

慕思股份(001323)

报告日期: 2025年09月04日

营销投入加大, 期待 AI 产品发力

——慕思股份 25H1 点评报告

投资要点

□ 业绩一览

- 1) 25H1 公司收入 24.78 亿元 (同比-5.76%, 下同), 归母净利 3.58 亿元 (-4.14%), 扣非净利 2.85 亿元 (-20.97%)。
 - 2) 25Q2 单季收入 13.56 亿元 (-4.97%), 归母净利 2.40 亿元 (同比+3.35%), 扣非净利 1.66 亿 (-26.86%)。
- 我们认为扣非口径增速的差异来自理财结构的变化: 25H1 较 24H1 公司增加了交易性金融资产理财的占比, 体现在利息收入同比减少接近 0.3 亿 (计入经常性损益), 而公允价值变动损益增加 0.5 亿 (计入非经)。
- 3) 股份支付费用 25H1 为 2327 万、24H1 为 568 万, 增加 1759 万元, 若剔除后表现更佳。
 - 4) 公司公告中期分红 1.95 亿、分红比例 54.4%。

□ 收入驱动

- 1) 全力推进 AI 睡眠战略: 2025 年为公司 AI 战略深耕之年, 报告期内 AI 产品实现收入 1.21 亿元, 同比实现超三倍增长。公司 3 月发布 AI 智能床垫新品 T11+ 并升级潮汐算法 2.0, 同时与华为签署鸿蒙智选合作备忘录, 技术与生态布局持续领先。
- 2) 核心床垫品类稳健增长: 在行业需求偏弱背景下, 床垫 25H1 收入 12.56 亿元(+1.25%), 床架、沙发、床品等其他品类收入均有不同程度下滑。
- 3) 海外开拓顺利: 25H1 境外收入达 1.09 亿元 (+73.97%), 积极布局东南亚, 并在线上入驻 Wayfair、亚马逊、沃尔玛等多个大型跨境电商平台。
- 4) 深化服务与会员运营: 公司发布金管家 4.0 智慧服务体系, 并持续运营高端会员俱乐部, 增强客户粘性。截至期末, 累计注册会员超 392 万人, 为复购与口碑传播打下坚实基础。

□ 毛利率表现稳健, 加大营销投入

25H1 毛利率同比+0.64pct (25Q2-0.24pct), 相对稳定; 25H1 销售费用率+3.62pct, 主要系销售人员股份支付费用增加 0.15 亿, 且公司加大 AI 产品的渠道&营销投入。

□ 盈利预测与估值

床垫翻新需求占比高, 公司充分受益以旧换新补贴活动拉动, 此外慕思会员体系服务强化、老客户占比高, 渠道变革优化+产品组合升级, 智能床潜力较大, 持续看好。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 57.74 亿/61.97 亿/66.98 亿元, 分别同比+3.06%/+7.32%/+8.09%, 归母净利润 7.71 亿/8.42 亿/9.22 亿, 分别同比+0.47%/+9.25%/+9.44%, 对应当前 PE 16.30X/ 14.92X/13.64X, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 消费力不足, 地产需求进一步下降

投资评级: 增持(维持)

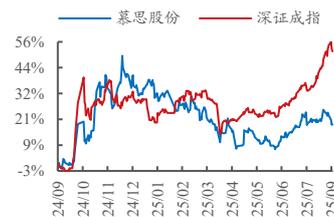
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 28.89
总市值(百万元)	12,569.48
总股本(百万股)	435.08

股票走势图



相关报告

- 1 《毛利率表现稳健, 25 年看好智慧睡眠推广》 2025.04.27
- 2 《收购新加坡软体品牌、推进出海战略, 关注智能床趋势》 2024.12.18
- 3 《费控成效显著, Q4 以旧换新预期带来增量》 2024.10.30

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,603	5,774	6,197	6,698
(+/-) (%)	0.43%	3.06%	7.32%	8.09%
归母净利润	767	771	842	922
(+/-) (%)	-4.36%	0.47%	9.25%	9.44%
每股收益(元)	1.76	1.77	1.94	2.12
P/E	16.38	16.30	14.92	13.64

资料来源：浙商证券研究所

表1：慕思股份财务数据一览

单位：百万元	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
营业总收入	5578.55	1,201.25	1,427.88	2629.14	1,248.71	1,724.90	5602.74	1,121.25	1,356.35	2477.60
YOY	-4.03%	25.50%	-0.99%	9.58%	-11.19%	-2.72%	0.43%	-6.66%	-5.01%	-5.76%
归母净利润	802.27	141.25	231.93	373.18	149.14	245.01	767.33	118.05	239.69	357.74
YOY	13.25%	39.48%	-8.86%	4.90%	-8.29%	-13.70%	-4.36%	-16.43%	3.35%	-4.14%
扣非归母净利润	783.45	133.31	227.64	360.96	129.27	233.10	723.33	118.78	166.49	285.27
YOY	20.59%	36.44%	-8.28%	4.35%	-17.07%	-17.24%	-7.67%	-10.90%	-26.86%	-20.97%
毛利率	50.29%	50.15%	52.19%	51.26%	49.85%	48.46%	50.08%	51.84%	51.95%	51.90%
期间费用率	32.87%	36.42%	32.40%	34.24%	36.87%	30.84%	33.78%	37.06%	38.52%	37.86%
其中：销售费用	1,405.87	318.90	343.44	662.34	314.93	426.07	1,403.34	286.60	378.74	665.34
销售费用率	25.20%	26.55%	24.05%	25.19%	25.22%	24.70%	25.05%	25.56%	27.92%	26.85%
其中：管理费用	303.54	81.13	80.69	161.82	93.91	54.22	309.95	81.86	84.18	166.04
研发费用	185.76	45.87	51.87	97.74	53.68	53.86	205.28	43.76	56.13	99.89
管理+研发费用率	8.77%	10.57%	9.28%	9.87%	11.82%	6.27%	9.20%	11.20%	10.34%	10.73%
其中：财务费用	-61.51	-8.43	-13.31	-21.74	-2.15	-2.12	-26.01	3.29	3.46	6.75
财务费用率	-1.10%	-0.70%	-0.93%	-0.83%	-0.17%	-0.12%	-0.46%	0.29%	0.25%	0.27%
归母净利率	14.38%	11.76%	16.24%	14.19%	11.94%	14.20%	13.70%	10.53%	17.67%	14.44%
存货	242.71	230.21	214.98	214.98	250.33	207.93	207.93	252.67	234.45	234.45
应收账款	42.10	36.46	41.29	41.29	47.48	66.67	66.67	73.20	88.09	88.09
应付账款及应付票据	1064.94	936.43	844.02	844.02	862.64	1067.67	1067.67	960.81	928.27	928.27
预收账款	188.84	153.90	172.56	172.56	167.79	221.94	221.94	229.05	162.84	162.84
经营性现金流净额	1934.70	-23.36	245.99	222.63	183.38	684.51	1090.52	-64.58	150.91	86.33
筹资性现金流净额	-591.21	423.56	-230.82	192.74	-2.07	-512.05	-321.38	-170.34	135.80	-34.54
资本开支	395.67	121.27	136.04	257.32	67.13	56.23	380.68	68.94	50.99	119.92
ROE	17.83%	3.03%	4.99%	8.08%	3.33%	5.53%	16.76%	2.58%	5.24%	7.94%
资产负债率	35.13%	33.67%	34.19%	34.19%	40.77%	41.16%	41.16%	37.04%	40.40%	40.40%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,628	5,233	6,348	7,234
现金	1,386	1,880	2,809	3,871
交易性金融资产	2,691	2,691	2,691	2,691
应收账款	67	94	182	116
其它应收款	66	58	91	59
预付账款	97	121	128	132
存货	208	276	335	252
其他	113	113	113	113
非流动资产	3,051	3,107	3,182	3,284
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2	4	6	8
固定资产	2,320	2,381	2,450	2,545
无形资产	298	305	298	298
在建工程	46	96	146	196
其他	384	321	281	238
资产总计	7,679	8,340	9,530	10,518
流动负债	3,038	2,928	3,276	3,342
短期借款	1,058	1,078	1,108	1,148
应付款项	1,068	1,009	1,208	1,165
预收账款	0	0	0	0
其他	912	841	959	1,030
非流动负债	123	123	123	123
长期借款	0	0	0	0
其他	123	123	123	123
负债合计	3,161	3,051	3,399	3,465
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4,518	5,289	6,131	7,053
负债和股东权益	7,679	8,340	9,530	10,518

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,091	695	1,117	1,240
净利润	767	771	842	922
折旧摊销	261	139	118	93
财务费用	14	32	33	34
投资损失	(15)	(6)	(8)	(11)
营运资金变动	61	(241)	132	203
其它	3	0	0	0
投资活动现金流	(2,137)	(188)	(184)	(184)
资本支出	(376)	(192)	(191)	(194)
长期投资	(1,789)	(2)	(1)	(2)
其他	27	6	8	11
筹资活动现金流	(321)	(12)	(3)	6
短期借款	616	20	30	40
长期借款	0	0	0	0
其他	(938)	(32)	(33)	(34)
现金净增加额	(1,368)	494	929	1,061

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,603	5,774	6,197	6,698
营业成本	2,797	2,934	3,143	3,386
营业税金及附加	52	50	55	60
营业费用	1,403	1,449	1,543	1,681
管理费用	310	315	339	367
研发费用	205	156	167	181
财务费用	(26)	4	5	(8)
资产减值损失	(5)	0	0	0
公允价值变动损益	21	0	0	0
投资净收益	15	6	8	11
其他经营收益	37	34	37	41
营业利润	920	907	991	1,084
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	919	907	991	1,084
所得税	151	136	149	163
净利润	767	771	842	922
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	767	771	842	922
EBITDA	1,127	1,044	1,105	1,158
EPS (最新摊薄)	1.76	1.77	1.94	2.12

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.43%	3.06%	7.32%	8.09%
营业利润	-4.68%	-1.42%	9.25%	9.44%
归属母公司净利润	-4.36%	0.47%	9.25%	9.44%
获利能力				
毛利率	50.08%	49.19%	49.29%	49.46%
净利率	13.70%	13.35%	13.59%	13.76%
ROE	16.98%	14.58%	13.74%	13.07%
ROIC	12.87%	12.01%	11.53%	10.98%
偿债能力				
资产负债率	41.16%	36.58%	35.66%	32.95%
净负债比率	-6.39%	-14.42%	-27.11%	-38.05%
流动比率	1.52	1.79	1.94	2.16
速动比率	1.39	1.61	1.76	2.02
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.72	0.69	0.67
应收账款周转率	103.02	72.00	45.00	45.00
应付账款周转率	6.09	5.77	5.81	5.89
每股指标(元)				
每股收益	1.76	1.77	1.94	2.12
每股经营现金	2.51	1.60	2.57	2.85
每股净资产	10.38	12.16	14.09	16.21
估值比率				
P/E	16.38	16.30	14.92	13.64
P/B	2.78	2.38	2.05	1.78
EV/EBITDA	13.17	12.60	11.09	9.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>