

行业下行期下费用投放加大, AI 床垫、海外市场高增

慕思股份 (001323.SZ)

核心观点

2025 年公司营收、归母净利润分别同比-6.7%、-30.2%，主要系地产低迷拖累终端需求，叠加渠道优化调整影响。26Q1 营收回暖转正，同比+5.86%，主要系 AI 智能床垫放量及海外市场持续突破，归母净利润-25.13% 主要因为费用投入增加。2025 年公司聚焦 AI 智能睡眠布局，AI 产品营收 2.55 亿元/+127.68%；海外市场稳步拓展，海外营收 2.6 亿元/+67.4%。

展望 2026，公司将继续推进 AI 产品矩阵迭代及海外渠道深耕，有望推动公司终端修复，但短期费用投放或对于业绩有所影响。

事件

公司发布 2025 年年报：2025 年公司实现营收 52.27 亿元/-6.71%，归母净利润 5.36 亿元/-30.21%，扣非归母净利润 3.97 亿元/-45.06%，基本 EPS 为 1.24 元/-29.94%，ROE（加权）为 11.83%/-4.85pct。拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），叠加中期分红和回购，对应分红比率约 119.01%。

公司发布 2026 年一季报：26Q1 公司实现营收 11.87 亿元/+5.86%，归母净利润 0.88 亿元/-25.13%，扣非归母净利润 0.75 亿元/-37.17%，基本 EPS 为 0.20 元/-31.03%，ROE（加权）为 1.97%/-0.6pct。

简评

26Q1 营收回暖转正，费用投入拖累盈利。26Q1 公司营收 11.87 亿元/+5.86%，得益于床垫翻新需求、AI 智能床垫新品放量，以及海外跨境电商渠道的稳步增长。26Q1 归母净利润 0.88 亿元/-25.13%、扣非归母净利润 0.75 亿元/-37.17%，利润下滑主要系期间费用大幅增加，其中销售、研发、管理、财务费用率分别为 31.08%、4.52%、7.07%、0.49%，同比分别+5.5、+0.6、-0.2、+0.2pct，销售费用大幅增长主要系公司推进品牌升级进行费用投放，如易烱千玺代言等。

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2026 年 05 月 08 日

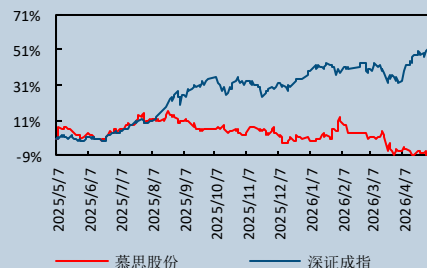
当前股价：24.03 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.62/-7.84	-17.87/-19.94	-20.03/-46.91
12 月最高/最低价 (元)		33.27/23.59
总股本 (万股)		43,508.08
流通 A 股 (万股)		31,124.80
总市值 (亿元)		104.55
流通市值 (亿元)		74.79
近 3 月日均成交量 (万)		108.33
主要股东		
东莞市慕腾投资有限公司		37.92%

股价表现



相关研究报告

- 25.05.08 【中信建投轻工纺服及教育】慕思股份 (001323):25Q1 经营稳健, AI 床垫+海外布局打开空间
- 24.11.07 【中信建投轻工纺服及教育】慕思股份 (001323):电商渠道引领增长, Q4 以旧换新有望拉动需求

2025年公司聚焦 AI布局与渠道调整。2025年公司实现营收 52.27 亿元/-6.71%、归母净利润 5.36 亿元/-29.99%，业绩下滑主要系地产下行拖累家居终端需求，叠加公司渠道优化、门店收缩及研发、销售费用投入增加所致。

1) 分产品：2025 年公司床垫、床架、沙发、床品、其他品类营收分别为 26.39、15.66、3.44、2.47、3.49 亿元，同比分别-1.48%、-5.97%、-20.41%、-18.88%、-21.2%。床垫品类仍是核心营收支柱，整体表现稳健主要得益于公司 AI 智能床垫等新品的推出助力客单价提升。2025 年公司将 AI 战略作为发展重点，定为 AI 战略大力发展元年，发布 AI 床垫 T11+与鸿蒙智选慕思智能床 Pro，2025 年 AI 产品营业收入 2.55 亿元/+127.68%，智能化转型成效显著。

2) 分渠道：2025 年公司经销、电商营收分别为 38.16、10.81 亿元，同比分别-8.10%、-1.12%。经销渠道同比下滑主要系公司优化整合低效门店，以及公司推进经销商去库存。电商渠道略有下滑，主要系国内电商各平台投放调整。除此之外，公司加速推进品牌出海，持续布局中国香港、澳大利亚、美国等国家和地区，2025 年海外营收 2.6 亿元/+67.4%，进一步完善国际销售网络布局。

2025 年产品升级带动毛利率稳健，费用端投放影响业绩，保持高分红比例。25 年公司毛利率为 51.34%/+1.26pct，主要系产品结构优化，高附加值 AI 智能床垫占比提升。25 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 30.70%/+5.66pct、6.25%/+0.72pct、4.29%/+0.63pct、0.21%/+0.67pct，主要系公司加大费用投入用于 AI 智能产品研发、技术升级及品牌建设，2025 年净利率为 10.10%/-3.59pct。公司 25 年分红叠加回购金额为 6.27 亿元、对应分红比例 117%（去年同期为 119%），且公司公告未来三年（2026-2028 年）股东分红回报规划，每年派发现金红利合计金额原则上不低于人民币 5.5 亿元，对应当前股息率 5.2%。

展望 2026，深化践行 AI+出海战略有望带动终端逐步向好，短期费用投放预计将影响业绩。公司 2026 年持续推进 AI 智能睡眠布局，产品矩阵不断迭代，鸿蒙智选系列产品依托星闪技术实现升级，有望持续带动客单价提升；渠道层面，经销渠道有望逐步恢复，电商渠道有望恢复增长势头。海外市场公司跨境电商持续深耕成熟渠道、拓展新兴平台，海外市场布局逐步完善，有望成为重要增长极。此外，公司持续优化供应链管理，提升运营效率。预计费用端投入短期对于利润端仍有一定影响。

投资建议：预计 2026-2028 年营收为 55.8、60.2、65.1 亿元，分别+6.8%、+7.8%、+8.2%；归母净利润为 5.45、6.07、6.73 亿元，分别+1.7%、+11.4%、+10.9%，对应 PE 为 19.2X、17.2X、15.5X，维持“买入”评级。

风险因素：1) 地产销售下行：软体家具行业的市场需求与房地产行业的景气程度存在一定的关联性。若未来国家房地产调控政策趋严，可能抑制刚需购房和改善型购房需求，导致新房装修和二手房翻新带来的家居装饰消费需求下降，将可能会对公司的产品销售和业绩造成不利影响。2) 行业竞争加剧：随着健康睡眠理念不断深入人心，国内外众多竞争对手加大对软床市场的投入和布局，市场竞争程度有所加剧，若公司在未来的市场竞争过程中，不能有效保持品牌美誉度、不能持续保持产品质量优势、不能持续获取主流 KA 商场门店区位优势，将削弱公司的市场占有率。

图 1:慕思股份营收拆分

慕思股份营收拆分（百万元）		2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业总收入		4,452.4	6,481.0	5,812.7	5,578.6	5,602.7	5,227.0
	yoy	15.3%	45.6%	-10.3%	-4.0%	0.4%	-6.7%
按渠道拆分							
1. 经销		3,050.7	4,446.8	3,890.6	4,163.9	4,152.9	3,816.4
	yoy	12.9%	45.8%	-12.5%	7.0%	-0.3%	-8.1%
门店数		3,403	4,755	5,500	5,600	5,400	5,200
2. 直营		344.2	450.4	297.5	148.0	72.4	79.8
	yoy	-28.8%	30.8%	-33.9%	-50.2%	-51.1%	10.2%
3. 直供		386.2	660.0	781.0	182.2	232.2	179.6
	yoy	135.2%	70.9%	18.3%	-76.7%	27.4%	-22.6%
4. 电商		605.8	818.2	798.0	1,030.9	1,093.1	1,080.9
	yoy	39.1%	35.1%	-2.5%	29.2%	6.0%	-1.1%
按业务拆分							
营业总收入		4,452.4	6,481.0	5,812.7	5,578.6	5,602.7	5,227.0
	yoy	15.3%	45.6%	-10.3%	-4.0%	0.4%	-6.7%
1. 床垫		2,396.3	3,219.0	2,728.2	2,581.1	2,678.7	2,639.0
	yoy	6.4%	34.3%	-15.2%	-5.4%	3.8%	-1.5%
2. 床架		1,172.4	1,793.2	1,710.1	1,666.2	1,665.1	1,565.6
	yoy	32.1%	52.9%	-4.6%	-2.6%	-0.1%	-6.0%
3. 床品		431.5	504.7	350.6	328.5	304.0	246.1
	yoy	18.5%	17.0%	-30.5%	-6.3%	-7.5%	-19.0%
4. 其他（沙发、按摩椅）		419.4	899.3	968.5	940.4	874.3	692.4
	yoy	34.4%	114.4%	7.7%	-2.9%	-7.0%	-20.8%

数据来源: wind, 中信建投证券

图 2:慕思 AI 床垫



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,628	4,004	3,809	4,794	5,824
现金	1,386	1,167	962	1,897	2,869
应收票据及应收账款合计	67	95	70	75	81
其他应收款	66	67	64	69	74
预付账款	97	127	120	129	139
存货	208	288	248	268	291
其他流动资产	2,804	2,262	2,346	2,357	2,369
非流动资产	3,051	3,620	3,143	2,665	2,211
长期投资	2	46	45	44	44
固定资产	2,358	2,536	2,142	1,747	1,352
无形资产	298	321	268	214	161
其他非流动资产	393	716	688	659	655
资产总计	7,679	7,625	6,952	7,459	8,036
流动负债	3,038	2,883	1,898	2,049	2,224
短期借款	1,058	1,117	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,068	972	1,036	1,119	1,214
其他流动负债	912	794	862	931	1,009
非流动负债	123	299	252	208	166
长期借款	27	174	128	83	42
其他非流动负债	97	124	124	124	124
负债合计	3,161	3,181	2,150	2,257	2,390
少数股东权益	0	3	0	-2	-5
股本	400	435	435	435	435
资本公积	2,791	2,602	2,602	2,602	2,602
留存收益	1,327	1,403	1,764	2,167	2,613
归属母公司股东权益	4,518	4,441	4,802	5,205	5,651
负债和股东权益	7,679	7,625	6,952	7,459	8,036

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,091	385	1,147	1,157	1,198
净利润	767	528	542	604	670
折旧摊销	261	287	476	477	453
财务费用	-26	11	15	-17	-33
投资损失	-15	-28	-15	-15	-15
营运资金变动	36	-279	122	101	117
其他经营现金流	67	-134	6	6	6
投资活动现金流	-2,137	45	9	9	9
资本支出	380	195	0	0	0
长期投资	-1,789	133	0	0	0
其他投资现金流	-728	-284	9	9	9
筹资活动现金流	-321	-148	-1,362	-232	-235
短期借款	616	59	-1,117	0	0
长期借款	-20	148	-47	-44	-41
其他筹资现金流	-917	-354	-198	-187	-193
现金净增加额	-1,368	282	-205	935	973

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,603	5,227	5,582	6,017	6,509
营业成本	2,797	2,543	2,706	2,923	3,174
营业税金及附加	52	52	56	60	65
销售费用	1,403	1,605	1,641	1,769	1,907
管理费用	310	327	318	343	365
研发费用	205	224	240	259	273
财务费用	-26	11	15	-17	-33
资产减值损失	-5	-10	-11	-11	-12
信用减值损失	-2	-8	-8	-9	-10
其他收益	37	36	34	34	34
公允价值变动收益	21	105	0	0	0
投资净收益	15	28	15	15	15
资产处置收益	-8	3	1	1	1
营业利润	920	618	637	709	786
营业外收入	5	6	6	6	6
营业外支出	6	6	9	9	9
利润总额	919	618	634	706	783
所得税	151	89	92	102	113
净利润	767	528	542	604	670
少数股东损益	0	-7	-3	-3	-3
归属母公司净利润	767	536	545	607	673
EBITDA	1,154	916	1,125	1,167	1,203
EPS (元)	1.76	1.23	1.25	1.40	1.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	0.43	-6.71	6.79	7.79	8.18
营业利润(%)	-4.68	-32.79	2.96	11.39	10.81
归属于母公司净利润(%)	-4.36	-30.21	1.71	11.43	10.85
获利能力					
毛利率(%)	50.08	51.34	51.52	51.42	51.24
净利率(%)	13.70	10.25	9.76	10.09	10.34
ROE(%)	16.98	12.06	11.34	11.66	11.91
ROIC(%)	36.61	21.37	19.34	25.56	36.17
偿债能力					
资产负债率(%)	41.16	41.72	30.92	30.26	29.74
净负债比率(%)	-6.67	2.80	-17.37	-34.85	-50.08
流动比率	1.52	1.39	2.01	2.34	2.62
速动比率	1.39	1.23	1.74	2.07	2.35
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.69	0.80	0.81	0.81
应收账款周转率	84.04	55.28	79.92	79.92	79.92
应付账款周转率	6.15	7.39	6.45	6.45	6.45
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.76	1.23	1.25	1.40	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	0.89	2.64	2.66	2.75
每股净资产(最新摊薄)	10.38	10.21	11.04	11.96	12.99
估值比率					
P/E	13.63	19.52	19.19	17.22	15.54
P/B	2.31	2.35	2.18	2.01	1.85
EV/EBITDA	11.00	10.63	7.08	6.03	5.04

数据来源: wind, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

分析师介绍

叶乐

纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk