

慕思股份 (001323.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

锚定 AI 战略与出海布局，筑牢品牌核心竞争力

业绩简评

10 月 29 日公司发布 2025 年三季报, 25Q1-Q3 公司实现营收 37.61 亿元, 同比-3.01%, 归母净利润 4.67 亿元, 同比-10.61%。其中单 Q3 实现营收 12.84 亿元, 同比+2.79%, 归母净利润 1.09 亿元, 同比-26.80%。

经营分析

单季度营收同比增长, 红利价值显现提升股东回报。公司三季度营收同比高单位数增长, 实现今年单季度营收首次正增长, 主要系电商渠道拓展及 AI 床垫收入贡献。公司 9 月 20 日公告 25 年半年度权益分派方案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 4.50 元 (含税), 25H1 股利分配率达到 55%, 公司有望保持稳健分红节奏。

25Q3 毛利率增长延续, 多措并举支持战略扩张。 25Q1-Q3 公司毛利率为 52.34%, 同比+1.54pcts; Q3 整体毛利率为 53.18%, 同比+1.23pcts, 主要系公司供应链管理降本增效成果显著, 叠加经销商管理初见成效。费用率方面, 25Q1-Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 28.69%/6.74%/4.28%, 同比+3.49/+0.15/+0.38pcts, 其中单 25Q3 销售/管理/研发费用率分别为 32.22%/6.82%/4.75%, 同比+7.00/-0.70/+0.45pcts, 费用提升系公司战略布局影响: (1) 全面推进抖音等电商渠道布局; (2) 出海业务持续拓展, 已与马来西亚 GETHA、越南 VINABEDDING、沙特 MAZ HOLDING 及印尼 DAP 四国领军企业签署国家级战略合作协议; (3) AI 床垫持续推广, 消费者教育加速市场渗透, 同时推进 AI 床垫旗舰店、购物中心专卖店, 推动慕思向消费者品牌转型。

睡眠经济下 AI 床垫渗透机遇, 携手华为鸿蒙开创新生态。 25 年 6 月公司与华为签署鸿蒙智选合作备忘录, 9 月底联合推出鸿蒙智选慕思智能床, 新品价格下探将覆盖更广泛客群, 同时助力 26 年慕思主品牌 T12 系列维持高端定位和拓展价格带。本次合作中公司与华为共研共创, 生态互联, 华为大厂生态链将从技术迭代、供应链规模效应、产品推广等多方面赋能, 助力 AI+床垫加速渗透。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年归母净利润为 6.9、7.2、8.2 亿元, 同比-9.34%、+3.57%、+13.89%。考虑到公司 AI 床垫持续渗透, 华为鸿蒙智选持续赋能, 当前股价对应 25-27 年 PE 为 17X、17X、15X, 维持“买入”评级。

风险提示

新品拓展不畅; 原材料价格波动; 渠道变革不畅; 宏观经济风险。

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

联系人: 谢丽丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 27.45 元

相关报告:

- 《慕思股份公司点评: AI 床垫未来可期, 鸿蒙智选加速破圈》, 2025.8.28
- 《慕思股份公司深度研究: 行业大有可为, AI 床垫驱动新成长》, 2025.5.10



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	5,665	6,186	7,430
营业收入增长率	-4.03%	0.43%	1.11%	9.20%	20.11%
归母净利润(百万元)	802	767	696	720	821
归母净利润增长率	13.17%	-4.36%	-9.34%	3.57%	13.89%
摊薄每股收益(元)	2.006	1.918	1.599	1.656	1.886
每股经营性现金流净额	4.84	2.73	1.66	2.79	3.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.29%	16.98%	13.11%	12.38%	12.84%
P/E	15.21	19.71	17.17	16.58	14.55
P/B	2.63	3.35	2.25	2.05	1.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

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	5,665	6,186	7,430
增长率		-4.0%	0.4%	1.1%	9.2%	20.1%
主营业务成本	-3,111	-2,773	-2,797	-2,711	-2,944	-3,527
%销售收入	53.5%	49.7%	49.9%	47.9%	47.6%	47.5%
毛利	2,701	2,806	2,806	2,954	3,242	3,903
%销售收入	46.5%	50.3%	50.1%	52.1%	52.4%	52.5%
营业税金及附加	-47	-48	-52	-45	-49	-59
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,457	-1,406	-1,403	-1,518	-1,584	-1,895
%销售收入	25.1%	25.2%	25.0%	26.8%	25.6%	25.5%
管理费用	-312	-304	-310	-340	-346	-416
%销售收入	5.4%	5.4%	5.5%	6.0%	5.6%	5.6%
研发费用	-158	-186	-205	-227	-247	-305
%销售收入	2.7%	3.3%	3.7%	4.0%	4.0%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	727	863	835	824	1,015	1,228
%销售收入	12.5%	15.5%	14.9%	14.5%	16.4%	16.5%
财务费用	37	62	26	-90	-232	-313
%销售收入	-0.6%	-1.1%	-0.5%	1.6%	3.7%	4.2%
资产减值损失	-11	1	-7	-5	0	-1
公允价值变动收益	1	0	21	0	0	0
投资收益	1	2	15	45	35	20
%税前利润	0.1%	0.2%	1.6%	5.6%	4.2%	2.1%
营业利润	819	965	920	809	838	954
营业利润率	14.1%	17.3%	16.4%	14.3%	13.5%	12.8%
营业外收支	0	-6	-1	0	0	0
税前利润	819	959	919	809	838	954
利润率	14.1%	17.2%	16.4%	14.3%	13.5%	12.8%
所得税	-110	-157	-151	-113	-117	-134
所得税率	13.5%	16.4%	16.5%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	709	802	767	696	720	821
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	696	720	821
净利率	12.2%	14.4%	13.7%	12.3%	11.6%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	709	802	767	696	720	821
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	313	256	268	256	303	360
非经营收益	-15	27	-5	43	12	30
营运资金变动	-359	849	61	-333	82	268
经营活动现金净流	647	1,935	1,091	662	1,117	1,478
资本开支	-617	-395	-376	-201	-790	-740
投资	-700	-558	-1,789	-55	0	0
其他	1	1	27	45	35	20
投资活动现金净流	-1,316	-951	-2,137	-211	-755	-720
股权募资	1,484	0	0	271	0	0
债权募资	0	442	616	210	180	78
其他	-490	-1,033	-938	-317	-335	-378
筹资活动现金净流	994	-591	-321	164	-155	-300
现金净流量	328	393	-1,368	616	206	458

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	1,977	2,147	2,573
应收款项	300	96	132	140	151	181
存货	220	243	208	226	241	289
其他流动资产	876	1,166	2,902	2,946	2,956	2,981
流动资产	3,167	4,381	4,628	5,288	5,495	6,024
%总资产	54.5%	61.3%	60.3%	62.3%	59.2%	58.5%
长期投资	0	0	2	157	237	317
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%	30.0%	32.5%	33.0%
无形资产	381	355	330	360	377	392
非流动资产	2,646	2,771	3,051	3,205	3,792	4,273
%总资产	45.5%	38.7%	39.7%	37.7%	40.8%	41.5%
资产总计	5,813	7,152	7,679	8,493	9,288	10,297
短期借款	41	465	1,071	1,321	1,500	1,578
应付款项	939	1,422	1,479	1,297	1,368	1,639
其他流动负债	339	483	488	411	459	559
流动负债	1,319	2,370	3,038	3,029	3,327	3,776
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	135	142	123	158	142	130
负债	1,454	2,512	3,161	3,187	3,469	3,907
普通股股东权益	4,358	4,639	4,518	5,306	5,819	6,391
其中：股本	400	400	400	400	400	400
未分配利润	966	1,315	1,386	1,804	2,236	2,728
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	8,493	9,288	10,297

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.772	2.006	1.918	1.599	1.656	1.886
每股净资产	10.896	11.598	11.294	12.196	13.373	14.689
每股经营现金净流	1.619	4.837	2.726	1.656	2.791	3.695
每股股利	4.000	1.000	1.750	0.696	0.720	0.821
回报率						
净资产收益率	16.27%	17.29%	16.98%	13.11%	12.38%	12.84%
总资产收益率	12.20%	11.22%	9.99%	8.19%	7.76%	7.97%
投入资本收益率	14.30%	14.09%	12.46%	10.69%	11.93%	13.25%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.31%	-4.03%	0.43%	1.11%	9.20%	20.11%
EBIT 增长率	-9.32%	18.58%	-3.16%	-1.41%	23.24%	20.99%
净利润增长率	3.27%	13.17%	-4.36%	-9.34%	3.57%	13.89%
总资产增长率	29.22%	23.03%	7.37%	10.61%	9.35%	10.87%
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	160.6	166.5	152.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.78%	-69.22%	-66.54%	-63.08%	-57.36%	-57.68%
EBIT 利息保障倍数	-19.5	-14.0	-32.1	9.1	4.4	3.9
资产负债率	25.02%	35.13%	41.16%	37.52%	37.35%	37.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	1	7	10	18
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.22	1.17	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2025-05-10	买入	32.08	36.00~36.00
2	2025-08-28	买入	29.86	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806