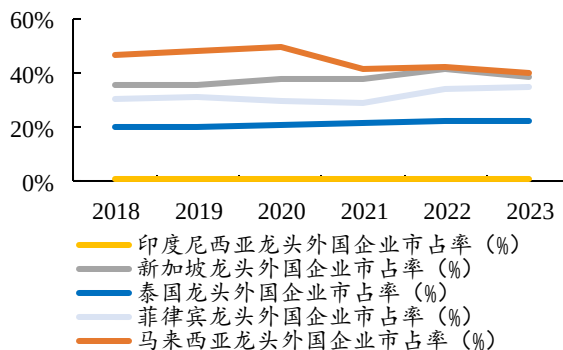
其他主要国家指菲律宾、马来西亚、泰国、新加坡、印度尼西亚

东南亚床垫市场国别之间集中度与市场竞争格局存在差异，对企业而言存在结构性进入机会。其中，马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、印度尼西亚在 2023 年的 CR3 分别为 60.10%/46.90%/40.90%/34.60%/27.30%。1) 从集中度来看，马来西亚、菲律宾和泰国市场集中度较高，竞争比较充分，而新加坡和印度尼西亚的市场集中度相对低，市场相对不成熟，仍存在一定的空间等待企业挖掘，但两个市场格局迥异，新加坡床垫市场的龙头企业全部都是外企，而印度尼西亚床垫市场龙头基本为本土企业，外企龙头市占率仅为 0.7%；2) 从份额的结构来看，除印度尼西亚外，马来西亚、菲律宾、泰国和新加坡床垫市场外国龙头企业市占率曲折中提升，说明随着经济发展，消费者接触外界信息更加广泛，对产品多元化和个性化需求日益凸显，对外企接受度提升，若外部企业能精准把握东南亚消费者独特的睡眠习惯、审美偏好以及文化需求，打造出更贴合当地市场的产品，并配合有效的市场推广策略，依然有机会在这片市场中分得一杯羹；3) 东南亚本土品牌在中低端市场占据优势，国际品牌可通过技术、品牌与渠道的结合争夺高端份额，例如美国 Spring Air 和荷兰宜家通过本地化生产或合作进入印尼市场。

图表 32 东南亚各国床垫市场集中度 CR3



图表 33 东南亚各国床垫市场外国龙头企业市占率



来源：欧睿、国金证券研究所

来源：欧睿、国金证券研究所

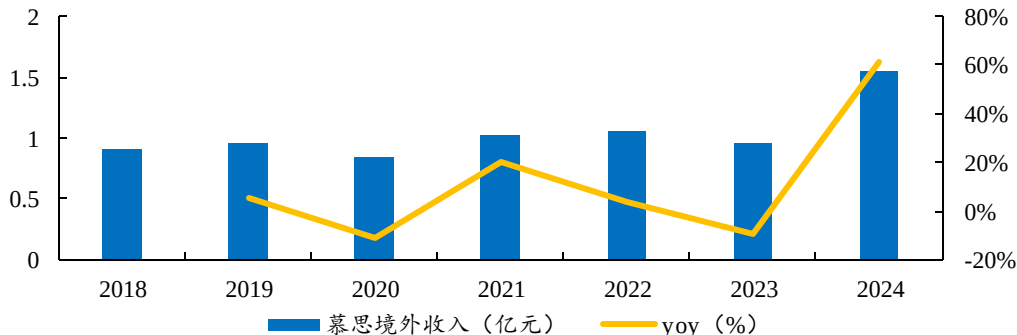
2.3.2 慕思锚定东南亚，品牌+产能+渠道三管齐下

慕思收购新加坡知名品牌，“本土化运营+高端定位”双轮驱动打开东南亚市场。2021-2024 年，公司海外收入分别为 1.02/1.06/0.97/1.55 亿元，同比增速 20.46%/3.54%/-9.02%/61.7%。为进一步拓展出海业务，公司通过收购与合作，增强对东南亚市场品牌、产能与渠道的布局。品牌方面，2024 年 12 月 17 日，公司董事会审议通过《关于拟收购境外公司股权及资产并签署相关协议的议案》，以现金 4600 万新加坡币（约合 2.5 亿元



人民币)收购 MIPL 公司,其旗下拥有三个家具品牌 Maxcoil、Viro 及 MooZzz,借助东南亚品牌进行突围;产能方面,慕思收购 MIPL 位于印尼的工厂公司 PT. TaiChengDevelopment (PTTC 公司),利用 PTTC 公司现有的土地、房产和机器设备等资产展开生产,让产能适配东南亚市场的需求;渠道方面,慕思借助收购的 MIPL 品牌快速进入东南亚市场。

图表 34 慕思境外收入及增速

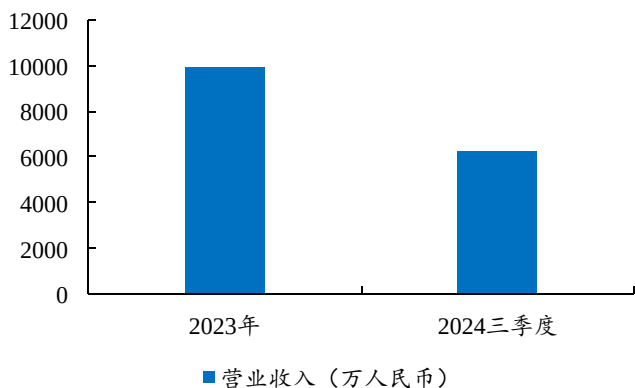


来源: Wind、国金证券研究所

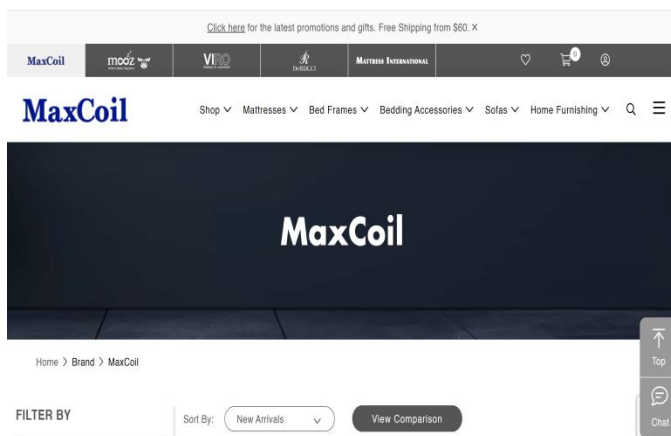
MIPL 凭借中高端、定制化的差异化定位在新加坡、印尼等东南亚地区具备一定认知度和竞争力,后续发展值得期待。MIPL 是新加坡本土知名的寝具、沙发等家居用品销售企业,公司 2023 年营收 1849.34 万新币(约 9950 万人民币),净利润 36.79 万新币(约 200 万人民币),但 2024 年受行业波动影响,前三季度营业收入下滑至 1166.66 万新币(约 6267 万人民币),净利润下滑至 5.2 万新币(约 28 万人民币)。

MIPL 的品牌和渠道有望助力慕思快速进入东南亚市场。品牌上,相对马来西亚、泰国等成熟市场,新加坡床垫市场竞争相对分散,本土品牌以中低端为主,而 MIPL 旗下的 Maxcoil 凭借中高端、定制化的差异化定位在细分市场占据中高端消费者心智,价格区间为 149 新币~5399 新币。Maxcoil 的商标价值及客户资源为慕思快速切入东南亚市场提供信任背书。渠道上,线下渠道方面,公司拥有新加坡旗舰店及印尼生产基地,形成“生产-销售”一体化链路,能够有效降低物流成本;线上渠道方面,公司多年经营官网和跨境电商平台目前,2024 年慕思 DeRUCCI 已接入 MIPL 线上渠道,定位最高端产品线(售价 1899~3339 新币)。被慕思收购后,MIPL 的品牌与慕思的技术(如 AI 床垫、智能睡眠系统)形成互补,提升在健康睡眠领域的专业形象。

图表 35 MIPL 公司 2023-2024 三季度财务数据



图表 36 Maxcoil 官网已接入慕思产品板块



来源: 慕思公司公告、国金证券研究所

来源: Maxcoil 官网、国金证券研究所

3.盈利预测和估值

收入端预测

营业收入:随着家居产品的国补政策延续、公司 AI 床垫大单品的推出和公司品类矩阵的创新拓展,公司营业收入有望在 2025-2027 年稳步上升。我们预计 2025-2027 年公司的营收增速分别为 10.57%/10.21%/10.02%。综合考虑公司降本、产品结构变化,预计 2025-



2027 年毛利率保持稳步增长，分别为 50.10%/50.20%/50.20%。

1) 传统床垫

慕思作为中国床垫市场的龙头企业已经构建了全面的品牌矩阵，并且通过优良的成本控制逐步提高公司的毛利率。但考虑到产品更换率和渗透率提高仍需时间和公司产品结构调整，我们谨慎估计 2025-2027 年传统床垫品类营收增幅 2.3%/1.0%/0.2%，毛利率分别为 61.1%/61.1%/61.1%。

2) AI 床垫及相关产品

慕思通过多年研发投入，逐步构建技术壁垒，推出了 T11 等 AI 床垫产品，与之配套的电动排骨架和助眠小件也受到消费者的认可。考虑到公司“all in AI”的战略、AI 大单品的推出、技术壁垒的构建和产品结构的调整，AI 床垫及系列产品预计会成为公司营收增长的重要驱动力。考虑到 AI 床垫市场接受度逐步提高以及公司布局商超体验门店有望触达更多客群，释放潜在需求，我们预计 2025-2027 年 AI 床垫及相关配套产品营收增幅为 402.07%/92.56%/54.97%，2025-2027 毛利率分别为 51.8%/52.5%/52.8%。

3) 床架、床品及其他

慕思致力于从单一床垫品牌转型为全场景睡眠解决方案服务商。近年来，公司除床垫收入外的床架、床品等产品的收入占比逐步上调。考虑到公司控制成本能力提高、产品更换率和渗透率提高仍需时间和公司产品结构调整，我们谨慎估计床架品类营收增幅为 0.5%/0.2%/0.2%，毛利率分别为 47.9%/47.4%/47.1%。床品品类营收增幅为 0.1%/0.2%/0.2%，毛利率分别为 40.4%/40.2%/40.1%。

4) 沙发

慕思沙发品牌凭借其舒适的坐感、时尚的设计和高品质的产品，逐渐在沙发市场占据一席之地，与慕思的睡眠产品形成互补，进一步完善了品牌的产品线，吸引了更多追求整体家居品质的消费者。我们预计沙发品类营收增幅为 10.0%/10.0%/8.0%，毛利率分别为 31.5%/31.8%/32.0%。

5) MIPL 公司

慕思以东南亚为战略突破口，通过对新加坡公司 MIPL 公司的收购进一步拓展其海外市场版图。海外市场扩长后续有望成为公司的第二增长点，我们预计 2025-2027 年 MIPL 公司的营收增幅为 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 36.0%/36.0%/36.0%。

费用端预测：

1) 销售费率：考虑到进入存量竞争的阶段，我们预计 2025-2027 年销售费率将稍微回调，随公司营收规模增长相对平稳，分别为 25.00%/24.00%/23.00%。

2) 管理费率：考虑到公司后续股权激励费用摊销及人员增加，我们预计 2025-2027 年管理费率略有抬升，分别为 5.0%/5.0%/6.0%。

3) 研发费率：为保证核心产品竞争优势及拓展新业务的需要，公司自 2022 年以来便逐步增加研发支出，预计未来几年公司将持续保持高研发投入，预计 2025-2027 年研发费率分别为 3.66%/3.80%/3.90%。

图表 37 慕思股份营业收入拆分预测表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
AI 床垫系列产品					
营业收入		117	588	1,133	1,755
同比增速			402.1%	92.6%	55.0%
毛利率		50.0%	51.8%	52.5%	52.8%
传统床垫					
营业收入	2,581	2,679	2,740	2,768	2,773
同比增速	-5.4%	3.8%	2.3%	1.0%	0.2%
毛利率	62.3%	61.4%	61.1%	61.1%	61.0%
床架					
营业收入	1,666	1,665	1,673	1,676	1,679



同比增速	-2.6%	-0.1%	0.5%	0.2%	0.2%
毛利率	46.6%	47.9%	47.9%	47.4%	47.1%
床品					
营业收入	329	304	304	305	306
同比增速	-6.3%	-7.5%	0.1%	0.2%	0.2%
毛利率	41.1%	40.3%	40.4%	40.2%	40.1%
沙发					
营业收入	434	432	475	522	564
同比增速	-3.6%	-0.4%	10.0%	10.0%	8.0%
毛利率	31.9%	30.3%	31.5%	31.8%	32.0%
其他					
营业收入	470	323	323	323	323
同比增速	-18.20%	-31.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.7%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
MIPL 公司					
营业收入	99.32	83.56	91.92	101.11	111.22
同比增速		-15.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	35%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
总计					
营业收入	5,579	5,603	6,195	6,827	7,578
同比增速	-4.03%	0.43%	10.6%	10.2%	10.0%
毛利率	50.3%	50.1%	50.1%	50.2%	50.2%

数据来源：公司财报，国金证券研究所测算；注：2024 年 AI 床垫规模为预测值

整体来看，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 61.95/68.27/75.11 亿元，同比分别增长 10.57%/10.21%/10.02%；归母净利润分别为 7.99/9.00/9.89 亿元，同比分别增长 +4.12%/+12.69%/+9.87%。

慕思股份作为中国内地软体家居龙头企业，其在 AI 床垫的多年研发投入、全品牌矩阵的构建、扩品类运营等方面，均构建起坚实且深厚的竞争壁垒。凭借这些优势，慕思在中国床垫行业有望进一步巩固领先地位，马太效应显著。与此同时，公司积极开拓海外市场，已展现出对东南亚市场品牌、产能和渠道的把控力，后续发展值得期待。考虑公司后续仍具较多增长驱动力，给予 25 年合理 PE18 倍，对应目标价 36.0 元，给予“买入”评级。

图表 38 慕思股份可比公司估值情况

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603816.SH	顾家家居	24.99	2.44	1.72	2.28	2.48	2.71	10.01	9.21	8.42
603008.SH	喜临门	15.58	1.11	0.85	1.13	1.26	1.42	13.82	12.41	11.00
603833.SH	欧派家居	65.45	4.98	4.27	4.62	4.99	5.46	14.36	13.31	12.16
002572.SZ	索菲亚	15.73	1.31	1.42	1.35	1.49	1.65	11.39	10.37	9.38
001322.SZ	箭牌家居	8.51	0.44	0.07	0.30	0.37	0.45	28.84	22.89	18.84
603195.SH	公牛集团	72.69	4.34	3.31	3.67	4.06	4.45	19.36	17.53	15.97
可比公司均值								16.30	14.29	12.63
001323.SZ	慕思股份	32.08	2.01	1.92	2.00	2.25	2.47	16.06	14.25	12.97

数据来源：Wind，国金证券研究所测算。股价为 2025/5/09 数据，其中顾家家居、欧派家居、索菲亚、公牛集团为国金证券研究所预测，其余可比公司采用 wind 一致预测。



4.风险提示

- 1) **国补政策落地效果不及预期。**经济增速放缓，居民消费意愿下降，政策补贴效果存在不确定性。
- 2) **AI 床垫业务不及预期。**AI 床垫业务曲线尚处于爬坡期，市场格局尚不明朗，市场拓展情况尚存在较大的不确定性。
- 3) **出海业务不及预期。**考虑到汇率、关税政策变动和当地竞争格局，东南亚市场拓展情况存在较大的不确定性。
- 4) **MIPL 公司整合不畅。**考虑到 MIPL 公司处于新加坡，收购整合后的情况存在较大的不确定性。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,813	5,579	5,603	6,195	6,827	7,511
增长率		-4.0%	0.4%	10.6%	10.2%	10.0%
主营业务成本	-3,111	-2,773	-2,797	-3,089	-3,400	-3,739
%销售收入	53.5%	49.7%	49.9%	49.9%	49.8%	49.8%
毛利	2,701	2,806	2,806	3,106	3,428	3,772
%销售收入	46.5%	50.3%	50.1%	50.1%	50.2%	50.2%
营业税金及附加	-47	-48	-52	-58	-63	-70
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,457	-1,406	-1,403	-1,549	-1,639	-1,728
%销售收入	25.1%	25.2%	25.0%	25.0%	24.0%	23.0%
管理费用	-312	-304	-310	-310	-341	-451
%销售收入	5.4%	5.4%	5.5%	5.0%	5.0%	6.0%
研发费用	-158	-186	-205	-227	-259	-293
%销售收入	2.7%	3.3%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	727	863	835	964	1,125	1,231
%销售收入	12.5%	15.5%	14.9%	15.6%	16.5%	16.4%
财务费用	37	62	26	-32	-40	-40
%销售收入	-0.6%	-1.1%	-0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-11	1	-7	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	21	0	0	0
投资收益	1	2	15	15	0	0
%税前利润	0.1%	0.2%	1.6%	1.6%	0.0%	0.0%
营业利润	819	965	920	957	1,085	1,192
营业利润率	14.1%	17.3%	16.4%	15.4%	15.9%	15.9%
营业外收支	0	-6	-1	0	0	0
税前利润	819	959	919	957	1,085	1,192
利润率	14.1%	17.2%	16.4%	15.4%	15.9%	15.9%
所得税	-110	-157	-151	-158	-184	-203
所得税率	13.5%	16.4%	16.5%	16.5%	17.0%	17.0%
净利润	709	802	767	799	900	989
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	709	802	767	799	900	989
净利率	12.2%	14.4%	13.7%	12.9%	13.2%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	709	802	767	799	900	989
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	313	256	268	252	303	359
非经营收益	-15	27	-5	13	77	82
营运资金变动	-359	849	61	-69	122	165
经营活动现金净流	647	1,935	1,091	995	1,402	1,595
资本开支	-617	-395	-376	-431	-800	-750
投资	-700	-558	-1,789	0	0	0
其他	1	1	27	15	0	0
投资活动现金净流	-1,316	-951	-2,137	-416	-800	-750
股权募资	1,484	0	0	271	0	0
债权募资	0	442	616	414	214	4
其他	-490	-1,033	-938	-469	-537	-586
筹资活动现金净流	994	-591	-321	217	-324	-583
现金净流量	328	393	-1,368	796	279	262

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,771	2,876	1,386	2,160	2,405	2,637
应收款项	300	96	132	153	166	183
存货	220	243	208	262	284	312
其他流动资产	876	1,166	2,902	2,959	2,972	2,988
流动资产	3,167	4,381	4,628	5,534	5,827	6,120
%总资产	54.5%	61.3%	60.3%	62.2%	59.9%	58.6%
长期投资	0	0	2	2	2	2
固定资产	1,981	2,239	2,366	2,544	3,023	3,397
%总资产	34.1%	31.3%	30.8%	28.6%	31.1%	32.5%
无形资产	381	355	330	360	377	392
非流动资产	2,646	2,771	3,051	3,370	3,897	4,318
%总资产	45.5%	38.7%	39.7%	37.8%	40.1%	41.4%
资产总计	5,813	7,152	7,679	8,904	9,724	10,438
短期借款	41	465	1,071	1,510	1,724	1,728
应付款项	939	1,422	1,479	1,458	1,561	1,717
其他流动负债	339	483	488	573	639	709
流动负债	1,319	2,370	3,038	3,541	3,925	4,155
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	135	142	123	175	161	151
负债	1,454	2,512	3,161	3,716	4,086	4,306
普通股股东权益	4,358	4,639	4,518	5,188	5,638	6,132
其中：股本	400	400	400	400	400	400
未分配利润	966	1,315	1,386	1,785	2,235	2,730
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,813	7,152	7,679	8,904	9,724	10,438

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.969	2.006	1.918	1.997	2.251	2.473
每股净资产	12.107	11.598	11.294	12.969	14.094	15.331
每股经营现金净流	1.798	4.837	2.726	2.488	3.506	3.987
每股股利	2.000	1.000	1.750	1.000	1.125	1.236
回报率						
净资产收益率	16.27%	17.29%	16.98%	15.40%	15.97%	16.13%
总资产收益率	12.20%	11.22%	9.99%	8.97%	9.26%	9.48%
投入资本收益率	14.30%	14.09%	12.46%	12.01%	12.68%	13.00%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.31%	-4.03%	0.43%	10.57%	10.21%	10.02%
EBIT 增长率	-9.32%	18.58%	-3.16%	15.37%	16.71%	9.48%
净利润增长率	3.27%	13.17%	-4.36%	4.12%	12.69%	9.87%
总资产增长率	29.22%	23.03%	7.37%	15.95%	9.21%	7.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.9	7.7	3.5	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	30.4	30.5	29.4	31.0	30.5	30.5
应付账款周转天数	64.5	65.4	59.9	51.0	51.0	51.0
固定资产周转天数	111.0	133.8	151.1	146.9	150.8	150.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.78%	-69.22%	-66.54%	-64.39%	-59.80%	-58.70%
EBIT 利息保障倍数	-19.5	-14.0	-32.1	30.2	28.0	31.1
资产负债率	25.02%	35.13%	41.16%	41.74%	42.02%	41.25%


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	12	14	23
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.14	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究