

慕思股份 (001323.SZ)

Q3 营收修复，营销投入蓄势长期发展

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2025 年三季报，前三季度实现收入 37.6 亿元，同比-3.0%，实现归母净利 4.7 亿元，同比-10.6%，扣非归母净利 3.7 亿元，同比-25.3%;单 Q3 营收 12.8 亿元，同比+2.8%，归母净利 1.1 亿元，同比-26.8%，扣非归母净利 0.81 亿元，同比-37.4%。

➤ **Q3 营收增长修复，AI 智慧睡眠产品渠道布局深化。**公司 2025 年前三季度实现收入 37.6 亿元，同比-3.0%，单 Q3 营收+2.8%，增长有所修复。公司 2025 年上半年 AI 产品实现营收 1.21 亿元。渠道推广上，传统经销渠道重点发力 AI 产品；智慧睡眠直营店聚焦高流量核心商圈布局，重点进驻万象系、龙湖系等优质商业载体。在产品宣传上，线上发力小红书、B 站等媒体平台，线下在主流一二线城市布局地标性具备 AI 产品体验及品牌文化传递作用的智慧睡眠博物馆。公司目前已与重要的生态合作伙伴达成合作备忘录，携手致力于智慧睡眠新生态的构建，下半年将正式发布合作款新产品。

➤ **Q3 毛利率提升亮眼，营销投入有所增加。**1) **毛利率:** 前三季度公司实现毛利率 52.3%，同比+1.5pct，单 Q3 毛利率 53.2%同比+3.3 pct。2) **期间费用:** 前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别同比+3.5pct、+0.15pct、+0.37pct、+1pct，其中销售费用率提升较大，财务费率提升较大因利息收入减少。3) **净利率:** 前三季度归母净利率 12.4%，同比-1.05pct，单 Q3 归母净利率 8.5%同比-3.4pct，主要为销售费率提升较大所致。前三季度公司投资收益、公允价值变动损益较上年提升较大，主要因理财收益增长。

➤ **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.1 亿元 7.7 亿元、8.3 亿元 (上期预测 25-26 年分别为 8.8 亿元、9.6 亿元，根据三季报净利调整上期预测)，增速分别为-7.1%、+8.2%、+7.3%，目前股价对应 25 年、26 年 PE 为 17X、15X，公司作为国内中高端床垫龙头品牌优、渠道强，且具备品类连带、客群拓宽的良好基础，行业下行时期仍保持较强的盈利能力稳定性，享有一定品牌溢价，维持“买入”评级。

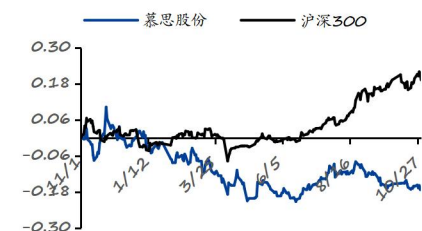
➤ **风险提示:** 宏观环境风险、市场竞争加剧风险、品牌运营与管理风险

买入 (维持评级)

基本数据

日期	2025-10-31
收盘价:	27.00 元
总股本/流通股本(百万股)	435.08/89.69
流通 A 股市值(百万元)	2,421.76
每股净资产(元)	10.15
资产负债率(%)	42.62
一年内最高/最低价(元)	42.13/26.51

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

相关报告

1、慕思股份(001323.SZ)首次覆盖:赛道优品牌好,改革效能释放正当时——2024.12.25

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,579	5,603	5,433	5,738	6,060
增长率	-4%	0%	-3%	6%	6%
净利润(百万元)	802	767	713	772	828
增长率	13%	-4%	-7%	8%	7%
EPS(元/股)	1.84	1.76	1.64	1.77	1.90
市盈率(P/E)	14.6	15.3	16.5	15.2	14.2
市净率(P/B)	2.5	2.6	2.4	2.2	2.1

数据来源:公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,386	1,504	1,537	1,911
应收票据及账款	67	64	68	72
预付账款	97	91	95	100
存货	208	194	203	222
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,870	2,782	2,787	2,792
流动资产合计	4,628	4,635	4,691	5,097
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	2,320	2,419	2,510	2,593
在建工程	46	46	46	46
无形资产	298	300	287	278
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	384	411	427	438
非流动资产合计	3,051	3,179	3,273	3,358
资产合计	7,679	7,814	7,963	8,455
短期借款	1,058	1,214	900	900
应付票据及账款	1,068	723	767	814
预收款项	0	0	0	0
合同负债	222	215	227	240
其他应付款	402	402	402	402
其他流动负债	288	283	289	296
流动负债合计	3,038	2,836	2,586	2,652
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	123	123	123	123
非流动负债合计	123	123	123	123
负债合计	3,161	2,960	2,709	2,775
归属母公司所有者权益	4,518	4,854	5,254	5,680
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	4,518	4,854	5,254	5,680
负债和股东权益	7,679	7,814	7,963	8,455

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,091	594	995	1,053
现金收益	988	961	1,031	1,093
存货影响	35	14	-10	-19
经营性应收影响	9	14	-4	-4
经营性应付影响	48	-345	44	47
其他影响	11	-51	-67	-65
投资活动现金流	-2,137	-255	-269	-272
资本支出	-353	-338	-329	-335
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-1,782	83	60	63
融资活动现金流	-321	-221	-693	-407
借款增加	605	156	-314	0
股利及利息支付	-699	-417	-445	-468
股东融资	0	35	0	0
其他影响	-228	6	65	61

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,603	5,433	5,738	6,060
营业成本	2,797	2,605	2,735	2,872
税金及附加	52	45	49	53
销售费用	1,403	1,548	1,607	1,697
管理费用	310	299	316	330
研发费用	205	201	204	215
财务费用	-26	12	8	4
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
公允价值变动收益	21	80	60	54
投资收益	15	30	16	20
其他收益	37	37	37	37
营业利润	920	855	926	993
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	919	854	924	992
所得税	151	141	152	163
净利润	767	713	772	828
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	767	713	772	828
EPS（按最新股本摊薄）	1.76	1.64	1.77	1.90

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	0.4%	-3.0%	5.6%	5.6%
EBIT 增长率	-0.6%	-3.1%	7.7%	6.9%
归母公司净利润增长率	-4.4%	-7.1%	8.2%	7.3%
获利能力				
毛利率	50.1%	52.0%	52.3%	52.6%
净利率	13.7%	13.1%	13.5%	13.7%
ROE	17.0%	14.7%	14.7%	14.6%
ROIC	33.4%	27.4%	28.7%	27.1%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	37.9%	34.0%	32.8%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	3	4	4	4
存货周转天数	29	28	26	27
每股指标（元）				
每股收益	1.76	1.64	1.77	1.90
每股经营现金流	2.51	1.36	2.29	2.42
每股净资产	10.38	11.16	12.08	13.06
估值比率				
P/E	15	16	15	14
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	35	36	34	32

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn