

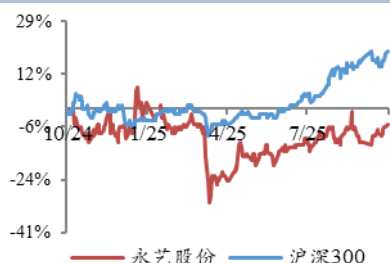
## 25Q3 业绩短期承压，积极开拓新市场新客户

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-28

收盘价（元）	11.49
近 12 个月最高/最低（元）	14.77/8.26
总股本（百万股）	330
流通股本（百万股）	300
流通股比例（%）	90.80
总市值（亿元）	38
流通市值（亿元）	34

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

### 相关报告

1.大力开拓非美市场，自主品牌业务占比持续提升 2025-08-27

2.新客户新渠道加快放量，25Q1 业绩持续增长 2025-04-26

3.永艺股份：内外销并重，积极研发智能化产品 2025-03-08

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 34.83 亿元，同比增长 2.75%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比下降 14.83%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 12.94 亿元，同比下降 3.26%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比下降 40.15%。公司业绩下滑主要受欧美通胀等影响，终端需求对价格敏感；同时，为开拓 Top 国家 Top 客户及自主品牌业务，销售费用相应增加所致。

#### ● 开拓新客户及自主品牌业务致销售费用率提升，盈利能力短期承压

2025 年前三季度公司毛利率为 21.31%，同比-1.37pct；销售/管理/研发/财务费用率为 7.22%/4.62%/3.49%/-0.13%，同比+0.65/-0.20/+0.03/-0.12pct；归母净利率为 5.5%，同比-1.13pct。2025 年第三季度公司毛利率为 20.46%，同比-1.97pct；销售/管理/研发/财务费用率为 7.08%/3.77%/3.13%/0.7%，同比+1.43/-0.36/-0.49/-0.17pct；归母净利率为 4.55%，同比-2.81pct。公司销售费用率提升主要系开拓 Top 国家 Top 客户及自主品牌业务所致。

#### ● 积极发挥海外基地优势，不断开拓新市场、新客户

公司坚持“数一数二”市场战略不动摇，积极推进大客户价值营销全覆盖，不断开拓新市场、新客户。一方面，积极发挥海外基地优势，在新一轮全球订单转移背景下积极开拓新客户，上半年顺利推进与多个重要新客户接触洽谈，后续随着美国市场需求回暖，新客户贡献有望显现。另一方面，大力开拓非美市场，进一步加大对 TOP 国家 TOP 客户的洞察和开拓力度，梳理目标客户清单，逐一建立联系并进行拜访，上半年公司在欧洲、东南亚、澳洲等区域增速较高，也反映出近年来新市场新客户开拓的积极成效。后续公司将进一步加大新客户开拓力度，不断提升市场覆盖面和占有率。

#### ● 投资建议

公司加快推进从“外销代工模式为主”向“内外销并重、自主品牌和 ODM 模式并重”的战略转型，随着新业务逐步爬坡，同时老业务也有望继续改善，预计后续业绩有望继续增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 51.56/57.39/62.3 亿元，分别同比增长 8.6%/11.3%/8.5%；归母净利润分别为 3.21/3.84/4.46 亿元，分别同比增长 8.5%/19.5%/16.1%；EPS 分别为 0.97/1.16/1.35 元，截至 2025 年 10 月 27 日，对应 PE 分别为 11.81/9.88/8.51 倍。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

国际宏观经济下行风险，国际需求变化风险，原材料价格波动风险，人民币汇率波动及出口退税率政策变动风险，大客户集中风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4749	5156	5739	6230
收入同比（%）	34.2%	8.6%	11.3%	8.5%
归属母公司净利润	296	321	384	446
净利润同比（%）	-0.6%	8.5%	19.5%	16.1%
毛利率（%）	21.6%	21.7%	22.0%	22.2%
ROE（%）	13.3%	12.4%	12.6%	12.5%
每股收益（元）	0.89	0.97	1.16	1.35
P/E	13.26	11.81	9.88	8.51
P/B	1.76	1.46	1.25	1.07
EV/EBITDA	8.77	7.31	5.63	4.45

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 27 日收盘价计算）

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2449	2979	3198	3682	<b>营业收入</b>	4749	5156	5739	6230
现金	1035	1138	1316	1648	营业成本	3722	4038	4477	4845
应收账款	645	918	943	1024	营业税金及附加	22	26	29	31
其他应收款	14	113	126	137	销售费用	311	356	393	424
预付账款	27	48	58	68	管理费用	212	217	235	249
存货	584	619	613	664	财务费用	-12	9	8	6
其他流动资产	144	142	142	142	资产减值损失	-6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1857	2054	2239	2404	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	5	6	6
固定资产	1051	1153	1244	1325	<b>营业利润</b>	328	354	423	491
无形资产	354	402	447	483	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	452	500	548	596	营业外支出	6	4	4	4
<b>资产总计</b>	4306	5032	5437	6086	<b>利润总额</b>	326	353	422	490
<b>流动负债</b>	1966	2151	2292	2414	所得税	24	25	30	34
短期借款	848	848	848	848	<b>净利润</b>	302	328	392	455
应付账款	812	929	1043	1141	少数股东损益	6	7	8	9
其他流动负债	306	373	401	424	<b>归属母公司净利润</b>	296	321	384	446
<b>非流动负债</b>	89	254	64	64	EBITDA	438	513	602	686
长期借款	20	20	20	20	EPS（元）	0.89	0.97	1.16	1.35
其他非流动负债	69	234	44	44					
<b>负债合计</b>	2055	2404	2355	2477					
少数股东权益	22	29	37	46					
股本	331	330	330	330					
资本公积	693	694	694	694					
留存收益	1204	1575	2021	2539					
归属母公司股东权益	2228	2599	3045	3563					
<b>负债和股东权益</b>	4306	5032	5437	6086					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	350	279	705	659	<b>成长能力</b>				
净利润	296	321	384	446	营业收入	34.2%	8.6%	11.3%	8.5%
折旧摊销	118	163	184	204	营业利润	-2.2%	8.0%	19.4%	16.1%
财务费用	20	34	34	34	归属于母公司净利润	-0.6%	8.5%	19.5%	16.1%
投资损失	0	-5	-6	-6	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-98	-243	99	-30	毛利率（%）	21.6%	21.7%	22.0%	22.2%
其他经营现金流	408	572	294	487	净利率（%）	6.2%	6.2%	6.7%	7.2%
<b>投资活动现金流</b>	-379	-305	-303	-293	ROE（%）	13.3%	12.4%	12.6%	12.5%
资本支出	-361	-310	-309	-299	ROIC（%）	9.3%	8.7%	9.7%	9.9%
长期投资	-17	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-1	5	6	6	资产负债率（%）	47.7%	47.8%	43.3%	40.7%
<b>筹资活动现金流</b>	396	129	-224	-34	净负债比率（%）	91.3%	91.5%	76.4%	68.6%
短期借款	596	0	0	0	流动比率	1.25	1.39	1.40	1.53
长期借款	20	0	0	0	速动比率	0.93	1.07	1.10	1.22
普通股增加	-2	-2	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-31	2	0	0	总资产周转率	1.10	1.02	1.06	1.02
其他筹资现金流	-188	129	-224	-34	应收账款周转率	7.37	5.62	6.08	6.08
<b>现金净增加额</b>	364	103	178	332	应付账款周转率	4.58	4.35	4.29	4.24

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.89	0.97	1.16	1.35	P/E	13.26	11.81	9.88	8.51
每股经营现金流	1.06	0.85	2.13	2.00	P/B	1.76	1.46	1.25	1.07
每股净资产	6.74	7.87	9.21	10.78	EV/EBITDA	8.77	7.31	5.63	4.45

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 27 日收盘价计算）

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师：**余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。