

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

慕思股份(001323)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

慕思股份: 床垫龙头品类优势显著,
把握 AI 床垫增长机遇

慕思股份: 国补驱动订单回暖, AI 床
垫&出海快速推进

Q3 零售渠道恢复、盈利亮眼, 估值低
位关注配置机会

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

慕思股份: 业绩短期承压, 期待 AI 床垫打开空间

2025 年 10 月 31 日

事件: 公司发布 2025 三季报。2025Q1-3 公司实现收入 37.61 亿元 (同比-3.0%), 归母净利润 4.67 亿元 (同比-10.6%), 扣非归母净利润 3.66 亿元 (同比-25.2%); 2025Q3 公司实现收入 12.84 亿元 (同比+2.8%), 归母净利润 1.09 亿元 (同比-26.8%), 扣非归母净利润 0.81 亿元 (同比-37.4%)。

业绩短暂承压, 渠道稳步优化。受房地产市场深度调整、整体内需较弱的影响, 行业需求动力不足, 公司业绩有所承压。在此背景下, 公司深耕全渠道布局, 激发客单转化潜力: 线下渠道方面, 核心门店选址不断优化, 赋能经销商零售能力; 线上渠道方面, 深耕淘天系的同时, 在抖音渠道不断发力, 打造爆款产品。积极开拓海外渠道, 线下布局东亚五国, 线上跨境电商入驻亚马逊、沃尔玛等多家大型平台。我们预计在公司全渠道体系架构下, 有望通过经营质量提升维持业绩稳健。

科技赋能健康睡眠, 把握智能化升级机遇。公司深度布局 AI 智能床垫领域, 将人体工程学、睡眠环境学融入 AI 智能技术, 打造“量身定制健康睡眠系统”, 为消费者提供个性化、智能化的健康睡眠解决方案。公司以智能床垫为核心, 同步发力沙发及大家居业务, 现已形成“健康睡眠、沙发、大家居”三大品牌, 构建起完整的中高端及年轻时尚全品类品牌矩阵。随着消费者对健康睡眠理念的不断认可, 以及 AI 等新质生产力的不断发展, 我们预计智能床垫品类的渗透率将不断提升。公司作为深耕健康睡眠领域的行业龙头, 在智能睡眠赛道拥有充分先发优势, 有望借助该浪潮实现业绩与行业集中度的提升。

毛利率稳中有升。2025Q3 公司毛利率/归母净利率分别为 53.2%/8.5% (同比+3.33pct/-3.44pct)。费用率方面, 2025Q3 期间费用率为 44.4% (同比+7.5pct), 其中销售费用率/研发费用率/管理费用率/财务费用率分别为 32.2%/4.8%/6.8%/0.6% (同比分别+7.0pct/+0.5pct/-0.7pct/+0.7pct)。

现金流保持充沛, 经营能力基本稳定。公司经营稳健性延续, 截至 2025Q3, 公司存货周转天数 339.5 天 (同比+4.6 天)、应收账款周转天数 5.4 天 (同比+2.3 天)、应付账款周转天数 67.8 天 (同比+10.8 天)。2025Q3 公司经营性净现金流为 0.7 亿元 (同比-1.2 亿元), 收益质量保持较好水平。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.2/7.9/8.8 亿元, 对应 PE 为 16.2X/14.8X/13.3X。

风险因素: 房地产市场低迷、市场竞争加剧、贸易摩擦风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,579	5,603	5,572	6,129	6,742
增长率 YoY %	-4.0%	0.4%	-0.5%	10.0%	10.0%
归属母公司净利润 (百万元)	802	767	723	792	883
增长率 YoY%	13.2%	-4.4%	-5.7%	9.4%	11.5%
毛利率%	50.3%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
净资产收益率ROE%	17.3%	17.0%	15.1%	15.5%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.84	1.76	1.66	1.82	2.03
市盈率 P/E(倍)	14.64	15.31	16.24	14.84	13.30
市净率 P/B(倍)	2.53	2.60	2.46	2.30	2.15

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,381	4,628	5,760	6,534	7,365
货币资金	2,876	1,386	1,870	2,576	3,336
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	42	67	341	358	375
预付账款	127	97	223	214	202
存货	243	208	348	374	402
其他	1,093	2,870	2,979	3,012	3,052
非流动资产	2,771	3,051	3,185	2,949	2,709
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产(合计)	2,045	2,320	2,177	1,978	1,771
无形资产	319	298	302	278	255
其他	407	431	703	692	681
资产总计	7,152	7,679	8,945	9,483	10,075
流动负债	2,370	3,038	3,851	4,073	4,311
短期借款	442	1,058	1,058	1,058	1,058
应付票据	602	613	247	263	280
应付账款	463	455	502	510	514
其他	863	912	2,044	2,242	2,459
非流动负债	142	123	311	311	311
长期借款	0	0	25	25	25
其他	142	123	286	286	286
负债合计	2,512	3,161	4,162	4,384	4,622
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4,639	4,518	4,783	5,099	5,452
负债和股东权益	7,152	7,679	8,945	9,483	10,075

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,579	5,603	5,572	6,129	6,742
同比(%)	-4.0%	0.4%	-0.5%	10.0%	10.0%
归属母公司净利润	802	767	723	792	883
同比(%)	13.2%	-4.4%	-5.7%	9.4%	11.5%
毛利率(%)	50.3%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
ROE%	17.3%	17.0%	15.1%	15.5%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.84	1.76	1.66	1.82	2.03
P/E	14.64	15.31	16.24	14.84	13.30
P/B	2.53	2.60	2.46	2.30	2.15
EV/EBITDA	8.57	13.17	9.36	8.21	7.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,579	5,603	5,572	6,129	6,742
营业成本	2,773	2,797	2,782	3,059	3,362
营业税金及附加	48	52	50	55	61
销售费用	1,406	1,403	1,399	1,539	1,689
管理费用	304	310	304	333	364
研发费用	186	205	206	227	249
财务费用	-62	-26	17	10	0
减值损失合计	-2	-5	0	0	0
投资净收益	2	15	17	10	7
其他	42	48	36	32	34
营业利润	965	920	867	949	1,058
营业外收支	-6	-1	-1	-1	-1
利润总额	959	919	866	948	1,057
所得税	157	151	143	156	174
净利润	802	767	723	792	883
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	802	767	723	792	883
EBITDA	1,148	1,127	1,190	1,271	1,375
EPS(当年)(元)	2.01	1.95	1.66	1.82	2.03

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,935	1,091	1,218	1,326	1,439
净利润	802	767	723	792	883
折旧摊销	254	261	307	313	318
财务费用	9	14	38	38	38
投资损失	-2	-15	-17	-10	-7
营运资金变动	849	61	185	194	206
其它	23	3	-20	-1	0
投资活动现金流	-951	-2,137	-409	-106	-112
资本支出	-395	-376	-248	-51	-54
长期投资	-558	-1,789	-40	-40	-40
其他	1	27	-121	-15	-18
筹资活动现金流	-591	-321	-323	-513	-568
吸收投资	0	0	-1	35	0
借款	442	616	25	0	0
支付利息或股息	-405	-699	-472	-513	-568
现金流净增加额	393	-1,368	484	707	760

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美妆等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。