

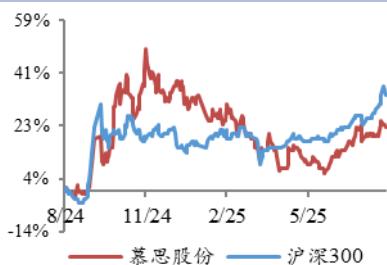
积极布局健康智慧睡眠，25H1AI 产品表现亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价（元）	30.20
近 12 个月最高/最低（元）	42.13/27.83
总股本（百万股）	435
流通股本（百万股）	90
流通股比例（%）	20.62
总市值（亿元）	131
流通市值（亿元）	27

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：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年中报

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 24.78 亿元，同比下降 5.76%；实现归母净利润 3.58 亿元，同比下降 4.14%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 13.56 亿元，同比下降 5.01%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 3.35%。

● AI 产品同比超三倍增长，积极开拓海外市场

2025H1，分产品来看，分产品来看，公司床垫/床架/沙发/床品/其他实现营业收入 12.56/6.95/1.76/1.16/1.94 亿元，同比+1.25%/-10.68%/-15.64%/-22.23%/-7.97%；床垫/床架毛利率分别为 63.55%/49.35%，分别同比+1.79%/+1.56pct。2025 年为公司 AI 战略深耕之年，公司举行“深度 AI 睡眠新革命”新品全球发布会，推出 AI 智能床垫 T11+；新推出的慕思潮汐算法 2.0 不断完善「感知-决策-进化」路径，显著提升睡眠数据的采集、处理、分析及决策效率和精度；与华为签署鸿蒙智选合作备忘录，携手致力于智慧睡眠新生态的构建。2025H1 公司 AI 产品实现收入 1.21 亿，同比超三倍增长。分地区来看，公司境内/境外实现营业收入 23.69/1.09 亿元，同比-7.71%/+73.97%；境内毛利率为 52.85%，同比+1.13pct。公司积极开拓海外市场，在中国香港、澳大利亚、美国、加拿大、新加坡等国家地区设有专卖店，初步形成国际销售网络布局。

● 加强营销投入，毛利率净利率双升

2025H1 公司毛利率为 51.9%，同比+0.64pct；销售/管理/研发/财务费用率为 26.85%/6.7%/4.03%/0.27%，同比+1.66/+0.55/+0.31/+1.10pct；归母净利率为 14.44%，同比+0.25pct。2025 年第二季度公司毛利率为 51.95%，同比-0.24pct；销售/管理/研发/财务费用率为 27.92%/6.21%/4.14%/0.25%，同比+3.87/+0.56/+0.51/+1.19pct；归母净利率为 17.67%，同比+1.43pct。

● 聚焦健康智慧睡眠，夯实品牌高端基因

公司依托“CES 展会（国际消费类电子产品展览）传播”、“321AI 新品发布会”、“618 世界除螨日”三大活动，叠加线上线下高频造势，革新品牌推广方式，多维度多平台协同发力，扩大品牌传播声量。公司发布慕思金管家 4.0 智慧服务体系，依托客户反馈闭环与标准化培训，强化前后端服务意识，系统提升服务专业度与标准化。落地强支撑的 AI 产品服务体系，执行快速响应、高效解决的客诉处理机制，完成 AI 产品知识库搭建，有效赋能经销商 AI 产品落地转化。四城落地高端会员俱乐部，覆盖成员逾 400 人，截至 2025H1，会员注册总量超 392 万，会员规模快速扩张。

● 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

相关报告

1. 聚焦床垫主业，引领智慧睡眠趋势

2025-06-25

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，打造智慧睡眠新业态，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7.91/8.67/9.41亿元，分别同比增长3.0%/9.8%/8.5%。截至2025年8月28日，对应EPS分别为1.82/1.99/2.16元，对应PE分别为16.63/15.15/13.96倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

经济波动带来的风险，房地产市场风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，经销商管理风险，应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。

主要财务指标	单位: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	867	941
净利润同比(%)	-4.4%	3.0%	9.8%	8.5%
毛利率(%)	50.1%	50.5%	50.9%	51.2%
ROE(%)	17.0%	15.5%	15.1%	14.6%
每股收益(元)	1.95	1.82	1.99	2.16
P/E	19.39	16.63	15.15	13.96
P/B	3.35	2.58	2.28	2.03
EV/EBITDA	13.17	10.22	9.05	8.05

资料来源：wind，华安证券研究所（以2025年8月28日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4628	5659	6750	8002	营业收入	5603	5934	6298	6665
现金	1386	2015	2739	3624	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	-26	-26
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	3302	3574	3794	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	1039	1127
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	513	652	754	营业外支出	6	6	5	4
资产总计	7679	8961	10324	11795	利润总额	919	946	1040	1130
流动负债	3038	3717	4432	5199	所得税	151	156	173	189
短期借款	1058	1608	2208	2858	净利润	767	790	867	941
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	1634	1724	1817	归属母公司净利润	767	790	867	941
非流动负债	123	144	139	134	EBITDA	1127	1250	1397	1540
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.95	1.82	1.99	2.16
其他非流动负债	123	144	139	134					
负债合计	3161	3861	4570	5333					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	435	435	435					
资本公积	2791	2751	2751	2751					
留存收益	1327	1914	2567	3276					
归属母公司股东权益	4518	5100	5754	6463					
负债和股东权益	7679	8961	10324	11795					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力									
营业收入	0.4%	5.9%	6.1%	5.8%	营业收入	0.4%	5.9%	6.1%	5.8%
营业利润	-4.7%	2.9%	9.7%	8.4%	营业利润	-4.7%	2.9%	9.7%	8.4%
归属于母公司净利润	-4.4%	3.0%	9.8%	8.5%	归属于母公司净利润	-4.4%	3.0%	9.8%	8.5%
盈利能力									
毛利率 (%)	50.1%	50.5%	50.9%	51.2%	毛利率 (%)	50.1%	50.5%	50.9%	51.2%
净利率 (%)	13.7%	13.3%	13.8%	14.1%	净利率 (%)	13.7%	13.3%	13.8%	14.1%
ROE (%)	17.0%	15.5%	15.1%	14.6%	ROE (%)	17.0%	15.5%	15.1%	14.6%
ROIC (%)	12.9%	11.4%	10.6%	9.8%	ROIC (%)	12.9%	11.4%	10.6%	9.8%
偿债能力									
资产负债率 (%)	41.2%	43.1%	44.3%	45.2%	资产负债率 (%)	41.2%	43.1%	44.3%	45.2%
净负债比率 (%)	70.0%	75.7%	79.4%	82.5%	净负债比率 (%)	70.0%	75.7%	79.4%	82.5%
流动比率	1.52	1.52	1.52	1.54	流动比率	1.52	1.52	1.52	1.54
速动比率	1.39	1.38	1.39	1.42	速动比率	1.39	1.38	1.39	1.42
营运能力									
总资产周转率	0.76	0.71	0.65	0.60	总资产周转率	0.76	0.71	0.65	0.60
应收账款周转率	103.02	90.00	95.66	99.00	应收账款周转率	103.02	90.00	95.66	99.00
应付账款周转率	6.09	6.31	6.34	6.36	应付账款周转率	6.09	6.31	6.34	6.36
每股指标(元)									
每股收益	1.95	1.82	1.99	2.16	每股收益	1.95	1.82	1.99	2.16
每股经营现金流	2.51	2.59	3.00	3.30	每股经营现金流	2.51	2.59	3.00	3.30
每股净资产	11.29	11.72	13.22	14.85	每股净资产	11.29	11.72	13.22	14.85
估值比率									
P/E	19.39	16.63	15.15	13.96	P/E	19.39	16.63	15.15	13.96
P/B	3.35	2.58	2.28	2.03	P/B	3.35	2.58	2.28	2.03
EV/EBITDA	13.17	10.22	9.05	8.05	EV/EBITDA	13.17	10.22	9.05	8.05

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 28 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形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。