

收入稳健增长，奖金计提政策变化带来短期影响

核心观点

- 公司发布 24Q3 季报，前三季度实现营业收入 35.8 亿，同比增长 23.3%，实现归母净利润 6.24 亿，同比增长 17.15%。单 Q3 来看，公司收入和归母净利润分别同比增长 19.3%和-9.9%，其中归母净利润下降主要与奖金计提方式变化有关，同时 23Q3 一次性资产处置收益 0.22 亿元也推高了基数。
- 分产品来看，24H1 拉链、纽扣和其他服装辅料收入分别同比增长 24%、27.1%和 23.2%，我们推测 24Q3 纽扣和拉链业务仍然维持 20%左右的较快增长。
- 分地区来看，24H1 国内和海外收入分别同比增长 24.8%和 27.2%。我们推测三季度国内订单景气度进一步好于国内，24Q3 及后续季度国外市场将成为主要的增长驱动力。
- **24Q3 毛利率继续提升，受奖金计提方式变化影响，费用率有所增加。**24Q3 毛利率同比提升 2.1pct 至 44.3%，延续 24H1 的趋势，我们推测主要源于产能利用率和内部效率的提升。24Q3 销售和管理费用率分别同比增长 1.8pct 和 3.2pct，费用率大幅上升的原因主要系公司 2024 年起改变奖金计提方式，由以往的在第四季度一次性计提改为根据经营绩效按季度计提，职工薪酬增加较多所致，其中销售费用和管理费用分别同比增长 4,989.10 万和 3,942.40 万。
- 我们认为公司的全球化发展已经进入新的成长阶段，继之前的孟加拉工业园投产之后，越南工业园也初步投产，未来将逐步爬坡放量，并更好承接全球品牌客户的接单验厂功能，同时公司近年来持续在欧洲市场等营销拓展推动进一步国际化。我们对公司未来的海外订单表现保持乐观，另一方面，由于部分费用已在 24Q3 计提，我们期待 24Q4 的盈利表现。我们看好公司凭借“全球化+智能制造+高效服务”不断加固在全球辅料行业的长久竞争力。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.61、0.73 和 0.84 元（原 0.6、0.7 和 0.8 元），DCF 估值对应目标价为 19.23 元，维持“买入”评级。

风险提示：国内外经济复苏低于预期、国际贸易摩擦和海外产能爬坡低于预期等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,628	3,907	4,679	5,377	6,130
同比增长(%)	8.1%	7.7%	19.8%	14.9%	14.0%
营业利润(百万元)	588	673	866	1,015	1,168
同比增长(%)	11.5%	14.4%	28.7%	17.1%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	489	558	718	848	979
同比增长(%)	8.9%	14.2%	28.7%	18.1%	15.4%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.61	0.73	0.84
毛利率(%)	39.0%	40.9%	41.9%	42.0%	42.0%
净利率(%)	13.5%	14.3%	15.3%	15.8%	16.0%
净资产收益率(%)	17.5%	15.4%	15.3%	15.4%	15.3%
市盈率	31.8	27.9	21.6	18.3	15.9
市净率	5.4	3.6	3.1	2.6	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年10月31日）	13.3元
目标价格	19.23元
52周最高价/最低价	15.28/8.84元
总股本/流通A股（万股）	116,889/101,030
A股市值（百万元）	15,546
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024年11月01日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.85	-4.66	14.81	35.34
相对表现%	-0.89	-1.5	1.77	26.42
沪深300%	-0.96	-3.16	13.04	8.92



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107
	zhuyan3@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521070006
	香港证监会牌照：BSW044

相关报告

业绩超预期，国际化拓展卓有成效	2024-08-15
高分红超预期，24年收入目标展现较强信心	2024-04-22
盈利能力稳中有升，定增落地助力未来产能扩张	2023-10-30

根据三季报，我们调整盈利预测（上调收入和毛利率），预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.61、0.73 和 0.84 元（原 0.56、0.65 和 0.76 元），DCF 估值对应目标价为 19.23 元，维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC(%)	4.29%	21.84	25.50	31.40	42.46	70.74
	4.79%	19.84	22.73	27.15	34.74	50.85
	5.29%	18.16	20.48	23.89	29.38	39.66
	5.79%	16.73	18.63	21.32	25.43	32.49
	6.29%	15.50	17.07	19.23	22.40	27.50
	6.79%	14.44	15.75	17.51	20.01	23.84
	7.29%	13.50	14.61	16.07	18.08	21.03
	7.79%	12.67	13.61	14.83	16.48	18.81
	8.29%	11.93	12.74	13.77	15.13	17.01

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率T	25%	债务比率 D/(D+E)	10%
永续增长率Gn(%)	1%	权益比率 E/(D+E)	90%
无风险利率R _f	2.14%	债务利率 r _d	3.6%
无杠杆影响的β系数	0.6	WACC	6.29%
市场收益率R _m	9.17%		
股权投资成本 (Ke)	6.68%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 国内外经济复苏低于预期、国际贸易摩擦和海外产能爬坡低于预期等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	821	1,415	2,044	2,669	3,423	营业收入	3,628	3,907	4,679	5,377	6,130
应收票据、账款及款项融资	426	639	559	642	732	营业成本	2,213	2,308	2,719	3,119	3,553
预付账款	18	21	26	29	33	销售费用	313	355	426	489	558
存货	563	605	712	817	931	管理费用	378	407	487	527	601
其他	89	78	78	78	78	研发费用	151	158	189	218	239
流动资产合计	1,919	2,759	3,418	4,235	5,197	财务费用	(22)	17	9	3	(4)
长期股权投资	82	100	100	100	100	资产、信用减值损失	11	9	11	11	11
固定资产	1,676	1,873	2,205	2,193	2,172	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	495	644	0	0	0	投资净收益	10	17	17	17	17
无形资产	375	383	855	993	1,126	其他	(7)	2	11	(12)	(21)
其他	234	271	261	252	252	营业利润	588	673	866	1,015	1,168
非流动资产合计	2,862	3,271	3,420	3,538	3,650	营业外收入	2	1	1	1	1
资产总计	4,781	6,030	6,838	7,774	8,847	营业外支出	10	8	8	8	8
短期借款	650	541	541	541	541	利润总额	580	666	860	1,008	1,162
应付票据及应付账款	359	470	553	635	723	所得税	93	109	143	161	185
其他	487	405	413	420	428	净利润	487	557	717	847	977
流动负债合计	1,496	1,415	1,506	1,595	1,691	少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	199	98	98	98	98	归属于母公司净利润	489	558	718	848	979
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.48	0.61	0.73	0.84
其他	154	134	134	134	134						
非流动负债合计	353	233	233	233	233	主要财务比率					
负债合计	1,849	1,647	1,739	1,828	1,924		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	37	33	32	31	29	成长能力					
实收资本(或股本)	1,037	1,169	1,169	1,169	1,169	营业收入	8.1%	7.7%	19.8%	14.9%	14.0%
资本公积	474	1,598	1,598	1,598	1,598	营业利润	11.5%	14.4%	28.7%	17.1%	15.2%
留存收益	1,376	1,572	2,290	3,138	4,117	归属于母公司净利润	8.9%	14.2%	28.7%	18.1%	15.4%
其他	8	11	11	11	11	获利能力					
股东权益合计	2,932	4,382	5,099	5,946	6,923	毛利率	39.0%	40.9%	41.9%	42.0%	42.0%
负债和股东权益总计	4,781	6,030	6,838	7,774	8,847	净利率	13.5%	14.3%	15.3%	15.8%	16.0%
						ROE	17.5%	15.4%	15.3%	15.4%	15.3%
						ROIC	13.8%	13.0%	13.5%	13.8%	13.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	38.7%	27.3%	25.4%	23.5%	21.7%
净利润	487	557	717	847	977	净负债率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(632)	950	171	202	209	流动比率	1.28	1.95	2.27	2.66	3.07
财务费用	(22)	17	9	3	(4)	速动比率	0.91	1.52	1.80	2.14	2.52
投资损失	(10)	(17)	(17)	(17)	(17)	营运能力					
营运资金变动	4	(100)	61	(103)	(112)	应收账款周转率	9.0	9.2	9.2	9.0	8.9
其它	968	(719)	(0)	(0)	(0)	存货周转率	4.0	3.9	4.1	4.1	4.1
经营活动现金流	795	688	940	931	1,053	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	570	(2,204)	(320)	(320)	(320)	每股指标(元)					
长期投资	(22)	(17)	0	0	0	每股收益	0.42	0.48	0.61	0.73	0.84
其他	(1,281)	1,563	17	17	17	每股经营现金流	0.77	0.59	0.80	0.80	0.90
投资活动现金流	(732)	(658)	(303)	(303)	(303)	每股净资产	2.48	3.72	4.34	5.06	5.90
债权融资	184	(107)	0	0	0	估值比率					
股权融资	101	1,256	0	0	0	市盈率	31.8	27.9	21.6	18.3	15.9
其他	(223)	(607)	(9)	(3)	4	市净率	5.4	3.6	3.1	2.6	2.3
筹资活动现金流	62	541	(9)	(3)	4	EV/EBITDA	-233.9	9.4	14.7	12.6	11.2
汇率变动影响	63	12	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.1	22.3	17.6	15.1	13.2
现金净增加额	188	584	628	625	754						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。