

乔治白 (002687)

证券研究报告

2024年05月21日

深耕工装定制，兑现稳健成长

深耕服装定制领域，盈利有望稳健增长

业务多方位布局，职业装品牌效应显现。公司成立于1995年，系一家集商务职业装、校服、休闲服等系列服装的研发、设计、生产、销售为一体的服饰公司，几十年深耕服装定制领域，以B2B定制模式为主，公司已经形成了以商务职业装为主，零售为辅，战略进军校服的业务格局。在保持和发展现有职业装市场和营收规模的同时，发挥公司在量体定制业务方面的核心竞争力，进一步发挥“中高端职业装领导者”的品牌效应，稳步做大做强职业装业务。

市场开拓稳步前行，业绩有望持续增长。2023年公司沿着“以中高端商务职业装为主，零售为辅，战略进军校服”的方向，积极迎接挑战，努力开拓市场，优化业务结构，随着销售增长带动收入提升。2023年公司营收和净利润双增长，营收14.92亿元，同比增长16.63%；归母净利润2.03亿元，同比增长67.21%。2024年Q1实现公司营收2.5亿，同比增长1.68%；实现归母净利润0.23亿，同比下降22.60%。复盘公司最近五年业绩，一季度为销售淡季，营收均偏低。公司财务状况稳定，资产质量良好，现金流充裕。2023年公司职业装营收达14.26亿元，占总营收95.56%，较上年增长1.8亿元，同比增长14.4%，毛利率恢复至50.61%，较上年增长3.09pct；24年Q1延续修复趋势。改善显著，带动业绩复苏。

职业装市场规模持续扩大，校服规范化带动品牌效应

随着现代经济的不断发展，都市化进程的加快，职业装也越来越为人们所重视，推动我国职业装市场规模不断扩大的主要动力，一是每年数量不断增加的就业人口，二是部分国家机关和行业对统一着装的规范，三是第三产业的发展带动。校服市场近年来发展十分迅速，小初高的在校生数量直接决定了校服市场现有需求规模，据教育部发布的数据统计，2023年我国小学、初中、高中阶段在校人数分别为10803.97、5243.69、4102.09万人。2020年中国校服市场规模从2016年的319.36亿元增长至346.23亿元，2022年达到371.43亿元，而国家规范校服市场对优化市场环境、带动品牌化发展意义重大。

智能化改造赋能生产，全流程服务精准对接终端需求

公司具备设计研发、采购、生产、仓储、销售和服务的高附加值的纵向一体化业务模式、支持该一体化模式的强大数据库及智能化的生产、仓储、物流体系，覆盖全国核心区域的高效营销体验中心、集售前信息咨询、产品展示及体验、商务洽谈、量体、交货和售后一条龙服务，具备对终端的掌控能力和对客户需求的快速反应能力。公司采取以公司自主生产为主、委托加工为辅的生产模式，以订单驱动的方式进行生产。公司拥有完善的生产基地，分别位于浙江温州、河南商丘和云南曲靖，拥有智能化的西服和衬衫生产流水线，产品工序均全面实现智能化和数字化控制，三大厂区均已完成生产、物流、仓储的智能化改造，确保了一人一版一衣的个性化需求与工业化大生产的高效结合。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为职业装和校服定制龙头企业，积极开拓市场，优化业务结构，伴随盈利能力逐步恢复、业务逐步调整、运营成熟，产能逐步扩张，市场份额有望持续提升。我们预计公司24-26年收入分别为17.10/20.21/23.00亿元，归母净利润分别为2.34/2.89/3.25亿，EPS分别为0.46/0.57/0.64元人民币/股，PE分别为10/8/7x。参考可比均值，给予公司24年15-20xPE，对应目标价6.98-9.31元人民币。

风险提示：市场环境风险、行业竞争风险、业务拓展风险、人力资源风险、流通市值较小风险、测算具有主观性风险等。

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.73元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	504.83
流通A股股本(百万股)	406.07
A股总市值(百万元)	2,387.82
流通A股市值(百万元)	1,920.73
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	22.21
一年内最高/最低(元)	6.15/3.75

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号: S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com
吴立	分析师
SAC执业证书编号: S1110517010002	wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,279.28	1,492.02	1,710.45	2,021.00	2,300.00
增长率(%)	(1.87)	16.63	14.64	18.16	13.81
EBITDA(百万元)	358.62	443.36	410.20	436.65	479.57
归属母公司净利润(百万元)	121.46	203.09	234.22	288.93	324.55
增长率(%)	(34.99)	67.21	15.32	23.36	12.33
EPS(元/股)	0.24	0.40	0.46	0.57	0.64
市盈率(P/E)	19.66	11.76	10.19	8.26	7.36
市净率(P/B)	1.76	1.56	0.69	0.66	0.63
市销率(P/S)	1.87	1.60	1.40	1.18	1.04
EV/EBITDA	5.32	3.97	(0.80)	(1.18)	(1.32)

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕服装定制领域，盈利有望稳健增长.....	5
1.1. 业务多方位布局，职业装品牌效应显现	5
1.2. 市场开拓稳步前行，业绩有望持续增长	6
2. 职业装市场规模持续扩大，校服规范化带动品牌效应	8
2.1. 职业装趋向品牌化、集中化，未来市场前景良好	8
2.2. 校服市场规范进程加快，优化营商环境	10
3. 智能化改造赋能生产，全流程服务精准对接终端需求	10
3.1. 严格把控产品质量，精细化服务增强客户粘性	10
3.2. 生产基地智能化改造，研发支出持续投入	11
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：公司 FY11-FY23 服装销量（万件）	5
图 2：公司 2023 年主营构成占比（按产品，%）	5
图 3：公司 2023 年主营构成占比（按行业，%）	5
图 4：公司 FY18- FY24Q1 营业总收入（亿元）及同比	6
图 5：公司 FY18- FY24Q1 归母净利润（亿元）及同比	6
图 6：2019-2023 年一季度营收及占全年营收比例	6
图 7：公司 FY18-FY24Q1 净利润（亿元）及同比	7
图 8：公司 FY18-FY24Q1 销售毛利率及销售净利率	7
图 9：公司 FY18-FY23 职业装收入（亿元）	8
图 10：公司 FY18-FY23 职业装毛利率（%）	8
图 11：2011-2018 年我国商务职业装行业市场规模（亿元）及增速（%）	8
图 12：2011-2022 年我国高校应届毕业生数量（万人）	9
图 13：2016-2022 年我国第三产业就业人数（万人）	9
图 14：2016-2023 年小学、初中、高中阶段在校生人数（万人）	10
图 15：公司服装定制特色	11
图 16：公司典型技术	11
图 17：公司 FY18-FY23 研发支出（亿元）	13
图 18：公司 FY22、FY23 研发人员数量及其占比（人，%）	13

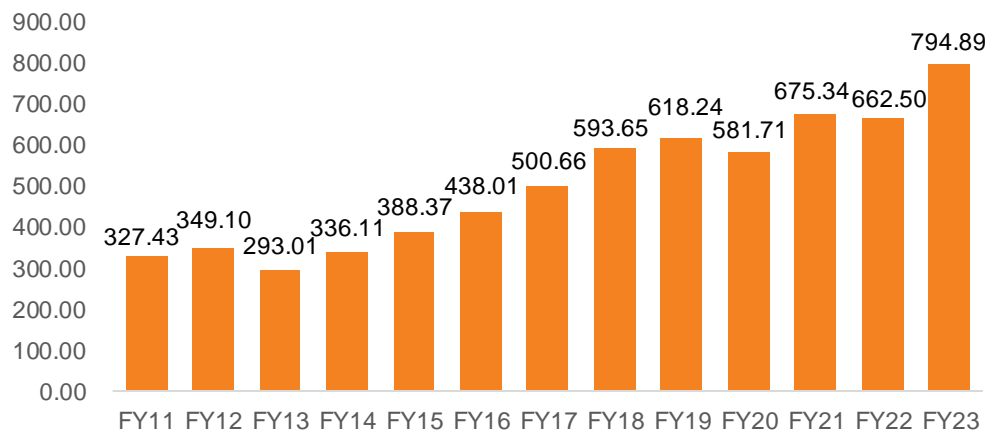
表 1: 公司董事及高级管理人员概况.....	6
表 2: 公司收入拆分及预测 (亿元; %)	13
表 3: 可比公司 wind 一致 PE 预测 (截至 24/04/19 收盘)	14

1. 深耕服装定制领域，盈利有望稳健增长

1.1. 业务多方位布局，职业装品牌效应显现

公司成立于 1995 年，系一家集商务职业装、校服、休闲服等系列服装的研发、设计、生产、销售为一体的服饰公司，几十年深耕服装定制领域，以 B2B 定制模式为主，根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，公司行业划分隶属于 C 制造业中的 C1301 服装制造业。公司已经形成了以商务职业装为主，零售为辅，战略进军校服的业务格局。在保持和发展现有职业装市场和营收规模的同时，发挥公司在量体定制业务方面的核心竞争力，进一步发挥“中高端职业装领导者”的品牌效应，稳步做大做强职业装业务。公司服装销量自 2011 年的 327.43 万件稳步上升至 2023 年的 794.89 万件，CAGR 为 7.67%。2023 年产品销售渠道中，加盟商、分销商实现销售收入占比超过 30%，线上销售实现销售收入占比超过 30%。

图 1：公司 FY11-FY23 服装销量（万件）



资料来源：Wind，天风证券研究所

职业装方面，主要产品包括男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、风衣，产品定位为“时尚职业装”，以“中高端职业装领导者”为企业定位，以一人一版一衣为产品标准，兼顾穿着之人的职业所需、舒适程度和潮流追求，将个性化量身定制与大规模、高效率的工业化批量生产完美结合，满足不同行业客户对产品的全方位需求的同时，依靠完善的营销网络、健全的服务机制以及专业的销售队伍，提供令客户满意的服务。

校服方面，主打制式和运动式校服，公司依托二十多年职业装经营积累的丰富经验，不断开拓区域合伙人，已为上千所学校提供设计和产品服务。目前校服业务仍处于积极扩张中。

图 2：公司 2023 年主营构成占比（按产品，%）

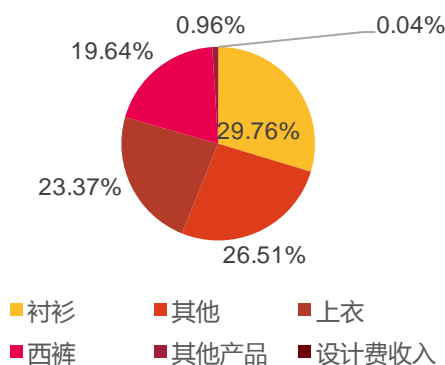
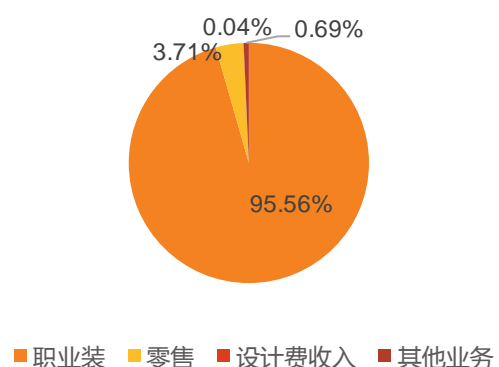


图 3：公司 2023 年主营构成占比（按行业，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司具有独立的劳动、人事、工资等管理体系及独立的员工队伍，公司董事、监事及高级管理人员均严格按照《公司法》、《公司章程》规定的程序推选和任免。公司通过股东大会、董事会、监事会以及独立董事制度，强化了公司的分权制衡和相互监督，形成了有效的法人治理结构。目前公司无母公司，实际控制人为自然人池方燃、陈永霞与池也，持股比例分别为 13.72%、7.45% 和 2.9%。

表 1：公司董事及高级管理人员概况

高管人员	高管职位	概况
池也	董事长	1990 年出生，本科学历，无境外永久居留权。2013 年 1 月至今在浙江乔治白服饰股份有限公司设计部工作，2019 年 9 月至今任浙江乔治白服饰股份有限公司董事长兼法定代表人。
张凤妹	副董事长	1973 年出生，本科学历，无境外永久居留权。1998 年-2015 年在中国温州外轮代理有限公司任职，历任办事处主任，副总经理。2015 年 6 月 1 日至今在浙江乔治白服饰股份有限公司工作，任行政部经理兼党支部书记。
周姜姜	副董事长	1978 年出生，2001 入职公司至今，担任浙江乔治白服饰股份有限公司商务部经理。
陈永霞	董事，副总经理，商务总监	高中学历，2001 年起任浙江乔治白服饰股份有限公司董事，商务总监。
池方燃	董事，代生产总监	1964 年 2 月出生，EMBA 学历，无境外永久居留权。2001 年 7 月至 2019 年 9 月任浙江乔治白服饰股份有限公司总经理。2001 年 7 月至今任浙江乔治白服饰股份有限公司董事。历任浙江省第十一届人大代表，全国服装标准化技术委员会委员。
白光宇	董事，总经理	中国国籍，1979 年 11 月出生，EMBA 学历，无境外永久居留权。2003 年入职浙江乔治白服饰股份有限公司，历任职业装事业部经理，子公司上海乔治白实业有限公司总经理。2019 年至今担任浙江乔治白服饰股份有限公司总经理，兼任上海市服饰学会副会长，上海工程技术大学硕士研究生兼职导师。

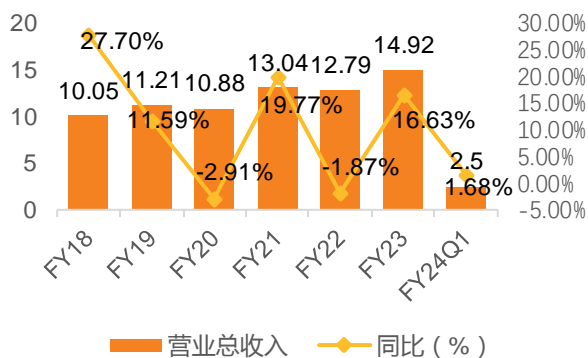
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 市场开拓稳步前行，业绩有望持续增长

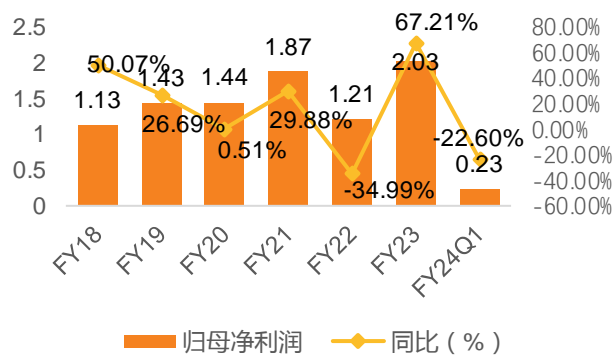
2023 年公司沿着“以中高端商务职业装为主，零售为辅，战略进军校服”的方向，积极迎接挑战，努力开拓市场，优化业务结构，随着销售增长带动收入提升。2023 年公司营业收入和净利润双增长，实现营业收入 14.92 亿元，同比增长 16.63%；实现归母净利 2.03 亿元，同比增长 67.21%。2024 年 Q1 实现公司营收 2.5 亿，同比增长 1.68%；实现归母净利 0.23 亿，同比下降 22.60%。复盘公司最近五年业绩，一季度为销售淡季，营收均偏低，占全年营收比例均维持在 7%-10% 区间内。

图 4：公司 FY18-FY24Q1 营业总收入（亿元）及同比

图 5：公司 FY18-FY24Q1 归母净利润（亿元）及同比

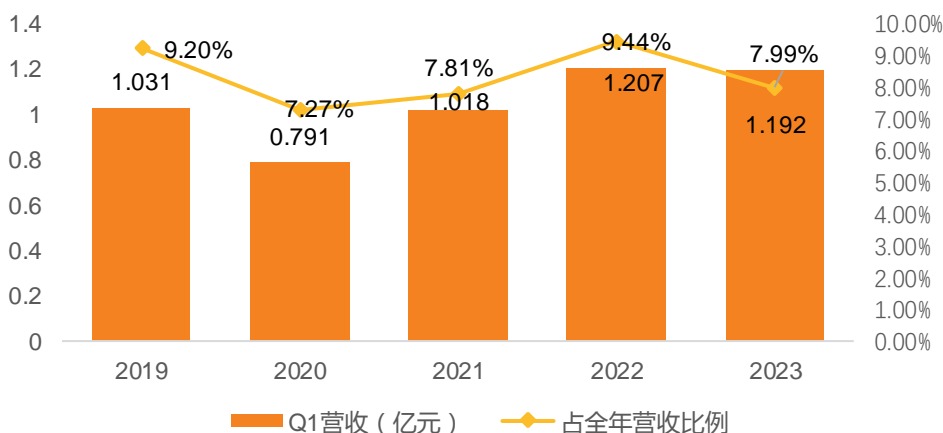


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

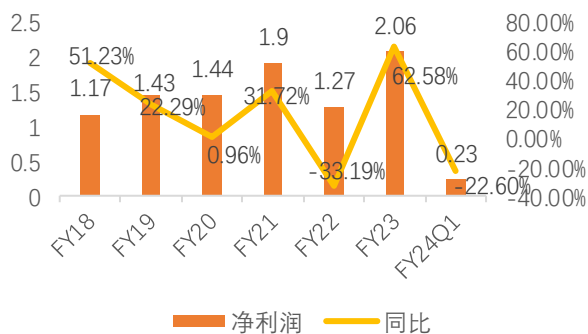
图 6: 2019-2023 年一季度营收及占全年营收比例



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

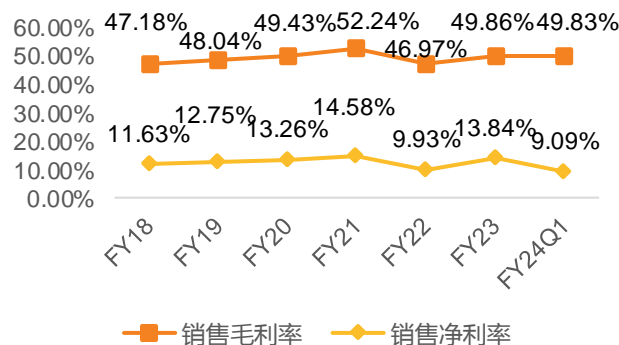
公司财务状况稳定，资产质量良好，现金流充裕。截止 2023 年末，公司资产负债率为 28.35%；其中货币资金占总资产比例为 36.82%，货币资金同比增长 70.67%；应收账款占总资产比例为 17.39%，应收账款同比增长 1.88%；存货占总资产比例为 10.96%，存货同比下降 16.89%，公司不存在有息负债。18-24 年 Q1 公司销售毛利率和销售净利率分别维持在 46%-53%、9%-15% 区间内，23 年相较 22 年盈利能力明显修复，24 年 Q1 延续修复趋势。

图 7: 公司 FY18-FY24Q1 净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 公司 FY18-FY24Q1 销售毛利率及销售净利率

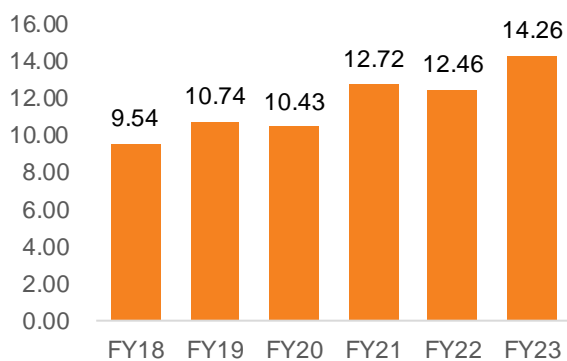


资料来源: Wind, 天风证券研究所

根据穿着对象的不同，职业装可细分为商务职业装、职业制服以及职业工装三类，公司

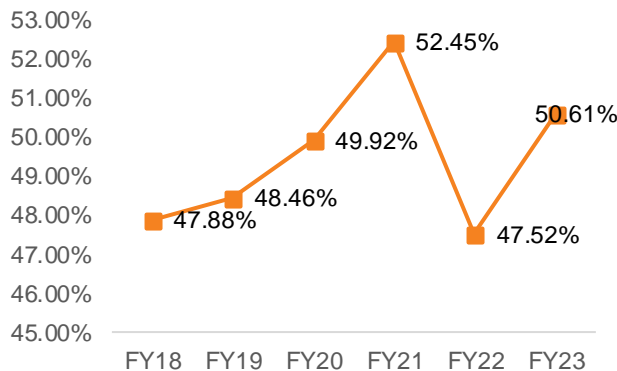
则主要聚焦于商务职业装，该类职业装兼具时尚和职业装特性，主要覆盖人群为第三产业人员、第一产业和第二产业的管理人士，是目前国内职业装最大的需求领域。2023 年公司职业装营收达 14.26 亿元，占总营收 95.56%，较上年增长 1.8 亿元，同比增长 14.4%，毛利率恢复至 50.61%，改善显著，带动业绩复苏。

图 9：公司 FY18-FY23 职业装收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司 FY18-FY23 职业装毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

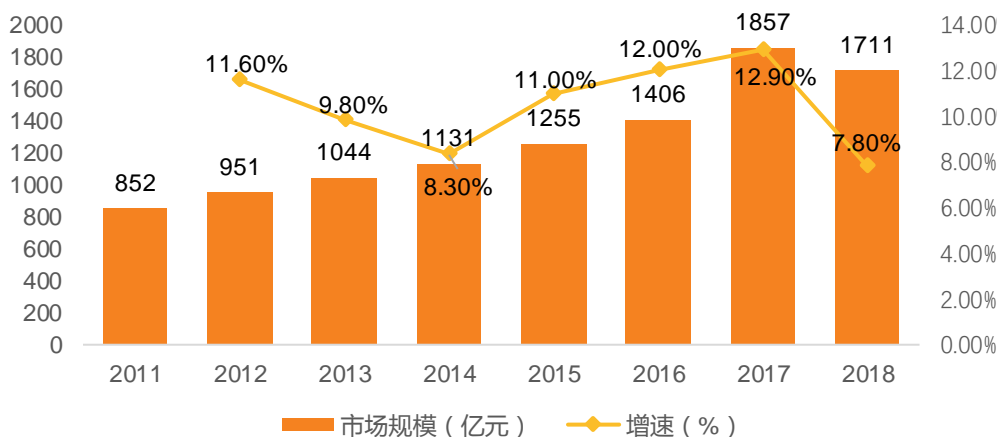
2. 职业装市场规模持续扩大，校服规范化带动品牌效应

2.1. 职业装趋向品牌化、集中化，未来市场前景良好

中国是全世界最大的服装消费国和生产国，近年来服装产业日趋成熟，国际竞争优势也由劳动力成本优势向质量优势、创新优势、品牌优势等高层次优势转变。随着现代经济的不断发展，都市化进程的加快，职业装也越来越为人们所重视，人们逐渐意识到，统一的着装有助于提高企业的整体风貌和文化形象、增强集团凝聚力。

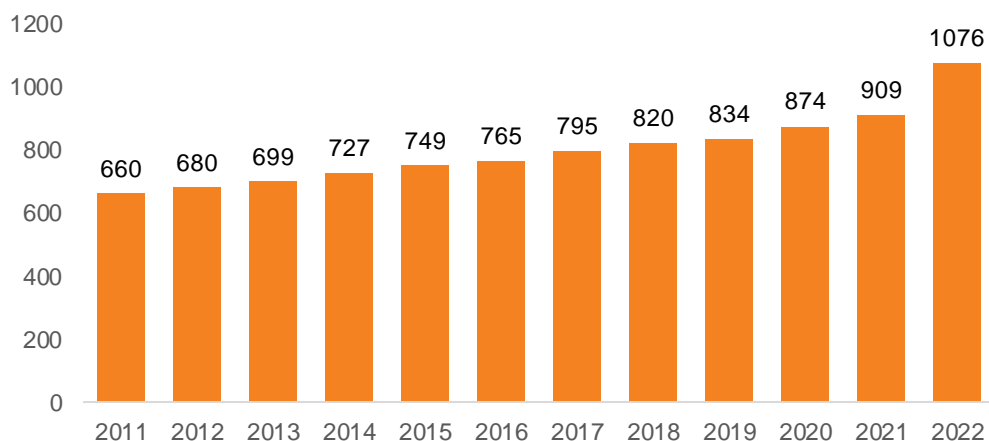
推动我国职业装市场规模不断扩大的主要动力，一是每年数量不断增加的就业人口，二是部分国家机关和行业对统一着装的规范，三是第三产业的发展带动。根据教育部的数据统计，2011 年以来国内的高校应届毕业生数量规模不断增长，2021 届高校毕业生规模 909 万，同比增加 35 万，2022 年高校毕业生总规模达到 1076 万人，规模首次突破千万。大学毕业生数量的增长带来了大量的求职需求，也产生了数量庞大的职业装的刚性需求。此外，根据国务院办公厅颁发的一系列关于统一着装的通知，目前由国家规定需强制统一着装的国家机关工作人员有 19 类，包括公检法、海关、税务、工商等部门。此外，其他诸如金融、能源、通讯、电力、烟草等行业也有统一着装的需求与规定，故我国每年因各种统一着装规定所带来的职业装市场需求较大。对职业装需求较大的公司、企业主要是来自以服务业为主的第三产业，因此第三产业的稳步发展也会拉动职业装的需求，近年来随着我国职业装下游发展带动，供需规模持续递增，截至 2022 年我国职业装产量和需求量为 12.26 万吨和 6.74 万吨，较 2021 年小幅度增长。

图 11：2011-2018 年我国商务职业装行业市场规模（亿元）及增速（%）



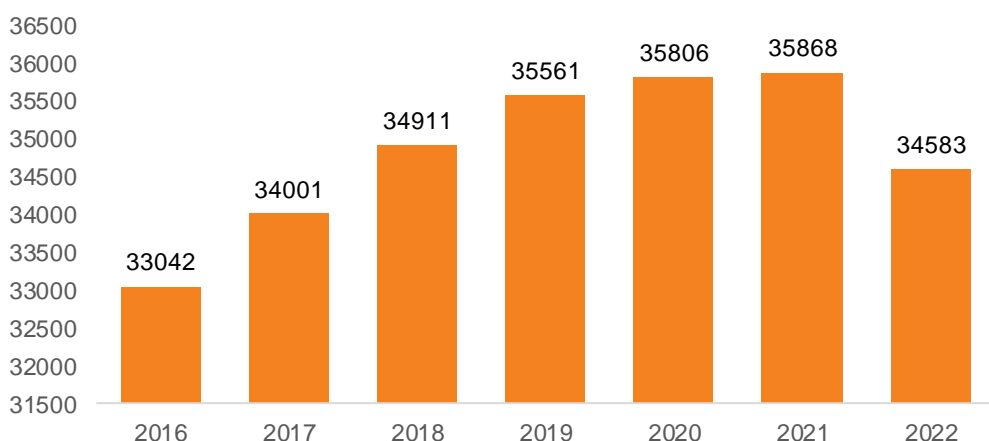
资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 12：2011-2022 年我国高校应届毕业生数量（万人）



资料来源：华经产业研究院，央视网，天风证券研究所

图 13：2016-2022 年我国第三产业就业人数（万人）



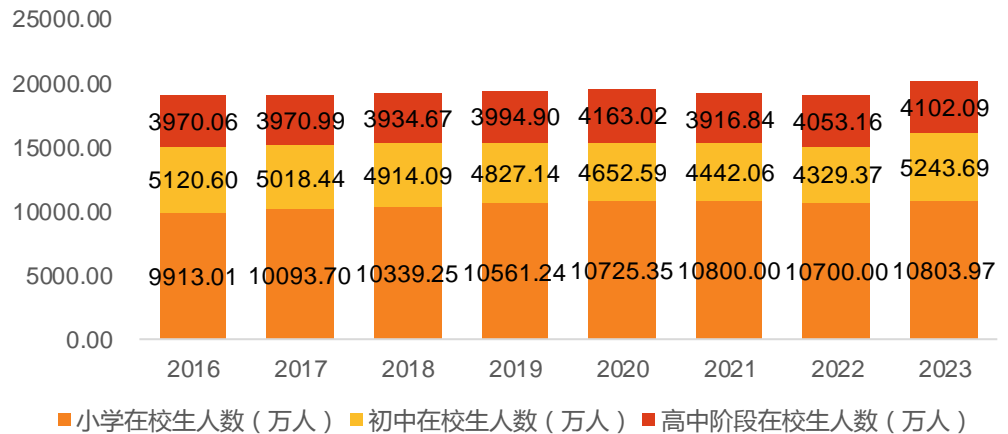
资料来源：Wind, 天风证券研究所

目前我国职业装发展还处在初级阶段，部分职业装企业没有自主品牌，这些企业在产品营销策略上主要靠低价竞争和低成本的规模扩张，尚未进入品牌营销的阶段，企业从品牌上所获利润甚少。由于职业装行业在品牌创新方面力度较弱，因而职业装行业内品牌数量少，品牌影响力小，知名品牌较少。但是随着我国经济的高质量快速发展，职业人士对衣着的品味要求越来越高，品牌化和集中化有望成为职业装发展的趋势。

2.2. 校服市场规范进程加快，优化营商环境

校服作为服装行业的一个细分领域，近年来发展十分迅速。小初高的在校生数量直接决定了校服市场现有需求规模，据国家教育部发布的《2023 年全国教育事业发展统计公报》显示，2023 年我国小学、初中、高中阶段在校生人数分别为 10803.97、5243.69、4102.09 万人。据共研网 2023 年 6 月的数据统计，2020 年中国校服市场规模从 2016 年的 319.36 亿元增长至 346.23 亿元，2022 年达到 371.43 亿元，预计 2023 年校服市场规模有望达到 384.27 亿元。

图 14：2016-2023 年小学、初中、高中阶段在校生人数（万人）



资料来源：教育部，天风证券研究所

据中新网北京 2022 年 1 月 11 日消息，《中国校服采购现状调查》报告于 11 日在北京发布。报告指出，越来越多的学生和家长对于不同季节、不同校园场景下的校服有着更丰富的需求。但是校服的供给水平参差不齐，滞后于需求端的发展。校服行业的变革迫切需要管理者、企业、消费者共同努力，推动优质供给，杜绝劣质校服。

2015 年，教育部、工商总局、质检总局、国家标准委联合下发《关于进一步加强中小学学生校服管理工作的意见》。在校服选用方面，《意见》指出，要有效规范校服市场和强化学校选用管理工作，也强调合理发挥市场机制，包括不得违反市场原则采取“定点”“定商标”等方式干涉交易，严查地方保护行为，充分保障校服市场公平等。要求采购单位在进行校服招标采购时，要在合同中标明校服执行标准，生产企业应严格执行国家相关标准要求组织生产，校服安全与质量应符合 GB18401《国家纺织产品基本安全技术规范》、GB31701《婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范》、GB/T31888《中小学生校服》等国家标准。规范校服市场对优化市场环境、带动品牌化发展意义重大。

3. 智能化改造赋能生产，全流程服务精准对接终端需求

3.1. 严格把控产品质量，精细化服务增强客户粘性

公司职业装销售依托于全国各省市的职业装营销中心，通过招投标的方式从客户获取订单，客户主要为大型企业客户，行业客户多集中于金融、电力、电信、邮政、烟草等行业。职业装生产和销售主要受到宏观经济走势和企事业单位客户收入变动等因素的影响，一般大型企业的平均采购周期为两年，即平均每两年为企业全体员工订购适合不同季节穿着的全套服饰，因此职业装市场的客户具有一定的延续性和稳定性。

公司校服产品客户主要为小学和初高中等学校，公司主要以招投标、竞争性谈判、磋商等方式获取订单，大部分客户会在每年 9 月份新生入学前后为全校学生采购各类校服，其他季节以补单、复购为主。

职业装的产品质量控制是行业发展的关键环节，产品质量不仅影响客户当次采购的决策，还会直接影响生产厂商的品牌口碑和未来重复购买的决策。除产品质量外，客户服务因素亦是职业装采购企业所考虑的重要方面。对于职业装来说，客户服务因素主要体现在前期的服装款式、面料选择、量体裁衣、以及后期的交货期、维修返工、增做、对客户要求的响应速度等方面，这些方面直接关系到客户的购买体验，进而影响到客户未来的重复购买决策。而公司具备设计研发、采购、生产、仓储、销售和服务的高附加值的纵向一体化业务模式、支持该一体化模式的强大数据库及智能化的生产、仓储、物流体系，覆盖全国核心区域的高效营销体验中心、集售前信息咨询、产品展示及体验、商务洽谈、量体、交货和售后一条龙服务，具备对终端的掌控能力和对客户需求的快速反应能力。

图 15：公司服装定制特色



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 生产基地智能化改造，研发支出持续投入

公司采取以公司自主生产为主、委托加工为辅的生产模式，以订单驱动的方式进行生产。公司拥有完善的生产基地，分别位于浙江温州、河南商丘和云南曲靖，拥有智能化的西服和衬衫生产流水线，产品工序均全面实现智能化和数字化控制，三大厂区均已完成生产、物流、仓储的智能化改造，确保了一人一版一衣的个性化需求与工业化大生产的高效结合。公司将在多地打造“卫星工厂”，向其输出管理、人才和技术等，为公司战略目标打下坚实基础。

公司对三大生产基地的产线进行智能化改造，很大程度上提升了生产效率，有效缓解了平阳生产基地招工难、招工贵的问题，对降低生产成本起到了重要作用。此外，为解决产量难题，公司积极打造的“卫星工厂”经过近几年的探索与实践，也对公司产能的提升提供了很大的帮助。

公司在上海、温州、云南和河南均设立了产品设计研发的队伍，并整合外部设计力量和资源，拥有一批资深的专业设计师、工艺导师、制版师等设计研发人员。设计师队伍具有潮流的设计理念，在全面调查和分析中国商务人群人体体型的基础上，结合行业客户对色彩管理、CI 述求等，设计出使人体各部位的比例更加协调，更加舒适的版型和款式，能够满足不同行业客户对产品的全方位需求，并得到了市场的持续认可。

图 6：公司典型技术

分子交叉记忆科技

EEQ记忆衬衫是乔治白基于新型分子交叉记忆技术研发的易打理系列衬衫，无论在自然挺平、舒适性还是生态低碳性上都处于同类产品国际领先水平。



EEQ

EEQ TECHNOLOGY

热保护功能科技

乔治白率先将新疆保温材料引入衬衫领域，并应用人体工程学令纤维隔热层与衬衫完美结合，使衬衫具备优越的保暖性，且贴身服帖。



4A

4 ATTACH TECHNOLOGY

...

...

...

微气候面料

乔治白新材料研究中心结合人体工程学、人体出汗调节机制与针织物传热传递机理的研究，建立适用于青少年活动轨迹的人体出汗率与织物双相模型，研发出双相面料，强化湿热状态的双相传递效率，为人体提供舒适的体表微气候，在舒适触感的同时兼具面料强度与高弹恢复力。



UPC

UPC SYSTEM

职业装个性化定制系统

乔治白职业装个性化定制系统 (Uniform Personal Customize, 以下简称UPC系统) 正是基于FRP进行资源整合、流程再造，结合职业装定制特性，如体型差异、年龄差异、地域差异、个人喜好等多方面个体综合因素研发的新型职业装个性化定制系统。它将工业化生产的精细、快速与手工定制的精准、个体个性化进行了完美的结合。

...



T+

TALL&STRAIGHT
BUTTON
ATTACHING

T⁺绕扣工艺

乔治白T⁺绕扣工艺是基于线和扣间运动轨迹以及摩擦关系的认知，乔治白技术研发中心通过对绕扣仪器的改装、改良以及对多种纤维线的粘合、热熔研究，开发出的一种新型绕扣工艺，有效规避了普通钉扣线与扣间摩擦断线以及普通绕扣绕扣线与钉扣线长期摩擦断线，并一撕即散的弊端。

...

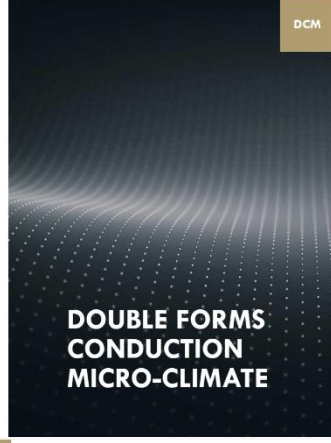
...

...

...

乐动

乔治白独创的ECO分子交叉记忆工艺与Sorona巧妙融合，推出ECO liberty 乐动系列产品，使成衣具备超强弹性与回原性的同时更加贴身舒展。



DCM

DOUBLE FORMS
CONDUCTION
MICRO-CLIMATE

纤立方三防科技

乔治白HD PROTECTION纤立方三防科技，高密度纤维立方结构与纤维级三防涂层精细融合，使衣物牢固、耐磨，表层防水、防油、易去污，更有效排出体表湿热空气。



HD PROTECTION

HD PROTECTION

...

...

...

ECO LIBERTY

御

ECO Care御系列完全复制放大竹纤维本身具有的天然特性，加强其抗紫外线性，不添加任何化学成分，是真正意义上的天然功能性绿色面料。



ECO CARE

ECO CARE

御

ECO Care御系列完全复制放大竹纤维本身具有的天然特性，加强其抗紫外线性，不添加任何化学成分，是真正意义上的天然功能性绿色面料。

...

资料来源：公司官网，天风证券研究所

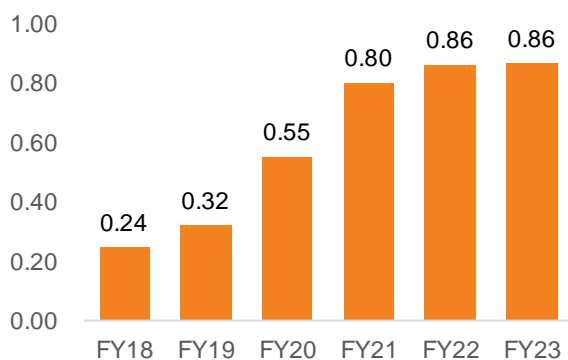
公司与东华大学服装学院、上海工程技术大学纺织服装学院等服装院校开展职业服合作研究院，一方面培养职业服专业化人才，另一方面对职业服的发展趋势和技术水平进行

研究。这加速和巩固了公司自身的技术水平，增强了公司的产品市场竞争力。

在产品市场上，公司经营管理层秉承董事会提出的“专注就是力量”的精神，大力推行 GBT19580 卓越企业标准，依靠“科技是第一生产力”的理念，以 ToB 的形式做个人定制，一人一版一衣，始终将经营风险控制在可控范围之内，并将研发和开发放在首要位置，发挥人力资本的作用，追求为行业客户打造更好解决方案。在经营过程中，依靠科技和智力挖掘一切提高效率的潜能，将一人一版一衣与工业化大生产结合起来，并高效执行。

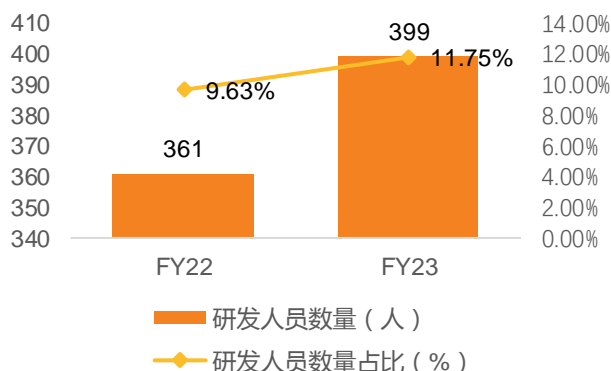
公司不断加大研发投入，研发支出从 2018 年的 0.24 亿上升至 2023 年的 0.86 亿元，CAGR 为 29.1%，23 年研发人员新增 38 位。

图 17：公司 FY18-FY23 研发支出（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司 FY22、FY23 研发人员数量及其占比（人，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司设有“黄益品技能大师工作室”，公司研发团队的研究成果已累计授权了国家实用新型专利 100 多项，国家发明专利 11 项、外观专利 2 项，在国家级期刊技术论文发表 10 多篇，参与起草国家标准 8 项，行标 1 项，团标 7 项，2023 年被授予“浙江省最具有影响力劳模创新工作室”。2023 年公司新取得的主要荣誉和资质包括：国家级绿色供应链管理企业、第一届浙江省知识产权奖、第四届“温州慈善奖”机构捐赠奖。

4. 盈利预测与估值

随着生产基地的智能化改造和“卫星工厂”的探索与实践，公司生产效率提升较大，生产机动性增强。未来公司仍将深度挖掘商务职业装市场，保持打造“中高端职业装领导品牌”。乔治白校服公司加大力度积极拓展校服市场，通过入股校服公司来激励校服合伙人扩大渠道范围，进一步做大校服体量，提高市场份额及占有率，打造和夯实“中国校服第一品牌”的行业地位不变。我们预期 24-26 年收入分别为 17.1/20.2/23.0 亿人民币，增速分别为 14.64%/18.16%/13.81%。

表 2：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	12.79	14.92	17.10	20.21	23.00
yoy	-1.87%	16.63%	14.64%	18.16%	13.81%
职业装	12.46	14.26	16.25	18.85	21.68
yoy	-2.02%	14.40%	14.00%	16.00%	15.00%
占比	97.42%	95.56%	95.03%	93.29%	94.27%
零售	0.28	0.55	0.70	0.98	1.05
yoy	18.45%	100.41%	26.41%	40.00%	7.14%
占比	2.16%	3.71%	4.09%	4.85%	4.57%
设计费	0.00	0.01	0.03	0.07	0.10

yoy	-20.64%	30.14%	432.20%	133.33%	42.86%
占比	0.03%	0.04%	0.18%	0.35%	0.43%
其他	0.05	0.10	0.12	0.31	0.17
yoy		109.73%	17.15%	153.53%	-45.28%
占比	0.38%	0.69%	0.70%	1.51%	0.73%

资料来源：Wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为职业装和校服定制龙头企业，积极开拓市场，优化业务结构，伴随盈利能力逐步恢复、业务逐步调整、运营成熟，产能逐步扩张，市场份额有望持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 17.10/20.21/23.00 亿元，归母净利润分别为 2.34/2.89/3.25 亿，EPS 分别为 0.46/0.57/0.64 元人民币/股，PE 分别为 10/8/7x。

我们选择纺服行业具有职业装业务的服装公司海澜之家、中高端品牌家纺企业富安娜、及中国纽扣和拉链行业伟星股份作为可比公司。参考可比均值，给予公司 24 年 15-20 倍 PE，对应目标价 6.98-9.31 元人民币。

表 3：可比公司 wind 一致 PE 预测（截至 24/05/20 收盘）

可比公司	2023E	2024E	2025E
海澜之家	13.30	11.86	10.62
富安娜	15.12	13.76	12.66
伟星股份	22.19	19.25	16.67
均值	16.87	14.96	13.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

(1) 市场环境风险：公司主要业务为职业装定制，需以招投标的方式进行接单，市场需求受宏观经济波动和客户单位的效益影响较大。

(2) 行业竞争风险：职业装系服装的细分行业，与服装零售完全不一样，零售服装企业受到了互联网销售及行业转型升级等的重大影响，选择进入职业装领域，公司所处的职业装领域竞争压力加大，但职业装的市场份额正在进一步向头部品牌和企业集中。许多大型优秀的上市服装企业也开始逐步涉及中国校服市场，校服市场面临更激烈的竞争。

(3) 业务拓展风险：公司进入校服行业，近几年陆续有其他服装企业涉足该行业，业务拓展存在不确定性。

(4) 人力资源风险：随着公司服装业务的快速扩张，公司资产业务规模、管理机构不断扩大，组织架构和管理体系亦将趋于复杂。公司对技术、研发、管理、销售等各方面的中高级人才需求将持续增强，而在本行中各专业人才、特别是复合型人才不足的局面难以短时间内扭转，而内部培养有其固有的周期。

(5) 公司流通市值较小的风险：公司流通市值较小，股价易波动的风险。

(6) 测算具有主观性风险：本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	482.49	823.48	2,433.41	2,477.52	2,511.67
应收票据及应收账款	381.90	390.24	346.16	538.23	396.32
预付账款	11.18	5.37	21.38	7.92	23.39
存货	294.90	245.10	404.38	333.33	540.26
其他	89.16	81.27	127.28	139.54	137.19
流动资产合计	1,259.62	1,545.46	3,332.61	3,496.53	3,608.83
长期股权投资	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
固定资产	481.28	440.99	474.02	510.09	546.13
在建工程	2.69	8.05	9.18	9.06	8.81
无形资产	92.50	88.56	43.94	(14.12)	(78.07)
其他	104.57	115.85	318.76	464.52	550.84
非流动资产合计	688.54	660.95	853.40	977.06	1,035.21
资产总计	1,974.33	2,236.51	4,186.01	4,473.59	4,644.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	150.02	229.19	149.58	298.57	227.20
其他	237.74	223.28	451.40	445.91	517.50
流动负债合计	387.77	452.47	600.99	744.49	744.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.92	39.75	36.49	37.39	37.88
非流动负债合计	35.92	39.75	36.49	37.39	37.88
负债合计	551.74	634.13	637.48	781.88	782.57
少数股东权益	66.81	71.24	74.34	78.27	82.13
股本	507.50	499.95	504.83	504.83	504.83
资本公积	135.48	158.50	2,000.20	2,000.20	2,000.20
留存收益	769.20	898.28	1,016.85	1,151.65	1,313.15
其他	(56.40)	(25.60)	(47.69)	(43.23)	(38.84)
股东权益合计	1,422.59	1,602.37	3,548.53	3,691.72	3,861.47
负债和股东权益总计	1,974.33	2,236.51	4,186.01	4,473.59	4,644.04

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	126.97	206.43	234.22	288.93	324.55
折旧摊销	58.52	59.80	56.47	65.90	71.06
财务费用	0.31	0.73	(26.93)	(40.61)	(41.26)
投资损失	(4.82)	(4.62)	(2.69)	(3.31)	(3.86)
营运资金变动	(182.99)	141.67	(253.84)	(31.61)	(74.50)
其它	68.14	34.83	7.13	11.23	11.15
经营活动现金流	66.13	438.83	14.35	290.52	287.15
资本支出	34.27	16.28	49.25	42.91	42.41
长期投资	(0.92)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(79.68)	(40.91)	(185.57)	(176.00)	(174.25)
投资活动现金流	(46.32)	(24.63)	(136.31)	(133.09)	(131.84)
债权融资	6.91	10.65	26.08	40.85	41.39
股权融资	(71.54)	(51.19)	1,705.81	(154.17)	(162.55)
其他	(7.66)	(32.68)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(72.29)	(73.22)	1,731.90	(113.32)	(121.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(52.47)	340.99	1,609.93	44.11	34.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,279.28	1,492.02	1,710.45	2,021.00	2,300.00
营业成本	678.37	748.03	797.07	932.89	1,078.47
营业税金及附加	14.90	17.29	20.25	22.03	24.38
销售费用	225.22	286.45	335.93	417.94	477.02
管理费用	86.37	96.36	114.64	157.44	163.76
研发费用	85.96	86.35	128.28	158.85	187.91
财务费用	(6.35)	(9.66)	(26.93)	(40.61)	(41.26)
资产/信用减值损失	(34.58)	(42.88)	(44.75)	(42.49)	(41.18)
公允价值变动收益	(5.13)	0.01	1.00	2.80	3.40
投资净收益	4.82	4.62	2.69	3.31	3.86
其他	64.12	62.43	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	165.57	243.02	300.14	336.09	375.81
营业外收入	0.00	0.25	0.99	0.54	0.44
营业外支出	5.27	6.09	6.93	5.86	6.04
利润总额	160.30	237.18	294.20	330.77	370.21
所得税	33.33	30.75	53.86	33.41	37.91
净利润	126.97	206.43	240.34	297.36	332.30
少数股东损益	5.51	3.34	6.13	8.43	7.75
归属于母公司净利润	121.46	203.09	234.22	288.93	324.55
每股收益(元)	0.24	0.40	0.46	0.57	0.64

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-1.87%	16.63%	14.64%	18.16%	13.81%
营业利润	-29.59%	46.78%	23.51%	11.98%	11.82%
归属于母公司净利润	-34.99%	67.21%	15.32%	23.36%	12.33%
获利能力					
毛利率	46.97%	49.86%	53.40%	53.84%	53.11%
净利率	9.49%	13.61%	13.69%	14.30%	14.11%
ROE	8.96%	13.26%	6.74%	8.00%	8.59%
ROIC	18.56%	25.44%	35.72%	35.08%	42.24%
偿债能力					
资产负债率	27.95%	28.35%	15.23%	17.48%	16.85%
净负债率	-33.65%	-51.09%	-68.47%	-67.00%	-64.93%
流动比率	2.49	2.65	5.55	4.70	4.85
速动比率	1.92	2.24	4.87	4.25	4.12
营运能力					
应收账款周转率	3.76	3.86	4.65	4.57	4.92
存货周转率	4.51	5.53	5.27	5.48	5.27
总资产周转率	0.65	0.71	0.53	0.47	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.40	0.46	0.57	0.64
每股经营现金流	0.13	0.87	0.03	0.58	0.57
每股净资产	2.69	3.03	6.88	7.16	7.49
估值比率					
市盈率	19.66	11.76	10.19	8.26	7.36
市净率	1.76	1.56	0.69	0.66	0.63
EV/EBITDA	5.32	3.97	-0.80	-1.18	-1.32
EV/EBIT	6.35	4.57	-0.93	-1.39	-1.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com