

公司研究

北美业务止跌企稳，欧洲业务延续增长，一季度业绩表现超预期

——梦百合（603313.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：6.97 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebcn.com

联系人：吴子倩

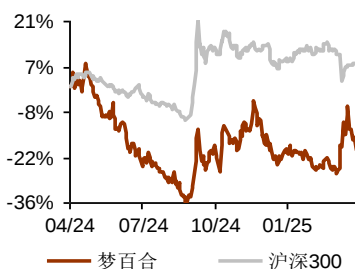
021-52523872

wuziqian@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.71
总市值(亿元):	39.77
一年最低/最高(元):	5.22/9.16
近 3 月换手率:	149.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.01	6.77	-24.63
绝对	12.60	6.41	-20.28

资料来源：Wind

相关研报

欧洲市场收入保持较快增长，利润端受信用减值影响较大——梦百合（603313.SH）2024 年三季报点评（2024-11-01）

北美区域开始回暖，国内、欧洲保持增势——梦百合（603313.SH）2024 年中报点评（2024-08-31）

要点

事件：

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 84.5 亿元，同比+5.9%，归母净利润-1.51 亿元。4Q2024 公司实现营收 23.2 亿元，同比+2.8%，归母净利润 156 万元。1Q2025 公司实现营收 20.4 亿元，同比+12.3%，归母净利润 5872 万元，同比+196.2%，扣非归母净利润 5822 万元，同比+206.8%。

点评：

欧洲市场收入延续快速增长，国内和北美地区明显改善：2024 年，公司内、外销收入分别为 14.8/67.5 亿元，同比+3.5%/+6.7%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收 11.3 亿元，同比+3.6%。进一步对梦百合自主品牌进行细分，直营/经销/线上/酒店渠道分别实现营收 1.9/3.5/3.6/2.2 亿元，分别同比+40.5%/-7.0%/+6.0%/-2.5%。海外部分，分区域看，北美/欧洲分别实现营收 43.3/19.6 亿元，同比-1.1%/+20.3%；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现营收 20.1/14.4/33.1 亿元，同比-3.6%/+48.7%/+0.8%。

4Q2024 公司内外销收入分别为 4.3/18.4 亿元，同比-8.5%/+6.2%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收 3.1 亿元，同比-9.3%，其中直营/经销/线上/酒店渠道分别实现营收 0.5/1.0/1.1/0.5 亿元，同比+5.2%/-19.3%/-0.4%/-16.9%。

1Q2025 公司内外销收入分别为 3.2/16.7 亿元，同比+4.5%/+14.2%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收 2.4 亿元，同比-0.9%，其中直营/经销/线上/酒店渠道分别实现营收 0.5/0.7/0.8/0.4 亿元，同比+11.2%/-1.0%/+6.4%/-21.5%。

线下渠道方面，截至 1Q2025 末，梦百合直营/经销门店数量与 1Q2024 末相比，分别净减少 2 家/净减少 108 家门店，分别至 169/814 家，公司积极推进门店店态升级、优化门店位置，通过 MLILY 梦百合、NISCO 里境和 VALUE 棉至品牌及品类的融合，打造一站式全屋家居消费场景，因此门店数量有所减少，但店效持续提升。2024 年公司自主品牌梦百合直营/经销门店单店收入分别为 108.5/41.5 万元，分别同比+34.8%/+1.8%。1Q2025 公司自主品牌梦百合直营/经销门店单店收入分别为 27.1/8.6 万元，分别同比+12.5%/+12.1%。此外，2024 年全年公司新开 18 家东莞德驰门店，其中直营门店 3 家、经销门店 15 家，主要销售沙发、床、桌椅、柜子等家具，并提供高端定制服务，拥有 Decci 德驰、Felice&Guerini 菲利奇等自主品牌，标志公司正式跑通“软体+定制”融合发展模式。

线上渠道方面，公司深化天猫、京东、抖音布局，精准定位客群画像，打造线上专属爆品，积累品牌人群资产，持续深耕线上线下一体化运营，1Q2025 梦百合自主品牌线上收入再度回到正增长通道。

海外部分，分区域看，4Q2024 北美/欧洲分别实现营收 12.0/5.2 亿元，同比+2.8%/+8.3%，其中海外直营/线上/代工渠道分别实现营收 5.2/4.9/8.2 亿元，同比-0.8%/+44.1%/-4.5%。1Q2025 北美/欧洲分别实现营收 10.2/5.1 亿元，同比+10.0%/+17.4%，其中海外直营/线上/代工渠道分别实现营收 4.9/4.4/7.4 亿元，同比+0.3%/+64.5%/+4.7%。海外来看，欧洲地区，公司与大客户合作关系稳固，且新客户数量稳步增长，为 ODM 业务规模扩大增加动能，同时公司加强与欧洲区域代理合作，进一步拓宽 OBM 市场终端渠道，截至 1Q2025，欧洲市场收入连续 8 个季度同比正向增长。

北美地区收入逐步止跌企稳，公司进一步巩固产品品质及本土化竞争优势，积极开发大型连锁商超等零售渠道客户，逐步降低对传统贸易商、品牌商的依赖，业务结构不断优化，零售业务占比持续提升，电商业务发展较快，北美地区收入连续 2 个季度同比正向增长。2024 年美国生产基地运营效率稳步提升，美东和美西工厂全年已实现盈利。

一季度内外销毛利率均同比提升，梦百合自主品牌盈利能力持续向上：2024 年公司毛利率为 36.9%，同比-1.5pcts。内外销毛利率分别为 42.5%/35.7%，同比-1.9/-1.0pcts。国内部分，2024 年梦百合自主品牌毛利率为 46.0%，同比-0.7pcts。进一步对梦百合自主品牌进行细分，直营/经销/线上/酒店毛利率分别为 62.0%/35.4%/61.5%/23.5%，分别同比-1.3/-3.1/-1.6/-2.0pcts。

海外部分，分区域看，2024 年北美/欧洲毛利率分别为 37.2%/37.8%，同比-1.0/+1.9pcts；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现毛利率 51.4%/41.0%/23.9%，同比+2.6/+1.0/-4.2pcts。

1Q2025 公司毛利率为 39.4%，同比+0.8pcts。内外销毛利率分别为 44.3%/38.9%，同比+0.2/+1.3pcts。国内部分，梦百合自主品牌毛利率为 50.7%，同比+6.4pcts，其中直营/经销/线上/酒店毛利率分别为 64.6%/40.7%/65.0%/24.5%，同比+6.3/+10.5/+1.1/+0.8pcts。我们认为，公司店态升级与门店优化的战略动作，提升了线下门店的运营效率，驱动梦百合自主品牌毛利率显著提升。海外部分，分区域看，北美/欧洲毛利率分别为 41.7%/38.8%，同比+0.5/+4.7pcts；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现毛利率 50.3%/48.7%/25.5%，同比-2.3/+7.5/-0.3pcts。我们认为海外整体毛利率明显提升的主要原因系欧洲、北美工厂产能利用率提升、规模效应释放，以及产品结构优化所致。

2024 年，公司期间费用率为 35.0%，同比+0.7pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/6.5%/1.7%/3.3%，分别同比+1.7pcts/-0.6pcts/+0.2pcts/-0.5pcts，公司销售费用率的增加主要系销售渠道费用、电商运营相关费用增加所致，管理费用率的降低主要系优化组织架构、管理效率提高所致，财务费用率的降低主要系借款利率降低所致。

1Q2025 期间费用率为 34.8%，同比-0.7pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.1%/6.0%/1.6%/2.1%，分别同比+0.7/-1.0/+0.3/-0.7pcts。

此外，2024 年公司共计计提信用减值损失 3.9 亿元，对利润端产生了一定的负面影响。1Q2025 公司信用减值损失仅 801 万元，环比减少了 7848 万元。

看好制造业回流美国本土及刺激内需背景下，公司后续业绩弹性释放：展望后市，一方面，特朗普关税政策反复，公司美东、美西生产基地已逐步实现美国床垫市场的本土化供应，可有效降低贸易摩擦的影响，与美国本土床垫企业相比生产自动化程度高，具备一定的成本优势，与出口企业相比，具备更高的供应链稳定性，竞争优势显著，伴随美国本土订单回流，目前公司海外新客户拓展已卓有成效，2024 年前五大客户占比为 16.2%，同比-5.7pcts，对大客户依赖度逐步降低；另一方面，国内消费补贴政策持续加码，有望带动家居需求景气度向上，我们看好公司后续业绩弹性的释放。

利润拐点已现，维持“买入”评级：我们基本维持 2025-2026 年营收预测，并新增 2027 年营收预测为 127.3 亿元，考虑到国内家具市场竞争压力较大，我们下调公司 2025-2026 年的归母净利润预测至 3.07/4.64 亿元（下调幅度为 24%/10%），并新增 2027 年归母净利润预测为 5.73 亿元，2025-2027 年对应 EPS 分别为 0.54/0.81/1.00 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 13/9/7 倍。我们认为公司充分计提信用减值后资产质量已得以提升，看好制造业回流美国本土及刺激内需背景下，公司的利润弹性释放，维持“买入”评级。

风险提示：内需刺激政策不及预期，美国加征关税引发国际贸易波动风险，美国工厂开工率不及预期，原材料价格波动超预期的风险，汇率波动的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,976	8,449	9,721	11,130	12,725
营业收入增长率	-0.52%	5.94%	15.05%	14.49%	14.33%
净利润（百万元）	107	-151	307	464	573
净利润增长率	157.74%	-242.04%	/	50.97%	23.69%
EPS（元）	0.19	-0.27	0.54	0.81	1.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.74%	-4.17%	7.86%	10.72%	11.87%
P/E	37	/	13	9	7
P/B	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,976	8,449	9,721	11,130	12,725
营业成本	4,917	5,336	6,039	6,882	7,838
折旧和摊销	254	557	499	523	556
税金及附加	47	42	49	67	76
销售费用	1,740	1,984	2,278	2,584	2,929
管理费用	573	552	583	668	763
研发费用	116	142	156	178	204
财务费用	301	276	179	112	120
投资收益	-7	-14	-14	-12	-12
营业利润	168	-293	381	599	750
利润总额	164	-164	376	594	745
所得税	43	15	75	131	171
净利润	122	-179	301	464	573
少数股东损益	15	-28	-6	0	0
归属母公司净利润	107	-151	307	464	573
EPS(元)	0.19	-0.27	0.54	0.81	1.00

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	917	964	797	683	1,001
净利润	107	-151	307	464	573
折旧摊销	254	557	499	523	556
净营运资金增加	148	-482	404	493	378
其他	408	1,040	-413	-796	-506
投资活动产生现金流	-363	-395	-565	-757	-877
净资本支出	-411	-307	-450	-550	-650
长期投资变化	57	56	0	0	0
其他资产变化	-9	-144	-115	-207	-227
融资活动现金流	-108	-778	-461	187	3
股本变化	85	0	0	0	0
债务净变化	-174	-216	-253	345	192
无息负债变化	278	35	78	284	311
净现金流	537	-185	-229	113	128

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	38.4%	36.9%	37.9%	38.2%	38.4%
EBITDA 率	12.9%	14.2%	11.6%	11.5%	11.6%
EBIT 率	8.0%	5.5%	6.4%	6.8%	7.3%
税前净利润率	2.1%	-1.9%	3.9%	5.3%	5.9%
归母净利润率	1.3%	-1.8%	3.2%	4.2%	4.5%
ROA	1.2%	-1.9%	3.1%	4.3%	4.9%
ROE (摊薄)	2.7%	-4.2%	7.9%	10.7%	11.9%
经营性 ROIC	7.9%	9.2%	8.6%	9.0%	9.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	62%	59%	59%	59%
流动比率	1.09	1.01	1.15	1.16	1.18
速动比率	0.69	0.64	0.67	0.68	0.69
归母权益/有息债务	1.51	1.54	1.86	1.77	1.83
有形资产/有息债务	3.50	3.60	4.11	3.92	4.00

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	10,066	9,623	9,720	10,768	11,774
货币资金	1,095	1,006	778	890	1,018
交易性金融资产	21	91	94	97	100
应收账款	1,545	1,467	1,501	1,797	2,023
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	190	91	126	178	204
存货	1,721	1,644	1,933	2,202	2,508
其他流动资产	54	46	46	46	46
流动资产合计	4,717	4,423	4,598	5,349	6,055
其他权益工具	84	54	54	54	54
长期股权投资	57	56	56	56	56
固定资产	2,464	2,262	2,089	2,015	1,996
在建工程	112	153	265	349	442
无形资产	167	189	235	280	324
商誉	278	245	245	245	245
其他非流动资产	42	54	54	54	54
非流动资产合计	5,349	5,200	5,122	5,419	5,719
总负债	6,118	5,937	5,761	6,391	6,893
短期借款	1,621	1,834	1,502	1,847	2,039
应付账款	1,462	1,601	1,691	1,927	2,195
应付票据	0	30	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6	7	7	7	7
流动负债合计	4,321	4,366	4,006	4,606	5,123
长期借款	119	97	297	297	297
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6	6
非流动负债合计	1,797	1,571	1,755	1,785	1,770
股东权益	3,947	3,686	3,959	4,377	4,881
股本	571	571	571	571	571
公积金	2,650	2,666	2,697	2,697	2,697
未分配利润	782	550	798	1,216	1,719
归属母公司权益	3,884	3,628	3,907	4,325	4,829
少数股东权益	63	58	52	52	52

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	21.81%	23.48%	23.43%	23.22%	23.02%
管理费用率	7.18%	6.53%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	3.77%	3.26%	1.85%	1.01%	0.94%
研发费用率	1.45%	1.67%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税率	26%	-9%	20%	22%	23%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.05	0.08	0.12	0.15
每股经营现金流	1.61	1.69	1.40	1.20	1.76
每股净资产	6.81	6.36	6.85	7.58	8.46
每股销售收入	13.98	14.81	17.04	19.51	22.30

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	37	/	13	9	7
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.8	5.8	5.3	4.9	4.4
股息率	0.0%	0.7%	1.1%	1.7%	2.2%

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的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

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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