

公司研究 | 点评报告 | 慕思股份 (001323.SZ)

慕思股份 2025H1 点评：经营韧性强，中期分红回报股东

报告要点

公司 2025H1 营收/归母净利润/扣非净利润为 24.8/3.6/2.9 亿元，同比-6%/-4%/-21%；2025Q2 分别对应 13.56/2.40/1.66 亿元，同比-5%/+3%/-27%。收入端经营韧性强；盈利端复杂环境下盈利能力保持稳健。公司正把握 AI 床垫、家居国补等成长契机聚焦提份额。看好公司品牌势能与 AI 床垫产品的差异化竞争优势。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUU463



米雁翔

SAC: S0490520070002



应奇航

SAC: S0490524080008

慕思股份 (001323.SZ)

慕思股份 2025H1 点评：经营韧性强，中期分红回报股东

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2025H1 营收/归母净利润/扣非净利润为 24.8/3.6/2.9 亿元，同比-6%/-4%/-21%；2025Q2 分别对应 13.56/2.40/1.66 亿元，同比-5%/+3%/-27%。

事件评论

- **收入：经营韧性强。2025H1 收入同比-6%，Q2 同比-5%。**其中：1) **分产品**：H1 床垫/床架/沙发/床品收入同比+1%/-11%/-16%/-22%，床垫作为公司核心品类实现韧性表现，且 AI 床垫不断放量亦有贡献；2) **分渠道**：估计 H1 线下经销业务有所承压，电商业务受上年同期辛巴相关高基数影响，如若剔除此部分影响，估计电商同比有不错增速。
- **盈利：复杂环境下盈利能力保持稳健。**H1 毛利率同比+0.6pct，公司内部降本提效持续推进。其中床垫/床架毛利率同比+1.8/+1.6pcts。其中 Q2 毛利率同比-0.2pct，归母净利率+1.4pcts，Q2 销售/管理/研发费用率同比+3.9/+0.6/+0.5pcts；Q2 利息收入减少而投资收益增加，主因理财方式变化，Q2 公允价值变动净收益占收入比重同比+4.4pcts，由此导致归母与扣非口径利润率趋势差异，Q2 扣非净利率同比-3.7pcts。
- **AI 床垫+家居国补，当下把握成长契机聚焦提份额。**1) **AI 床垫**：2025 年为公司 AI 战略深耕之年，公司加速打造差异化大单品实现快速放量，今年 H1 公司 AI 产品收入 1.21 亿元，同比超三倍增长。今年 3 月推出的 T11+系列新品，搭载前沿智能睡眠技术；今年公司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。渠道策略上，今年公司拟新开开设直营 AI 产品专卖店，加快提升消费者的产品认知与市场接受度，并推动 AI 床垫在存量门店中的渗透，同时叠加渠道返点补贴等支持政策。2) **家居国补**：对家居消费景气度形成支撑，且助力公司提份额。
- **公司多年聚焦睡眠场景。**1) 产品端，公司不断强化产品套系化销售、爆款开发、SPU 精减、智能科技发展，推动提升成单率和高端产品销售占比；2) 渠道端梳理优化门店系列，2025H1 专卖店数净减少约 100 家至 5300 家；3) 品牌端持续强化品牌建设，通过管家服务体系建设积累老客资源，培育转介绍的业务潜力，2024 年公司会员系统新增注册量 148.37 万人至 314.27 万人，截至 2025H1，会员注册总量已超 392 万。4) 出海：跨境电商与线下品牌拓展并进，同时在收购新加坡床垫品牌 Maxcoil 及其印尼工厂后，东南亚品牌拓展有望加速，后续整体有望延续较优增势（2025H1 境外收入同增 74%）。
- **看好公司品牌势能与 AI 床垫产品的差异化竞争优势。**公司 2024 年分红比例达到 90%，预计今年有望维持较高分红水平，其中今年中期分红 1.95 亿元。预计公司 2025-2027 年公司归母净利润为 7.8/8.2/9.0 亿元，对应 PE 16/15/14x，维持“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。

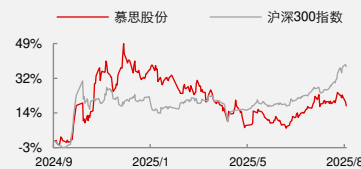
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	28.88
总股本(万股)	43,508
流通A股/B股(万股)	8,969/0
每股净资产(元)	11.24
近12月最高/最低价(元)	42.13/27.83

注：股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《慕思股份 2024A&2025Q1 点评：国补带动需求修复，AI 床垫加速拓展助力提份额》2025-05-13
- 《慕思股份深度：日就月将，品牌为王》2025-02-28



更多研报请访问
长江研究小程序

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。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5603	5714	6046	6667	货币资金	1386	48	256	1061
营业成本	2797	2839	3003	3308	交易性金融资产	2691	2791	2891	2991
毛利	2806	2875	3043	3359	应收账款	67	0	0	0
%营业收入	50%	50%	50%	50%	存货	208	0	0	0
营业税金及附加	52	57	61	67	预付账款	97	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	179	113	113	113
销售费用	1403	1520	1608	1773	流动资产合计	4628	2952	3261	4165
%营业收入	25%	27%	27%	27%	长期股权投资	2	2	2	2
管理费用	310	314	333	367	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	2320	2320	2320	2320
研发费用	205	206	218	240	无形资产	298	298	298	298
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-26	20	13	5	递延所得税资产	60	60	60	60
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	371	371	371	371
加: 资产减值损失	-5	0	0	0	资产总计	7679	6003	6312	7216
信用减值损失	-2	0	0	0	短期贷款	1058	510	0	0
公允价值变动收益	21	100	100	100	应付款项	455	0	0	0
投资收益	15	43	42	50	预收账款	0	0	0	0
营业利润	920	929	980	1083	应付职工薪酬	104	0	0	0
%营业收入	16%	16%	16%	16%	应交税费	134	0	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	其他流动负债	1287	41	41	41
利润总额	919	929	980	1083	流动负债合计	3038	551	41	41
%营业收入	16%	16%	16%	16%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	151	153	162	178	应付债券	0	0	0	0
净利润	767	776	819	905	递延所得税负债	10	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	767	776	819	905	其他非流动负债	113	113	113	113
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	3161	674	164	164
EPS (元)	1.95	1.78	1.88	2.08	归属于母公司所有者权益	4518	5329	6148	7053
					少数股东权益	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					股东权益	4518	5329	6148	7053
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	7679	6003	6312	7216
经营活动现金流净额	1091	-852	682	755					
取得投资收益收回现金	27	43	42	50	基本指标				
长期股权投资	-2	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-376	0	0	0	每股收益	1.95	1.78	1.88	2.08
其他	-1786	0	0	0	每股经营现金流	2.73	(1.96)	1.57	1.73
投资活动现金流净额	-2137	43	42	50	市盈率	19.39	16.19	15.34	13.89
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.35	2.36	2.04	1.78
股权融资	0	35	0	0	EV/EBITDA	13.17	16.79	14.98	12.66
银行贷款增加(减少)	616	-548	-510	0	总资产收益率	10.0%	12.9%	13.0%	12.5%
筹资成本	-699	-16	-5	0	净资产收益率	17.0%	14.6%	13.3%	12.8%
其他	-238	0	0	0	净利率	13.7%	13.6%	13.5%	13.6%
筹资活动现金流净额	-321	-529	-515	0	资产负债率	41.2%	11.2%	2.6%	2.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1368	-1338	209	805	总资产周转率	0.73	0.95	0.96	0.92

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 / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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情形范围内，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。