

多因素下 25 年业绩承压 中期仍看好公司市场份额的提升

核心观点

- **多因素扰动之下，公司 25 年业绩承压。**公司发布 25 年度业绩公告，收入同比增长 8%，净利润同比下降 7% 左右，全年业绩略低于之前市场预期。我们认为公司 25 年业绩承压的主要原因如下（1）国内市场需求疲弱导致全年销售下降 8.4%（2）人力成本上升、与部分客户分担美国市场关税成本等导致报告期毛利率同比下降 1.8 个百分点（3）人民币升值带来全年汇兑损失 2.56 亿元（24 年为汇兑收益 1.05 亿元）。（4）24 年净利润中包含转让一家全资附属公司股权取得的收益 3.3 亿元。
- **报告期公司现金净额同比大幅增加，年度分红回报已具备吸引力。**25 年末公司现金净额为 6.11 亿元，同比大幅增加 25.61 亿元。公司公告期末拟每股派息 1.2 港币，与中期派息合计为每股 2.58 港币，对应当前股价股息率在 5%+，已经具备一定吸引力。同时近日公司又公告陆续进行公司回购和实际控制人的增持，彰显对投资者回报的重视和对公司中长期发展的信心。
- **我们预计 26 年开始公司经营情况将逐步好转，27 年起有望呈现更好的盈利弹性。**结合下游服饰需求特别是国内市场需求弱复苏，我们判断 26 年开始公司经营将重回稳健增长。但考虑到汇率波动、关税分担和近期油价对原料端的扰动等因素，我们预计 26 年整体将呈现前低后高的态势。27 年开始预计公司毛利率有望逐步回升，盈利也将呈现更好的弹性。
- **我们看好公司中长期市场份额的提升。**目前市场有部分担心下游运动服饰整体需求从历史上的快速增长回归平稳增长后对公司发展空间的挑战。我们认为，公司作为全球运动服饰的代工龙头，其核心竞争力在于全球化、一体化的前瞻布局和强大的制造、研发和管理能力以及灵活的组织应变能力。公司历史上也经历了多轮产业周期的变化，但其行业竞争力仍在不断增强。我们预计，市场动荡之下会加速中小同行的出清，从中期看反而有利于公司市场份额的提升。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年度业绩公告，结合下游服饰行业需求形势，我们调整 25-27 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 3.88、4.07 和 4.59 元（原预测分别为 4.37、4.88 和 5.60 元），DCF 目标估值 68.28 港币（1 人民币=1.14 港币），维持“买入”评级。

风险提示：下游消费复苏不及预期、上游原材料价扰动、人民币汇率波动等

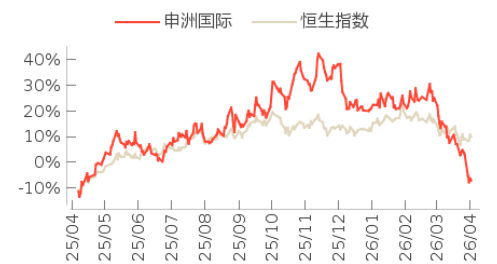
公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,970	28,663	30,994	32,641	34,946
同比增长(%)	-10.1%	14.8%	8.1%	5.3%	7.1%
营业利润(百万元)	4,996	7,164	6,666	6,990	7,863
同比增长(%)	-5.1%	43.4%	-7.0%	4.9%	12.5%
归属母公司净利润(百万元)	4,557	6,241	5,825	6,109	6,872
同比增长(%)	-0.1%	36.9%	-6.7%	4.9%	12.5%
每股收益(元)	3.03	4.15	3.88	4.06	4.57
毛利率(%)	24.3%	28.1%	26.3%	26.2%	26.6%
归母净利率(%)	18.3%	21.8%	18.8%	18.7%	19.7%
净资产收益率(%)	14.3%	18.2%	15.9%	15.5%	15.9%
市盈率	13.6	10.0	10.7	10.2	9.0
市净率	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4

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。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月02日）	47.12 港元
目标价格	68.28 港元
52 周最高价/最低价	73/40.68 港元
总股本/流通 H 股（万股）	150,322/150,322
H 股市值（百万港币）	70,832
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-10.59	-23.82	-24	-20.22
相对表现%	-11.64	-20.2	-19.36	-28.47
恒生指数%	1.05	-3.62	-4.64	8.25



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

上半年营收增长靓丽 看好公司全球化一体化发展模式 2025-08-29
业绩超预期，期待 2025 年表现 2025-03-27
毛利率和盈利超预期，海外产能稳步扩张 2024-08-30

根据公司 25 年度业绩公告，结合下游服饰行业需求形势，我们调整 25-27 年的盈利预测（主要下调收入和毛利率，销售了销售费用率，上调了管理费用率，上调了汇兑损失），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 3.88、4.07 和 4.59 元（原预测分别为 4.37、4.88 和 5.60 元），DCF 目标估值 68.28 港币（1 人民币=1.14 港币），维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	5.11%	74.32	80.04	91.17	122.40	732.04
	5.61%	70.87	75.11	82.60	99.41	171.51
	6.11%	67.95	71.20	76.53	86.93	116.09
	6.61%	65.43	67.97	71.93	78.93	94.63
	7.11%	63.20	65.24	68.28	73.26	82.97
	7.61%	61.22	62.88	65.26	68.96	75.50
	8.11%	59.42	60.79	62.70	65.53	70.19
	8.61%	57.78	58.93	60.48	62.71	66.17
	9.11%	56.28	57.25	58.53	60.31	62.96

数据来源：wind，东方证券研究所，目标价货币单位：港币

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(%)	3%	权益比率 E/(D+E)	90%
无风险利率R _f	1.82%	债务利率 r _d	3.5%
无杠杆影响的 β 系数	0.77	WACC	7.11%
市场收益率R _m	8.76%		
股权投资成本 (Ke)	7.61%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 下游消费复苏不及预期、上游原材料价扰动、人民币汇率波动等。

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	11,596	10,869	15,411	17,177	19,679	营业收入	24,970	28,663	30,994	32,641	34,946
存货	6,125	6,885	6,710	7,636	7,639	营业成本	(18,910)	(20,608)	(22,828)	(24,089)	(25,650)
应收账款	5,024	6,151	6,944	6,113	7,866	毛利	6,060	8,055	8,165	8,552	9,296
预付款项	441	485	458	708	541	销售费用	(164)	(276)	(250)	(261)	(280)
其他	5,294	14,182	12,641	12,641	12,641	管理费用	(1,881)	(1,938)	(2,095)	(2,220)	(2,341)
流动资产合计	28,479	38,572	42,164	44,274	48,366	其他收入	535	618	82	158	228
固定资产	10,931	10,763	11,666	13,066	14,066	政府补助	250	151	328	300	300
有使用权资产	1,961	1,939	2,218	2,218	2,218	汇兑损益	151	106	(256)	(150)	(80)
无形资产	129	132	126	119	112	租金收入	26	8	9	9	9
递延所得税资产	114	113	134	134	134	其他开支	24	(38)	(31)	(30)	(30)
其他	7,112	1,702	769	763	763	EBIT	4,550	6,458	5,902	6,230	6,903
非流动资产合计	20,132	14,536	14,779	16,167	17,160	财务费用	433	700	759	756	956
资产总计	48,611	53,108	56,943	60,441	65,526	应占联营公司损益	13	5	5	5	5
短期借款	10,204	12,819	14,601	15,000	15,000	除税前溢利	4,996	7,164	6,666	6,990	7,863
应付账款	1,198	1,493	1,383	1,229	1,567	所得税	(438)	(923)	(841)	(881)	(991)
租赁负债	47	47	14	20	15	净利润(含少数股东权益)	4,557	6,241	5,825	6,109	6,872
应付税项	305	753	678	678	678	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	1,630	1,714	2,168	1,985	2,534	归母净利润	4,557	6,241	5,825	6,109	6,872
流动负债合计	13,384	16,826	18,844	18,911	19,794	每股收益	3.03	4.15	3.88	4.06	4.57
递延所得税负债	349	362	353	353	353						
长期借款	1,900	0	198	0	0	主要财务比率					
其他	111	67	56	28	21		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	2,359	429	608	381	375	成长能力					
负债合计	15,744	17,255	19,451	19,293	20,169	营业收入	-10.1%	14.8%	8.1%	5.3%	7.1%
股本	151	151	151	151	151	营业利润	1.2%	45.5%	-0.4%	4.3%	9.9%
储备	32,716	35,702	37,341	40,998	45,206	归属于母公司净利润	-0.1%	36.9%	-6.7%	4.9%	12.5%
少数股东权益	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	32,867	35,853	37,492	41,149	45,357	毛利率	24.3%	28.1%	26.3%	26.2%	26.6%
负债和股东权益总计	48,611	53,108	56,943	60,441	65,526	归母净利率	18.3%	21.8%	18.8%	18.7%	19.7%
						ROE	14.3%	18.2%	15.9%	15.5%	15.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	32.4%	32.5%	34.2%	31.9%	30.8%
除税前溢利	4,996	7,164	6,666	6,990	7,863	流动比率	2.13	2.29	2.24	2.34	2.44
折旧摊销	1,474	1,520	1,228	1,131	1,031	速动比率	1.67	1.88	1.88	1.94	2.06
营运资金变动	325	-1,550	-250	-681	-702	营运能力					
已付所得税	-531	-475	-916	-881	-991	应收账款周转率	5.0	5.1	4.7	5.0	5.0
其它	-1,036	-1,386	-794	-760	-960	存货周转率	3.1	3.2	3.4	3.4	3.4
经营活动现金流	5,227	5,273	5,933	5,799	6,241	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	-1,202	-2,592	-2,804	-2,524	-2,024	每股指标(元)					
处置固定资产	162	373	400	-	-	每股收益	3.03	4.15	3.88	4.06	4.57
其他	-340	-1,251	2,459	-12	-7	每股经营现金流	3.48	3.51	3.95	3.86	4.15
投资活动现金流	-1,380	-3,469	55	-2,537	-2,031	每股净资产	21.86	23.85	24.94	27.37	30.17
股本	-	-	-	-	-						
股息	-2,458	-3,186	-2,484	-2,452	-2,664	估值比率					
其他	2,791	535	1,038	956	956	市盈率	13.6	10.0	10.7	10.2	9.0
筹资活动现金流	333	-2,651	-1,447	-1,496	-1,708	市净率	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4
现金净增加额	4,180	-847	4,542	1,767	2,502						

资料来源：东方证券研究所

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声明。

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。