

## 25 年保持高分红 26 年营收目标积极

### 核心观点

- **25 年 Q4 收入环比提速，全年盈利下降的核心是财务费用显著增长。**25 年全年公司收入同比增长 3%左右，归母净利润同比下降 8%左右。全年拖累盈利的核心因素是财务费用同比大幅增长 6466 万元（其中人民币升值带来的汇兑损失是主因，另有募集资金投入和利率下行带来的利息收入减少）。从年报看，25Q4 公司收入同比 7%左右，环比明显提速，反映出公司订单的景气度正在恢复。年报公司继续保持高分红政策，拟每股派 0.4 元，和中期分红合计后全年派息比率高达 92%。
- **25 年公司拉链业务营收增长和毛利率情况均好于纽扣，我们认为后续拉链依然是公司增长的最主要动力之一。**25 年公司拉链和纽扣收入同比分别增长 3%和 2%左右。毛利率方面，拉链接近 43%，同比增长 0.87%个百分点；纽扣毛利率接近 42%，同比下降 1.2 个百分点。考虑下游相对更广的应用场景以及后续公司海外扩产的规划，我们认为后续拉链仍是公司增长的最重要动力之一。
- **公司 26 年营收目标相对积极，我们维持 26 年经营边际提速的判断。**年报显示，公司 26 年计划实现营业收入 53 亿元（同比增长 10%左右），在目前下游服饰需求相对仍未明显复苏的情况下，展现出公司对未来较为积极的指引。但考虑上游涨价、新产能爬坡以及国际化拓展可能带来的费用增长等短期因素，我们预计公司 26 年盈利增速可能低于收入增速。在短期扰动因素逐渐缓解之后，我们预计 27 年开始公司盈利增速将进一步好于 26 年。
- **我们坚定看好公司在全球服饰辅料行业的核心竞争力。**相比其他同行，我们认为公司的核心竞争优势在于一站式的“产品+服务”的发展理念、个性化的设计研发能力、对客户的快速响应能力和前瞻的国际化布局和数智化改造等，这也是公司能够穿越行业牛熊的重要保障，我们坚定看好公司中长期的核心竞争力。

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司年报以及下游服饰行业的经营形势，我们小幅调整对公司 26-27 年公司的盈利预测、新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.58、0.67 和 0.74 元（原预测 26-27 年分别为 0.57 和 0.66 元），DCF 估值对应目标价为 15.45 元，维持“买入”评级。

### 风险提示：

下游服饰复苏缓慢、贸易摩擦、汇率波动和海外产能爬坡低于预期等

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,674	4,800	5,300	5,826	6,203
同比增长(%)	19.7%	2.7%	10.4%	9.9%	6.5%
营业利润(百万元)	852	784	840	963	1,074
同比增长(%)	26.7%	-8.1%	7.2%	14.7%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	700	645	691	793	885
同比增长(%)	25.5%	-8.0%	7.3%	14.7%	11.6%
每股收益(元)	0.59	0.54	0.58	0.67	0.74
毛利率(%)	41.7%	42.0%	41.7%	41.9%	42.0%
净利率(%)	15.0%	13.4%	13.0%	13.6%	14.3%
净资产收益率(%)	16.1%	14.5%	14.1%	14.0%	13.6%
市盈率	17.1	18.6	17.3	15.1	13.6
市净率	2.8	2.6	2.3	2.0	1.7

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（2026年04月17日）	10.09 元
目标价格	15.45 元
52 周最高价/最低价	11.99/9.48 元
总股本/流通 A 股（万股）	118,889/102,210
A 股市值（百万元）	11,996
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 17 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.91	-0.69	-2.42	-6.25
相对表现%	1.92	-2.66	-2.35	-31.61
沪深 300%	1.99	1.97	-0.07	25.36



### 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

25 年业绩符合预期 26 年有望边际提速 2026-03-03  
新一期股权激励方案出炉 预计中期形势好于短期 2025-09-29  
Q2 业绩有所承压 看好下半年开始逐步改善 2025-08-25

根据公司年报以及下游服饰行业的经营形势，我们小幅调整对公司 26-27 年公司的盈利预测（小幅上调了拉链业务的收入增速，小幅下调了纽扣业务毛利率）、新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.58、0.67 和 0.74 元（原预测 26-27 年分别为 0.57 和 0.66 元），DCF 估值对应目标价为 15.45 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(%)	3.66%	17.76	21.39	27.75	41.76	97.92
	4.16%	15.91	18.68	23.21	31.93	55.62
	4.66%	14.38	16.56	19.92	25.79	38.74
	5.16%	13.11	14.85	17.41	21.60	29.66
	5.66%	12.04	13.44	15.45	18.56	24.00
	6.16%	11.11	12.27	13.87	16.25	20.12
	6.66%	10.31	11.27	12.58	14.44	17.31
	7.16%	9.61	10.42	11.49	12.98	15.18
	7.66%	9.00	9.68	10.57	11.78	13.50

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>	1.78%	债务利率 r <sub>d</sub>	3.5%
无杠杆影响的 β 系数	0.55	WACC	5.66%
市场收益率R <sub>m</sub>	8.81%		
股权投资成本 (Ke)	6.00%		

数据来源：wind，东方证券研究所

**风险提示：** 下游服饰复苏缓慢、贸易摩擦、汇率波动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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,108	1,216	1,658	2,057	2,594	营业收入	4,674	4,800	5,300	5,826	6,203
应收票据、账款及款项融资	658	626	614	675	719	营业成本	2,724	2,783	3,092	3,387	3,595
预付账款	20	15	16	18	19	销售费用	415	438	482	524	552
存货	704	728	809	886	941	管理费用	512	556	620	670	695
其他	120	143	143	143	143	研发费用	181	177	207	227	242
<b>流动资产合计</b>	<b>2,609</b>	<b>2,727</b>	<b>3,241</b>	<b>3,779</b>	<b>4,416</b>	财务费用	2	66	59	47	32
长期股权投资	117	132	132	132	132	资产、信用减值损失	7	2	(1)	0	0
固定资产	2,687	2,965	3,185	3,201	3,199	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	251	362	0	0	0	投资净收益	15	16	16	16	16
无形资产	404	499	1,004	1,314	1,611	其他	3	(11)	(17)	(24)	(29)
其他	222	135	123	118	118	<b>营业利润</b>	<b>852</b>	<b>784</b>	<b>840</b>	<b>963</b>	<b>1,074</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,681</b>	<b>4,093</b>	<b>4,444</b>	<b>4,764</b>	<b>5,060</b>	营业外收入	1	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>6,290</b>	<b>6,820</b>	<b>7,685</b>	<b>8,543</b>	<b>9,475</b>	营业外支出	6	7	7	7	7
短期借款	712	943	1,050	1,050	1,050	<b>利润总额</b>	<b>847</b>	<b>780</b>	<b>837</b>	<b>960</b>	<b>1,071</b>
应付票据及应付账款	516	522	580	635	674	所得税	140	132	141	162	181
其他	528	580	585	590	593	<b>净利润</b>	<b>707</b>	<b>648</b>	<b>695</b>	<b>798</b>	<b>890</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,755</b>	<b>2,045</b>	<b>2,215</b>	<b>2,275</b>	<b>2,317</b>	少数股东损益	7	4	4	5	5
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>700</b>	<b>645</b>	<b>691</b>	<b>793</b>	<b>885</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.59	0.54	0.58	0.67	0.74
其他	136	163	163	163	163						
<b>非流动负债合计</b>	<b>136</b>	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>163</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,891</b>	<b>2,208</b>	<b>2,378</b>	<b>2,438</b>	<b>2,480</b>						
少数股东权益	45	49	53	57	63						
实收资本(或股本)	1,169	1,189	1,189	1,189	1,189						
资本公积	1,664	1,682	1,682	1,682	1,682						
留存收益	1,512	1,689	2,380	3,173	4,058						
其他	9	3	3	3	3						
<b>股东权益合计</b>	<b>4,400</b>	<b>4,612</b>	<b>5,308</b>	<b>6,105</b>	<b>6,995</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,290</b>	<b>6,820</b>	<b>7,685</b>	<b>8,543</b>	<b>9,475</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	707	648	695	798	890
折旧摊销	(733)	1,228	250	281	304
财务费用	2	66	59	47	32
投资损失	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(28)	(23)	(9)	(80)	(57)
其它	1,158	(769)	(1)	(0)	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,090</b>	<b>1,135</b>	<b>979</b>	<b>1,029</b>	<b>1,153</b>
资本支出	2,057	(3,413)	(600)	(600)	(600)
长期投资	(18)	(15)	0	0	0
其他	(2,795)	2,607	16	16	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(755)</b>	<b>(820)</b>	<b>(584)</b>	<b>(584)</b>	<b>(584)</b>
债权融资	2	(37)	0	0	0
股权融资	66	38	0	0	0
其他	(716)	(202)	47	(47)	(32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(648)</b>	<b>(201)</b>	<b>47</b>	<b>(47)</b>	<b>(32)</b>
汇率变动影响	10	(8)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(303)</b>	<b>105</b>	<b>442</b>	<b>399</b>	<b>537</b>

  

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.7%	2.7%	10.4%	9.9%	6.5%
营业利润	26.7%	-8.1%	7.2%	14.7%	11.5%
归属于母公司净利润	25.5%	-8.0%	7.3%	14.7%	11.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.7%	42.0%	41.7%	41.9%	42.0%
净利率	15.0%	13.4%	13.0%	13.6%	14.3%
ROE	16.1%	14.5%	14.1%	14.0%	13.6%
ROIC	13.9%	13.0%	12.4%	12.3%	12.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.1%	32.4%	30.9%	28.5%	26.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.49	1.33	1.46	1.66	1.91
速动比率	1.09	0.98	1.10	1.27	1.50
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.6	9.0	9.1	9.0	8.9
存货周转率	4.2	3.9	4.0	4.0	3.9
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.59	0.54	0.58	0.67	0.74
每股经营现金流	0.93	0.95	0.82	0.87	0.97
每股净资产	3.66	3.84	4.42	5.09	5.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.1	18.6	17.3	15.1	13.6
市净率	2.8	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	97.7	5.7	10.3	9.2	8.4
EV/EBIT	13.8	13.9	13.1	11.7	10.7

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。