

公司研究

重点发力 AI 产品和电商渠道，Q3 收入回正

——慕思股份（001323.SZ）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：27.45 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

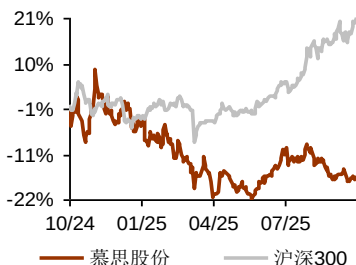
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.35
总市值(亿元):	119.43
一年最低/最高(元):	25.35/36.51
近 3 月换手率:	14.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.70	-22.75	-35.27
绝对	-2.21	-9.29	-14.17

资料来源：Wind

相关研报

电商业务稳步发展，直供业务恢复增长——慕思股份（001323.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评（2025-04-26）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 37.6 亿元，同比-3.0%，实现归母净利润 4.7 亿元，同比-10.6%；其中 1Q/2Q/3Q 2025 实现营收 11.2/13.6/12.8 亿元，同比-6.7%/-5.0%/+2.8%，1Q/2Q/3Q 2025 实现归母净利润 1.2/2.4/1.1 亿元，同比-16.4%/+3.3%/-26.8%。

点评：

重点发力 AI 产品，海外业务带来新增量：产品端，公司传统经销渠道重点发力 AI 产品，3 月召开 AI 智能床垫新品 T11+发布会，9 月联袂华为鸿蒙发布鸿蒙智选·慕思智能床，AI 床垫业务不断累积势能；渠道端，公司全面推进淘天系深耕、抖音渠道发力及爆款产品打造三大核心工作，电商业务快速发展；此外，公司积极开拓海外市场，海外业务已形成“线下+线上”双渠道布局，线下重点开拓东南亚市场，线上入驻 Wayfair、亚马逊、沃尔玛等国际大型跨境电商平台，海外业务快速起量，公司 Q3 收入端重新回正。

原材料降价+产品结构变化，Q3 毛利率同比提升：2025 年前三季度公司毛利率为 52.3%，同比+1.5pcts。3Q2025 公司毛利率为 53.2%，同比+3.3pcts。

根据 wind 数据，1Q/2Q/3Q 2025 国内软泡聚醚吨均价为 8481/7957/8230 元，同比-918/-1447/-786 元。我们认为，公司毛利率同比提升的主要原因系原材料成本的降低，以及产品结构的变化所致。

2025 年前三季度公司期间费用率为 40.1%，同比+5.0pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.7%/6.7%/4.3%/0.4%，分别同比+3.5/+0.1/+0.4/+1.0pcts；3Q2025 公司期间费用率为 44.4%，同比+7.5pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 32.2%/6.8%/4.8%/0.6%，分别同比+7.0/-0.7/+0.5/+0.7pcts。

我们认为，销售费用率的提升，主要原因系公司发力 AI 床垫及电商渠道的布局，相关推广费用增加所致。

AI+电商+出海，维持“买入”评级：考虑到行业竞争压力趋大，且公司目前加大力度布局 AI 床垫和电商渠道，我们下调 2025-2027 年营收预测、上调 2025-2027 年销售费用率预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.5/7.0/7.8 亿元（下调幅度为 18%/18%/18%），2025-2027 年 EPS 分别为 1.49/1.62/1.80 元，当前股价对应 PE 分别为 18/17/15 倍。

一方面，公司在产品端重点发力 AI 床垫产品，高端化发展路线清晰，另一方面，公司现阶段在电商渠道及海外市场的投入将为未来的业绩增长积蓄长期动能。公司为国内床垫行业龙头企业，凭借产品创新、品牌建设、全渠道发展等竞争优势，有望在激烈的市场竞争中扩大份额，同时海外业务的发展具备一定想象空间，维持“买入”评级。

风险提示：地产销售不及预期的风险，改善型需求不及预期的风险，美国加征关税导致国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争程度超预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

表 1：慕思股份盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,579	5,603	5,461	5,769	6,269
营业收入增长率	-4.03%	0.43%	-2.53%	5.63%	8.68%
归母净利润（百万元）	802	767	649	705	784
归母净利润增长率	13.17%	-4.36%	-15.42%	8.61%	11.16%
EPS（元）	2.01	1.92	1.49	1.62	1.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.29%	16.98%	14.94%	14.92%	15.20%
P/E	14	14	18	17	15
P/B	2.4	2.4	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,579	5,603	5,461	5,769	6,269
营业成本	2,773	2,797	2,645	2,800	3,019
折旧和摊销	194	222	178	192	205
税金及附加	48	52	49	52	56
销售费用	1,406	1,403	1,556	1,615	1,755
管理费用	304	310	306	323	351
研发费用	186	205	218	231	251
财务费用	-62	-26	42	56	52
投资收益	2	15	35	35	35
营业利润	965	920	775	841	935
利润总额	959	919	773	839	933
所得税	157	151	124	134	149
净利润	802	767	649	705	784
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	802	767	649	705	784
EPS(元)	2.01	1.92	1.49	1.62	1.80

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,935	1,091	392	908	1,048
净利润	802	767	649	705	784
折旧摊销	194	222	178	192	205
净营运资金增加	-734	-203	274	94	137
其他	1,673	305	-709	-83	-78
投资活动产生现金流	-951	-2,137	-320	-332	-210
净资本支出	-395	-376	-400	-350	-250
长期投资变化	0	2	0	0	0
其他资产变化	-556	-1,763	80	18	40
融资活动现金流	-591	-321	1,272	-422	-587
股本变化	0	0	35	0	0
债务净变化	424	605	2,137	-41	-183
无息负债变化	634	43	-194	93	119
净现金流	393	-1,368	1,345	154	250

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	50.3%	50.1%	51.6%	51.5%	51.9%
EBITDA 率	19.9%	20.0%	16.6%	17.0%	17.3%
EBIT 率	16.0%	15.7%	13.4%	13.7%	14.0%
税前净利润率	17.2%	16.4%	14.1%	14.5%	14.9%
归母净利润率	14.4%	13.7%	11.9%	12.2%	12.5%
ROA	11.2%	10.0%	6.9%	7.1%	7.6%
ROE (摊薄)	17.3%	17.0%	14.9%	14.9%	15.2%
经营性 ROIC	17.8%	17.0%	12.8%	13.1%	14.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	35%	41%	54%	52%	50%
流动比率	1.85	1.52	1.25	1.28	1.37
速动比率	1.75	1.45	1.19	1.23	1.31
归母权益/有息债务	9.97	4.22	1.35	1.49	1.73
有形资产/有息债务	14.45	6.81	2.81	2.97	3.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,152	7,679	9,449	9,881	10,248
货币资金	2,876	1,386	2,731	2,884	3,135
交易性金融资产	800	2,691	2,761	2,831	2,901
应收账款	42	67	119	104	69
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	54	66	71	92	100
存货	243	208	257	270	289
其他流动资产	239	113	113	113	113
流动资产合计	4,381	4,628	6,158	6,407	6,728
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	2,045	2,320	2,387	2,464	2,495
在建工程	194	46	175	231	223
无形资产	319	298	327	353	378
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	36	254	254	254	254
非流动资产合计	2,771	3,051	3,291	3,474	3,520
总负债	2,512	3,161	5,104	5,155	5,091
短期借款	442	1,058	3,157	3,116	2,933
应付账款	463	455	476	504	543
应付票据	602	613	529	560	604
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24	28	28	28	28
流动负债合计	2,370	3,038	4,945	4,989	4,920
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	69	69	69	69
非流动负债合计	142	123	158	166	171
股东权益	4,639	4,518	4,345	4,725	5,157
股本	400	400	435	435	435
公积金	3,040	2,991	2,851	2,851	2,851
未分配利润	1,315	1,386	1,318	1,698	2,129
归属母公司权益	4,639	4,518	4,345	4,725	5,157
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	25.20%	25.05%	28.50%	28.00%	28.00%
管理费用率	5.44%	5.53%	5.60%	5.60%	5.60%
财务费用率	-1.10%	-0.46%	0.77%	0.98%	0.82%
研发费用率	3.33%	3.66%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.00	1.75	0.75	0.81	0.90
每股经营现金流	4.84	2.73	0.90	2.09	2.41
每股净资产	11.60	11.29	9.99	10.86	11.85
每股销售收入	13.95	14.01	12.55	13.26	14.41

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	14	18	17	15
PB	2.4	2.4	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.7	9.8	13.6	12.5	11.1
股息率	3.6%	6.4%	2.7%	3.0%	3.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP