

## 年报分红亮眼 未来盈利能力有望持续提升

### 核心观点

- **25 年家纺主业增长强劲，美国家具业务有所减亏，全年分红方案亮眼。**25 年公司收入和归母净利润同比分别增长 6%和 20%，扣非盈利增长 14%左右。在消费相对疲弱的大环境下公司展现了较强的品牌韧性。25 年公司美国家具业务收入同比下降 6%左右，全年亏损 2652 万元，相比上年有所减亏。扣除美国家具业务，公司国内家纺业务收入同比增长近 9%左右，而且线上和直营的毛利率同比分别增长了 4 个百分点和 2 个百分点左右，反映出产品结构和供应链优化以及品牌影响力持续提升的效果。伴随年报公司公告拟每股派 0.42 元，和中期分红合计后全年派息率接近 100%，超出市场之前预计，也展现了公司对投资者回报的高度重视。
- **26 年一季报再次展现公司爆品模式下的盈利弹性。**一季度公司收入和盈利同比分别增长 6%和 31%左右，盈利的增速超出之前市场估计。我们认为，公司近年持续强化爆品模式带来的溢出效应明显，电商占比提高和毛利率持续提升助力公司综合毛利率明显增长（同比提升 3.6 个百分点）是一季报盈利远超收入增幅的核心原因。
- **在爆品策略和供应链数智化发展下，我们预计公司未来三年将保持盈利能力持续上升的态势。**伴随消费人群的代际变迁以及国内经济增长阶段的变化，我们认为国内服饰包括家纺的消费将更多聚焦于科技功能、环保可持续和东方审美文化等要素，具备相关特质的品牌将获得更多的发展空间。公司近年持续强化科技功能性的爆品策略，正契合了这样的消费趋势，既能获得更多增量空间，又能以产品结构优化实现毛利率的提升。再结合公司正在深化的供应链数智化发展计划，将进一步提升公司的经营效率。我们预计未来三年公司盈利能力有望呈现持续上升的态势。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报和 26 年一季报以及下游可选消费复苏态势，我们调整公司 26-27 年盈利预测，同时新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.72、0.83 和 0.94 元（原预测 26-27 年分别 0.76 和 0.87 元），参考可比公司，给予 2026 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 12.99 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

国内整体消费需求复苏缓慢、美国家居业务受经济和地产影响持续低于预期等

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,559	4,839	5,319	5,838	6,346
同比增长(%)	-14.2%	6.1%	9.9%	9.8%	8.7%
营业利润(百万元)	490	618	716	820	929
同比增长(%)	-25.9%	26.1%	15.9%	14.4%	13.4%
归属母公司净利润(百万元)	433	520	602	688	780
同比增长(%)	-24.4%	20.1%	15.8%	14.3%	13.3%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.94
毛利率(%)	48.0%	50.5%	51.4%	51.9%	52.1%
净利率(%)	9.5%	10.7%	11.3%	11.8%	12.3%
净资产收益率(%)	10.3%	12.4%	13.4%	13.9%	14.9%
市盈率	20.4	17.0	14.7	12.8	11.3
市净率	2.1	2.1	1.8	1.7	1.6

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

增持（维持）

股价（2026年04月23日）	10.97 元
目标价格	12.99 元
52 周最高价/最低价	11.19/7.75 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,384/82,658
A 股市值（百万元）	9,147
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 23 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.2	17.58	9.81	39.7
相对表现%	5.15	9.24	8.03	13.31
沪深 300%	1.05	8.34	1.78	26.39



### 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

爆品策略效果显著 看好未来业绩增长的持续性	2025-12-01
基本面逐步改善 高分红预期有望延续	2025-09-11
分红超预期，经营表现逐步向好	2025-04-28

根据 25 年报和 26 年一季报以及下游可选消费复苏态势，我们调整公司 26-27 年盈利预测（主要下调了电商和加盟渠道的收入增速，上调了电商和直营业务毛利率，上调了销售费用率比率），同时新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.72、0.83 和 0.94 元（原预测 26-27 年分别 0.76 和 0.87 元），参考可比公司，给予 2026 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 12.99 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 4 月 23 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
富安娜	002327	7.22	0.65	0.44	0.49	0.54	11	16	15	13
水星家纺	603365	20.77	1.40	1.55	1.74	1.94	15	13	12	11
尚品宅配	300616	14.60	-0.96	-0.53	0.17	0.43	-15	-27	86	34
比音勒芬	002832	18.10	1.37	1.18	1.34	1.53	13	15	14	12
慕思股份	001323	24.43	1.76	1.56	1.67	1.86	14	16	15	13
亚朵	ATAT	40.41	1.30	1.75	2.09	2.53	31	23	19	16
太湖雪	920262	20.40	0.41	0.56	0.74	0.94	50	36	28	22
<b>调整后平均</b>								<b>17</b>	<b>18</b>	<b>15</b>

数据来源：wind, boomborg, 东方证券研究所，亚朵的股价和每股收益单位为美元，其余公司均为人民币

**风险提示：**国内整体消费需求复苏缓慢、美国家居业务受经济和地产影响持续低于预期等

**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	1,143	440	903	1,050	1,207	营业收入	4,559	4,839	5,319	5,838	6,346
应收票据、账款及款项融资	337	221	242	265	288	营业成本	2,370	2,394	2,583	2,807	3,037
预付账款	53	46	51	56	61	销售费用	1,203	1,294	1,420	1,547	1,675
存货	1,087	1,094	1,181	1,283	1,389	管理费用	300	368	378	409	444
其他	774	1,544	1,548	1,551	1,555	研发费用	99	105	117	128	140
<b>流动资产合计</b>	<b>3,393</b>	<b>3,346</b>	<b>3,924</b>	<b>4,206</b>	<b>4,500</b>	财务费用	(21)	(4)	9	6	4
长期股权投资	2	1	1	1	1	资产、信用减值损失	144	100	108	129	118
固定资产	894	1,329	1,360	1,386	1,407	公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
在建工程	494	111	111	111	111	投资净收益	11	34	20	20	20
无形资产	381	351	428	498	563	其他	16	2	(9)	(13)	(18)
其他	1,003	1,075	1,042	1,010	1,008	<b>营业利润</b>	<b>490</b>	<b>618</b>	<b>716</b>	<b>820</b>	<b>929</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,773</b>	<b>2,868</b>	<b>2,943</b>	<b>3,007</b>	<b>3,091</b>	营业外收入	15	11	11	11	11
<b>资产总计</b>	<b>6,166</b>	<b>6,214</b>	<b>6,867</b>	<b>7,213</b>	<b>7,591</b>	营业外支出	28	7	7	7	7
短期借款	250	339	339	339	339	<b>利润总额</b>	<b>477</b>	<b>622</b>	<b>720</b>	<b>824</b>	<b>933</b>
应付票据及应付账款	700	651	703	764	827	所得税	47	102	118	135	153
其他	720	816	833	851	869	<b>净利润</b>	<b>430</b>	<b>520</b>	<b>602</b>	<b>688</b>	<b>780</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,670</b>	<b>1,806</b>	<b>1,874</b>	<b>1,953</b>	<b>2,034</b>	少数股东损益	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	86	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>433</b>	<b>520</b>	<b>602</b>	<b>688</b>	<b>780</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.94
其他	205	192	164	164	164						
<b>非流动负债合计</b>	<b>291</b>	<b>192</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,961</b>	<b>1,998</b>	<b>2,038</b>	<b>2,117</b>	<b>2,198</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	20	17	16	16	16	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	831	834	834	834	834	营业收入	-14.2%	6.1%	9.9%	9.8%	8.7%
资本公积	741	761	771	771	771	营业利润	-25.9%	26.1%	15.9%	14.4%	13.4%
留存收益	2,524	2,585	3,187	3,454	3,753	归属于母公司净利润	-24.4%	20.1%	15.8%	14.3%	13.3%
其他	90	19	19	19	19	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,205</b>	<b>4,216</b>	<b>4,828</b>	<b>5,095</b>	<b>5,393</b>	毛利率	48.0%	50.5%	51.4%	51.9%	52.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,166</b>	<b>6,214</b>	<b>6,867</b>	<b>7,213</b>	<b>7,591</b>	净利率	9.5%	10.7%	11.3%	11.8%	12.3%
						ROE	10.3%	12.4%	13.4%	13.9%	14.9%
						ROIC	8.8%	11.1%	12.2%	12.7%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	31.8%	32.2%	29.7%	29.4%	29.0%
净利润	430	520	602	688	780	净负债率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	113	94	125	136	116	流动比率	2.03	1.85	2.09	2.15	2.21
财务费用	(21)	(4)	9	6	4	速动比率	1.33	1.20	1.36	1.33	1.31
投资损失	(11)	(34)	(20)	(20)	(20)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	307	210	(154)	(184)	(174)	应收账款周转率	11.4	17.5	23.1	23.1	23.0
其它	29	222	79	128	117	存货周转率	1.8	2.0	2.0	1.9	1.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>847</b>	<b>1,007</b>	<b>641</b>	<b>754</b>	<b>823</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(315)	(62)	(200)	(200)	(200)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(171)	(237)	0	0	0	每股收益	0.52	0.62	0.72	0.83	0.94
其他	(501)	(710)	20	20	20	每股经营现金流	1.02	1.21	0.77	0.90	0.99
<b>投资活动现金流</b>	<b>(986)</b>	<b>(1,009)</b>	<b>(180)</b>	<b>(180)</b>	<b>(180)</b>	每股净资产	5.02	5.04	5.77	6.09	6.45
债权融资	(399)	(17)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	23	10	0	0	市盈率	20.4	17.0	14.7	12.8	11.3
其他	(418)	(698)	(9)	(427)	(486)	市净率	2.1	2.1	1.8	1.7	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(817)</b>	<b>(692)</b>	<b>2</b>	<b>(427)</b>	<b>(486)</b>	EV/EBITDA	14.5	11.9	9.9	8.8	8.0
汇率变动影响	13	(17)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.0	13.7	11.6	10.2	9.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(943)</b>	<b>(711)</b>	<b>463</b>	<b>147</b>	<b>157</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。