

公司研究

内外销良性增长中，看好未来业绩弹性释放

——梦百合（603313.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：9.95 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

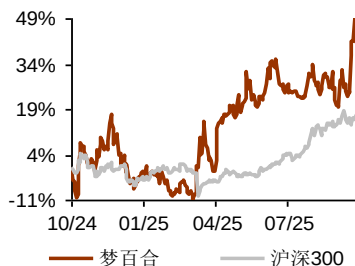
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.71
总市值(亿元):	56.77
一年最低/最高(元):	6.05/10.48
近 3 月换手率:	159.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.05	3.12	31.17
绝对	12.81	17.47	52.15

资料来源：Wind

相关研报

北美业务逆势增长，国内加速扩张，线上业务高速发展下销售费用有所抬升——梦百合（603313.SH）2025 年半年报点评（2025-08-26）

回购股份用于股权激励，彰显长期发展信心——梦百合（603313.SH）股份回购预案点评（2025-05-11）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 67.6 亿元，同比+10.3%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比扭亏为盈；其中 1Q/2Q/3Q 2025 实现营收 20.4/22.7/24.4 亿元，同比+12.3%/+6.8%/+12.0%，1Q/2Q/3Q 2025 实现归母净利润 5872/5583/4635 万元，同比+196.3%/+70.4%/扭亏为盈。

点评：

内外销稳步增长，线上渠道表现突出：2025 年前三季度，公司内、外销收入分别为 11.7/53.7 亿元，同比+11.6%/+9.3%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收 8.7 亿元，同比+6.9%。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 1.5/2.6/3.2/1.3 亿元，分别同比+9.7%/+0.7%/+27.1%/-17.8%。海外部分，分区域看，北美/欧洲分别实现营收 34.7/14.6 亿元，同比+10.5%/+1.2%；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现营收 15.1/16.6/21.9 亿元，同比+2.1%/+76.4%/-11.8%。

3Q2025 公司内外销收入分别为 4.2/19.6 亿元，同比+11.3%/+11.6%。国内部分，梦百合自主品牌实现营收 3.2 亿元，同比+12.4%，其中直营/经销/线上/酒店渠道分别实现营收 0.5/0.8/1.4/0.4 亿元，同比+17.2%/-8.4%/+45.3%/-17.2%。

公司线上渠道延续高速增长态势，线下渠道方面，截至 3Q2025 末，梦百合直营/经销门店数量与 2024 年末相比，分别净增加 14 家/净增加 11 家门店，分别至 188/859 家，与 2Q2025 相比，分别净增加 31 家/净增加 21 家。公司 Q3 加速开店步伐，门店数环比明显增长，2025 年前三季度公司自主品牌梦百合直营/经销门店单店收入分别为 81.8/29.9 万元，分别同比-7.8%/+1.2%，新开直营门店数量较多，影响了平均单店收入表现。

海外部分，分区域看，3Q2025 北美/欧洲分别实现营收 12.8/5.0 亿元，同比+15.7%/-6.9%，其中海外直营/线上/代工渠道分别实现营收 5.4/6.7/7.4 亿元，同比+4.2%/+89.8%/-15.6%。

海外来看，北美地区线上收入增势进一步扩张，北美工厂产能利用率持续提升，欧洲地区，受大客户当前处于去库阶段影响，收入有所下滑。

三季度内销线上毛利率显著提升，北美盈利能力持续同比优化：2025 年前三季度公司毛利率为 39.5%，同比+2.3pcts。内外销毛利率分别为 47.4%/38.3%，同比+5.0/+1.8pcts。国内部分，2025 年前三季度梦百合自主品牌毛利率为 52.2%，同比+6.3pcts。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 61.5%/43.0%/67.3%/25.0%，分别同比+1.0/+5.9/+6.0/+1.0pcts。

海外部分，分区域看，2025 年前三季度北美/欧洲毛利率分别为 39.2%/38.6%，同比+1.2/+0.1pcts；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现毛利率 50.4%/43.5%/26.1%，同比-1.6/+2.5/+0.5pcts。

3Q2025 公司毛利率为 40.0%，同比+4.4pcts。内外销毛利率分别为 52.1%/37.7%，同比+10.2/+2.9pcts。国内部分，梦百合自主品牌毛利率为 54.2%，同比+5.5pcts，其中直营/经销/线上/酒店毛利率分别为 58.5%/43.9%/68.3%/25.2%，同比-4.3/+1.0/+7.4/+0.9pcts。

根据 wind 数据，1Q/2Q/3Q 2025 国内软泡聚醚吨均价为 8264/7367/8061 元，同比-853/-1767/-684 元，MDI 吨均价为 18686/17452/17427 元，同比-1222/-720/-1014 元，TDI 吨均价为 13309/11618/14590 元，同比-3183/-3251/+1056 元。

我们认为，内销毛利率的显著提升，主要原因系：1、原材料价格的同比降低；2、高毛利率线上业务的占比提升；3、运营效率的持续优化。

海外部分，分区域看，3Q2025 北美/欧洲毛利率分别为 37.2%/38.2%，同比+2.5/-1.8pcts；分业务看，海外直营/线上/代工分别实现毛利率 50.1%/39.8%/26.8%，同比-2.5/-3.0/+5.7pcts。

我们认为，北美毛利率同比明显提升主要原因系原材料价格降低、北美工厂产能利用率提升、规模效应释放，以及客户质量提升、产品结构优化，三季度欧洲毛利率同比有所下滑主要原因系规模下滑。

2025 年前三季度公司期间费用率为 35.8%，同比+0.8pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.6%/6.3%/1.5%/2.4%，分别同比+2.8pcts/持平/-0.1pcts/-1.9pcts。3Q2025 期间费用率为 37.4%，同比+0.8pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.4%/6.2%/1.5%/3.4%，分别同比+4.5/+0.4/-0.4/-3.7pcts。我们认为，销售费用率的增加主要系公司发展线上业务，电商运营费用增加所致。

内外销良性发展中，α属性不断夯实：国内市场，公司在三季度国补政策阶段性调整的背景下，依然实现了线下渠道加速开店、线上渠道高速扩张，反映出公司内销运营正处在良性的发展趋势中；海外市场，公司通过积极拓客、加速 ODM 客户向零售和线上业务的深化渗透，有效填补了原大客户终止合作的缺口，且客户质量得以优化，当前北美工厂产能利用较为充分，待线上业务实现盈利后，北美利润将得到进一步增厚，我们看好降息预期、关税政策驱动下，公司凭借自身的全球布局与先发优势，释放利润弹性。

看好未来业绩弹性释放，维持“买入”评级：考虑到公司加速拓展线上业务、电商运营费用有所增加，我们下调公司 2025-2026 年的归母净利润预测至 2.2/4.0 亿元（下调幅度为 22%/9%），考虑到公司门店优化升级完成后、以及海外线上业务从拓量阶段步入稳定期后，盈利能力将得以提升，我们基本维持公司 2027 年归母净利润预测，2025-2027 年对应 EPS 分别为 0.38/0.70/1.06 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 26/14/9 倍。公司全球布局的战略优势逐步凸显，看好宏观需求触底回升后，公司的业绩弹性释放，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	9,202	10,103	11,523
营业收入增长率	-0.52%	5.94%	8.91%	9.79%	14.06%
净利润（百万元）	107	-151	219	398	606
净利润增长率	157.74%	-242.04%	/	81.68%	52.21%
EPS（元）	0.19	-0.27	0.38	0.70	1.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.74%	-4.17%	5.74%	9.51%	12.81%
P/E	53	/	26	14	9
P/B	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2

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	7,976	8,449	9,202	10,103	11,523
营业成本	4,917	5,336	5,624	6,141	6,968
折旧和摊销	254	557	450	487	539
税金及附加	47	42	46	61	69
销售费用	1,740	1,984	2,319	2,455	2,708
管理费用	573	552	589	606	691
研发费用	116	142	138	152	173
财务费用	301	276	202	173	159
投资收益	-7	-14	-14	-10	8
营业利润	168	-293	271	512	762
利润总额	164	-164	266	507	757
所得税	43	15	53	109	151
净利润	122	-179	213	398	606
少数股东损益	15	-28	-6	0	0
归属母公司净利润	107	-151	219	398	606
EPS(元)	0.19	-0.27	0.38	0.70	1.06

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	917	964	682	858	1,090
净利润	107	-151	219	398	606
折旧摊销	254	557	450	487	539
净营运资金增加	148	-482	356	234	310
其他	408	1,040	-343	-261	-364
投资活动产生现金流	-363	-395	-565	-755	-857
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	-205	-207
融资活动现金流	-108	-778	-388	-31	-120
股本变化	85	0	0	0	0
债务净变化	-174	-216	-157	174	99
无息负债变化	278	35	61	192	287
净现金流	537	-185	-270	72	114

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	38.4%	36.9%	38.9%	39.2%	39.5%
EBITDA 率	12.9%	14.2%	10.3%	11.7%	12.7%
EBIT 率	8.0%	5.5%	5.4%	6.9%	8.0%
税前净利润率	2.1%	-1.9%	2.9%	5.0%	6.6%
归母净利润率	1.3%	-1.8%	2.4%	3.9%	5.3%
ROA	1.2%	-1.9%	2.2%	3.8%	5.3%
ROE (摊薄)	2.7%	-4.2%	5.7%	9.5%	12.8%
经营性 ROIC	7.9%	9.2%	6.8%	8.6%	10.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	62%	60%	59%	58%
流动比率	1.09	1.01	1.11	1.12	1.15
速动比率	0.69	0.64	0.67	0.67	0.69
归母权益/有息债务	1.51	1.54	1.74	1.77	1.92
有形资产/有息债务	3.50	3.60	3.93	3.91	4.11

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	9,711	10,444	11,376
货币资金	1,095	1,006	736	808	922
交易性金融资产	21	91	101	104	107
应收账款	1,545	1,467	1,656	1,766	1,965
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	190	91	120	162	184
存货	1,721	1,644	1,800	1,965	2,230
其他流动资产	54	46	46	46	46
流动资产合计	4,717	4,423	4,540	4,940	5,555
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	2,148	2,167	2,231
在建工程	112	153	295	371	458
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	5,171	5,504	5,821
总负债	6,118	5,937	5,840	6,207	6,593
短期借款	1,621	1,834	1,599	1,773	1,872
应付账款	1,462	1,601	1,687	1,842	2,090
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	4,085	4,422	4,823
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	3,871	4,237	4,783
股本	571	571	571	571	571
公积金	2,650	2,666	2,688	2,697	2,697
未分配利润	782	550	718	1,075	1,622
归属母公司权益	3,884	3,628	3,819	4,185	4,731
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%	25.20%	24.30%	23.50%
管理费用率	7.18%	6.53%	6.40%	6.00%	6.00%
财务费用率	3.77%	3.26%	2.20%	1.72%	1.38%
研发费用率	1.45%	1.67%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	26%	-9%	20%	22%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.05	0.06	0.10	0.16
每股经营现金流	1.61	1.69	1.20	1.50	1.91
每股净资产	6.81	6.36	6.69	7.33	8.29
每股销售收入	13.98	14.81	16.13	17.71	20.19

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	53	/	26	14	9
PB	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.7	7.5	8.2	6.7	5.5
股息率	0.0%	0.5%	0.6%	1.1%	1.6%

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都不与，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