

## 25 年经营承压 26 年开始将逐步改善

### 核心观点

- **25 年直营和加盟渠道承压拖累盈利，电商成为经营主要支柱。**25 年可选消费整体低迷的大背景下，公司收入和归母净利润同比分别下降 14%和 38%，毛利率同比下降 2.85 个百分点。分渠道看，直营和加盟收入同比分别下降 10%和 45%左右，毛利率同比下降 4.85 和 6.77 个百分点。收入下降之下，期间费用的刚性进一步拖累业绩，25 年公司销售费用率同比增长 4.77 个百分点。电商成为公司 25 年经营的主要支撑，全年收入同比稳健增长 2%左右，毛利率同比基本持平。25 年电商业务已经占公司全年营业收入的 44%左右。值得一提的是，报告期公司经营活动净现金同比增长 52%。公司年报延续高分红，拟每股 0.385 元，派息率高达 95%左右。
- **26 年一季度出现改善迹象。**一季报公司营收和归母净利润同比分别增长 14%和 15%左右，扣非归母净利润同比增长 24%。一季度毛利率同比仍下降 2.16 个百分点。但季报经营质量呈现同比提升，存货周转天数和应收账款周转天数同比分别下降 62 天和 34 天。
- **我们预计公司 26 年开始经营将呈现逐步改善态势。**我们认为，公司 25 年的经营态势与行业内其他竞品同行有所差异的主要原因之一在于公司原先艺术美学家纺的特色与当前科技功能性家纺的消费趋势并不完全一致，但是我们也看了公司正在积极调整之中。我们预计经过 25 年的集中调整，公司加盟终端库存已经处于相对合理水平，26 年起加盟发货将呈现明显改善。同时伴随公司正式开启“高端化、差异化、全渠道化和数字化”的发展战略，26 年开始电商业务有望继续保持良好增长态势。但考虑行业竞争的激烈和未来对加盟商赋能的强化，我们预计 26 年公司销售费用率仍将维持较高水平。预计 27 年开始净利率水平将逐步改善。我们仍看好公司基于品牌差异化带来的中长期行业竞争力。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报和 26 年一季报结合家纺行业形势，我们调整公司 26-27 年盈利预测，新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年 EPS 为 0.44、0.50 和 0.55 元（原预测 26-27 年分别为 0.50 和 0.57 元），DCF 目标估值 8.45 元。考虑到公司短期面临消费整体疲弱下的业绩增速下调，我们调整公司评级由“买入”至“增持”。

### 风险提示

终端消费需求恢复低于预期、电商投入产出比下降、新品推广不及预期等。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,011	2,585	3,012	3,289	3,492
同比增长(%)	-0.6%	-14.2%	16.5%	9.2%	6.2%
营业利润(百万元)	652	412	444	512	557
同比增长(%)	-5.3%	-36.8%	7.9%	15.2%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	542	336	367	423	460
同比增长(%)	-5.2%	-38.0%	9.2%	15.1%	8.7%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.44	0.50	0.55
毛利率(%)	56.1%	53.2%	52.9%	53.3%	53.4%
净利率(%)	18.0%	13.0%	12.2%	12.9%	13.2%
净资产收益率(%)	14.0%	8.9%	9.4%	10.2%	10.9%
市盈率	11.3	18.3	16.7	14.5	13.4
市净率	1.6	1.7	1.5	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。

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（下调）

股价（2026年04月29日）	7.34 元
目标价格	8.45 元
52 周最高价/最低价	8.18/6.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,825/49,098
A 股市值（百万元）	6,153
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 30 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.66	7.78	6.22	0.11
相对表现%	2.44	0.94	5.03	-27.31
沪深 300%	0.22	6.84	1.19	27.42



### 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

三季度降幅环比收窄 预计 26 年开始经营逐步改善	2025-10-29
延续高分红，期待公司经营拐点	2025-05-06
业绩短期承压，期待终端零售改善	2024-11-01

根据 25 年报和 26 年一季报结合家纺行业形势，我们调整公司 26-27 年盈利预测（上调了电商、加盟和直营业务收入增速，下调了加盟和直营业务毛利率率，上调了销售费用率），新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年 EPS 为 0.44、0.50 和 0.55 元（原预测 26-27 年分别为 0.50 和 0.57 元），DCF 目标估值 8.45 元。考虑到公司短期面临消费整体疲弱下的业绩增速下调，我们调整公司评级由“买入”至“增持”。

**表 1：目标价敏感性分析**

		永续增长率 Gn(%)				
		-0.50%	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%
WACC(%)	5.26%	9.56	10.90	12.96	16.50	24.09
	5.76%	8.78	9.85	11.43	13.98	18.79
	6.26%	8.11	8.98	10.22	12.13	15.41
	6.76%	7.54	8.26	9.25	10.71	13.08
	7.26%	7.04	7.64	8.45	9.60	11.36
	7.76%	6.61	7.11	7.78	8.70	10.06
	8.26%	6.23	6.66	7.21	7.96	9.03
	8.76%	5.89	6.26	6.72	7.34	8.20
	9.26%	5.58	5.90	6.30	6.82	7.51

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)	20%
永续增长率Gn(%)	1.5%	权益比率 E/(D+E)	80%
无风险利率R <sub>f</sub>	1.74%	债务利率 r <sub>d</sub>	3.5%
无杠杆影响的 β 系数	0.80	WACC	7.26%
市场收益率R <sub>m</sub>	8.77%		
股权投资成本 (Ke)	8.41%		

数据来源：wind，东方证券研究所

**风险提示：**终端消费需求恢复低于预期、电商投入产出比下降、新品推广不及预期等



## 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。