

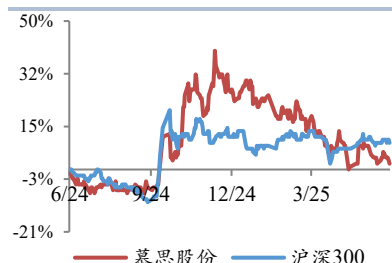
聚焦床垫主业，引领智慧睡眠趋势

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-6-15

收盘价(元) 29.14
近12个月最高/最低(元) 42.13/27.47
总股本(百万股) 400
流通股本(百万股) 78
流通股比例(%) 19.48
总市值(亿元) 117
流通市值(亿元) 23

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucui@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

●概况：中高端床垫品牌，健康睡眠倡导者

慕思股份成立于2007年，致力于提供中高端健康睡眠产品及服务，目前是集研发、设计、生产、销售、服务于一体的智慧健康睡眠解决方案服务商。产品方面，公司深耕健康睡眠研究，形成了以床垫为核心，包括床架、沙发、床品及其他产品的多元化产品体系。品牌方面，公司着重打造健康睡眠品牌，并同步推进沙发及大家居品牌的建设，构建了完整的中高端及年轻时尚全品类品牌矩阵。渠道方面，公司以经销为主，并进行电商、直营、直供等多种渠道布局，形成了多元化、全渠道销售网络体系。2019-2024年，公司营业总收入由38.62亿元增长至56.03亿元，CAGR为7.73%；归母净利润由3.33亿元增长至7.67亿元，CAGR为18.16%。

●行业：床垫行业有望扩容，智能化趋势创造增长空间

我国床垫行业规模稳步增长，但市场集中度和渗透率较低，相比发达国家仍有提升空间，这为头部品牌凭借品牌、渠道、技术壁垒提升份额创造了机遇。尽管房地产市场承压带来挑战，但床垫行业市场规模数据增速与地产数据增速正逐步脱钩，产量和需求也稳步增长，体现出床垫行业的强地产beta驱动属性逐渐减弱，消费属性愈加突出，更新迭代需求叠加高品质追求有望推动床垫市场规模持续扩容。同时，2025年国补政策延续，有望进一步激活以旧换新和品质消费需求。智能床垫作为新兴品类，处于发展初期，渗透率较低但增长迅速、潜力较大。智能床垫的核心价值在于健康监测与智能调节功能，高度契合消费者健康睡眠需求。但该领域技术门槛较高，涉及传感器、芯片、算法等，限制了性能和价格下沉。传统头部床垫企业如慕思、喜临门、梦百合等凭借深厚积累在该领域布局早、投入深，展现出较强竞争力。随着技术升级和市场深化，头部床垫品牌有望在快速成长的智能床垫市场中显著提升份额。

●公司：聚焦床垫主业，引领智慧睡眠趋势

1) 传统床垫领域：公司多方面持续发力，巩固竞争优势。在产品方面，公司高度重视研发创新，持续加大投入并保持业内领先的研发费用率，构建了强大的技术壁垒和专利优势。通过整合全球顶尖设计人才、科研专家及优质材料资源，并依托权威质检体系，不断巩固产品研发实力与品质保障。公司完善的中高端及年轻化产品矩阵，覆盖全生命周期不同需求，并通过品类协同有效提升客单价与市场覆盖。在渠道方面，公司已构建以经销为主，直营、直供、电商等并存的全渠道销售网络，整体策略强调在巩固传统经销优势的同时，深化电商创新与多渠道布局。经销渠道作为核心支柱，2024年营收占比74.12%，通过一系列优化策略持续提升效能。电商渠道增长强劲，2024年营收占比19.51%，依托境内传统平台与新兴直播平台快速发展，积极拓展跨境电商业务。在产能方面，公司积极推进数智化转型，参照工业4.0标准打造华南、华东两大国内生产基地，产能优势逐步凸显，显著提升了标准化与柔性化生产能力。同时，公司通过收购新加坡MIPL公司及其印尼工厂PTTC的特定资产，正式开启国际化布局，利用东南亚生产基地降低成本并依托成熟渠道切入当地及跨境电商市场，加速构建“区域制造+全球销售”的全球化闭环。**2) 智慧睡眠领域：**公司前瞻布局AI智能床垫，凭

借独创的 AI “潮汐” 算法构建技术壁垒，显著提升用户睡眠质量，并以此为核心打造了覆盖“监测-调节-干预-改善”全场景的智慧睡眠生态体系。其产品矩阵包括多个系列床垫及相关智能寝具、助眠设备，并联动睡眠报告、线上睡眠诊断等增值服务，满足用户从寝具智能化到健康管理个性化的多元需求。为推进业务持续增长，未来公司计划深化技术研发、优化产品定价，并强化市场策略以激活消费需求。

● **盈利预测及投资建议**

公司一方面在产品、渠道、产能方面持续发力，巩固传统床垫领域的竞争优势；另一方面不断加强研发投入，构建技术壁垒，推动 AI 床垫产品性能升级，并不断丰富智能产品矩阵，打造智慧睡眠新生态，有望创造新的增长空间。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 59.34/62.98/66.65 亿元，分别同比增长 5.9%/6.1%/5.8%；归母净利润分别为 7.90/8.63/9.31 亿元，分别同比增长 3.0%/9.2%/7.9%。截至 2025 年 6 月 13 日，对应 EPS 分别为 1.98/2.16/2.33 元，对应 PE 分别为 14.75/13.51/12.52 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

宏观环境风险，主要原材料价格波动风险，市场竞争加剧风险，品牌运营与管理风险，经销商管理风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5603	5934	6298	6665
收入同比 (%)	0.4%	5.9%	6.1%	5.8%
归属母公司净利润	767	790	863	931
净利润同比 (%)	-4.4%	3.0%	9.2%	7.9%
毛利率 (%)	50.1%	50.5%	50.9%	51.2%
ROE (%)	17.0%	17.2%	18.5%	19.5%
每股收益 (元)	1.95	1.98	2.16	2.33
P/E	19.39	14.75	13.51	12.52
P/B	3.35	2.54	2.49	2.44
EV/EBITDA	13.17	9.37	8.70	8.13

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 6 月 13 日收盘价计算）

正文目录

1 概况：中高端床垫品牌，健康睡眠倡导者	6
1.1 深耕床垫赛道，打造健康睡眠品牌	6
1.2 股权结构集中稳定，团队强大激励有效	7
1.3 核心品类表现强劲，多品类多渠道共同发展	9
2 行业：床垫行业稳步增长，智能化趋势创造增长空间	11
2.1 床垫行业稳步增长，国补政策助力发展	11
2.2 智能床垫市场持续增长，头部品牌有望快速提份额	15
3 公司：聚焦床垫主业，引领智慧睡眠趋势	18
3.1 传统床垫领域持续发力，多方面积累竞争优势	18
3.1.1 产品：重视研发和睡眠资源整合，打造全品类品牌矩阵	18
3.1.2 渠道：传统渠道稳占主导，电商渠道增长强劲	22
3.1.3 产能：本土产能实现数智化转型，海外产能开启布局	24
3.2 AI 技术赋能床垫创新，构建智慧睡眠新生态	26
4 盈利预测及投资建议	28
5 风险提示	29
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 慕思集团品牌矩阵.....	6
图表 2 公司发展历程.....	7
图表 3 公司股权结构图（截至 2025Q1）.....	8
图表 4 核心管理团队情况.....	8
图表 5 2019-2025Q1 公司营业收入及 YOY.....	9
图表 6 2019-2025Q1 公司归母净利润及 YOY.....	9
图表 7 2019-2024 年公司分产品拆分收入（亿元）.....	10
图表 8 2019-2024 年公司分销售渠道拆分收入（亿元）.....	10
图表 9 2019-2024 年公司综合毛利率情况（%）.....	10
图表 10 2019-2024 年公司分产品拆分毛利率（%）.....	10
图表 11 2019-2025Q1 公司费用率情况（%）.....	11
图表 12 2019-2025Q1 公司归母净利率情况（%）.....	11
图表 13 2018-2024 年我国床垫行业市场规模及 YOY.....	12
图表 14 2018-2024 年我国床垫行业产量及需求量情况.....	12
图表 15 2020 年全美床垫品牌出货端销售额 CR4 情况.....	12
图表 16 2024 年我国床垫品牌营收端 CR4 情况.....	12
图表 17 2018-2024 年全国住宅商品房销售面积及全国当年新开工住宅房屋面积.....	13
图表 18 床垫市场规模与全国住宅商品房销售面积及当年新开工住宅房屋面积 YOY 对比情况（%）.....	13
图表 19 中美家庭床垫更换周期对比（年）.....	13
图表 20 受访消费者对寝具的关注度占比（%）.....	13
图表 21 受访消费者对床垫的选择诉求占比（%）.....	14
图表 22 2018-2024 年我国床垫行业市场均价及 YOY.....	14
图表 23 2024 年以来国家关于推动家装消费品的换新政策.....	14
图表 24 2025 年以来部分省份关于床垫产品的补贴政策.....	15
图表 25 受访消费者未来购买 AI 智能床垫的意愿（%）.....	16
图表 26 受访消费者对 AI 智能床垫的产品功能期待（%）.....	16
图表 27 2015-2023 年我国智能床垫需求量及 YOY.....	16
图表 28 2015-2023 年我国智能床垫市场规模及 YOY.....	16
图表 29 部分布局智能床垫领域的公司情况.....	17
图表 30 2019-2025Q1 公司研发投入及 YOY.....	18
图表 31 2019-2024 年公司与部分竞对研发费用率对比（%）.....	18
图表 32 慕思研发梦之队成立仪式.....	19
图表 33 慕思欧洲设计中心成立揭牌仪式.....	19
图表 34 公司与全球优质的材料供应商合作情况.....	19
图表 35 公司 CNAS 实验室.....	20
图表 36 公司官网中对旗下主要产品系列的介绍.....	20
图表 37 慕思“买主卧送次卧”床垫加床架销售套餐.....	21
图表 38 慕思全屋客餐卧 13 套销售套餐.....	21
图表 39 淘宝天猫榜单中端市场（价位 3500 元以上）部分热销床垫产品功能对比.....	22
图表 40 2019-2024 年公司各渠道营业收入占比（%）.....	22

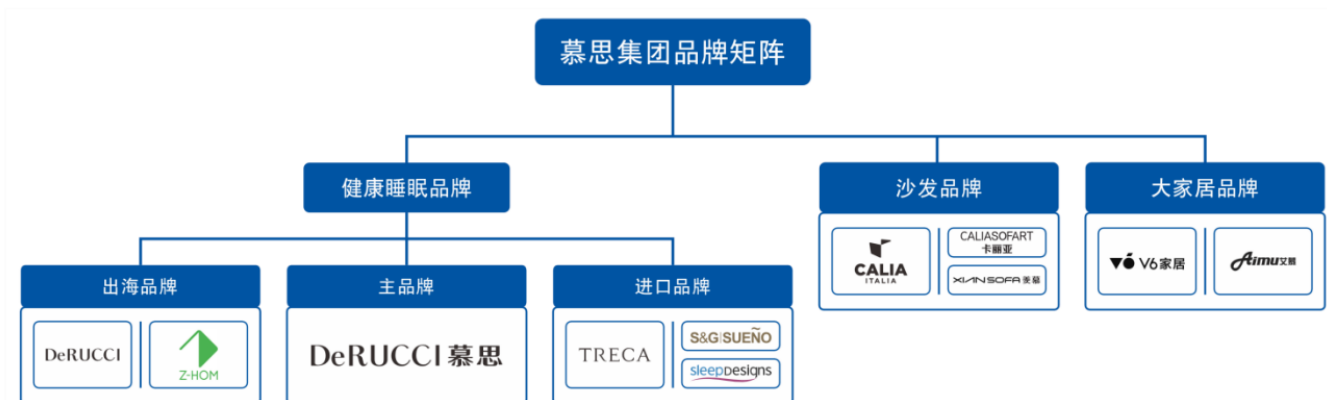
图表 41 公司多渠道引流布局	22
图表 42 2019-2024 年公司经销渠道实现营收占比（%）	23
图表 43 2022-2024 年公司单店提货额及 YOY	23
图表 44 2019-2024 年公司电商渠道实现营收占比	24
图表 45 2024 年公司各平台电商渠道实现营收占比（%）	24
图表 46 公司生产基地设备信息概览	24
图表 47 公司生产进度看板系统	25
图表 48 公司全自动包装生产线	25
图表 49 慕思收购 MIPL 公司后五大品牌	25
图表 50 公司 AI“潮汐”算法	26
图表 51 公司 AUTOFIT 智适应技术	26
图表 52 慕思 T11 系列 AI 床垫对比情况	26
图表 53 公司 BZZ1-125 型号的智能电动床产品	27
图表 54 公司 SM-II 型号的脉冲磁治疗系统	27
图表 55 公司官网推出的 AI 床垫套餐	28
图表 56 公司打造的睡眠博物馆	28
图表 57 盈利预测和估值（百万元）	29
图表 58 可比公司估值	29

1 概况：中高端床垫品牌，健康睡眠倡导者

1.1 深耕床垫赛道，打造健康睡眠品牌

深耕床垫赛道，打造健康睡眠品牌。慕思健康睡眠股份有限公司成立于 2007 年，致力于提供中高端健康睡眠产品及服务，目前是集研发、设计、生产、销售、服务于一体的智慧健康睡眠解决方案服务商。**产品方面**，公司深耕健康睡眠研究，形成了以床垫为核心，包括床架、沙发、床品及其他产品的多元化产品体系。**品牌方面**，公司着重打造健康睡眠品牌，并同步推进沙发及大家居品牌的建设，构建了完整的中高端及年轻时尚全品类品牌矩阵。**渠道方面**，公司以经销为主，并进行电商、直营、直供等多种渠道布局，形成了多元化、全渠道销售网络体系，公司目前已有线下专卖店 5400 余家。

图表 1 慕思集团品牌矩阵



资料来源：公司公告，华安证券研究所

（1）初创起步阶段（2004-2009）：2004 年第一家慕思专卖店成立，品牌正式创立。此后经过数年建设，公司已在全国拥有超四百家专卖店，还打造了慕思·歌蒂娅、慕思·凯奇、慕思·3D、慕思·0769 四个子品牌。公司于 2009 年启动“健康睡眠万里行”等品牌建设活动，初步积累品牌影响力。

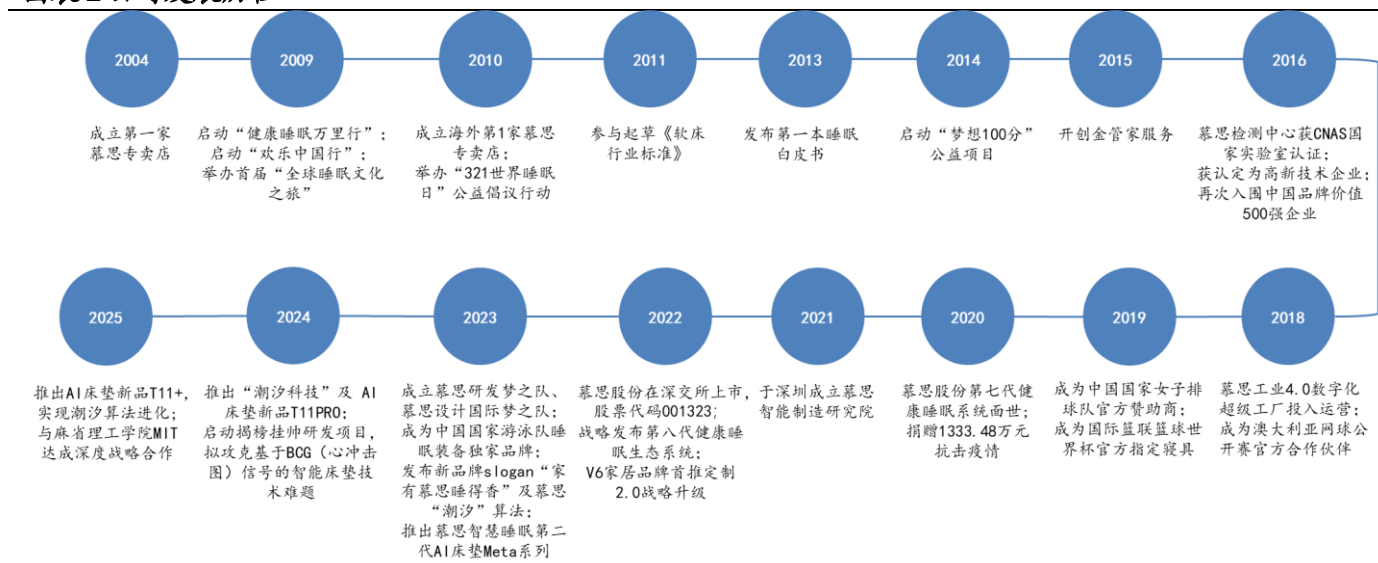
（2）品牌拓展与积累阶段（2010-2014）：2010 年公司在海外开设第一家专卖店，标志品牌开始迈向国际化。2011 年参与起草《软床行业标准》，为行业规范化发展贡献力量。2013 年发布首部睡眠白皮书《2013 全民睡眠指数白皮书》，此后每年以不同主题发布睡眠白皮书，为公众提供睡眠知识，积极履行品牌社会责任。

（3）快速发展与创新突破阶段（2015-2019）：2015 年公司开创金管家服务，依照“客户满意”的价值观打造全方位服务管理体系，深化品牌建设。2016 年，慕思检测中心获 CNAS 认证，同年品牌再度入围中国品牌价值 500 强。2018 年，工业 4.0 超级工厂投产，标志着企业迈向智能化，提升生产效率与品控能力。2019 年，公司赞助中国女排及篮球世界杯，彰显品牌实力的同时拓宽了品牌影响力。

（4）战略全面升级阶段（2020 年-至今）：公司全面推进大家居战略和 AI 智能睡眠战略布局。2020 年公司第七代健康睡眠系统面世。2021 年于深圳成立慕思智能制造研究院。2022 年，慕思股份在深圳证券交易所主板正式上市，股票代码为 001323，同年发布第八代健康睡眠生态系统，V6 家居品牌首推定制 2.0 战略升级，宣布正式迈入大家居新赛道。2023 年，公司发布新品牌 slogan “家有慕思睡

得香”及慕思“潮汐”算法，并推出第二代 AI 床垫 Meta 系列。2024 年，公司推出“潮汐科技”及 AI 床垫新品 T11PRO，以领先 AI 科技持续提升用户睡眠质量。2025 年，推出 AI 智能床垫新品 T11+，实现潮汐算法进化，算法链路更加精准。

图表 2 公司发展历程

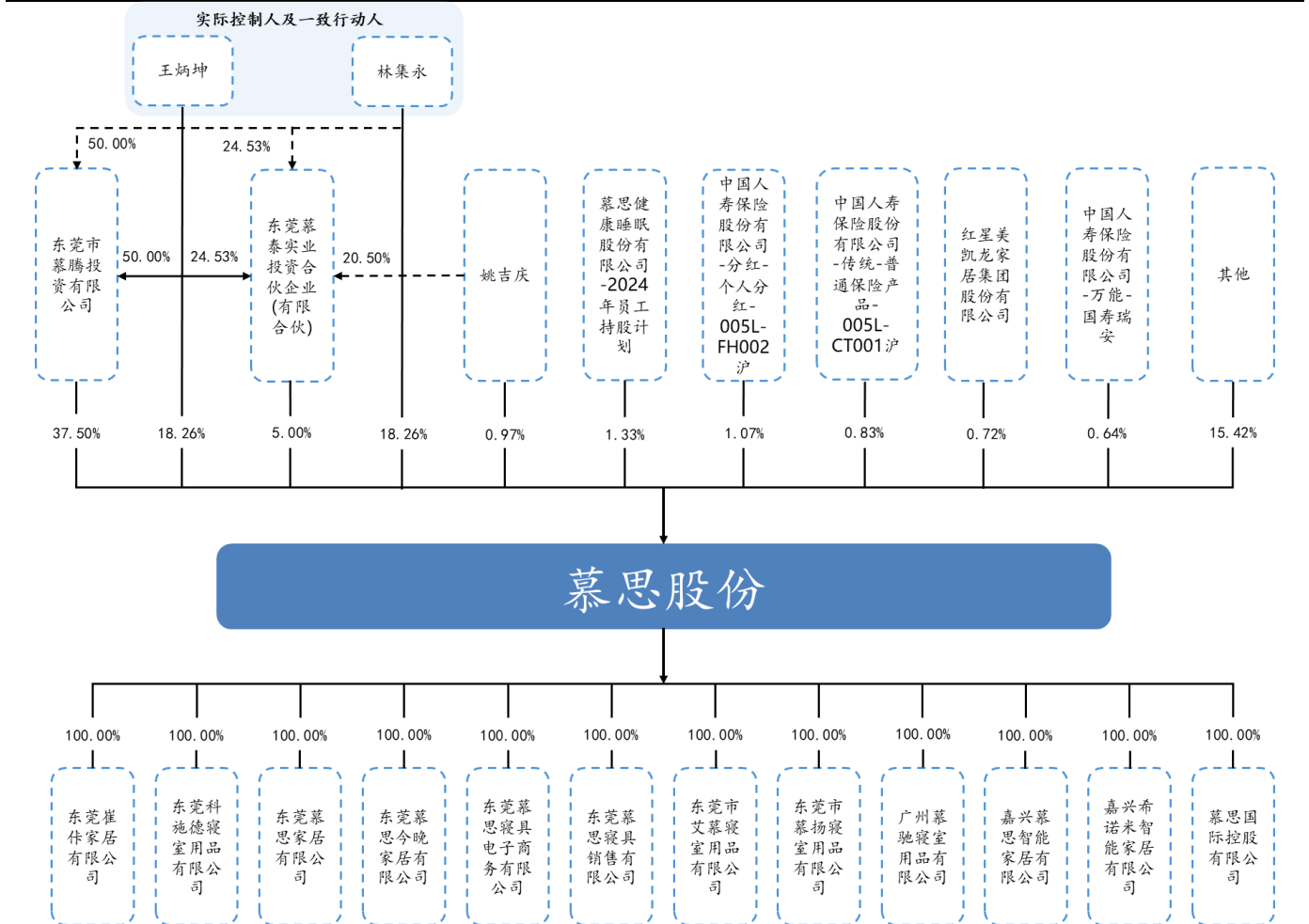


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构集中稳定，团队强大激励有效

股权结构集中，激励机制有效。截至 2025Q1，公司的实际控制人为王炳坤先生和林集永先生，二人各自直接持有公司 18.26%股份，并通过东莞市慕腾投资有限公司和东莞慕泰实业投资合伙企业（有限合伙）各自间接持有公司 19.98%股份，二人合计持有公司 76.47%的股份。此外，二人为一致行动人，能有效保证公司决策的一致性与稳定性。公司通过员工持股平台慕泰实业投资及 2024 年第一期员工持股计划，对董监高及核心骨干员工进行了一定的股权激励，增强了团队的凝聚力和积极性。

图表 3 公司股权结构图 (截至 2025Q1)



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

管理团队强大，行业经验丰富。公司的管理团队具备深厚的家居行业从业背景，积累了丰富的行业资源和运营经验。董事长王炳坤先生自 1998 年起从事家具品牌的经销工作，并于 2004 年至 2007 年间与林集永先生共同创立慕思品牌，两人对行业发展趋势和市场需求有较强的把握能力。2012 年，曾有二十余年的家电、家居行业从业经验的著名职业经理人姚吉庆先生加入公司。此外，公司其余职务的核心管理人员均具有较为丰富的行业从业经验。强大的管理团队能够为公司未来的健康发展提供有效保障。

图表 4 核心管理团队情况

姓名	职务	履历
王炳坤	董事长 董事 总经理	1972 年 6 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。1998 年 1 月至 2003 年 12 月，从事米洛、诺亚和梦甜甜等家居品牌代理经销业务。2004 年 1 月至 2007 年 3 月，与林集永先生共同创立慕思品牌，并依托东莞市大志家具有限公司经营。2007 年 4 月至 2020 年 8 月，历任东莞市慕思寝室用品有限公司法人代表、执行董事、经理、董事长。2020 年 9 月至今，任慕思健康睡眠股份有限公司董事长、总经理。
姚吉庆	副董事长 董事 副总经理	1965 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任广东华帝集团有限公司营销总监、总经理，威菜数码（中山）有限公司总经理，奥克斯空调股份有限公司总经理，广东欧派家居集团有限公司营销总裁，东莞市慕思寝室用品有限公司总裁、董事。现任慕思健康睡眠股份有限公司副董事长、副总经理。
林集永	董事	1970 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。曾任东莞市大志家具有限公司执行董事、经理，东莞市慕思寝室用品有限公司董事。现任慕思健康睡眠股份有限公司董事，同时担任东莞市慕腾投资有限公司执行董事、经理，广东嘉华酒店有限公司监事，广东现代国际展览中心投资有

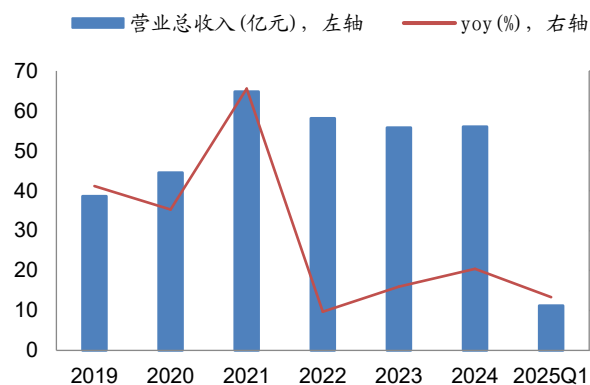
		限公司监事等。
盛艳	董事 副总经理	1981年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权，2014年2月至2020年8月，历任东莞慕思寝具销售有限公司副总经理、东莞慕思家居有限公司总经理；现任慕思健康睡眠股份有限公司董事、副总经理。
赵元贵	副总经理	1968年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生，高级会计师职称、中国注册会计师资格、中国注册税务师资格和上市公司董事会秘书资格。曾任飞利浦汽车照明湖北有限公司财务部副经理，香港大同机械企业有限公司财务中心总经理，深圳赫美集团股份有限公司董事兼董事会秘书，广东五星太阳能股份有限公司财务总监，东莞市慕思寝具用品有限公司财务总监，北京神州普惠科技股份有限公司副总经理、财务总监、董事会秘书，慕思健康睡眠股份有限公司董事会秘书。现任慕思健康睡眠股份有限公司副总经理。
邓永辉	副总经理 财务总监 董事会秘书	1984年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，注册会计师、特许金融分析师。2006年7月至2009年8月，任中磊会计师事务所有限责任公司审计业务经理。2012年7月至2014年5月，任宏源证券股份有限公司投资银行部项目经理。2014年6月至2023年10月，任招商证券股份有限公司投资银行委员会执行董事、保荐代表人。2023年11月加入慕思健康睡眠股份有限公司，现任慕思健康睡眠股份有限公司副总经理、财务总监、董事会秘书。

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

1.3 核心品类表现强劲，多品类多渠道共同发展

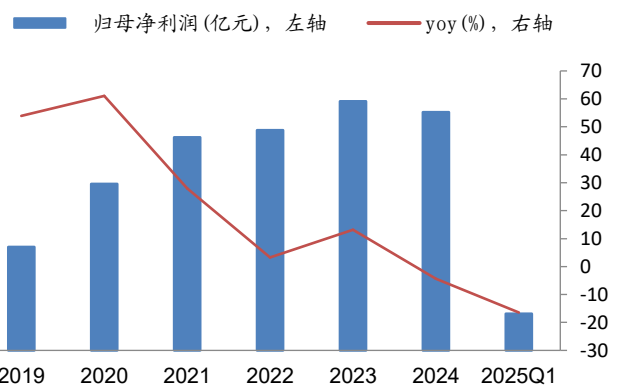
营业收入和盈利能力稳步提升，但业绩短期承压。2019-2024 年，公司营业总收入由 38.62 亿元增长至 56.03 亿元，CAGR 为 7.73%；归母净利润由 3.33 亿元增长至 7.67 亿元，CAGR 为 18.16%。公司以床垫为核心品类，同步推进沙发及大家居业务，目前已形成“健康睡眠、沙发、大家居”三大品牌，同时持续整合全球先进的技术材料与材料、顶级行业专家、著名设计师团队等资源，推动产品创新升级，能够满足消费者多元化和品质化的消费需求。2025Q1，公司实现总营业收入 11.21 亿元，同比下降 6.66%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比下降 16.43%，业绩短期承压。

图表 5 2019-2025Q1 公司营业收入及 yoy



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 6 2019-2025Q1 公司归母净利润及 yoy



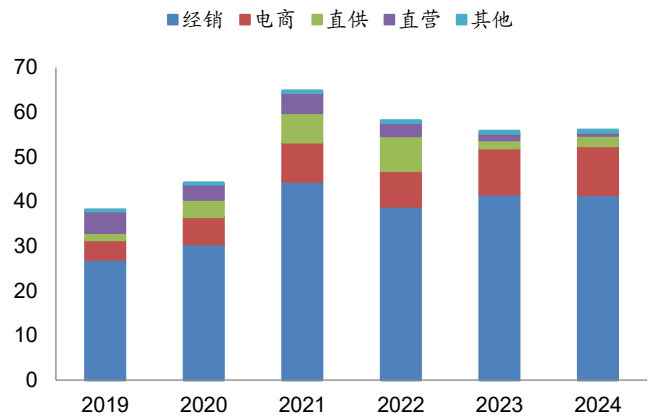
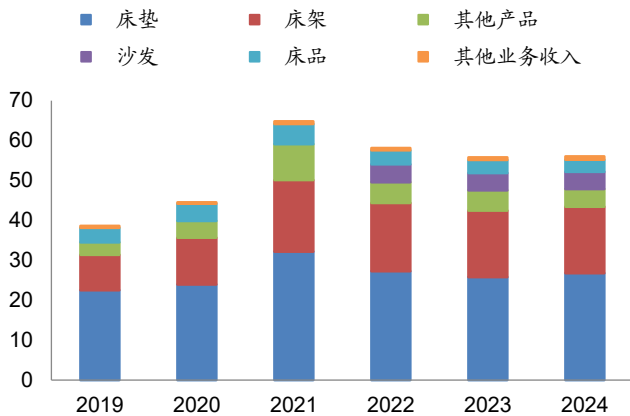
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

分产品看，床垫及床架为营收核心构成，多品类策略稳步发展。2024 年，公司床垫产品实现营业收入 26.79 亿元，占据总营收的 47.81%，为公司第一大产品品类。2024 年，公司床架产品实现营业收入 16.65 亿元，占据总营收的 29.72%，为公司第二大产品品类。公司以床垫及床架产品作为主要创收品类，床垫为公司的核心产品，公司卡位中高端床垫赛道，不断推进床垫新品的研究开发，持续增强产品竞争力，而床架与床垫有一定配套性，搭配销售能力强。同时，公司近年来逐步拓展家居消费场景，打造多品类产品矩阵，床品、沙发及其他产品在营业收入上进行补位。

分销售渠道看，经销营收占据主体，电商营收增长明显。2024 年，公司经销渠道实现营业收入 41.53 亿元，占据总营收的 74.13%，为公司第一大销售模式。公司通过招商引入了许多优质的经销商，并对线下专卖店采取汰换优化策略，保障经销业务的稳定营收。2024 年，公司电商渠道实现营业收入 10.93 亿元，同比增长 6.04%。公司近年来通过天猫、拼多多、京东、抖音、唯品会等多个平台开展线上销售，不断加强数字化营销工作，实现了线上业务的稳步增长，2019-2024 年公司电商渠道营收 CAGR 为 20.18%。

图表 7 2019-2024 年公司分产品拆分收入 (亿元)

图表 8 2019-2024 年公司分销售渠道拆分收入 (亿元)



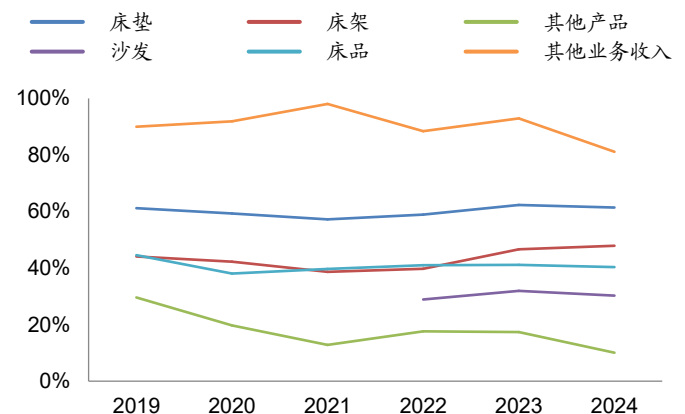
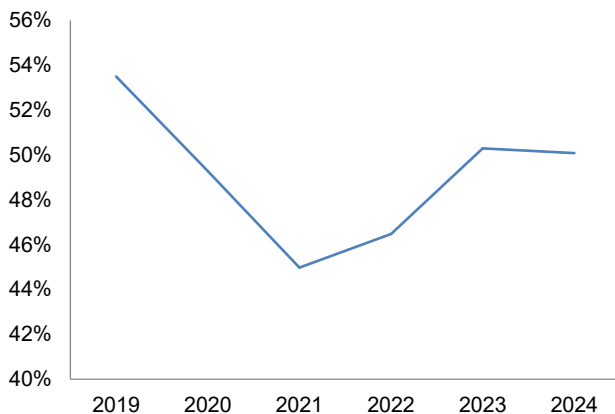
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

综合毛利率逐步回暖，床垫毛利率表现稳定且强劲。2024 年公司综合毛利率为 50.08%，同比下降 0.21pct。2021 年以来，公司综合毛利率实现触底反弹，逐步回暖，主要原因系：1) 公司精益生产和精细化管理策略取得成效，供应链数字化、智能化水平持续上升，有效实现成本下降；2) 毛利率较高的电商渠道业务发力明显，而毛利率较低的直供渠道业务占比下降。分产品来看，2024 年公司床垫/床架/其他产品/沙发/床品/其他业务收入毛利率分别为 61.42%/47.89%/10.07%/30.26%/40.35%/81.14%，同比变化-0.91/1.25/-7.30/-1.69/-0.8/-11.81pct，床垫产品毛利率稳居较高位。公司多年来的品牌推广策略树立了床垫行业中高端定位的品牌形象，因此享有较高的品牌溢价，同时公司高度重视技术创新，在智能睡眠、健康监测、材料创新方面不断加大投入，产品附加值有所提升。

图表 9 2019-2024 年公司综合毛利率情况 (%)

图表 10 2019-2024 年公司分产品拆分毛利率 (%)

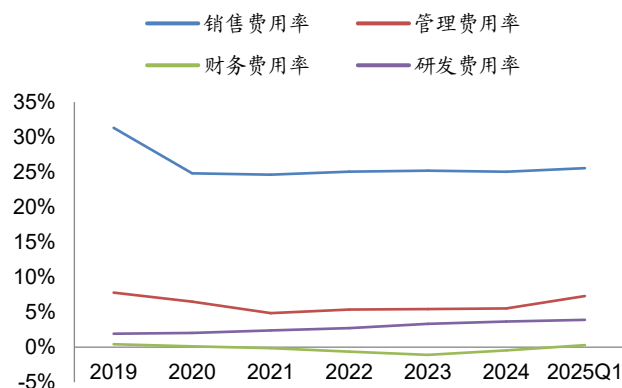


资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

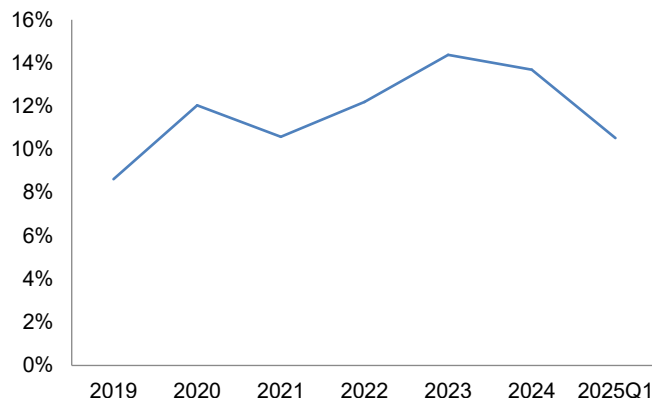
费用率整体稳定，研发投入稳步提升。公司费用率整体较为稳定，2024 公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 25.05%/5.53%/-0.46%/3.66%，同比变化-0.15/0.09/0.64/0.33pct。其中，公司的研发投入从 2019 年的 7409.94 万元上升到 2024 年的 20527.57 万元，研发费用率从 2019 年的 1.92% 上升到 2024 年的 3.66%，公司高度重视研发创新，推动产品迭代，提升产品质量。公司的归母净利率整体呈上升趋势，从 2017 年的 8.62% 提升至 2024 年的 13.69%。

图表 11 2019-2025Q1 公司费用率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 12 2019-2025Q1 公司归母净利率情况 (%)



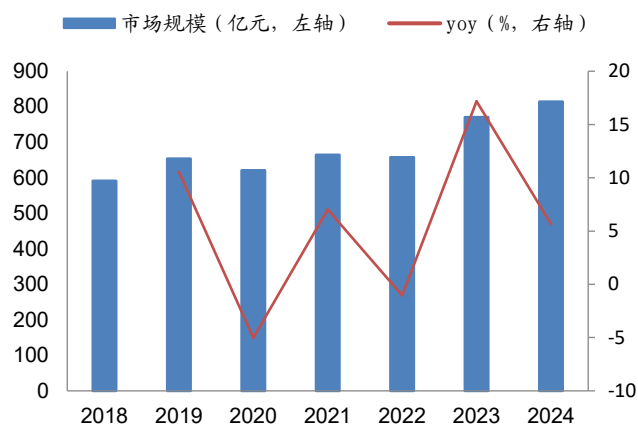
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

2 行业：床垫行业稳步增长，智能化趋势创造增长空间

2.1 床垫行业稳步增长，国补政策助力发展

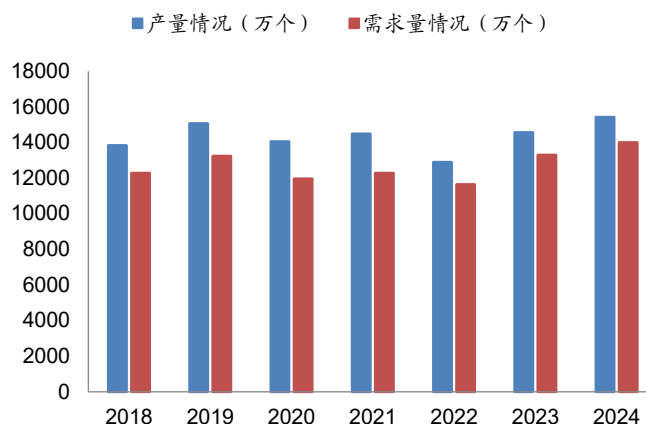
床垫行业整体稳步扩张，渗透率有待提升。由于我国庞大人口基数的支撑，以及经济的稳步发展，我国目前已经成为全球最大的床垫生产及消费国之一。据华经产业研究院数据，2024 年我国床垫行业市场规模为 814 亿元，2018-2024 年 CAGR 为 5.48%，2024 年我国床垫行业产量/需求量分别为 15422/14001 万个。整体来看，床垫行业市场规模呈现稳步扩张的趋势。然而，我国床垫行业渗透率与发达国家仍有不小差距，据 CSIL 统计，发达国家床垫渗透率为 85%，而我国仅为 60%。未来伴随城镇化进程加快、地产市场回暖、消费者健康意识崛起等因素，床垫市场存在增量消费者群体，床垫渗透率有较大提升空间。

图表 13 2018-2024 年我国床垫行业市场规模及 yoy



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 14 2018-2024 年我国床垫行业产量及需求量情况

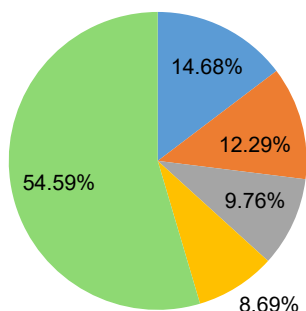


资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

床垫行业集中度较低，头部公司具有提份额机会。相比于美国成熟市场，我国床垫行业起步相对较晚，发展时间较短，因此行业集中度较低，目前处于“大行业、小公司”的竞争阶段。2020 年，全美床垫品牌出货端销售额的 CR4 为 45.41%，头部品牌竞争优势明显，而 2024 年我国床垫品牌营收端 CR4 仅为 19.18%，其中慕思股份约占床垫行业 3.29% 的市场份额。我们认为，床垫是标准化程度较高的品类，床垫行业虽市场化程度较高，但仍具有一定的品牌、渠道、技术壁垒，头部床垫品牌有望凭借其在产品质量、品牌营销、渠道拓展、生产能力等方面的优势快速抢占市场份额，强化马太效应。

图表 15 2020 年全美床垫品牌出货端销售额 CR4 情况

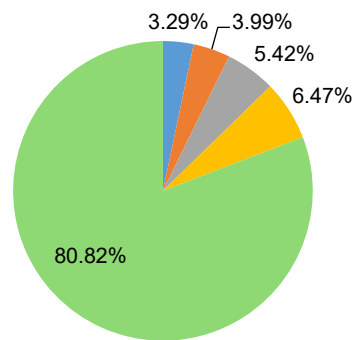
■ 丝涟 ■ 泰普尔 ■ 席梦思 ■ 舒达 ■ 其他品牌



资料来源：今日家居，华安证券研究所

图表 16 2024 年我国床垫品牌营收端 CR4 情况

■ 慕思股份 ■ 顾家家居 ■ 梦百合 ■ 喜临门 ■ 其他品牌

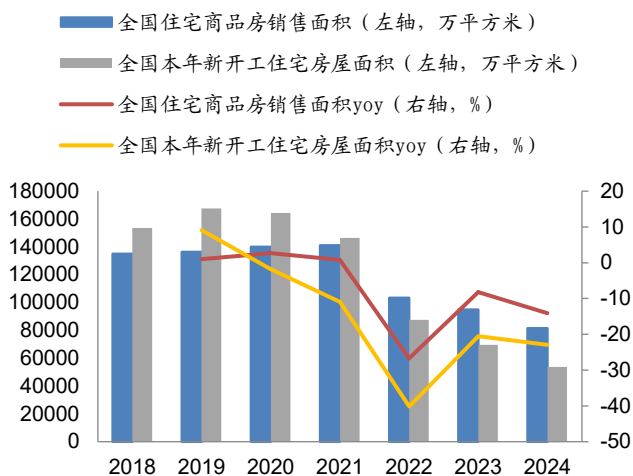


资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所（注：以各公司床垫收入/床垫行业规模计算而得；顾家家居未单独披露床垫营收，而是床类产品，故其市占率数据偏大；未考虑国别影响）

床垫消费属性愈加突出，更新需求与品质追求驱动行业扩容。软体家居市场通常与房地产市场具有较强相关性。2022 年开始，房地产进入长期下行周期，数据显示，2022 年全国住宅商品房销售面积为 103305.77 万平方米，同比下降 26.74%；2022 年全国新开工住宅房屋面积为 87620.71 万平方米，同比下降 40.14%，并且下降趋势延续到 2024 年。然而，2022-2024 年床垫行业的市场规模从 657.61 亿元上升至 814 亿元，体现每年增速与地产数据增速有所脱钩，同时产量和需求量也稳步增长，体现出床垫行业的强地产 beta 驱动属性逐渐减弱。我们认为，随着消费者

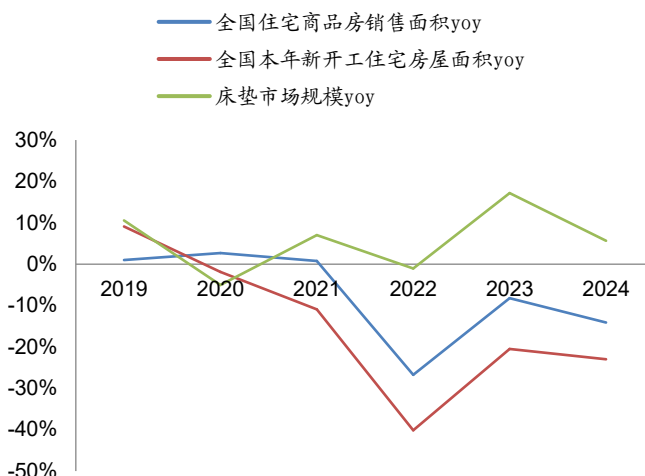
对健康睡眠的要求提高，床垫产品的消费属性愈加突出，对床垫的更新需求和品质追求能够驱动未来床垫行业市场规模扩容。

图表 17 2018-2024 年全国住宅商品房销售面积及全国当年新开工住宅房屋面积



资料来源：同花顺 iFinD，国家统计局，华安证券研究所

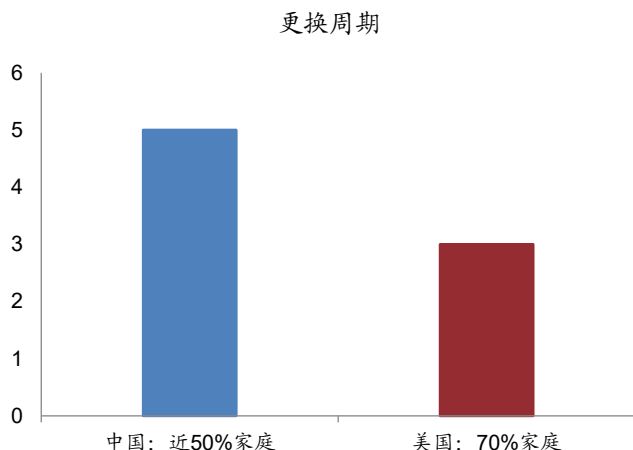
图表 18 床垫市场规模与全国住宅商品房销售面积及当年新开工住宅房屋面积 yoy 对比情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华经产业研究院，华安证券研究所

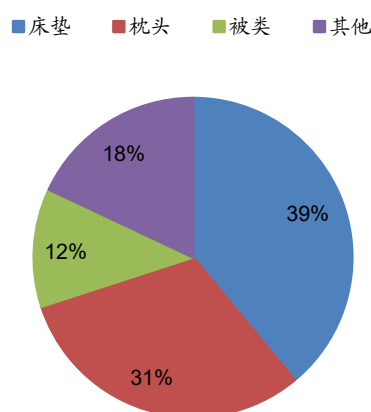
更新迭代需求叠加高品质追求，推动床垫市场规模扩容。从更新需求上看，床垫使用年限过长会使得回弹性、承托性和舒适性有所下降。据红星美凯龙联合 16 家床垫品牌发布的《2021 床垫新消费趋势报告》，近 50% 的中国受访者的床垫使用年限超过 5 年，而约 70% 的美国家庭平均约 3 年更换一次床垫，超过七成的中国受访者也表示愿意提高床垫的更换频率，体现出我国床垫更换周期具有较大提升空间，因此未来床垫的更新需求有望释放，为行业创造增量机会。从品质追求上看，据《2022 睡眠全景白皮书》，在睡眠改善过程中，我国消费者对寝具的关注度占比中床垫以 39% 位居首位，体现床垫在消费者心目中对于睡眠质量起到关键作用。消费者对床垫的选择诉求呈现品质化的特点，其中护脊功能占比 31%、舒适度占比 28%、材质自然环保占比 22%，三项诉求占比超八成。2018-2024 年，我国床垫市场均价从 486 元/个上涨至 583 元/个，CAGR 为 3.08%。我们认为，消费者对床垫品质的不断追求有助于床垫生产商改进生产技术并提高产品质量，从而进一步支撑床垫价格上涨的趋势，为行业创造增值机会。

图表 19 中美家庭床垫更换周期对比 (年)



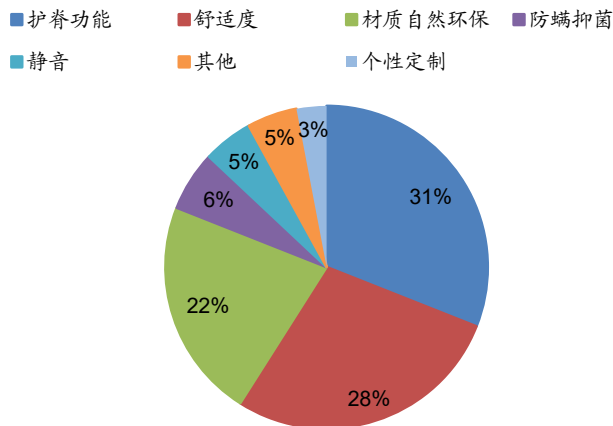
资料来源：《2021 床垫新消费趋势报告》，华安证券研究所

图表 20 受访消费者对寝具的关注度占比 (%)



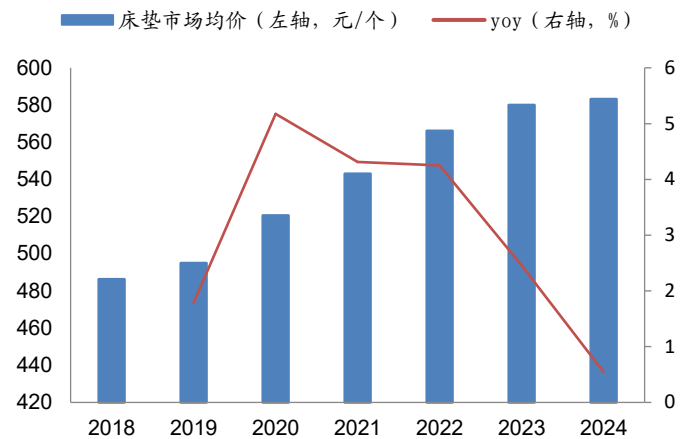
资料来源：《2022 睡眠全景白皮书》，华安证券研究所

图表 21 受访消费者对床垫的选择诉求占比 (%)



资料来源:《2022 睡眠全景白皮书》, 华安证券研究所

图表 22 2018-2024 年我国床垫行业市场均价及 yoy



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

国补政策依旧延续, 助力行业需求上涨。2024 年 3 月和 7 月, 国家先后印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》《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》, 政策中明确提出要推动家装消费品换新, 大力支持家居消费。政策陆续落地后, 消费者的购买热情有所上涨, 推动家居市场需求增长, 据商务部数据 2024 年家居国补政策带动销售相关产品近 6000 万件, 销售额约 1200 亿元。2025 年, 国补政策施策决心延续, 家装厨卫类商品补贴标准和方式跟进细化, 并以省级行政区划为单位开展“焕新”工作。预计在国补政策的持续催化下, 床垫行业的需求量会有一定提升。政策不仅能激发消费者更换老旧床垫的意愿, 释放存量需求, 还能满足消费者对高端化、智能化床垫产品的品质追求, 拉动增量需求。

图表 23 2024 年以来国家关于推动家装消费品的换新政策

发布日期	发布部门	政策名称	涉及家装消费品的政策内容
2024/3/7	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式, 支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造, 持续推进居家适老化改造, 积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台, 鼓励企业打造线上样板间, 提供价格实惠的产品和服务, 满足多样化消费需求。
2024/3/27	商务部等 14 部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	推动家装厨卫“焕新”。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。
2024/7/24	发改委、财政部	《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》	支持地方提升消费品以旧换新能力。直接安排超长期特别国债资金, 用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口、地区生产总值、汽车和家电保有量等因素, 合理确定对各地支持资金规模。各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新, 家电产品和电动自行车以旧换新, 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。
2025/1/5	发改委、财政部	《关于 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的通知》	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。补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定。
2025/1/26	商务部等 6 部门	《关于做好 2025 年家装厨卫“焕新”工作的通知》	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, 结合实际自主确定补贴品类、标准、限额和实施方式, 确保资金投向符合政策要求, 防止补贴范围泛化和碎片化。
2025/3/16	国务院	《提振消费专项行动方案》	加大消费品以旧换新支持力度。用好超长期特别国债资金, 支持地方加力扩围实施消费品以旧换新, 推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级, 支持换购合格安全的电动自行车, 实施手机、平板、智

			能手表（手环）3 类数码产品购新补贴。推动二手商品流通试点建设，培育多元化二手商品流通主体，创新二手商品流通方式。
--	--	--	---

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 24 2025 年以来部分省份关于床垫产品的补贴政策

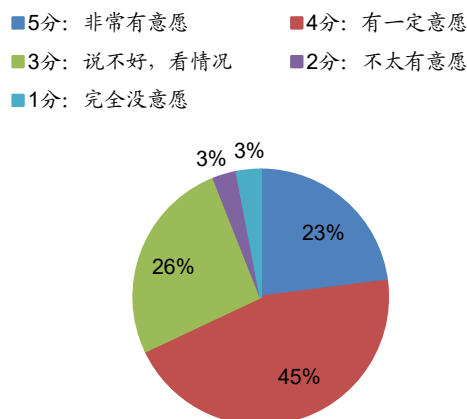
发布日期	发布部门	政策名称	涉及床垫的政策内容
2025/1/29	上海市商务委等 7 部门	《上海市 2025 年加力支持家电家居家装消费品补贴政策实施细则》	对购买家具照明类中的 床垫产品 ，按产品销售价格的 15% 给予补贴。参与活动的每个支付渠道，补贴金额不超过 2000 元。同时参与线上、线下活动的支付渠道，线上、线下的补贴限额分别计算。
2025/4/2	江苏省商务厅	《2025 江苏家装家居补贴指南》	对购买常用家居类中的 床垫产品 ，按最终销售价格的 15% 给予补贴。补贴方式开设线上线下专区，2024 已享家装家居换新补贴活动的个人消费者 2025 年购买同类产品可继续享受补贴。
2025/2/12	福建省商务厅等 6 部门	《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》	对个人消费者购买 床垫及智能床（含智能床垫）消费品 的，补贴标准为产品实际销售价格（剔除所有折扣优惠后）的 15%。购买家具照明类产品（床垫），每位消费者单笔消费最高补贴 2000 元，累计享受补贴不超过 10000 元；购买智能家居类项下产品（智能床垫），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。
2025/3/16	浙江省发改委、财政厅	《2025 年浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案的通知》	对个人消费者购买 床垫用品 按照销售价格的 15% 给予“立购立减”补贴，对购买 1 级能效或水效标准产品的，补贴标准为产品销售价格的 20%。每件（套）商品补贴不超过 2000 元。
2025/3/3	甘肃省发改委、财政厅	《关于 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的通知》	对消费者购买 床（含床垫）产品 ，按照成交价格的 15% 享受补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。
2025/4/25	海南省人民政府办公厅	《2025 年海南省加力扩围推动消费品以旧换新实施方案》	对个人消费者在海南省购买 床垫产品 给予一次性补贴，补贴标准为销售价格的 15%（销售价格以在海南省开具的发票含税价为准），每名消费者每类产品可补贴 1 次，每类补贴不超过 3000 元。
2025/3/7	四川省商务厅等 5 个部门	《2025 年四川省家装厨卫“焕新”实施细则》	于活动商家购买 床垫产品 ，按照最终实际销售含税价格的 15% 享受补贴，补贴金额最高不超过 1500 元；对购买 1 级能效或水效标准商品的按照最终实际销售含税价格 20% 享受补贴，补贴金额最高不超过 2000 元。活动期间，每位消费者最多可享受 2 次补贴，补贴金额合计不超过 4000 元。
2025/3/22	辽宁省商务厅	《辽宁省 2025 年家装厨卫“焕新”工作实施细则》	对个人消费者购买 智能床（含智能床垫）产品 ，按照最终销售价格的 15% 享受一次性立减补贴；对购买 1 级能效或水效的产品，按照最终销售价格的 20% 享受一次性立减补贴。每位消费者只能享受每类产品核销权益 1 次，每类补贴不超过 2000 元。

资料来源：各省级行政单位官网，华安证券研究所

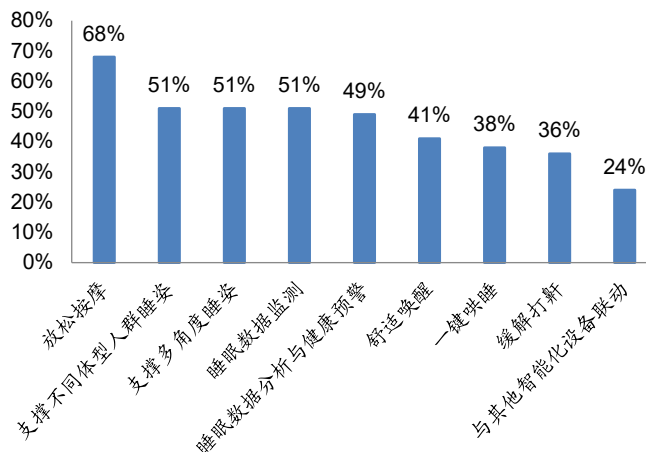
2.2 智能床垫市场持续增长，头部品牌有望快速提份额

健康睡眠时代，智能床垫市场发展潜力值得期待。根据《2025AI 时代健康睡眠白皮书》数据，66%的受访消费者称目前助眠产品不太能满足改善睡眠健康的需求。在睡眠行业不断创新的背景下，随着智能调节及监测技术的日臻完善，智能床垫作为一个新品类，将逐渐成为改善睡眠健康的新载体。智能床垫是融合先进科技与传统床垫设计的现代化睡眠产品，主要通过健康监测和智能调节两大核心功能达到改善用户睡眠的目的。智能床垫通过内置多种高精度传感器实时感知人体的生理信号和睡眠状态，例如心率、呼吸和压力等，经过数据分析后形成用户的睡眠报告。此外，智能床垫依据传感器持续监测人体的重量分布、睡眠姿势和温度等信息，并根据人体特征自动调节软硬度和倾斜角度以优化脊椎支撑，从而改善用户睡眠健康。根据《2025AI 时代健康睡眠白皮书》数据，68%的受访消费者表示未来愿意购买 AI 智能床垫，且消费者对智能床垫的功能期待主要集中在智能调节和健康监测领域。智能床垫契合当下健康睡眠需求，未来有望凭借其核心功能优势成为改善睡眠健康的关键产品，市场发展潜力值得期待。

图表 25 受访消费者未来购买 AI 智能床垫的意愿 (%)



图表 26 受访消费者对 AI 智能床垫的产品功能期待 (%)

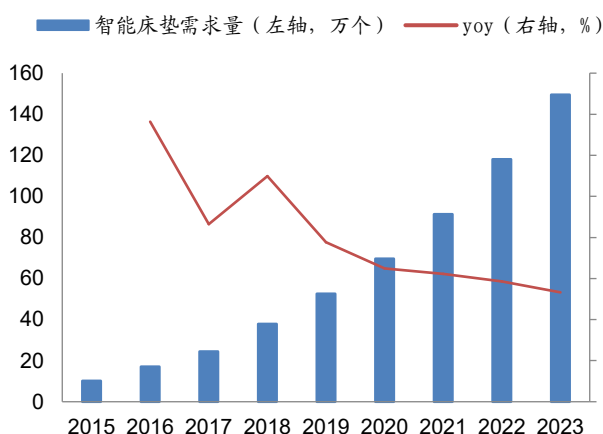


资料来源:《2025AI 时代健康睡眠白皮书》, 华安证券研究所

资料来源:《2025AI 时代健康睡眠白皮书》, 华安证券研究所

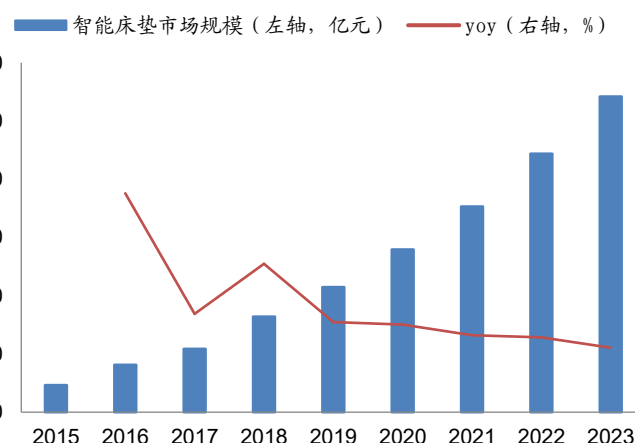
智能床垫行业处于起步阶段, 头部品牌有望快速提升市场份额。相较于整个床垫市场以及庞大的睡眠经济市场, 智能床垫的市场份额仍然较小, 行业处于起步阶段。根据智研咨询数据, 2023 年我国智能床垫需求量约为 149.48 万个, 同比增长约 26.63%, 同年智能床垫市场规模约为 108.37 亿元, 同比增长约 22.13%。智能床垫市场虽近几年快速放量提规模, 但渗透率仍较低, 2023 年约为 15.46%。究其原因, 智能床垫涉及到传感器、智能芯片、云计算等多个领域的先进技术, 应用上还存在一定的局限性, 因此限制了产品的性能提升和价格下沉。对于床垫行业头部品牌而言, 布局智能床垫产品具备一定优势。头部品牌凭借其在传统床垫市场积累的品牌知名度和美誉度, 更容易获得消费者的信任和认可。此外, 头部品牌通常拥有更多的研发资源和资金投入, 能够不断开发和应用新的技术, 如智能监测、睡眠干预等。因此, 随着智能床垫行业不断向纵深发展, 头部床垫品牌有望获得较大的增长空间, 迎来快速提升市场份额的良机。

图表 27 2015-2023 年我国智能床垫需求量及 yoy



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

图表 28 2015-2023 年我国智能床垫市场规模及 yoy



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

多公司布局智能床垫领域, 传统床垫公司布局较早且更加深入。多公司通过加大研发投入、与高校及科技企业合作等方式布局智能床垫领域, 将 AI 技术融入到产品中, 拓展产品功能与应用场景。传统床垫公司凭借品牌、技术、生产、渠道及售

后等多方面的优势，在智能床垫领域展现了较强的竞争力，布局较早且更加深入。例如慕思股份凭借行业首创的“潮汐”算法不断更新床垫产品，喜临门打造 AISE 宝禄智慧睡眠生态品牌，梦百合在早早布局智能床垫的基础上发展智能床产品，并拓展智能生态。

图表 29 部分布局智能床垫领域的公司情况

公司名称	智能床垫领域的布局情况	2024 年 营收规模	2024 年 分渠道营收占比	2024 年 分产品营收占比	2024 年 门店数量
慕思股份	2017 年起开始系统研发 AI 床垫产品。2022 年成立独立的智慧睡眠事业部；同年与香港中文大学（深圳）共建“智慧家居物联网技术联合实验室”，同时与中山大学等其他高校机构开展项目合作，完善智能睡眠技术；同年发布第八代健康睡眠生态系统。2023 年推出行业首创的“潮汐”算法，该技术融合了自适应调节算法、睡眠监测算法、睡眠分期算法和人体生物节律；同年推出智慧睡眠第二代 AI 床垫 Meta 系列。2024 年发布搭载“潮汐”算法的 AI 床垫新品 T11 Pro。2025 年推出 AI 智能床垫新品 T11+，实现潮汐算法进化，算法链路更加精准；同年并宣布将与麻省理工学院 MIT 达成深度战略合作，共研睡眠科技。	56.03 亿元	经销：74.12% 电商：19.51% 直供：4.14% 直营：1.29% 其他：0.93%	床垫：47.81% 床架：29.72% 其他：7.90% 沙发：7.71% 床品：5.43% 其他业务：1.44%	5400 余家
喜临门	2015 年成立舒眠科技子公司，加强智能床垫研发。2020 年发布 Smart Wave 护脊深睡系统首款产品 Smart 1，开启“未来睡眠 1.0”新时代。2023 年联合诺贝尔物理学奖得主推出 AI 空气能助眠床垫。2024 年发布 AISE 宝禄智慧睡眠生态品牌，云感悬浮支撑模块 CloudHold、云眠主动助眠模块 CloudSleep、云端智慧物联模块 iroomy 三大模块协同助力睡眠。2025 年与清华大学共建“智慧睡眠技术联合研究中心”，助力智能睡眠系统的升级与应用推广。	87.29 亿元	经销：36.79% 大宗：38.95% 线上：22.71%	床垫：60.37% 软床及配套：27.93% 沙发：8.24% 木质家具：1.91% 其他业务：1.55%	5518 家
梦百合	2014 年推出第一代智能床垫 iMATTRESS，成为最早布局 AI 智能睡眠领域的品牌之一。2018 年在美国发布“智享深睡”智能睡眠系统，推出多样化的智能睡眠产品矩阵。2020 年与海尔打造 0 压智慧卧室，同年布局华为 H iLink 生态，探索全屋智能布局。2023 年联名三体发布 0 压智能床 M3 Pro。2024 年推出新品 0 压智能床 M12-W，7 大智能模式进一步丰富产品使用场景，并可接入米家生态，链接全屋智能系统。	84.49 亿元	经销：4.61% 直营：26.76% 线上：21.82% 大宗：46.81%	床垫：52.25% 沙发：13.67% 其他产品：9.69% 卧具：7.05% 电动床：7.60% 枕头：7.17% 其他业务：2.57%	1246 家
顾家家居	2023 年首次发布新品 AI 气能床垫「智眠 Dreamate」，产品具备 AI 自动识别、AI 自动贴合、睡眠检测、静音运作四大科技力，智能化助力用户深度睡眠；同年联合中国美院设计并由峻宸集团 3D 打印制作概念款“深睡 0 号”，通过大数据分析、参数化设计、数字化生长技术来生成专属于个人骨架的深睡床垫。	184.8 亿元	年报中未披露	沙发：55.22% 床类产品：17.59% 配套产品：13.19% 定制家具：5.37% 其他业务：4.07% 信息技术服务：3.8%	5984 家
趣睡科技	2020 年推出 8H 自适应软硬可调智能床垫 ZER0，可左右分区智能判断软硬度。2021 年推出 Damo 人工智能 AI 助眠床垫，增加了瑜伽放松、体感轻柔唤醒、睡眠报告三大助眠功能。2024 年与小米达成战略合作协议，聚焦床上用品，为后续 AI 床垫产品的开发奠定基础；同年 8H AI 智能撑腰护眠床垫和 8HAI 智能柱呵护床垫 PRO 在小米有品开启众筹。20	3.47 亿元	线上：92.87% 分销：4.86% 线下：2.26%	床垫：33.43% 枕头：17.61% 床类：13.04% 被子、毯类：27.38% 生活周边：2.69% 其他家具：1.47% 沙发：4.36% 其他业务：0.02%	线上销售

	25 年公司接入字节跳动旗下的豆包大模型，拟借助豆包大模型的 AI 技术，深化 AI 陪伴智能睡眠领域的发展。				
--	---	--	--	--	--

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，公司官网，人民网，清华大学自动化系官网，梦百合家居微信公众号，顾家家居微信公众号，趣睡科技微信公众号，华安证券研究所

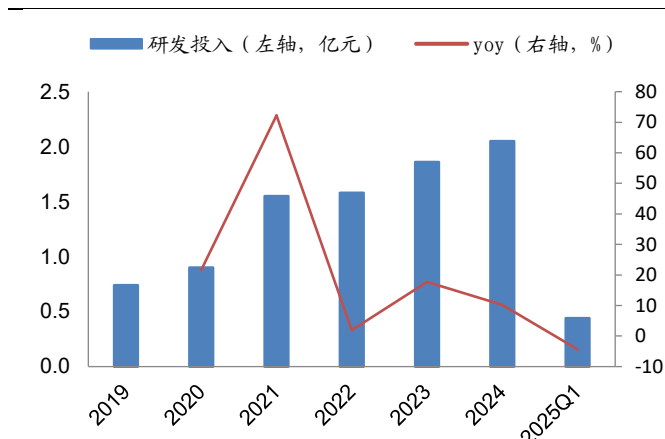
3 公司：聚焦床垫主业，引领智慧睡眠趋势

3.1 传统床垫领域持续发力，多面积累竞争优势

3.1.1 产品：重视研发和睡眠资源整合，打造全品类品牌矩阵

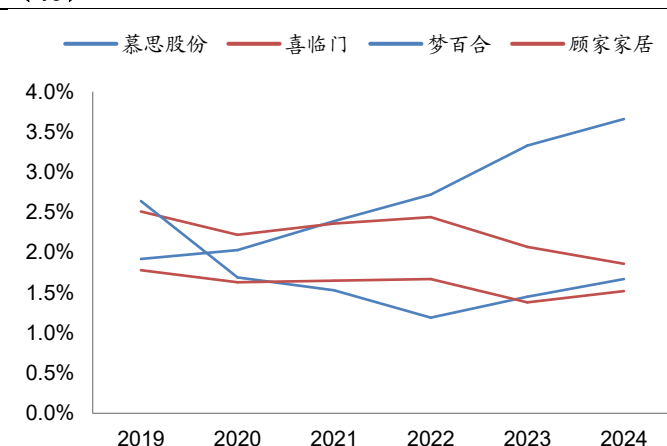
重视研发投入，研发费用率业内领先。公司致力于健康睡眠系统的研究，自设立以来就高度重视新产品、新技术的研发创新，2019-2024 年间，公司稳步加大研发投入，从 0.74 亿元上升到 2.05 亿元，CAGR 为 22.6%。公司的研发费用率也稳步上升，从 2019 年的 1.92% 上升到 2024 年的 3.66%。对比同行业可比公司，2024 年喜临门研发费用率为 1.86%，梦百合为 1.67%，顾家家居为 1.52%，慕思股份对研发的重视程度更高，在行业中处于较为领先的地位。这为公司在技术创新和产品升级方面提供了有力支持，有助于巩固公司在床垫行业内的竞争力和领先地位。截至 2024 年末，公司累计拥有有效自主知识产权 3,589 项，其中国内发明专利授权专利 154 项、国内实用新型授权专利 876 项，研发投入成果转化显著，体现出公司较强的研发优势。

图表 30 2019-2025Q1 公司研发投入及 yoy



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 31 2019-2024 年公司与部分竞对研发费用率对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

持续整合健康睡眠资源，巩固产品研发优势。在研发设计环节，公司先后引入全球范围内的优秀设计师和领域专家，不断夯实人才资源基础，例如：联合人体工程学、睡眠医学、前沿材料学、睡眠环境学等全球专家，打造健康睡眠研发国际梦之队；与米兰理工大学合作成立“慕思·米兰理工大学慕思欧洲设计中心”，将世界前沿的时尚设计融入产品设计中。在原材料方面，公司与全球优质的材料供应商积极开展战略合作，先后引入 3D 纤维、太空树脂球、AGRO 弹簧等多种创新材料进行应用转化，有效提升了产品的品质和舒适度。在科研平台上，公司的慕思测试技术服务中心拥有国际 CNAS 认证，并具备自主检测资质。其内部设有纺织实验室、化学实验室、物理机械实验室以及电气实验室，从原材料到成品，整个生产流程需

历经 600 多项严苛的检测项目，有力地保障了公司产品的质量控制水平。

图表 32 慕思研发梦之队成立仪式



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 33 慕思欧洲设计中心成立揭牌仪式



资料来源：新浪网，华安证券研究所

图表 34 公司与全球优质的材料供应商合作情况

公司合作的优质材料供应商	供应商情况介绍
AGRO 德国弹簧供应商	70 余年弹簧研发历史，蓝变技术获国际专利，是独立弹簧的“簧中皇”，通过欧洲严谨的 TUV、LGA、OEKO 认证。
Müller_China 德系 3D 空气纤维供应商	德国老牌纺织品制造商，拥有 110 余年历史，获 Oeko-TexStandard100 质量认证。
Sanitized 瑞士三防技术供应商	始于 1935 年，以开发抗微生物材料先驱而闻名；经 SGS 检测，其抑菌率达到 99%，防螨率达到 95%。
BEKAERT 比利时抗病毒面料供应商	1892 年成立，拥有百年专业纺织制造技术和经验，世界 500 强企业，全球遍布 19 个工厂。
ASLEEP 高分子太空树脂球供应商	全球独家专供，2017 年慕思首推；经过 48 万次挤压测试，全维形变释压，主动贴合身形。
特拉蕾乳胶供应商	Since1961，拥有德国 ECO 生态认证及荷兰 Cradle to Cradle 金牌认证，配方成分、生产工艺和成品对人体健康和自然环境不会造成任何不良影响。
INVISTA 美国防螨抑菌棉供应商	美国杜邦公司于 1959 年创建，其抗菌防螨面料经过高效不易离散的抗菌技术处理，抑菌率高达 99% 以上。
OUTLAST 德国面料供应商	Outlast 最初为 NASA 而开发，是高性能纺织材料制造商中精耕温度领域的温度专家，多年来获得 Oeko-TexStandard100 质量认证
Artilat 比利时乳胶供应商	源自 1955 年，在 20 世纪 90 年代后期成为行业标杆，Artilat 乳胶不含有害物质，已通过严格的 Oeko-TexStandard100 质量认证。
Technogel®意大利凝胶产品供应商	Since1991，采用 Bayer 技术打造创新型凝胶睡眠材料，在中国市场授权慕思为其 VIVE 系列产品独家代理商。
UCI 荷兰智慧枕供应商	多年精研人体工学枕头，严格挑选高端优质的纯净材质，层层呵护健康睡眠。
Harrison Spinks 英国超微独立筒弹簧供应商	诞生于 1840 年，2013 年、2018 年和 2019 年均荣获英国女王奖，并获得英国、美国、国际权威专利认证。
Custom8 比利时智能测量设备供应商	拥有在人体工程学和医学领域的多年经验，为床上用品提供生物力学、力学和微气候测试服务。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 35 公司 CNAS 实验室



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品矩阵完善，能够覆盖不同市场定位并贯穿全生命周期。公司深耕健康睡眠领域，同步发力沙发及大家居业务，目前已形成“健康睡眠、沙发、大家居”三大品牌，构建了完整的中高端及年轻时尚全品类品牌矩阵。品牌旗下的各类产品系列特点各异，可主要概括为中高端系列、简约时尚系列、进口系列、配套床品系列，能够覆盖不同市场定位并贯穿全生命周期。例如从儿童时期的慕思儿童，到中年时期的 3D、0769 等系列，再到老年时期的助眠按摩椅等配套床品，为单个消费者在不同年龄段提供了针对性的睡眠解决方案，创造了强关联、高粘性的全周期产品体验。同时，公司凭借其完善的产品矩阵，产品系列间形成了良好的协同效应。通过一系列主次卧或全屋套餐的营销策略折扣让利，公司有望进一步提高客单价，覆盖更多客群，在市场份额的争夺中占据有利地位。

图表 36 公司官网中对旗下主要产品系列的介绍

公司产品系列名称	产品系列简介
	健康睡眠品牌
慕思健康睡眠	系列秉承让人们睡得更好的使命，基于集团全球范围内整合的优质睡眠资源和科技研发成果，十几年专注研究人体工程学并深度分析百万用户睡眠习惯和数据，将 AI 技术、IOT 技术应用于健康睡眠系统，并提供医学级别的睡眠咨询服务，成功构建智慧健康睡眠生态系统。系列产品 AI 床垫 能够提供 AI 自适应服务，智能调节床垫软硬度。
DERUCCI 3D	慕思专业 床垫 3D 系列，以“专业、科技、健康”为产品理念，致力于打造健康睡眠系统。系列创新性地首次把可水洗的 3D 材质融入到床垫中，开创性地把 360° 不变形的太空树脂球用于床垫，并使用 TS 二代睡眠测试系统根据测试者身体数据量身定制不同睡感床垫。
凯奇系列	慕思凯奇是慕思经典布艺寝具系列，产品遵循人体工程学设计原理，立足“现代、简约、舒适”的风格定位。引入英国哈里森超微独立筒以及意大利 Technogel 凝胶，开发出多重支撑系统床垫以及凝胶床垫。 产品包括床、床垫、多功能调节排骨架、床头柜、梳妆台、休闲椅 ，为用户打造整套健康睡眠系统。
歌蒂娅系列	慕思第一个成立的中高端寝具系列，秉持“健康睡眠，美学生活”的价值主张，立足“简美、现代”的产品风格，以时尚简洁、舒适靠躺的结构设计，极力为用户打造温馨舒适、精致优雅的睡眠空间。 产品包括床架类、床垫类、床品类、桌椅类、柜类五大品类 。歌蒂娅秉持慕思健康睡眠理念，床垫涵盖“护脊、舒适、精致、豪华”四大系列，以 MUSE 感知弹簧为核心材质，提供灵敏贴合、舒缓释压的美眠体验。
慕思·0769 系列	慕思 0769 系列主张“尊贵、智慧、从容”，由海内外出色的设计师精心打造， 涵盖皮床、床垫、床品、功能排骨架以及一系列配套产品 ，以澳洲进口皮胚、德国 AGRO 原装进口弹簧、荷兰进口特拉蕾乳胶为核心材质，通过科技内核驱动，不断探索人们的卧室空间消费需求，代表当下尊贵、奢享的消费潮流，为追求品质生活的客户打造别样的寝室体验。
慕思意简系列	着眼于当下都市精英群体的睡眠需求和审美走向，坚守意大利原创设计理念，严选优质全真皮、德国 AGRO 弹簧、钨钢色不锈钢床脚用材，从色彩搭配到整体美感打造，推出“时尚、尊贵、极致”风格产品，为繁杂的都市生活带来本真的健康睡眠享受。 产品包括床垫和床架 。

慕思蓝奢系列	慕思于 2021 年推出的新产品系列，以 床垫为核心 ，满足消费者对轻奢的潮流向往。慕思蓝奢系列产品外观风格沿用欧洲宫廷寝具的复古外观，结合现代工艺和手工匠作，将轻奢与时尚风格融合到产品中，打造出独一的时尚睡眠体验。与前 GUCCI 设计总监 Agustina Sorrentini 联合打造，使用同级超大规模的工艺原材料，注重创意设计和品质奢侈感。
慕思凯锐系列	立足“舒适简约、时尚简约”的风格定位，以简洁大方的空间基础。搭配现代优雅的寝具，小皮床由国际设计大师执笔设计，甄选头层牛皮和纳帕皮，整体造型经典耐看，简单大气。 床垫优选舒适材质，开发多重睡感，满足不同用户的需求，配以床头柜、梳妆台等 ，为新中产用户提供一整套舒适、便捷的轻简生活健康睡眠寝具。
慕思凯悦系列	凯悦系列是慕思经典系列之一，产品基于“品质国货”的消费理念，传承慕思品牌“品质睡眠文化”基因，秉承“舒适悦身，设计悦心”的态度，甄选【皮】+【布】质感，立足健康睡眠，糅合简约工艺，为国民提供简约舒适、经济实用的健康睡眠解决方案。 产品包括床垫和床架。
慕思儿童系列	专业的青少年儿童寝具系列，以“专业呵护，精致舒适，高贵优雅”为产品设计理念，根据青少年儿童不同年龄阶段的脊椎、骨骼的发育特点及睡眠习惯差异进行分龄化设计，为 0-18 岁的青少年儿童打造一整套卧室产品， 产品涵盖床架、床垫、枕头、床品、功能书桌椅、柜类等。
慕思家纺系列	慕思家纺是慕思旗下中高端家纺家居产品系列， 主营套件、被芯、枕芯、床笠、薄垫、毛浴巾、毯类等品类。 慕思家纺融合了优质的健康睡眠科技资源，传承了慕思的匠心和工艺信仰，追求内材、面料、织花等精湛工艺，配合慕思床垫、床架产品，打造一整套卧室美学家居。
DeRUCCI HOME	慕思旗下专注打造健康睡眠系统的睡眠家居品牌，贯彻情绪治愈，功能睡眠的价值理念，致力于追求生活品质的家庭提供优质产品与服务。Home 款式的设计融合了意大利米兰设计元素和全球健康睡眠理念，专注打造整套健康，深度解析睡眠与健康之间的关系，并根据客户具体情况提供专属睡眠改善方案系统， 产品涵盖套件、床垫、床架、被芯、枕芯、助眠小件。
慕思助眠系列	延续慕思寝具“让人们睡得更好”的愿景使命，以“睡前放松、睡中呵护、睡后唤醒”为系列主张，秉承“科技、奢华、智能、精致”的设计理念，打造全套“智能健康助眠系统”。 产品包括按摩椅、按摩器、助眠枕头。
慕思今晚系列	慕思今晚是慕思品牌专为年轻人打造的时尚寝具产品系列，以优质的产品品质、潮流时尚的颜值，致力于为 Z 世代消费者提供更个性化的睡眠空间， 产品包括盒子床垫系列、助眠垫及枕头等。
进口品牌	
sleepdesigns 思丽德赛	思丽德赛总部位于美国休斯敦，品牌将人体工程学、时尚艺术感和睡眠环境学等要素融入床垫设计，希望创造出的是更加舒适、健康的床垫产品。核心产品为采用植物纤维特色的“ 无海绵床垫 ”和使用寿命更长、回弹力更好、不易变形的“ 托力得 ” 弹簧床垫 。思丽德赛致力于“只为更好的睡眠而设计”。
沙发品牌	
CALIASOFART 卡丽亚	2018 年，意大利 CALIA 公司与慕思集团达成战略合作关系，正式开启中国高端软体家具市场的布局，并重磅推出 CALIASOFART 系列。本系列 沙发产品 延续意式设计风格，并针对中国市场对舒适、尺寸及价值的不同需求，由工业 4.0 体系精心打造，致力于为千万个家庭带来舒适优雅的意式生活美学。
XIANSOFA 美慕	慕思集团旗下品牌，以消费者家居需求为出发点，整合全球优质资源，聚焦“经典、时尚、设计、生活”产品理念，主张“用设计改变生活”，探寻高颜值和舒适度的和谐兼容，打造出极具艺术质感的家居氛围。“美慕”品牌涵盖 客厅、餐厅、卧室等风格沙发产品 ，致力于打造健康美好人居空间，为消费者提供绿色环保的一站式解决方案。
大家居品牌	
V6 家居	V6 家居，始于 2010 年，致力于为消费者提供时尚化、潮流化的 家居产品 ，并通过沉浸式的家居场景体验、一站式的家居配套设计解决方案，为消费者创造高颜值、高品质、高舒适度的美好家居生活空间。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表 37 慕思“买主卧送次卧”床垫加床架销售套餐



图表 38 慕思全屋客餐卧 13 套销售套餐



资料来源：慕思严选公众号，华安证券研究所

资料来源：慕思严选公众号，华安证券研究所

图表 39 淘宝天猫榜单中端市场（价位 3500 元以上）部分热销床垫产品功能对比

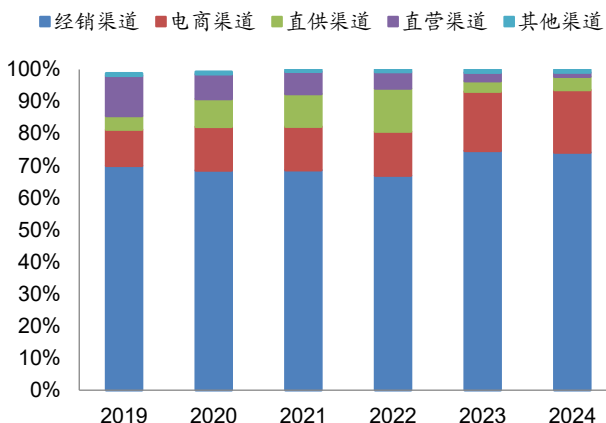
企业性质	内资				外资		
品牌	慕思		喜临门	源氏木语	金可儿	舒达	丝涟
热销产品	睡眠精灵升级版 MCW1-133	护脊版-豪华款 MCW1-107	净眠 M60	元气·零胶水床垫	护脊 2.0	妙享	揽月 MOONSTRUCK
到手价	¥ 5299	¥ 4799	¥ 5599	¥ 3534.3	¥ 5339	¥ 6338	¥ 5468
厚度	24cm	21cm	27cm	24cm	22cm	25cm	28cm
支撑性能	袋装独立筒弹簧	整网弹簧	四叶草独装弹簧	超声波独装簧	三区灵动感应弹簧	MIRA COIL 连续弹簧支撑系统	美姿弹簧
睡感	软硬适中/偏硬	偏硬	软硬适中/偏软	软硬适中/适中偏硬	偏硬	适中/硬	适中
面料	正面抑菌防螨针织面料，反面透气 3D 网布	竹炭针织面料	A 类梭织面料（抗静电+抑菌防螨技术）	贝卡特高重针织面料，杜邦棉，三维无胶棉，无纺布	阻菌阻螨针织面料	阻菌阻螨针织面料	透气针织面料
主要材质	80%+泰国云感乳胶(H3)，山宁泰三防海绵	竹炭山棕	Air-link™ 超透气海绵，空气纤维	乳胶，4D 空气纤维	深睡乳胶，超柔高回弹海绵，软毡	云感乳胶	超感回弹乳胶，硬质承托及高性能舒适泡棉

资料来源：淘宝网，华安证券研究所

3.1.2 渠道：传统渠道稳占主导，电商渠道增长强劲

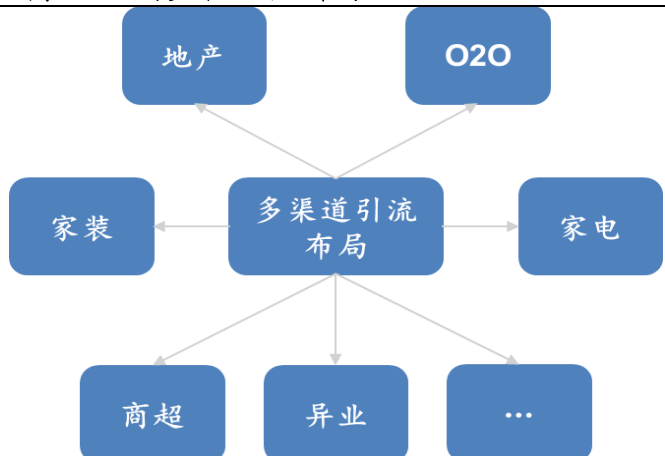
传统渠道稳占主导，新兴渠道持续发力。公司目前形成以“经销为主，直营、直供、电商等多种渠道并存”覆盖全国的多元化、全渠道销售网络体系。分渠道看，2024 年公司经销渠道/电商渠道/直供渠道/直营渠道/其他渠道占总营收比例分别为 74.12/19.51/4.14/1.29/0.93%。在传统渠道方面，经销渠道作为软体家具行业普遍采用的销售模式，始终是公司营收占比最高的主要渠道，呈现较为稳健的态势；直供和直营渠道营收占比自 2023 年以来下降明显，主要系公司终止直供欧派苏斯品牌业务，以及公司将上海、深圳等地的直营业务转为经销商经营。在新兴渠道方面，公司持续创新电商平台营销推广模式，深挖社交媒体和直播带货潜力，在电商渠道上呈现出良好的增长态势。公司在传统渠道稳健发展的基础上，持续推进全渠道拓展策略，加强多渠道引流布局，积极探索新兴销售渠道。

图表 40 2019-2024 公司各渠道营业收入占比（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

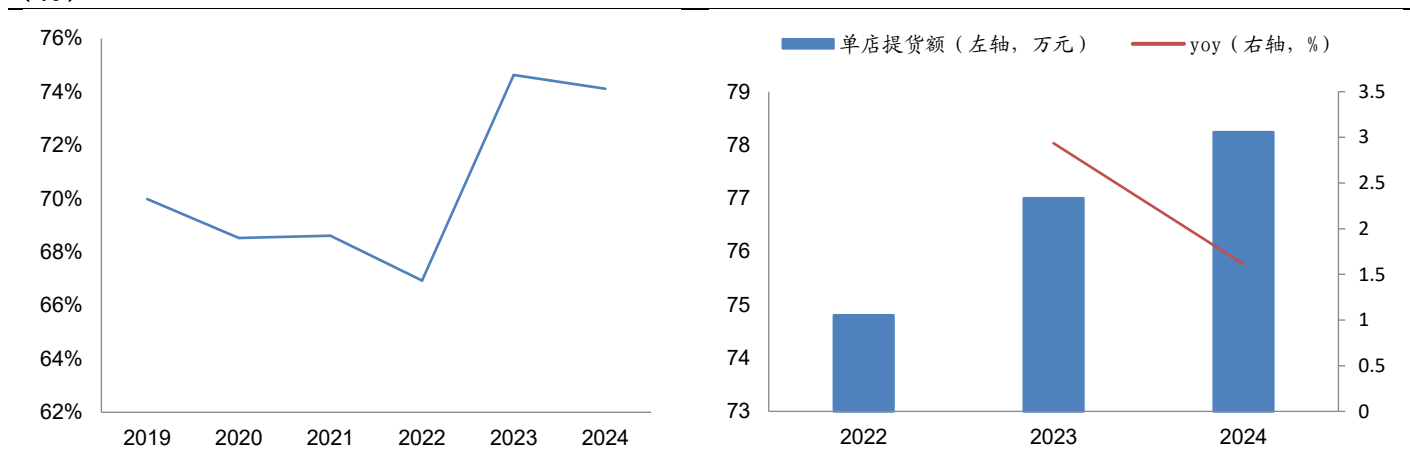
图表 41 公司多渠道引流布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

经销渠道为公司营收主要渠道，并持续进行优化管理。经销模式可以借助经销商的网络和资源快速拓展市场，降低销售成本，充分获取市场反馈并提升品牌知名度。公司通过招商引入优质经销商，与其签订授权合同并进行统一管理，经销商需遵守公司规定，包括约定代理品牌、在授权区域销售、达成业绩目标、按标准装修门店等，双方通过买断式销售合作，经销商通过公司系统下达订单，除特批授信客户外，公司均采用“全款下单”的结算模式。公司目前以经销渠道为营收主要渠道，2024 年，公司经销渠道实现营收 41.53 亿元，占公司营收比例达 74.12%。公司对经销渠道进行了一系列优化管理措施，如实行“一域一商”的经销商策略，根据城市级别匹配产品系列；稳步推进汰换优化策略，提高经销商运营效率等。公司的线下终端销售网络不断完善，截至 2024 年末，公司开设线下专卖店约 5400 家，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。2022-2024 年公司的单店提货额从约 74.万元上升到 78.24 万元，持续稳健增长。

图表 42 2019-2024 年公司经销渠道实现营收占比 (%) **图表 43 2022-2024 年公司单店提货额及 yoy**

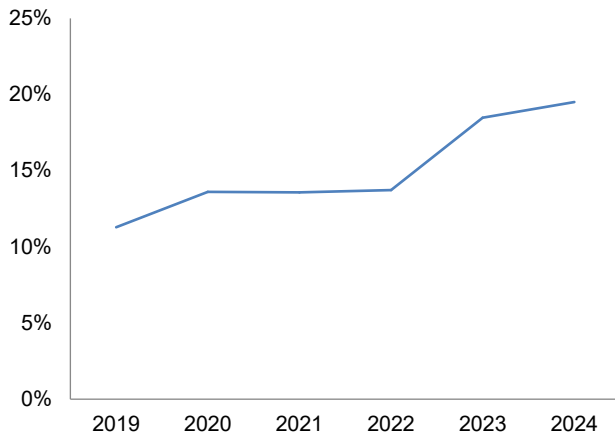


资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所；注：单店提货额=公司（经销+直营渠道营业收入）/（线下专卖店数量）

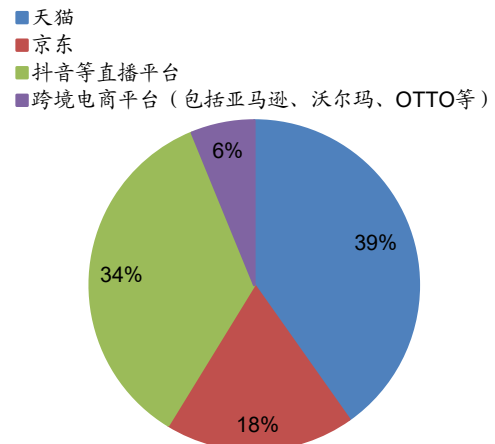
电商渠道增长强劲，境内外电商平台共同发力。电商平台能够突破地域限制，为公司提供更广阔的市场空间和销售机会。目前公司的电商渠道分两类：一是公司官方旗舰店模式，即在天猫、京东、拼多多等电商平台设官方旗舰店直接销售商品，公司自负盈亏并支付平台服务费，是公司电商渠道营收的主要模式；二是平台自营店模式，指经公司许可，由京东等平台开自营店代销产品，平台负责订单、配送及收款，公司定期与平台对账结算。公司电商渠道以境内平台为主阵地，并稳健开拓境外平台业务。境内持续创新电商平台营销推广模式，深挖社交媒体和直播带货潜力，打造多场景营销矩阵，境外积极开拓北美、欧洲、东南亚等市场，加快布局新兴跨境电商平台。2024 年，公司电商渠道实现营收 10.93 亿元，同比增长 6.04%，占公司营收比例达 19.51%，表现出强劲的增长态势。从平台上看，传统平台天猫和京东占比共为 57%，为电商渠道创收的主力平台；抖音等直播平台占比约 34%，表明公司社媒“种草”和直播带货等营销策略取得显著成效；跨境电商平台占比约 6%，份额较小，未来随着品牌出海进程加快，跨境电商业务具有潜在增长空间。

图表 44 2019-2024 年公司电商渠道实现营收占比



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 45 2024 年公司各平台电商渠道实现营收占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1.3 产能：本土产能实现数智化转型，海外产能开启布局

积极推进数智化转型，打造工业 4.0 标准生产基地。2015 年，公司参照工业 4.0 标准启动数字化与智能化转型进程。公司陆续与西门子、舒乐、礼恩派集团等多家国际一流企业达成合作，引入全球领先的智能化生产设备及工业流程体系，推动制造环节实现工艺数据化、生产自动化及信息流与物料流自动化，成功打通从客户订单生成到产品交付的全链条数字化业务流程。公司在国内拥有华南和华东两大生产基地，厂房建筑面积共达 46 万平方米，共有各类先进生产、检测及实验设备 3200 余台。华南基地位于广东省东莞市，包含床垫数字化工厂、套床数字化工厂、自动化成品立库等设施，单基地床垫日产能可达 5000 张。华东基地为公司 IPO 募投项目，位于浙江省嘉兴市，达产后预估将新增床垫产能 95 万张、床架产能 15 万套，并已于 2024 年末达到预定可使用状态。通过数智化生产转型与产线扩建，公司的产能优势逐步凸显，不仅提升了标准化产品的快速供给能力，还打造出高度柔性的生产体系，能根据客户需求实现高度个性化的批量生产。

图表 46 公司生产基地设备信息概览

生产基地设施	设备名称	设备介绍
中央控制平台	终端订单回传中央数据处理中心进行智能分析，匹配原材料采购，下达智能排产、质检、包装、出库指令，全生产过程质量可追溯	
床垫数字化工厂	裱棉机	行业内先进的礼恩派绗缝机
	围条机	行业先六道工艺一体化制作机器
	车间智能辅助物流	自动运输裱棉、围条、弹簧成品
	床网弹簧机	实现自动成型串网生产及三合一独立筒生产
	通过式自动围边机	自动实现床垫围边
套床数字化工厂	车间自动物流	自动运输物料等
	CNC 数控带锯	切割各种材料
	大板套裁加工中心	实现高精度自动化板材加工
	智能非标定制木工加工设备	国内首台非标定制集成生产线异性板铣封边
	高效多边集成自动化生产线	能够同步完成四面封边开槽
	国内首台内牙螺母预埋系统	ABB 六轴机器人+CCD 识别系统，实现振动盘自动翻料和自动翻板；三套 XYZ 三坐标移栽装置定位，自动安装内牙螺母
	法国力克裁皮机	自动化皮革裁剪
自动化成品立库	美国格伯拉布/裁布机	自动化布料裁剪
	成品通过空中连廊自动入库，支撑 5 大品类、1.6 万个品种，按照定制订单+标准产品入库规则，支撑按定制订单分拣、配盘高效智能物流出库，及时配送安装	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 47 公司生产进度看板系统



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 48 公司全自动包装生产线



资料来源：公司官网，华安证券研究所

践行国际化发展战略，开启海外产能布局。2024 年 12 月，公司宣布收购新加坡公司 MIPL100%股权，及其印尼工厂 PTTC 的特定资产。MIPL 公司为新加坡当地知名寝具、沙发等家居用品销售企业，拥有自有品牌产品 Maxcoil、Viro、MooZzz 等，在东南亚市场深耕十余年，渠道网络成熟完善，覆盖新加坡、马来西亚、印尼等国及主流电商平台。而 PTTC 公司拥有位于印尼巴淡岛的生产基地，主要为 MIPL 公司生产寝具、沙发等家居用品。此举标志着公司正式开启海外产能布局，通过收购印尼生产基地，公司不仅能降低海外业务的运输与仓储成本，更可依托当地更低的人力等生产成本，显著提升产品成本竞争力。同时，依托 MIPL 公司的渠道优势及生产基地的地理区位优势，公司不仅能更精准地切入东南亚市场跨境电商业务，更可依托印尼作为东南亚枢纽的辐射能力，为拓展中东和欧美市场提供物流与供应链支撑，加速构建“区域制造+全球销售”的全球化闭环。

图表 49 慕思收购 MIPL 公司后五大品牌



资料来源：MIPL 官网，华安证券研究所

3.2 AI 技术赋能床垫创新，构建智慧睡眠新生态

前瞻布局智能床垫，AI“潮汐”算法等技术赋能产品创新与市场突破。公司自2017年起开始系统研发AI床垫产品，近年来不断加大研发投入，研发费用率稳步上升，并通过与多家权威科研机构或高校合作，将人体工程学、睡眠环境学与AI智能技术融合。2023年公司发布行业独创的AI“潮汐”算法，以此为核心构建起技术壁垒。AI“潮汐”算法通过分析百万级人体大数据，整合了自适应调节算法、睡眠监测算法、睡眠分期算法三大科技力量和人体生物节律，能够通过高效处理睡眠数据与精准监测生理信号，实时感知用户睡眠状态，并结合AutoFit智适应技术进行智能调节，帮助提升深睡时长，提高睡眠质量。公司将技术优势直接赋能于产品创新，2024年发布了搭载AI“潮汐”算法的智能床垫新品T11 Pro，并在2025年完成“潮汐”算法的更新迭代，加强“感知-决策-进化”算法链路的精确性，并发布新品T11+，经多方单位权威测评，用户的平均入睡速度可以提升近50%，平均翻身次数减少14.6%、平均睡眠时长增加38%。公司凭借持续的技术和产品创新，在国内智能床垫市场已迅速站稳脚跟。2024年公司AI智能床垫销售规模已突破亿元，未来有望保持增长态势。

图表 50 公司 AI“潮汐”算法



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 51 公司 AutoFit 智适应技术



资料来源：公司官网，华安证券研究所

以智能床垫为核心产品，打造多样化智能睡眠产品矩阵。始终秉持健康睡眠理念，整合全球优质睡眠资源与前沿科技，将创新研发成果深度融入产品，致力为用户提供全面地智慧睡眠解决方案。目前，公司已形成以智能床垫为核心产品的多样化智能睡眠产品矩阵，现有T11、Meta、Alpha、Digital四个系列的AI床垫产品，其中T11为主打系列，并推出了智能电动床、酣睡枕等智能床具，以及脉冲磁治疗系统、脑机智能安睡仪、舒压头环、智能头戴等助眠设备。此外，公司通过智能睡眠产品为用户提供睡眠报告、线上睡眠诊断等增值服务，将硬件设备与健康服务进行联动，从而构建起覆盖“监测 - 调节 - 干预 - 改善”全场景的智慧睡眠生态体系，全面满足用户从寝具智能化到健康管理个性化的多元需求。

图表 52 慕思 T11 系列 AI 床垫对比情况

产品系列	产品型号	售价	规格	调节系统	主要材质	应用算法	功能介绍
T11 SE	MW11-030	¥ 19980	180*200*26cm 或定制	肩背、腰、臀三区智能调节	AI 柔性调节单元共 10 个；高级针织面料；英威达抗菌棉	潮汐算法	AI 智能调节软硬度睡感；左右分区单区优先调节；可适配智能排骨架；有 7 大休闲模式：观影模式/太空模式/鼾声干预/微按摩模式/一键入眠/定制模式/智能唤醒

T11	MWI1-031	¥ 35800	180*200*27cm 或可定制	肩、背、腰、臀、大腿五区智能调节	AI 柔性调节单元共 14 个；天丝面料；英威达抗菌棉	潮汐算法	AutoFit 智适应技术调节软硬度睡感；左右分区单区优先调节；可适配智能排骨架；可生成睡眠报告；支持 IoT 联动；腿部石墨烯加热
T11 PRO	MWI1-032	¥ 62800	180*200*29cm 或可定制	肩、背、腰、臀、大腿、小腿六区智能调节	AI 柔性调节单元共 18 个；高级针织面料；英威达抗菌棉	潮汐算法	AutoFit 智适应技术调节软硬度睡感；左右分区可同时调节；不可适配智能排骨架；健康睡眠智能检测；支持 IoT 联动；腿部、腰部石墨烯加热
T11+	MWI1-033	¥ 29800	180*200*27cm 或可定制	肩、背、腰、臀、大腿五区智能调节	AI 柔性调节单元共 14 个；透氧面料；睡眠管理器	潮汐算法 2.0	AutoFit 智适应技术调节软硬度睡感；左右分区单区优先调节；不适配智能排骨架；超静音<28db 运行；Sleepcare 健康睡眠管理系统，实时检测用户睡眠数据并生成睡眠报告；支持 IoT 联动；新增三大功能：四大睡姿采集、辅助入眠+柔性唤醒、健康异常报告

资料来源：公司官网，慕思严选官方公众号，华安证券研究所

图表 53 公司 BZZ1-125 型号的智能电动床产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 54 公司 SM-II 型号的脉冲磁治疗系统



资料来源：公司官网，华安证券研究所

智能床垫未来可期，公司采取一系列措施稳步推进相关业务。在研发与产品方面，公司将持续深化跨学科领域的深度协同，持续推动 AI 产品的研发和智能科技的应用升级，例如优化动态支撑系统，探索强化学习技术在算法体系的创新应用。针对当前 AI 床垫单价较高制约放量的问题，公司计划在推出新款产品的同时，有序推动老款产品价格带优化，扩大消费覆盖面。在市场营销方面，公司通过培训激励经销商、推出 AI 床垫套餐、布局 AI 床垫门店、加强消费者教育等组合拳，逐步激活 AI 床垫的消费需求，助力今年延续 AI 业务的增长趋势。

图表 55 公司官网推出的 AI 床垫套餐



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 56 公司打造的睡眠博物馆



资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

（1）软床（床垫、床架）：床垫是公司的核心产品，床架与床垫配套性强，通常与床垫组合成套餐搭售。2024 年公司软床产品实现销量 201.34 万 PCS，均价为 2157.43 元/PCS。目前，公司健康睡眠品牌旗下有多个系列的床垫产品，覆盖高中低端市场，能够满足不同消费者的需求。未来随着产品技术持续迭代、价格带优化以及消费者认知深化，公司主推的 AI 床垫产品有望延续放量趋势，且带来产品均价提升。我们预计 2025-2027 年公司软床产品的收入增速分别为 8%/6%/5%。

（2）其他产品：公司的其他产品包括按摩椅、助眠仪器、配套家具等。目前公司在专注床垫领域发展的同时，推出按摩椅、助眠仪器等多样化产品，拓展睡眠场景应用，构建更为全面的睡眠解决方案。未来随着技术的不断进步与创新，这些产品将愈发成熟，功能更加完善，有望实现一定程度的增长。我们预计 2025-2027 年公司其他产品的收入增速分别为-2%/2%/2%。

（3）沙发：沙发产品是公司近年来推出的新品类，公司在主营健康睡眠业务的同时稳步推进沙发业务。但沙发产品面临较为激烈的市场竞争环境，且复购率较低。当前宏观经济形势存在一定的不确定性，终端消费恢复不及预期，沙发的消费需求也有所抑制。我们预计 2025-2027 年公司沙发产品收入增速分别为-0.5%/0.5%/1.5%。

（4）床品：床品是公司健康睡眠业务的配套品类，公司持续丰富床品产品线以完善睡眠场景解决方案。但床品市场面临较为突出的同质化竞争问题，行业头部品牌如罗莱、水星等占据主要市场份额，公司床品业务在品牌影响力和渠道覆盖上仍有待突破。我们预计 2025-2027 年公司床品收入增速分别为-6%/-2%/2%。

公司一方面在产品、渠道、产能方面持续发力，巩固传统床垫领域的竞争优势；另一方面不断加强研发投入，构建技术壁垒，推动 AI 床垫产品性能升级，并不断丰富智能产品矩阵，打造智慧睡眠新生态，有望创造新的增长空间。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 59.34/62.98/66.65 亿元，分别同比增长 5.9%/6.1%/5.8%；归母净利润分别为 7.90/8.63/9.31 亿元，分别同比增长 3.0%/9.2%/7.9%。截至 2025 年 6 月 13 日，对应 EPS 分别为 1.98/2.16/2.33 元，对应 PE 分别为 14.75/13.5

1/12.52 倍。

图表 57 盈利预测和估值（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5603	5934	6298	6665
收入同比（%）	0.4%	5.9%	6.1%	5.8%
归属母公司净利润	767	790	863	931
净利润同比（%）	-4.4%	3.0%	9.2%	7.9%
毛利率（%）	50.1%	50.5%	50.9%	51.2%
ROE（%）	17.0%	17.2%	18.5%	19.5%
每股收益（元）	1.95	1.98	2.16	2.33
P/E	19.39	14.75	13.51	12.52
P/B	3.35	2.54	2.49	2.44
EV/EBITDA	13.17	9.37	8.70	8.13

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 6 月 13 日）

按照申万三级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品—成品家居”，我们选取申万三级行业分类成品家居下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 6 月 13 日收盘价，根据 Wind 一致预期，家居用品公司的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 19.18/18.18/15.09 倍，慕思股份的 PE（TTM）/PE（2025E）/PE（2026E）分别为 15.66/14.75/13.51 倍，均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 58 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2025E)	PE (2026E)
851437.SI	轻工制造—家居用品—成品家居（申万）	19.18	18.18	15.09
001323.SZ	慕思股份	15.66	14.75	13.51

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 6 月 13 日，成品家居指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，慕思股份的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

5 风险提示

（1）宏观环境风险。公司的主营业务为软床、床垫、沙发等软体家具及配套家居产品的研发、设计、生产和销售，产品定位中高端，属耐用消费品。公司产品的市场销售受经济形势和宏观调控、房地产市场景气度、居民可支配收入、消费理念及消费水平等因素的影响较大。如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长不及预期，消费降级趋势延续，房地产行业持续下行，则公司所处的软体家具行业市场增长也将随之减速，从而对公司产品销售造成影响。若公司不能采取有效措施应对，公司经营可能面临业绩波动的风险。

（2）主要原材料价格波动风险。公司直接材料占主营业务成本的比例为 54.68%，占比较高，其中主要原材料为面料、海绵、皮料、钢线、乳胶和 3D 棉等，占原材料的 60%左右。上述主要原材料的价格受其行业竞争状况、国际贸易往来、供需变化等多方面因素影响。若未来以上因素发生变化，相关主要原材料市场价格存在大幅波动的可能，如果公司不能采取有效应对措施，公司的经营业绩将受到不利影响。

（3）市场竞争加剧风险。随着健康睡眠理念不断深入人心，国内消费者对中、

高端软床产品的接受程度越来越高，吸引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，不能有效保持品牌及服务美誉度、不能持续保持产品竞争力及产品质量优势、不能持续获取主流 KA 商场门店区位优势、不能有效构建电商平台、社交媒体、直播销售等线上销售渠道等，将削弱公司的市场占有率，或将对公司的经营业绩的增长造成不利影响。

（4）品牌运营与管理风险。作为国内知名的床垫品牌之一，“慕思”产品设计、质量和售后服务获得了众多消费者的认同。虽然公司较高的品牌知名度可以提升产品附加值，但品牌知名度的建立和维护需要持续较高成本的投入和可靠的产品质量作为支撑，随着公司经营规模不断扩大，品牌运营与管理的工作难度日益增加，公司可能存在因品牌宣传推广定位偏差、品牌代言人行为失当等引起负面报道，以及宣传文案表述不当而引发品牌舆情等风险。同时，公司所在行业内存在不规范使用商标、碰瓷知名商标等损害诚信经营企业正当利益的情形，公司产品或商标等知识产权存在被恶意竞争对手模仿甚至仿冒可能，该等仿冒伪劣产品将严重冲击消费者对产品质量的信赖或将带来潜在知识产权纠纷。上述风险因素可能直接影响公司的品牌形象和品牌美誉度，进而对公司经营带来不利影响。

（5）经销商管理风险。经销及其专卖店模式是公司最主要的销售方式。经销商专卖店销售模式有利于公司借助经销商的区域资源优势拓展营销网络与服务网络，为消费者提供更好的产品体验，并对各级市场进行有效渗透、提高产品的市场占有率，截至 2024 年末，公司通过经销渠道开拓线下专卖店约 5,400 个。公司由于经销商及其门店数量众多，地域分布较为分散，客观上增加了公司对经销商及其门店的管理难度。若个别经销商未按照公司经销商管理办法及经销协议约定进行销售、业务宣传、品牌管理，则将可能对公司的品牌和声誉带来不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4628	5229	5755	6393		营业收入	5603	5934	6298	6665
现金	1386	1585	1744	2016		营业成本	2797	2936	3091	3250
应收账款	67	65	66	68		营业税金及附加	52	55	58	61
其他应收款	66	68	71	74		销售费用	1403	1507	1596	1686
预付账款	97	97	100	104		管理费用	310	338	353	367
存货	208	211	219	227		财务费用	-26	-25	-21	-14
其他流动资产	2804	3204	3554	3904		资产减值损失	-5	-3	-3	-2
非流动资产	3051	3180	3453	3672		公允价值变动收益	21	0	0	0
长期投资	2	4	6	8		投资净收益	15	17	18	20
固定资产	2320	2501	2648	2761		营业利润	920	947	1034	1115
无形资产	298	284	268	271		营业外收入	5	5	6	7
其他非流动资产	431	391	530	632		营业外支出	6	6	5	4
资产总计	7679	8409	9207	10065		利润总额	919	946	1035	1118
流动负债	3038	3710	4424	5192		所得税	151	156	172	187
短期借款	1058	1608	2208	2858		净利润	767	790	863	931
应付账款	455	475	499	524		少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1525	1627	1717	1810		归属母公司净利润	767	790	863	931
非流动负债	123	111	106	101		EBITDA	1127	1250	1397	1540
长期借款	0	0	0	0		EPS（元）	1.95	1.98	2.16	2.33
其他非流动负债	123	111	106	101						
负债合计	3161	3821	4530	5293						
少数股东权益	0	0	0	0						
股本	400	400	400	400						
资本公积	2791	2791	2791	2791						
留存收益	1327	1397	1486	1581						
归属母公司股东权	4518	4588	4677	4772						
负债和股东权益	7679	8409	9207	10065						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1091	1148	1300	1425		成长能力				
净利润	767	790	863	931		营业收入	0.4%	5.9%	6.1%	5.8%
折旧摊销	261	329	383	437		营业利润	-4.7%	2.9%	9.2%	7.8%
财务费用	14	22	28	37		归属于母公司净利润	-4.4%	3.0%	9.2%	7.9%
投资损失	-15	-17	-18	-20		获利能力				
营运资金变动	61	9	44	46		毛利率（%）	50.1%	50.5%	50.9%	51.2%
其他经营现金流	709	797	820	878		净利率（%）	13.7%	13.3%	13.7%	14.0%
投资活动现金流	-2137	-752	-933	-926		ROE（%）	17.0%	17.2%	18.5%	19.5%
资本支出	-376	-464	-626	-620		ROIC（%）	12.9%	12.3%	12.2%	12.0%
长期投资	-1789	-302	-302	-302		偿债能力				
其他投资现金流	27	14	-5	-4		资产负债率（%）	41.2%	45.4%	49.2%	52.6%
筹资活动现金流	-321	-194	-208	-227		净负债比率（%）	70.0%	83.3%	96.9%	110.9%
短期借款	616	550	600	650		流动比率	1.52	1.41	1.30	1.23
长期借款	0	0	0	0		速动比率	1.39	1.27	1.17	1.11
普通股增加	0	0	0	0		营运能力				
资本公积增加	-51	0	0	0		总资产周转率	0.76	0.74	0.71	0.69
其他筹资现金流	-887	-744	-808	-877		应收账款周转率	103.02	90.00	95.66	99.00
现金净增加额	-1368	199	159	271		应付账款周转率	6.09	6.31	6.34	6.36

每股指标（元）					估值比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.95	1.98	2.16	2.33		P/E	19.39	14.75	13.51	12.52
每股经营现金流	2.73	2.87	3.25	3.56		P/B	3.35	2.54	2.49	2.44
每股净资产	11.29	11.47	11.69	11.93		EV/EBITDA	13.17	9.37	8.70	8.13

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 6 月 13 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。