

慕思股份 (001323.SZ)

Q1 营收保持韧性，重回报分红提升

投资要点：

➤ **事件：**公司发布 2025 年报及 26 年一季报，25 年实现收入 52.3 亿元，同比-6.7%，实现归母净利润 5.4 亿元，同比-30.2%，扣非归母净利 4.0 亿元，同比-45.1%；26Q1 营收 11.9 亿元，同比+5.9%，归母净利润 0.88 亿元，同比-25.1%，扣非归母净利 0.75 亿元，同比-37.2%。25 年公司拟每 10 股派息 10 元，现金分红总额占利润分配总额 100%。

➤ **深耕产品、渠道与用户体验，AI 产品表现亮眼。**公司围绕“聚焦健康睡眠、纵深突破 AI、品牌全球发展”战略，持续构筑多元化核心竞争壁垒，公司 AI 产品 25 年收入达 2.55 亿元，同比+127.68%；同时，公司加速品牌全球化战略，全年境外收入 2.6 亿元同比+67.4%。**分产品**，25 年公司床垫、床架、床品、沙发、其他产品收入分别同比-1.5%、-6%、-19%、-20.4%、-21.2%。公司智能床垫核心单品 AI 床垫 11+与鸿蒙智选慕思智能床 pro 与全球领先学术机构合作共建，全力打造 AI 产品竞争力，助力 AI 产品收入取得突破增长。同时，公司健全完善的服务体系有效提升了客户忠诚度与满意度，公司客户满意度与推荐度在床垫细分领域连续第 3 年位居床垫细分领域行业第 1，25 年累计会员规模达 462.7 万人。**分渠道**，25 年公司经销、直营、电商、直供营收分别同比-8.1%、+10.2%、-1.1%、-22.6%。在渠道端，公司持续优化结构、强化线上线下联动，推进门店形象业态焕新，加强标准化服务能力建设同时积极拓展家装、电器等跨界流量入口，截止 25 年门店数达 5200 余家；直营渠道重点布局北上广深等核心城市截止 25 年智慧睡眠直营门店 38 家；出海方面，公司完成印尼基地的收购和越南基地的自建，稳步构建海外供应链体系。

➤ **25 年毛利率提升亮眼，战略性投入导致期间费率有增长。**1) **毛利率：**25 年公司实现毛利率 51.3%，同比+1.3pct，其中床垫、床架毛利率分别同比+0.86pct、2.46 pct，公司聚焦精益供应链协同，实施多个项目的协同降本，毛利率稳步提升。26 年 Q1 公司毛利率为 51.3%，同比-0.56pct。2) **期间费用：**25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比+5.7pct、+0.7pct、+0.6pct、+0.7pct，其中销售费用率提升较大，因公司为深化品牌建设、匹配 AI 及出海长期战略发展规划，加大广告及业务推广领域的战略性投入；管理费用亦因保障海外业务合规运营与全球化管理效率引进核心管理人员导致费率提升。3) **净利率：**25 年公司归母净利率 10.3%，同比-3.5pct，26Q1 归母净利率 7.5%同比-3.1pct，主要为期间费用延续增长所致。

➤ **盈利预测与投资建议。**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.6 亿元、6.1 亿元、6.6 亿元（上期预测 26-27 年分别为 7.7 亿元、8.3 亿元，考虑最新季报公司费用率提升较多调整上期预测），增速分别为+4.1%、+8.7%、+9.7%，目前股价对应 26 年 PE 为 19X，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，深化 AI+出海战略，维持“买入”评级。

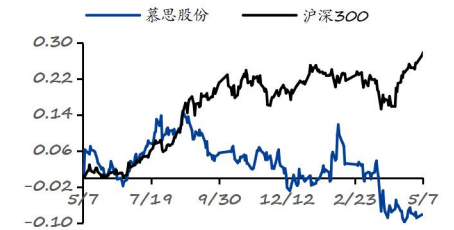
➤ **风险提示：**宏观环境风险、市场竞争加剧风险、品牌运营与管理风险

买入（维持评级）

基本数据

日期	2026-05-07
收盘价:	24.03 元
总股本/流通股本(百万股)	435.08/311.25
流通 A 股市值(百万元)	7,479.29
每股净资产(元)	10.58
资产负债率(%)	39.45
一年内最高/最低价(元)	33.45/23.25

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): Q3 营收修复, 营销投入蓄势长期发展——2025.11.01
- 2、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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,603	5,227	5,622	5,976	6,328
增长率	0%	-7%	8%	6%	6%
净利润（百万元）	767	536	557	606	664
增长率	-4%	-30%	4%	9%	10%
EPS（元/股）	1.76	1.23	1.28	1.39	1.53
市盈率（P/E）	13.6	19.5	18.8	17.3	15.7
市净率（P/B）	2.3	2.4	2.3	2.2	2.2

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	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,167	1,171	1,195	1,266
应收票据及账款	95	105	111	117
预付账款	127	135	143	151
存货	288	308	326	313
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,329	2,311	2,317	2,323
流动资产合计	4,004	4,029	4,092	4,170
长期股权投资	46	46	46	46
固定资产	2,360	2,453	2,538	2,616
在建工程	22	22	22	22
无形资产	321	314	313	318
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	871	891	905	919
非流动资产合计	3,620	3,726	3,825	3,922
资产合计	7,625	7,755	7,917	8,091
短期借款	1,117	1,214	1,190	1,164
应付票据及账款	972	849	906	964
预收款项	0	0	0	0
合同负债	201	216	230	244
其他应付款	354	354	354	354
其他流动负债	238	243	249	255
流动负债合计	2,883	2,876	2,930	2,981
长期借款	26	26	26	26
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	273	273	273	273
非流动负债合计	299	299	299	299
负债合计	3,181	3,175	3,229	3,280
归属母公司所有者权益	4,441	4,585	4,701	4,834
少数股东权益	3	-5	-13	-22
所有者权益合计	4,444	4,580	4,688	4,812
负债和股东权益	7,625	7,755	7,917	8,091

现金流量表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	385	575	827	916
现金收益	799	822	882	954
存货影响	-80	-20	-18	13
经营性应收影响	-47	-9	-4	-4
经营性应付影响	-143	-123	58	57
其他影响	-144	-95	-91	-104
投资活动现金流	45	-244	-265	-260
资本支出	-299	-335	-344	-353
股权投资	-44	0	0	0
其他长期资产变化	387	90	80	94
融资活动现金流	-148	-327	-537	-586
借款增加	106	97	-24	-26
股利及利息支付	-598	-531	-574	-624
股东融资	11	35	0	0
其他影响	334	72	60	64

利润表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,227	5,622	5,976	6,328
营业成本	2,543	2,722	2,879	3,032
税金及附加	52	56	60	64
销售费用	1,605	1,743	1,838	1,946
管理费用	327	337	353	367
研发费用	224	225	236	250
财务费用	11	24	24	28
信用减值损失	-8	-8	-8	-8
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
公允价值变动收益	105	80	70	80
投资收益	28	30	24	27
其他收益	36	36	36	36
营业利润	618	644	699	767
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	618	643	699	766
所得税	89	93	101	111
净利润	528	550	597	655
少数股东损益	-7	-8	-8	-9
归属母公司净利润	536	557	606	664
EPS (按最新股本摊薄)	1.23	1.28	1.39	1.53

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-6.7%	7.6%	6.3%	5.9%
EBIT 增长率	-29.6%	6.0%	8.5%	9.9%
归母公司净利润增长率	-30.2%	4.1%	8.7%	9.7%
获利能力				
毛利率	51.3%	51.6%	51.8%	52.1%
净利率	10.1%	9.8%	10.0%	10.4%
ROE	12.1%	12.2%	12.9%	13.8%
ROIC	22.4%	21.9%	23.1%	24.6%
偿债能力				
资产负债率	41.7%	40.9%	40.8%	40.5%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	6	6	6	6
存货周转天数	35	39	40	38
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.28	1.39	1.53
每股经营现金流	0.89	1.32	1.90	2.11
每股净资产	10.21	10.54	10.81	11.11
估值比率				
P/E	20	19	17	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	40	39	36	33

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

华福证券股份有限公司（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“华福证券股份有限公司”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：hfjys@hfzq.com.cn