

## 新一期股权激励方案出炉 预计中期形势好于短期

### 核心观点

- 公司发布第六期股权激励计划，新计划针对 26-28 年制定业绩考核目标，25 年仍沿用第五期激励计划要求，反映了公司对中短期经营形势的基本判断。本期激励计划公司拟授予的限制性股票数量为 2300 万股，授予价格为 5.22 元/股。激励计划业绩考核期为 26-28 年度，要求以 2022-2024 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润平均数为基数，26-28 年的净利润（剔除股权激励费用影响）的增速分别不低于 16.52%、24.22%和 33.84%。我们认为，本次激励计划对 25 年业绩没有新的考核要求，同时新基数也以 22-24 年的平均业绩为参考标砖，从侧面反映了公司对中短期经营形势的判断。在贸易摩擦和国内服饰需求相对疲弱的大环境下，叠加公司海外产能逐步爬坡等因素，25 年经营总体面临一定挑战。新激励计划的制定是务实的，也是充分考虑了对新管理团队考核和市场机构投资者等各方因素在内的一份方案。
- 三季度开始公司订单预计环比逐步好转，但更多体现在国际品牌，整体恢复高景气还需要时间。根据我们之前的草根跟踪，我们预计 Q3 开始公司订单环比 Q2 有所好转，但从结构上看，更多体现在国际品牌的需求恢复上，国内品牌需求仍较为疲弱。从最新披露的 1-8 月全国规模以上纺织服装和服饰业主要财务指标看，下游的确仍面临较大压力（前 8 月收入 and 利润总额分别下降 3.6%和 17.9%，比上年降幅进一步扩大）。
- 我们预计 25 年对公司而言是相对有挑战的一年，26 年会比 25 年好，27 年开始景气度恢复有望进一步加速。综合考虑国内外服饰需求、贸易摩擦以及公司国内外新产能建设和释放以及海外品牌客户的拓展，我们预计 26 年开始公司经营将逐步好转，27 年开始好转节奏会进一步加快。公司的核心竞争优势（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和数智化改造等）仍是其穿越行业牛熊的基本保障。

### 盈利预测与投资建议

- 根据下游服饰行业的经营形势和我们的草根跟踪，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 0.58、0.64 和 0.75 元（原预测为 0.62、0.71 和 0.82 元），DCF 估值对应目标价为 15.84 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	4,863	5,210	5,707
同比增长(%)	7.7%	19.7%	4.0%	7.1%	9.5%
营业利润(百万元)	673	852	824	910	1,057
同比增长(%)	14.4%	26.7%	-3.4%	10.5%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	558	700	681	754	876
同比增长(%)	14.2%	25.5%	-2.8%	10.7%	16.2%
每股收益(元)	0.48	0.60	0.58	0.64	0.75
毛利率(%)	40.9%	41.7%	42.3%	42.4%	42.7%
净利率(%)	14.3%	15.0%	14.0%	14.5%	15.3%
净资产收益率(%)	15.4%	16.1%	14.5%	13.9%	14.1%
市盈率	21.0	16.7	17.2	15.5	13.4
市净率	2.7	2.7	2.3	2.0	1.8

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

投资评级	买入
股价（2025年09月26日）	10.01元
目标价格	15.84元
52周最高价/最低价	14.89/9.89元
总股本/流通A股（万股）	116,889/101,661
A股市值（百万元）	11,701
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年09月29日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.38	-11.42	-9.17	-19.55
相对表现%	-2.45	-13.61	-24.48	-47.89
沪深300%	1.07	2.19	15.31	28.34



### 证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001  
shihongmei@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

Q2 业绩有所承压 看好下半年开始逐步改善	2025-08-25
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

根据下游服饰行业的经营形势和我们的草根跟踪，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、考虑激励计划上调了期间费用比率）预计公司2025-2027年每股收益分别为0.58、0.64和0.75元（原预测为0.62、0.71和0.82元），DCF估值对应目标价为15.84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(%)	3.88%	18.07	21.57	27.50	39.74	79.66
	4.38%	16.26	18.97	23.29	31.23	50.64
	4.88%	14.76	16.91	20.16	25.67	37.03
	5.38%	13.50	15.23	17.75	21.76	29.13
	5.88%	12.43	13.84	15.84	18.86	23.98
	6.38%	11.51	12.68	14.29	16.63	20.35
	6.88%	10.70	11.68	13.00	14.85	17.66
	7.38%	9.99	10.82	11.92	13.41	15.59
	7.88%	9.37	10.08	10.99	12.22	13.94

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 <sub>f</sub>	1.88%	债务利率 r <sub>d</sub>	3.5%
无杠杆影响的β系数	0.58	WACC	5.88%
市场收益率R <sub>m</sub>	8.82%		
股权投资成本 (Ke)	6.25%		

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。

**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,415	1,108	1,801	2,159	2,634	营业收入	3,907	4,674	4,863	5,210	5,707
应收票据、账款及款项融资	639	658	685	734	804	营业成本	2,308	2,724	2,805	2,999	3,273
预付账款	21	20	20	22	24	销售费用	363	415	462	485	514
存货	605	704	725	775	846	管理费用	397	512	554	573	599
其他	78	120	67	67	67	研发费用	160	181	188	203	223
<b>流动资产合计</b>	<b>2,759</b>	<b>2,609</b>	<b>3,298</b>	<b>3,757</b>	<b>4,375</b>	财务费用	17	2	25	26	22
长期股权投资	100	117	117	117	117	资产、信用减值损失	9	7	7	7	7
固定资产	1,873	2,687	2,871	2,909	2,929	公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	644	251	0	0	0	投资净收益	17	15	15	15	15
无形资产	383	404	858	1,173	1,476	其他	2	3	(13)	(22)	(28)
其他	271	222	174	165	164	<b>营业利润</b>	<b>673</b>	<b>852</b>	<b>824</b>	<b>910</b>	<b>1,057</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,271</b>	<b>3,681</b>	<b>4,020</b>	<b>4,363</b>	<b>4,686</b>	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>6,030</b>	<b>6,290</b>	<b>7,319</b>	<b>8,120</b>	<b>9,061</b>	营业外支出	8	6	6	6	6
短期借款	541	712	1,050	1,050	1,050	<b>利润总额</b>	<b>666</b>	<b>847</b>	<b>818</b>	<b>905</b>	<b>1,051</b>
应付票据及应付账款	470	516	531	568	620	所得税	109	140	131	144	167
其他	405	528	529	533	538	<b>净利润</b>	<b>557</b>	<b>707</b>	<b>687</b>	<b>761</b>	<b>884</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,415</b>	<b>1,755</b>	<b>2,110</b>	<b>2,150</b>	<b>2,207</b>	少数股东损益	(1)	7	6	7	8
长期借款	98	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>558</b>	<b>700</b>	<b>681</b>	<b>754</b>	<b>876</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.48	0.60	0.58	0.64	0.75
其他	134	136	121	121	121						
<b>非流动负债合计</b>	<b>233</b>	<b>136</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,647</b>	<b>1,891</b>	<b>2,232</b>	<b>2,272</b>	<b>2,329</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	33	45	52	59	67	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,169	1,169	1,169	1,169	1,169	营业收入	7.7%	19.7%	4.0%	7.1%	9.5%
资本公积	1,598	1,664	1,664	1,664	1,664	营业利润	14.4%	26.7%	-3.4%	10.5%	16.1%
留存收益	1,572	1,512	2,193	2,947	3,823	归属于母公司净利润	14.2%	25.5%	-2.8%	10.7%	16.2%
其他	11	9	9	9	9	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,382</b>	<b>4,400</b>	<b>5,087</b>	<b>5,848</b>	<b>6,732</b>	毛利率	40.9%	41.7%	42.3%	42.4%	42.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,030</b>	<b>6,290</b>	<b>7,319</b>	<b>8,120</b>	<b>9,061</b>	净利率	14.3%	15.0%	14.0%	14.5%	15.3%
						ROE	15.4%	16.1%	14.5%	13.9%	14.1%
						ROIC	13.0%	13.9%	12.4%	11.9%	12.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	27.3%	30.1%	30.5%	28.0%	25.7%
净利润	557	707	687	761	884	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	950	218	222	257	277	流动比率	1.95	1.49	1.56	1.75	1.98
财务费用	17	2	25	26	22	速动比率	1.52	1.09	1.22	1.39	1.60
投资损失	(17)	(15)	(15)	(15)	(15)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(101)	27	(31)	(60)	(86)	应收账款周转率	9.2	9.6	9.3	9.4	9.5
其它	(718)	151	53	0	0	存货周转率	3.9	4.2	3.9	4.0	4.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>688</b>	<b>1,090</b>	<b>941</b>	<b>969</b>	<b>1,082</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
资本支出	(2,204)	(632)	(600)	(600)	(600)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(17)	(18)	0	0	0	每股收益	0.48	0.60	0.58	0.64	0.75
其他	1,563	(105)	53	15	15	每股经营现金流	0.59	0.93	0.81	0.83	0.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>(658)</b>	<b>(755)</b>	<b>(547)</b>	<b>(585)</b>	<b>(585)</b>	每股净资产	3.72	3.73	4.31	4.95	5.70
债权融资	(107)	2	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,256	66	0	0	0	市盈率	21.0	16.7	17.2	15.5	13.4
其他	(607)	(716)	299	(26)	(22)	市净率	2.7	2.7	2.3	2.0	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>541</b>	<b>(648)</b>	<b>299</b>	<b>(26)</b>	<b>(22)</b>	EV/EBITDA	7.0	10.7	10.7	9.6	8.4
汇率变动影响	12	10	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.6	13.4	13.5	12.2	10.6
<b>现金净增加额</b>	<b>584</b>	<b>(303)</b>	<b>693</b>	<b>358</b>	<b>475</b>						

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](http://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。