

Q2 业绩有所承压 看好下半年开始逐步改善

核心观点

- **去年同期高基数叠加下游需求短期疲弱，二季度业绩有所承压。**二季度公司收入和盈利同比分别下降 9%和 20%左右，我们认为主要原因是去年同期基数比较高、叠加下游特别是国内服饰需求短期疲弱等因素所致。单季度盈利降幅超过收入主要是期间费用的同比提升。伴随公司规模的逐步扩大，特别是国际化业务的持续深化，相关人员预计也在扩充，由此推动销售和管理费用中职工薪酬均同比增长，同时募投项目逐步投产等也会带来折旧等费用增加。另外汇率波动也导致汇兑损失同比有所增加。
- **中报显示公司两大核心产品纽扣和拉链毛利率同比均有所上升，我们判断主要是产品和客户结构变化所致。**上半年公司纽扣和拉链的毛利率同比分别提升了 1.39 和 0.43 个百分点，我们判断主要是产品结构和客户结构所致，随着国际化的深入，国际客户占比预计在逐步提高（上半年国际市场收入同比增长 14%左右，国内市场收入同比下降 4%左右），对订单结构质量进一步优化，也会带来毛利率的提升。
- **伴随国际化业务的持续拓展，公司未来的发展空间进一步打开，其经营韧性预计也有望好于同行。**公司的国际化业务布局包括三个方面，一个是国际品牌客户的持续开拓，另一个是海外营销网络的持续布局，另外还有就是海外产能的持续投入。我们看好公司领先于同行的国际化战略，在复杂的国内外经济形势下，也有望比同行呈现更好的经营韧性。
- **公司作为全球服饰辅料行业的龙头之一，其核心竞争力没有变化，预计下半年开始经营逐步改善。**作为细分行业的龙头，公司最大的优势在于产品品质的稳定性、个性化的设计研发能力、对客户的快速响应能力和较早的国际化布局，这些是公司发展之间能够穿越行业牛熊的本质原因。我们认为，短期的经营波动不会改变其核心竞争力，我们看好公司今年下半年开始经营的逐步改善，预计 26 年和 27 年改善趋势会逐步加快。

盈利预测与投资建议

- 根据中报和下游服饰需求趋势，我们调整对公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.62、0.71 和 0.82 元（原预测为 0.70、0.80 和 0.90 元），DCF 估值对应目标价为 17.07 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游服饰需求持续低于预期、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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,907	4,674	4,936	5,364	5,935
同比增长(%)	7.7%	19.7%	5.6%	8.7%	10.7%
营业利润(百万元)	673	852	870	995	1,149
同比增长(%)	14.4%	26.7%	2.0%	14.4%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	558	700	719	825	953
同比增长(%)	14.2%	25.5%	2.7%	14.7%	15.6%
每股收益(元)	0.48	0.60	0.62	0.71	0.82
毛利率(%)	40.9%	41.7%	42.3%	42.6%	42.9%
净利率(%)	14.3%	15.0%	14.6%	15.4%	16.1%
净资产收益率(%)	15.4%	16.1%	15.3%	15.0%	15.0%
市盈率	24.0	19.1	18.6	16.2	14.0
市净率	3.1	3.1	2.6	2.3	2.0

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（2025年08月22日）	11.45 元
目标价格	17.07 元
52 周最高价/最低价	14.89/10.14 元
总股本/流通 A 股（万股）	116,889/101,661
A 股市值（百万元）	13,384
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 08 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.57	4.38	-0.87	-5.62
相对表现%	0.39	-1.91	-12.73	-37.76
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

业绩表现优良，国际业务增长强劲	2025-03-30
收入稳健增长，奖金计提政策变化带来短期影响	2024-11-01
业绩超预期，国际化拓展卓有成效	2024-08-15

根据中报和下游服饰需求趋势，我们调整对公司的盈利预测（主要下调了未来3年纽扣和拉链的收入增速、上调了纽扣和拉链的毛利率，上调了管理费用比率和销售费用比率）预计公司2025-2027年每股收益分别为0.62、0.71和0.82元（原预测为0.70、0.80和0.90元），DCF估值对应目标价为17.07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(%)	3.82%	19.50	23.34	29.91	43.70	91.21
	4.32%	17.52	20.49	25.24	34.09	56.36
	4.82%	15.89	18.23	21.80	27.89	40.68
	5.32%	14.53	16.41	19.16	23.56	31.77
	5.82%	13.36	14.90	17.07	20.38	26.03
	6.32%	12.36	13.63	15.38	17.93	22.02
	6.82%	11.49	12.55	13.98	15.99	19.06
	7.32%	10.73	11.62	12.80	14.42	16.80
	7.82%	10.05	10.82	11.80	13.13	15.00

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	1.78%	债务利率 r _d	3.5%
无杠杆影响的β系数	0.58	WACC	5.82%
市场收益率R _m	8.72%		
股权投资成本 (Ke)	6.17%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 下游服饰需求持续低于预期、国际贸易摩擦和海外产能爬坡低于预期等。

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。