



扬州金泉 (603307.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

深耕中高端户外代工，北极狐快速发展

公司亮点：

公司是户外板块中少有的中高端品牌代工标的。优势 1) 产品高附加值带来的高盈利水平。公司主要产品为中高端帐篷、睡袋、服装等，制造工艺较同行更高，2023 年公司毛利率/净利率分别为 32.50%/26.94%，2024Q3 公司毛利率/净利率分别为 27.07%/17.31%，处于行业领先地位。优势 2) 凭借优质制造及多元产能深度绑定大客户。公司合作品牌如 Newell、VF 多为中高端国际品牌，前五大客户占比常年保持在 60%以上，多年稳定合作保障公司成长稳定性。且公司在 2016 年开始在越南、柬埔寨等地设立多个生产基地，凭借多元产能布局享有订单优势。

投资逻辑：

短期看大客户补库驱动订单回暖。2024 年 4 月开始美国服装零售商进入补库阶段，海外大客户加大下单规模。公司最大的两个客户，Newell 和 VF 集团近期营收降幅持续收窄，库存压力减轻，两大品牌加大下单力度，带动公司订单好转，24Q3 公司实现营收 1.93 亿元，同比增长 29.14%，增速在近两年首次转正，仍低于 2022 年 3 季度水平，库存情况亦有改善，看好公司未来营收趋势向上。

长期看品类和客户扩张，产能匹配需求增长。1) 品类扩张：户外品牌旗下产品线丰富，且使用场景类似，公司有望持续扩张产品系列。2) 客户扩张：公司在欧美市场与 Coleman、The North Face、Fjallraven 等多个北欧系户外品牌建立合作，公司凭借多年客户运营经验以及收购阿珂姆带来的增量资源有望持续拓展客户。3) 产能扩张：我们预计公司在收购阿珂姆以及 IPO 募投 25 万件帐篷产能达产后帐篷/睡袋/背包/服装产能同比分别增长 239%/38%/36%/286%，给予公司未来成长很好的支撑。

合营品牌持续发力，有望贡献更大增量。公司深度参与北极狐品牌的运营。产品端以爆款 Kanken 包、Keb/Polars 系列服装为基础，加大品宣力度，建立消费者心智。公司近年加大投入进行门店升级，目前北极狐拥有近 50 家线下店，公司计划于 2028 年前将线下门店扩展至 100 家。2024 年 H1 飞耐时净利率达 18.36%，在品牌公司中属于较高水平，我们看好公司 2C 业务快速成长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.54/1.80/2.08 亿元，同比-32.23%/+16.59%/+15.39%，对应 EPS 为 2.28/2.65/3.06 元，PE 为 16/14/12 倍。我们选取户外产品行业的上市公司牧高笛、浙江自然以及开润股份为可比公司。2024 年可比公司平均 PE 估值约 19 倍。考虑到公司 2B 端迎来订单拐点，2C 端北极狐快速增长提供业绩增量，给予公司 2025 年 16 倍估值，目标价 42.40 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

海外需求不及预期；汇率波动风险；越南人力成本上涨风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

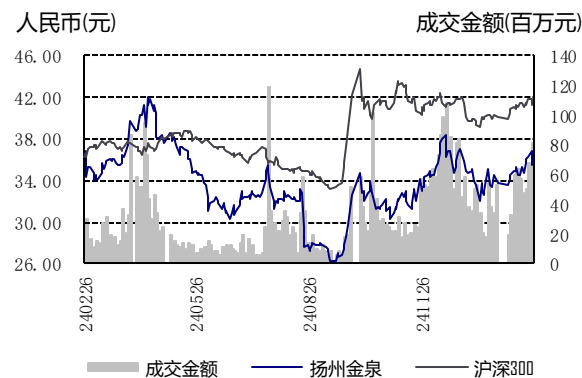
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.39 元

目标价 (人民币)：42.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,128	846	866	984	1,113
营业收入增长率	45.42%	-25.03%	2.37%	13.66%	13.16%
归母净利润(百万元)	239	228	154	180	208
归母净利润增长率	136.86%	-4.85%	-32.23%	16.59%	15.39%
摊薄每股收益(元)	4.765	3.400	2.275	2.652	3.060
每股经营性现金流净额	5.07	4.16	2.53	2.76	3.18
ROE(归属母公司)	33.30%	17.09%	10.71%	11.47%	12.11%
(摊薄)					
P/E	0.00	13.43	15.97	13.70	11.87
P/B	0.00	2.29	1.71	1.57	1.44

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、户外装备制造龙头，持续深耕国际市场.....	4
1.1、高端户外第一股，帐篷制造全球布局.....	4
1.2、量价齐升驱动公司成长，毛利率快速提升.....	6
二、竞争力来源：高端差异化产品铸就领先优势，深度绑定优质客户.....	7
2.1、代工品牌更高端，高附加值产品带来高利润率.....	7
2.2、优质产品+多元产能布局深度绑定优质客户.....	9
三、2B 产能增长匹配需求扩容，飞耐时规模快速增长.....	10
3.1、行业拐点已现，短期看好公司订单弹性.....	10
3.2、长期看：依靠持续积累的良好口碑，品类和客户扩张空间广阔.....	12
3.3、IPO 扩建产能进行时，收购阿珂姆进一步提升业务规模.....	13
3.4、2C 端大力发展北极狐品牌，飞耐时盈利持续提升.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	15
投资建议及估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 公司近年营业收入、归母净利润（亿元）	4
图表 2： 公司产品与客户定位中高端.....	4
图表 3： 公司处在产业链中游.....	4
图表 4： 公司发展历史主要分为三个阶段.....	5
图表 5： 本次股权激励分为三期.....	5
图表 6： 本次费用摊销情况（万元）	5
图表 7： 公司近年营收拆分（亿元）	6
图表 8： 公司帐篷、睡袋单价逐步提升（元/件）	6
图表 9： 公司近年毛利率拆分（亿元）	6
图表 10： 公司前五大客户销售收入占比（%）	7
图表 11： 公司前五大客户毛利率.....	7
图表 12： 公司近年费用率与净利率（亿元）	7
图表 13： 公司和牧高笛客户情况对比.....	8
图表 14： 扬州金泉、牧高笛代工帐篷对比.....	9
图表 15： A 股户外用品代工行业主要公司.....	9
图表 16： 公司生产基地位于扬州、越南、缅甸等地.....	10



图表 17: 美国制造商/批发商/零售商库销比情况 (倍)	11
图表 18: 美国服装及面料批发商销售及库存情况	11
图表 19: 美国服装零售商每月库存变动值(百万美元)	11
图表 20: 美国个人鞋服支出额	11
图表 21: Newell 存货和营收情况逐步改善 (亿美元)	11
图表 22: VF 存货和营收情况逐步改善 (亿美元)	11
图表 23: 公司存货和营收情况 (亿元)	12
图表 24: VF 公司旗下产品线丰富	12
图表 25: 美国户外装备市场品牌份额占比 (%)	13
图表 26: 欧洲户外装备市场品牌份额占比 (%)	13
图表 27: 公司 IPO 募投计划 (单位: 万元)	13
图表 28: 公司募集资金变更用途收购阿珂姆 (单位: 万元)	13
图表 29: 公司各类产品产能	14
图表 30: 北极狐 Kanken 包	14
图表 31: 北极狐品牌门店	14
图表 32: 飞耐时财务数据 (单位: 百万元)	14
图表 33: 公司收入拆分及预测	15
图表 34: 公司财务数据预测表 (亿元)	16
图表 35: 可比公司相对估值表	16



一、户外装备制造龙头，持续深耕国际市场

1.1、高端户外第一股，帐篷制造全球布局

公司成立于 1998 年，主要从事户外用品的研发、设计、生产和销售，并于 2023 年上市，截至 23 年营收 8.46 亿元、归母净利润 2.28 亿元。公司主要产品为帐篷、睡袋、户外服装、背包等户外用品，截至 23 年占比分别为 54.85%、14.18%、21.39%和 4.85%，主要以 ODM/OEM 的模式为全球客户提供高品质户外用品，2022 年上半年内销占比仅 1.59%，北美/欧洲销售占比分别为 56.45%/22.47%，下游合作品牌包括 Coleman、The North Face、Fjallraven 等国际知名品牌。

图表1：公司近年营业收入、归母净利润（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
营业收入	5.96	5.97	7.76	11.28	8.46	6.30
yoy	21.27%	0.23%	29.93%	45.42%	-25.03%	-5.57%
归母净利润	0.83	0.60	1.01	2.39	2.28	1.09
yoy	32.32%	-28.07%	69.84%	136.86%	-4.85%	-45.62%

来源：公司公告，国金证券研究所

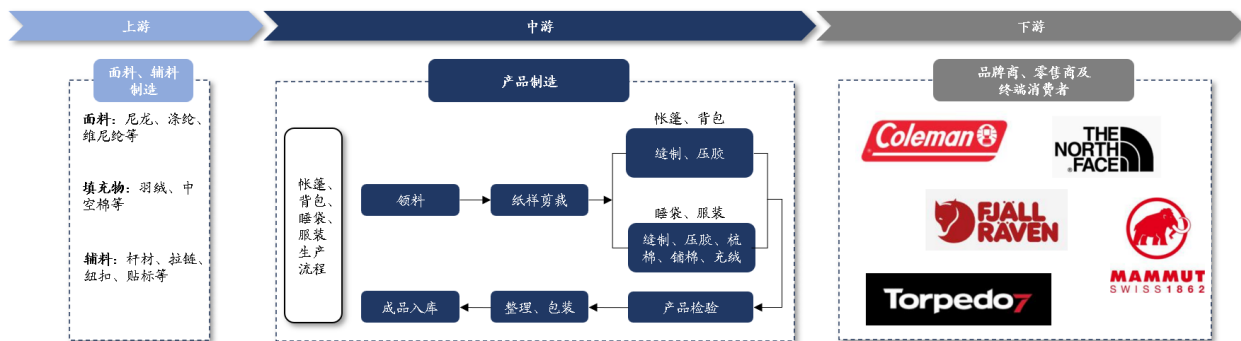
图表2：公司产品与客户定位中高端

品牌定位	品牌名称	LOGO	关联集团	国家	成立时间	主要产品及价格
大众	Coleman		Newell Brands Inc.	美国	1951	帐篷：27.99-549.99美元；睡袋：24.99-419.99美元
中高端	The North Face		VF Corporation	美国	1966	背包：25-179美元；睡袋：150-6000美元；睡袋：99-520美元
高端	Fjallraven		Fenix Outdoor International AB	瑞典	1960	背包：29.44-576美元；睡袋：22.4-1349.6美元
高端	Bergans		Bergans Fritid AS	挪威	1908	睡袋：356.4-1836美元；睡袋：75.4-270美元
中高端	Mont-bell		Mont Bell Co., Ltd.	日本	1975	睡袋：10.91-187.55美元；睡袋：16.37-225.06美元
中高端	Salawa		Oborpa Group	意大利	1925	睡袋：17.39-540美元；睡袋：12.10-453.6美元
中高端	REI		Recreational Equipment, Inc.	美国	1938	睡袋：39.73-4199美元；睡袋：17.73-1100美元
中高端	Mountain Designs		Spotlight Group Holdings Pty Ltd	澳大利亚	1975	睡袋：169.99-499.99美元；睡袋：29.99-1999.99美元
中高端	Klattermusen		Klattermusen AB	瑞典	1975	睡袋：89-599美元；睡袋：49-1399美元
高端	Mammut		Bystronic AG	瑞士	1862	睡袋：41.72-293.72美元；睡袋：27.72-1679.72美元
中高端	Rab		Equip Outdoor Technologies UK Ltd	英国	1981	睡袋：40-1200美元；睡袋：15-420美元；睡袋：15-1500美元
中高端	Elevenate		Elevenate AB	瑞典	2010	睡袋：17.5-1250美元
中高端	Torpedo7		The Warehouse Group Limited	新西兰	2004	睡袋：59.99-2299.99美元；睡袋：49.99-599.99美元
中高端	Camp		Camp S.p.A.	意大利	1889	睡袋：5.99-1999美元
中高端	Helipart		Helipart A/S	挪威	1951	睡袋：432-1825.2美元；睡袋：37.8-1188美元

关联品牌

来源：招股说明书、公司官网、同花顺 ifind，国金证券研究所

图表3：公司处在产业链中游



来源：招股说明书，公司官网，国金证券研究所

公司二十多年发展历史主要可以分为三个阶段：

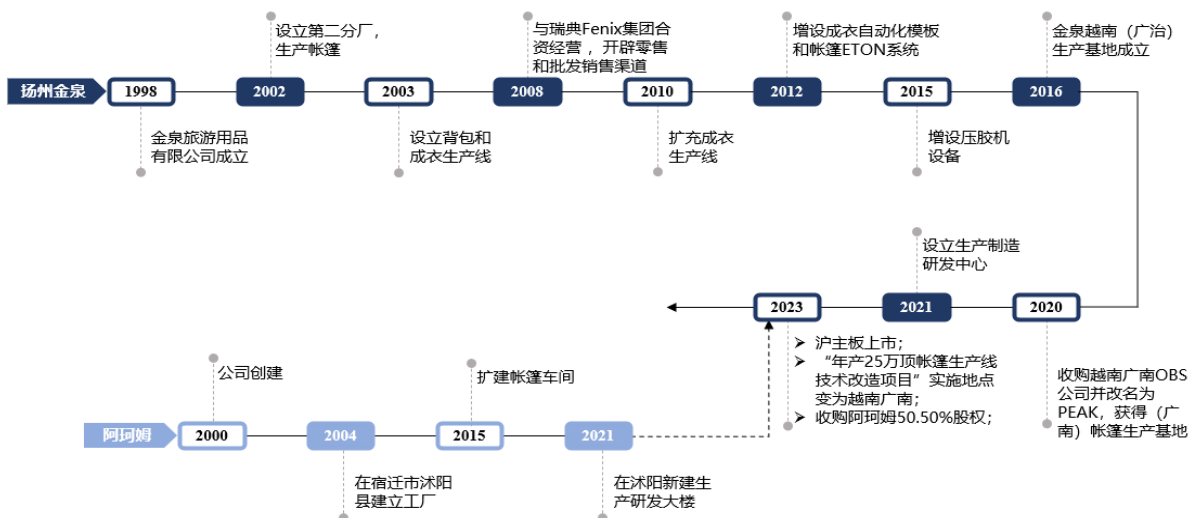
1) 创业初期及初步扩张（1998-2007）：公司由意大利商人里查德·瓦萨克创立，初期专注帐篷和睡袋制造，2003 年公司扩展至背包和户外服装领域。这个阶段正处欧美经济发展较好的时期，户外行业随经济发展进入发展快车道，受益于创始人欧洲背景，公司与多个国际品牌建立合作，同期现任董事长林明稳在公司内部负责产品销售环节，积累了较为丰富的客户资源和对接经验。



2) 控制权转移与业务拓展 (2008-2015): 2008 年金融危机期间瓦萨克出于避险目的将公司控制权转至四位公司原有高管, 公司由外商独资企业变更为国内有限责任公司, 随后以林明稳、李宏庆为代表的管理层团队接手公司, 并且顺利承接了固有的客户资源, 目前林明稳任公司董事长, 李宏庆任公司总经理, 稳定的管理层团队大大加强了和客户的稳定合作关系。同年公司与 Fenix 成立合资公司飞耐时, 获得 Fenix 品牌中国独家经营权, 期间公司不断扩充产线并优化生产系统。

3) 东南亚布局产能+上市助力公司成长 (2016-至今): 2016 年起公司在越南广治省设立生产基地, 标志着全球扩张的开始, 2020 年进一步收购越南广南帐篷生产基地并改名为 PEAK。2023 年, 公司 IPO 成功并根据募投项目规划推进越南 PEAK 智能化车间建设, 并收购阿珂姆野营用品有限公司 50.5% 股权, 进一步提升了公司的市场份额与竞争力。随后公司在缅甸设立服装生产基地, 进一步扩大东南亚产能布局。东南亚产能布局使得公司在接单方面有更多优势, 助力长期发展。

图表4: 公司发展历史主要分为三个阶段



来源: 招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

公司于 24 年 12 月 2 日发布股权激励计划, 向董事会秘书、财务总监赵仁萍以及 32 位公司中层管理人员授予的限制性股票数量为 107.7 万股, 约占总股本的 1.61%, 授予价格为 15.97 元。考核目标为 25/26/27 年营收或归母净利润同比增速不低于 10%/0%/0%, 预计除 2025 年产生摊销费用约 1000 万外, 其他年份费用较小。

图表5: 本次股权激励分为三期

解除限售期	对应考核时间区间	业绩考核指标
第一个解除限售期	2025 年	2025 年营收或净利润同比增长不低于 10%
第二个解除限售期	2025-2026 年	以 2024 年营业收入或净利润为基数, 2025 年和 2026 年合计实现的营业收入或净利润增长率不低于 120%
第三个解除限售期	2025-2027 年	以 2024 年营业收入或净利润为基数, 2025 年至 2027 年合计实现的营业收入或净利润增长率不低于 230%;

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 本次费用摊销情况 (万元)

需要摊销的总费用	2024	2025	2026	2027
1633.85	88.50	1007.54	388.04	149.77

来源: 公司公告, 国金证券研究所



1.2、量价齐升驱动公司成长，毛利率快速提升

近年除 2020 和 2023 年外公司营收整体保持快速增长，主要受益于 1) 帐篷、睡袋持续扩大市场份额，同时公共卫生事件后海外露营需求高增驱动公司订单增长。2) 公司产品结构持续升级，帐篷主要客户如 Newell Brands Inc. 采购更多新款且规格更大的帐篷、睡袋产品，驱动帐篷/睡袋平均单价从 2019 年 311/108 元提升至 2023 年 611/171 元。2023 年受海外大客户去库存影响公司营收有所承压，2024 年全年营收呈现前低后高趋势，海外大客户已基本完成去库，驱动公司营收回暖。

图表7：公司近年营收拆分（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	5.96	5.97	7.76	11.28	8.46
yoy	21.27%	0.23%	29.93%	45.42%	-25.03%
帐篷	1.51	1.70	3.09	5.87	4.64
yoy	5.59%	12.58%	81.76%	89.97%	-20.95%
占比	25.34%	28.48%	39.82%	52.04%	54.85%
服装	1.83	1.64	1.58	1.82	1.81
yoy	27.08%	-10.38%	-3.66%	15.19%	-0.55%
睡袋	1.65	1.65	2.56	2.79	1.20
yoy	11.49%	0.00%	55.15%	8.98%	-56.99%
背包	0.77	0.77	0.33	0.48	0.41
yoy	97.44%	0.00%	-57.14%	45.45%	-14.58%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：公司帐篷、睡袋单价逐步提升（元/件）

产品单价	2019	2020	2021	2022	2023
帐篷	311.25	309.94	424.60	605.38	611.04
yoy	-2.03%	-0.43%	37.01%	42.58%	0.93%
睡袋	107.69	128.10	155.50	179.65	171.44
yoy	13.17%	18.96%	21.39%	15.53%	-4.57%

来源：公司公告，国金证券研究所

产品结构优化推动毛利率大幅提升。近年帐篷/服装/睡袋毛利率大幅提升，驱动公司毛利率从 2019 年 20.90% 提升至 2023 年 32.50%。大客户订单中新款且规格更大的帐篷、睡袋产品附加值更高，推动各产品毛利率提升。如 Newell 采购均价由 2020 年 204 元/顶，增加至 2021 年 332 元/顶，品牌毛利率水平逐渐增长。

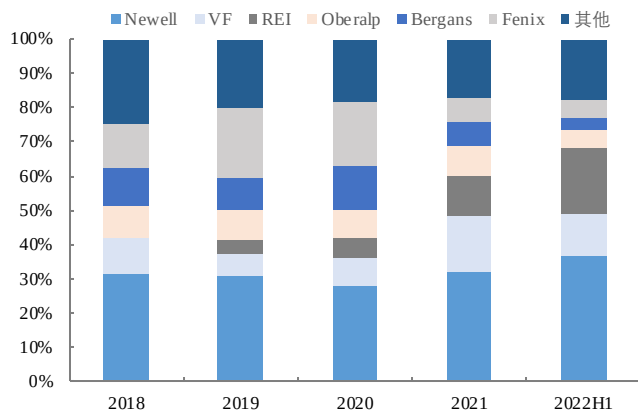
图表9：公司近年毛利率拆分（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023
总毛利率	20.90%	21.27%	21.21%	27.38%	32.50%
帐篷	22.74%	20.19%	23.59%	28.24%	35.19%
服装	19.69%	23.54%	15.17%	20.44%	26.44%
睡袋	21.36%	23.6%	21.64%	31.00%	32.87%
背包	16.31%	15.87%	13.81%	14.71%	16.31%

来源：公司公告，国金证券研究所

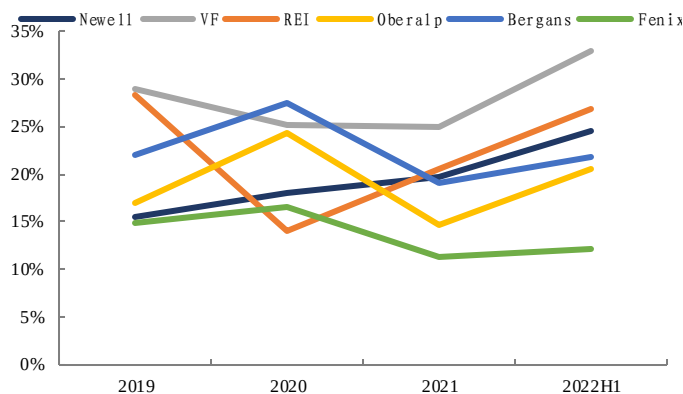


图表10：公司前五大客户销售收入占比（%）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表11：公司前五大客户毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

公司费用率整体稳定，除 2023 年收入波动致费用率提升外，销售/管理/研发费用率整体保持在 0.7%/3.0%/2.5%附近的水平。财务费用率波动较大主要系汇兑损益随着人民币汇率变化，20/21 年人民币升值形成汇兑损失，22/23 年人民币贬值幅度较大，形成汇兑收益。2024 年美元兑人民币汇率从年初 7.10 提升至年末 7.30，预计仍将形成一定规模汇兑收益。受益于汇兑收益增加，公司净利率在 2023 年达到约 27%的水平。

图表12：公司近年费用率与净利率（亿元）

	2020	2021	2022	2023
销管研费用率	6.72%	5.96%	6.16%	8.43%
销售费用率	0.69%	0.57%	0.71%	1.12%
管理费用率	3.06%	2.91%	2.90%	4.33%
研发费用率	2.98%	2.48%	2.55%	2.97%
净利率	9.97%	13.03%	21.23%	26.94%

来源：公司公告，国金证券研究所

二、竞争力来源：高端差异化产品铸就领先优势，深度绑定优质客户

2.1、代工品牌更高端，高附加值产品带来高利润率

公司的主要客户均为中高端品牌，品牌的产品价格明显高于牧高笛合作品牌。2022H1 公司的前六大客户旗下品牌包括 Coleman、The North Face、REI、Salewa、Bergans 和 Fjallraven，其中除了 Coleman 定位为大众市场品牌外，其他品牌均定位为中高端至高端市场。相比之下，牧高笛在 2021 年的主要客户旗下品牌包括 Decathlon、Go outdoors、KMART 和 Home Retail 等，这些品牌均定位于大众市场。



图表13：公司和牧高笛客户情况对比

公司	客户	品牌	国家	定位	价格
扬州金泉	Newell Brands Inc.	Coleman	美国	大众	帐篷：27.99-569.99美元 睡袋：24.99-419.99美元
	VF Corporation	The North Face	美国	中高端	背包：25-179美元 帐篷：150-6000美元 睡袋：99-520美元
	Recreational Equipment Inc.	REI	美国	中高端	帐篷：39.73-4199美元 睡袋：17.73-1100美元
	Oberralp AG-SPA	Salewa	意大利	中高端	服装：17.39-540美元 背包：12.10-453.6美元
	Bergans Fritid AS	Bergans	挪威	高端	帐篷：356.4-1836美元 睡袋：75.6-270美元
	Fenix Outdoor International AG	Fjallraven	瑞典	高端	背包：29.44-576美元 服装：22.4-1369.6美元
牧高笛	Desipro Pte. Ltd	Decathlon	法国	大众	服装：13.99-349.99美元 帐篷：27.99-1259.99美元； 背包：5.59-139.99美元
	Go outdoors	Go outdoors	英国	大众	-
	Kmart Australia Limited	KMART	澳大利亚	大众	服装：1-59美元 帐篷：14-155美元
	Home Retail Group	Home Retail	英国	大众	-

来源：扬州金泉招股说明书，牧高笛公司公告，各品牌官网，国金证券研究所

公司产品质量更高，应用环境更特殊。以帐篷为例，公司代工的多为轻量化登山帐篷，与其他代工商所生产的家庭用帐篷有很大不同。轻量化登山帐篷由于多用于专业的户外环境，因此相比家庭用帐篷来说，其对于材料的重量，抗风的能力、抗磨损的能力等都有更高的要求，我们以公司所代工的中高端帐篷产品与牧高笛所代工的大众帐篷产品进行详细对比：

公司主要代工品牌包括 Coleman（科勒曼）、The North Face（北面）以及 REI（安伊艾），牧高笛主要代工品牌为迪卡侬。对比各品牌具有代表性的双人露营帐篷产品，迪卡侬旗下 Quechua MH100 与 Coleman 旗下 Sundome 产品参数相近，与 The North Face 的 Triarch 2 以及 REI 的 Half Dome 2+ 帐篷仍有较大差距。

1) 从价格、重量、尺寸维度来看，轻量化登山帐篷空间更大，重量更轻，价格更贵

定价上，Quechua MH100 价格为 74 美元，仅为 Triarch 2 的 20%、Half Dome 2+ 的 23%，前者定位为大众，后二者定位为中高端。重量上，Quechua MH100 重达 4.1 千克，为 Triarch 2 的 2.4 倍、Half Dome 2+ 的 2 倍。尺寸上，Quechua MH100 的长度和高度均不及 Triarch 2，活动空间有所欠缺。作为户外露营产品，The North Face 和 REI 的帐篷较 Decathlon 更具轻便性，在兼顾减少旅行负担的同时提供了更大的休憩空间。

2) 从帐篷的帐面材料维度来看，轻量化登山帐篷透气性更好，抗磨损更强

Triarch 2 外帐材料采用 20D 尼龙搭配聚氨酯防水涂层，Quechua MH100 则采用 85% 聚酯纤维混合 15% 聚氨酯涂层。尼龙材料具有良好的强度和耐磨性，较聚酯纤维材料更适合于应用在户外露营的高磨损环境中。同时，聚酯纤维面料透气性较差，如帐篷完全封闭，易导致内部潮湿。Triarch 2 内帐和地垫材料均采用 100% 尼龙，且地垫尼龙材料丹尼尔系数为 30，布料纤维耐磨性较其他部位进一步强化，具有优秀的防撕裂性能。Quechua MH100 的内帐和地垫材料均以聚乙烯为主，抗撕裂性和保暖能力不及尼龙材料。

3) 从帐篷的帐杆材料维度来看，轻量化登山帐篷抗风能力更强

Triarch 2 和 Half Dome 2+ 的帐杆均为铝合金。Quechua MH100 的帐杆为 100% 玻璃纤维。铝合金强度较玻璃纤维更高，抗风能力强，不易折断，且重量较轻。此外，Triarch 2 帐杆采用的铝合金为韩国 DAC 公司授权使用的高性能铝合金材料，使用特殊的 TH72M 铝材料，较普通铝合金具有更高的强度与更轻的重量，适用于高端市场产品。



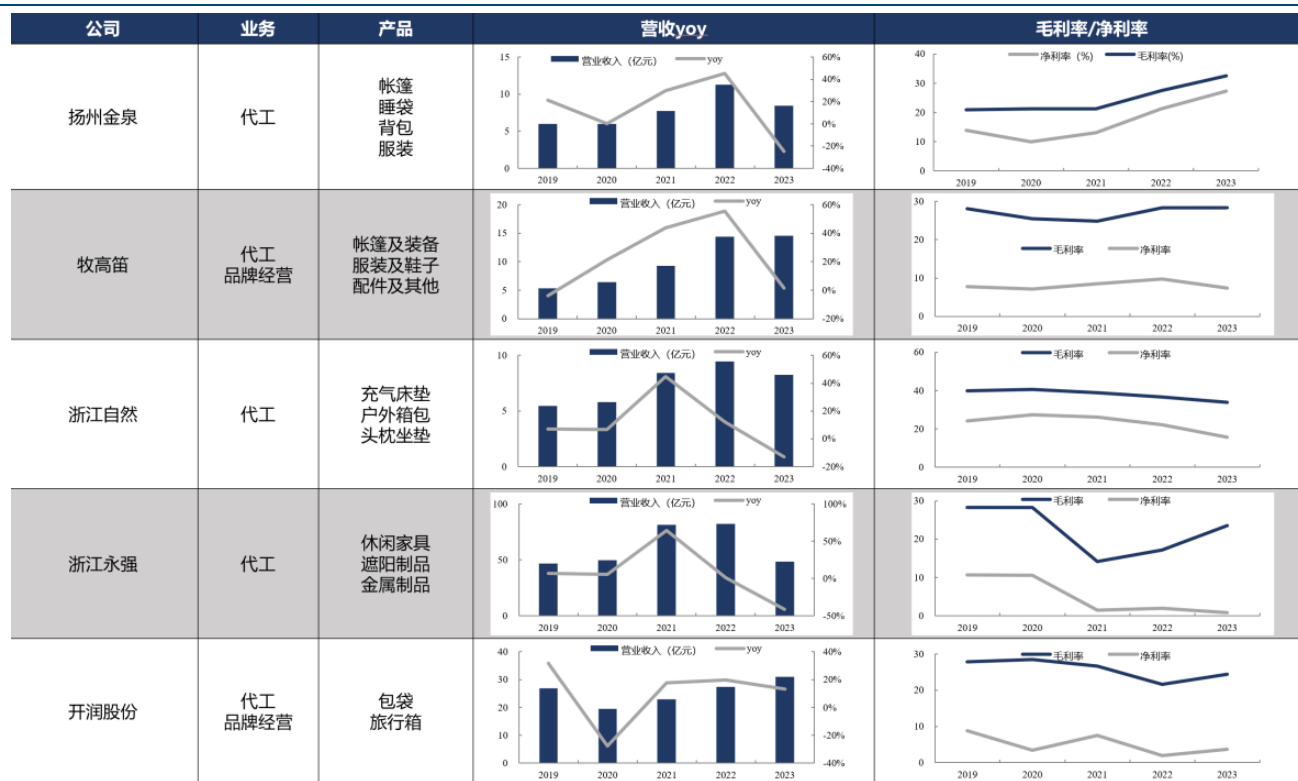
图表14：扬州金泉、牧高笛代工帐篷对比

	扬州金泉代工			牧高笛代工
代工品牌	Coleman	The North Face	REI	Decathlon
产品型号	Sundome	Triarch 2	Half Dome 2+	Quechua MH100
外观				
价格	70美元	372美元	320美元	74美元
可容纳人数	2人	2人	2-3人	2-3人
重量	7.5磅/3.4千克	3.8磅/1.7千克	4.7磅/2.1千克	9磅/4.1千克
尺寸（英寸）	84"L x 60"W x 48"H	100"L x 30"W x 80"H	90"L x 54"W x 42"H	82"L x 78"W x 46"H
外帐材料	混合	20D尼龙，聚氨酯涂层	聚酯纤维，聚氨酯涂层	85%聚酯纤维，15%聚氨酯涂层
内帐材料	混合	15D尼龙网	尼龙	55%聚乙烯，45%聚酯纤维
地垫材料	聚乙烯	30D尼龙	尼龙	聚乙烯
帐杆材料	玻璃纤维	DAC铝合金	铝合金	玻璃纤维

来源：Amazon，eBay，国金证券研究所

高附加值带来高盈利水平。当前我国户外用品代工行业上市公司主要包括扬州金泉、牧高笛、浙江自然、浙江永强以及开润股份。随着产品结构持续优化以及高毛利客户占比提升，公司净利率水平保持提升趋势，2023 年公司毛利率/净利率分别为 32.50%/26.94%，处于行业领先地位。

图表15：A 股户外用品代工行业主要公司



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

2.2、优质产品+多元产能布局深度绑定优质客户



海外中高端户外品牌产品认证体系严格，代工方合作时间越长，双方熟悉程度越高，被替换可能性偏低。海外知名品牌商对产品品质设定了严格的标准，并在挑选合作伙伴时遵循详尽的评估体系。合作初期客户会执行全面工厂审核机制，深入评估潜在供应商的创新设计能力、生产流程规范性以及服务质量。由于海外市场供应商认证程序既繁琐又成本高昂，替换供应商成本较高，一旦通过认证，供应商和客户之间往往会形成持续且稳固的业务关系。

公司户外产品制造技术成熟，且产能多元布局打造差异化优势。公司得益于多年深耕户外产品制造的经验，具备完整成熟的产品研发设计生产流程，又经过多年的和国际大牌的磨合，奠定了户外代工制造的技术领先优势。产能方面，公司于2016/2020年在越南广治省/广南省建立海外工厂，不仅可以降低产品的生产成本，此外还可以降低单一生产地所带来的潜在风险，尤其是随着近些年贸易环境的变化，越南工厂的重要性逐步提高，也为公司争取海外品牌订单提供了差异化优势。2024年公司在缅甸设立服装生产基地，进一步扩大东南亚基地布局。

图表16：公司生产基地位于扬州、越南、缅甸等地

基地	成立时间	占地面积
扬州基地一	1998年	约4.2万平方米
扬州基地二	2002年	约4.4万平方米
越南广治基地	2016年	约3.7万平方米
越南广南基地	2020年	约3万平方米
缅甸仰光基地	2024年	-

来源：公司官网，国金证券研究所

公司前五大客户贡献占比较高，且合作关系稳定。2022年公司前五大客户包括 Newell Brands Inc、VF Corporation、Recreational Equipment Inc、Oberalp AG-SPA 以及 Fenix Outdoor International AG。每年前五大客户收入总占比保持在75%以上。其中收入贡献最大的客户为 Newell Brands Inc，每年占比在27%-37%之间。

三、2B 产能增长匹配需求扩容，飞耐时规模快速增长

3.1、行业拐点已现，短期看好公司订单弹性

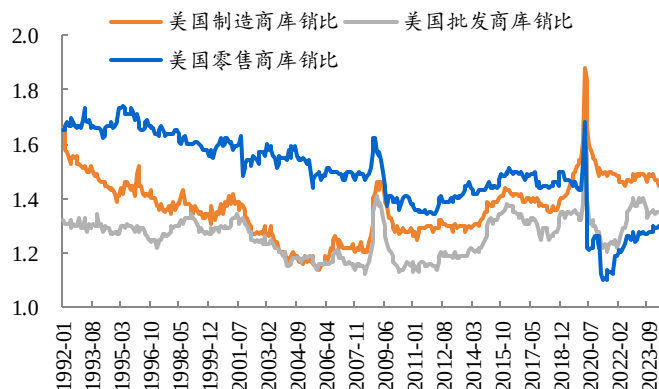
公司以欧美客户为主，当前出口已重新进入上行周期。以纺织服装出口的主要国家美国为例，我们分析近三年海外出口的变化主要分为四个阶段。公共卫生事件所导致的供应链危机，通过对零售端和制造端的双重影响，造成美国库存于2022年3季度达到历史新高，此后步入去库阶段，目前正处去库已基本完成，降息背景下海外需求回暖，海外大客户开始进入补库周期。

第一阶段（2020年3月-2021年4月）：供应链危机致零售商库销比下降到历史低位。公共卫生事件导致供应链中断，批发商零售商缺少供给，库存快速下降。2020年之前库销比的规律一般为零售商>制造商>批发商，而2020年3月后发生了明显变化，零售商库销比迅速下降至2021年4月的历史低点1.10，批发商库销比也迎来快速下降，而同期制造商由于供应链中断，货物无法送达，导致库销比维持历史高位。

第二阶段（2021年5月-2022年9月）供应链危机缓解，零售商预防性补库推升库存。由于前期的供应链危机，导致批发商与零售商对供应的稳定性存在担忧，从而采取预防性补库的措施，大量下单购买导致库存水平迅速升高。叠加美联储自2022年3月开启加息，终端需求没有跟随供给同步增长，导致库存逐步积压。

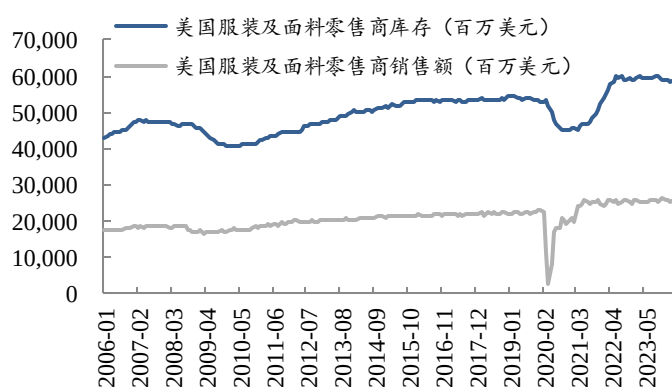


图表17: 美国制造商/批发商/零售商库销比情况 (倍)



来源: 美国商务部普查局, 国金证券研究所

图表18: 美国服装及面料批发商销售及库存情况

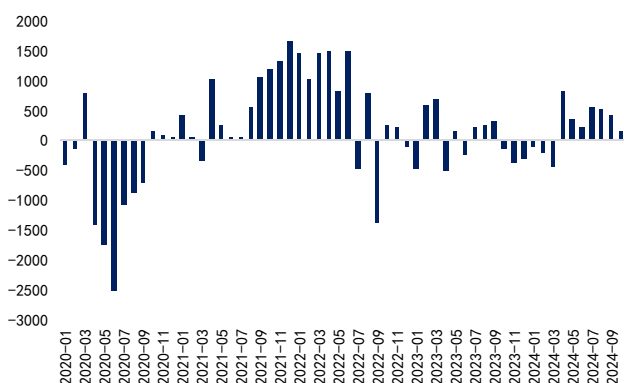


来源: 美国商务部普查局, 国金证券研究所

第三阶段 (2022 年 10 月-2024 年 3 月): 服装零售商进入去库阶段。2022 年 10 月后批发商的库存明显去化, 供给端海外大客户减少下单, 需求端消费者鞋服支出等并没有显著萎缩, 供给减少推动库存去化。

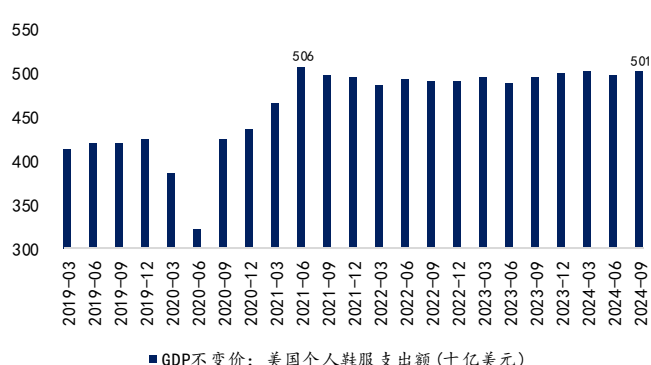
第四阶段: (2024 年 4 月至今): 服装零售商进入补库阶段。2024 年 4 月开始美国服装零售商进入补库阶段, 从需求端来看, 2024 年鞋服需求整体有所增长, 剔除通胀影响美国个人鞋服支出额逐步提升, 2024Q3 美国个人鞋服支出额约为 5010 亿美元, 已接近 2021 年高点水平, 在需求有支撑的情况下, 海外大客户加大下单规模, 带动我国服装代工企业订单回暖。

图表19: 美国服装零售商每月库存变动值(百万美元)



来源: 美国商务部普查局, 国金证券研究所

图表20: 美国个人鞋服支出额



■ GDP 不变价: 美国个人鞋服支出额 (十亿美元)

来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

具体到细分领域品牌端, 补库进度呈现差异。公司最大的两个客户, Newell 和 VF 集团营收降幅持续收窄。Newell/VF 最新季度存货周转天数同降 9/15 天至 115/159 天, 库存已基本回到正常水平。随着库存压力减轻以及终端需求恢复, 两大品牌或加大备货力度, 带动公司订单提升。

图表21: Newell 存货和营收情况逐步改善 (亿美元)

	2019	2020	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	676.33	612.37	674.79	652.41	124.03	159.26	147.04	147.04	117.28	144.89	136.43
yoy	13.97%	-9.46%	10.19%	-3.32%	-24.41%	-13.02%	-9.06%	-9.15%	-8.42%	-7.76%	-4.93%
存货周转天数	93	93	90	117	151	129	124	116	126	115	115

来源: ifind, 国金证券研究所

图表22: VF 存货和营收情况逐步改善 (亿美元)



	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
营收	929.41	744.08	606.49	753.44	188.26	150.75	217.85	209.67	168.42	135.93	193.33
yoy	-	-19.94%	-18.49%	24.23%	-3.01%	-7.75%	-1.50%	-16.16%	-13.35%	-8.58%	-5.55%
存货周转天数	100	95	97	83	121	232	174	158	146	191	159

来源: ifind, 国金证券研究所 (VF 财年为第一年 4 月 1 日到第二年 3 月 31 日)

从实际情况看, 24Q3 公司营收出现拐点。一轮周期中上游制造往往先于品牌端恢复, 在核心大客户顺利去库以及海外需求有支撑背景下公司订单恢复, 24Q3 公司实现营收 1.93 亿元, 同比增长 29.14%, 增速在近两年首次转正, 库存情况亦有改善, 看好公司未来营收趋势向上。

图表23: 公司存货和营收情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营收	5.96	5.97	7.76	11.28	2.71	2.47	1.50	1.78	2.20	2.18	1.93
yoy	21.38%	0.17%	29.98%	45.36%	-2.79%	-16.30%	-47.86%	-33.37%	-18.96%	-11.89%	29.14%
存货周转天数	90	94	99	84	83	73	101	112	98	89	95

来源: ifind, 国金证券研究所

3.2、长期看: 依靠持续积累的良好口碑, 品类和客户扩张空间广阔

公司依靠稳定的管理层、长期的户外代工经验、前瞻的海外产能布局得以在户外代工业内打造良好的口碑, 从而进一步打开未来发展空间, 未来的扩张方向主要包括品类扩张和新客户扩张。

户外品牌旗下产品线丰富, 使用场景类似, 以 VF 为例, 旗下拥有包括户外、活力、工作在内的三大细分板块, 涵盖十一个品牌。产品风格和元素全面多样化, 能够满足不同消费者在多种场景下的需求。公司与大客户合作多年, 产品技术受到认可, 未来所合作的产品系列有望进一步拓展。

图表24: VF 公司旗下产品线丰富

细分市场	品牌	主要产品
户外	The North Face	高性能户外服装、鞋类、设备、配件
	Timeberland	户外、冒险风格的生活方式鞋类、服装、配饰
	Smartwool	高性能美利奴羊毛和其他天然纤维服装和配饰
	Altra	主性能的鞋类
	Icebreaker	基于天然纤维的高性能服装和配饰
活力	Vans	以青年文化/极限运动为灵感的鞋类、服装、配饰
	Supreme	街头服饰、鞋类、配饰
	Kipling	手袋、行李箱、背包、手提袋、配饰
	Napapijri	高级户外服装、鞋类、配饰
	Eastpak	背包、行李
	JanSport	背包、行李
工作	Dickies	以工作和工作为灵感的生活方式服装和鞋类
	Timeberland PRO	防护工作鞋、工作和工作风格的生活方式服装

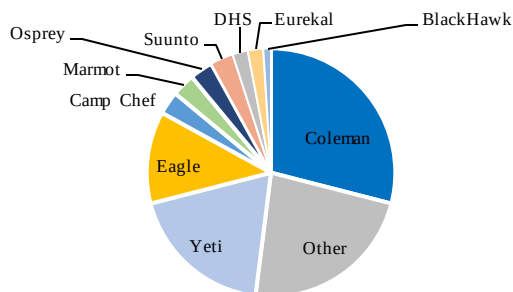
来源: 公司官网, 国金证券研究所

客户覆盖维度, 海外户外品牌众多, 仍有大量未覆盖客户。公司海外品牌的覆盖仍较有限, 大量新客户有望实现业务对接。在美国市场, 公司已成功与 Coleman、The North Face、Camp 以及 REI 等知名品牌建立了合作关系。其中, Coleman 以其 29% 的市场份额在美国户外装备市场中占据领先地位。其他品牌共同占据了超过 70% 的市场份额, 其中不少品牌还未与公司建立合作关系。

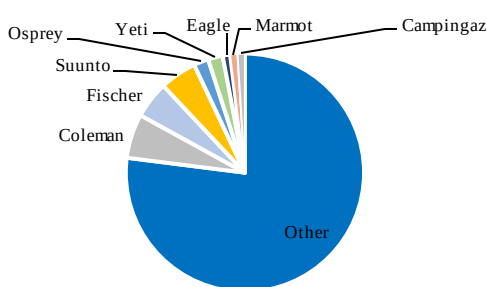


在欧洲市场，公司现有客户包括 Fjallraven、Bergans 等北欧系户外品牌。鉴于欧洲国家众多，各国户外品牌的分散化程度较高，公司已合作的客户 Coleman 在欧洲市场的份额仅为 6%，而其他品牌则共同瓜分超过 90% 的市场份额，其中大多数品牌还未与公司建立起合作关系。

图表25：美国户外装备市场品牌份额占比（%）



图表26：欧洲户外装备市场品牌份额占比（%）



来源：Statista，国金证券研究所

来源：Statista，国金证券研究所

3.3、IPO 扩建产能进行时，收购阿珂姆进一步提升业务规模

公司于 23 年 IPO 募集资金用于帐篷和睡袋产能的扩建，预计于 2026 年完工。原计划募投 25 万顶帐篷、35 万条睡袋以及仓储仓库建设项目等；2023 年 8 月公司将原有 35 万条睡袋投资金额以及部分仓储物流建设资金合计 1.28 亿收购江苏省阿珂姆野营用品有限公司 50.50% 股权募投项目，阿珂姆拥有 60 多条生产流水线，年生产各类帐篷 80 多万顶，睡袋 60 多万条，背包 40 万只，户外防雨、防风、等功能服装 80 万套。

图表27：公司 IPO 募投计划（单位：万元）

项目名称	拟投入募集资金金额
年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目	9308.02
年产 35 万顶帐篷生产线技术改造项目	9774.21
户外用品研发中心技术改造项目	5992.5
物流仓储仓库建设项目	7136.43
补充流动资金	9000
合计	41211.16

来源：公司公告，国金证券研究所

图表28：公司募集资金变更用途收购阿珂姆（单位：万元）

项目	投资总额	产能
变更前项目名称		
年产 35 万顶帐篷生产线技术改造项目	9774.21	35 万睡袋
物流仓储仓库建设项目	7136.43	-
变更后项目名称		
收购阿珂姆 50.5% 股权项目	12774.21	帐篷：80 多万顶 睡袋：60 多万条 背包：40 多万件 服装：80 多万套

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计公司在收购阿珂姆以及 25 万件帐篷产能达产后帐篷/睡袋/背包/服装产能将达到 149/220/150/108 万件，同比增长 239%/38%/36%/286%。在海外需求逐步恢复以及公司持续拓大客户份额背景下产能扩张给予公司未来成长很好的支撑。



图表29：公司各类产品产能

	IPO 前总产能	收购及达产后总产能	增长率
帐篷（万件）	44	149	239%
睡袋（万件）	160	220	38%
背包（万件）	110	150	36%
服装（万件）	28	108	286%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4、2C 端大力发展北极狐品牌，飞耐时盈利持续提升

2008 年公司与 Fenix Outdoor AB 合资成立江苏飞耐时，其中公司持股比例为 50%，其中包括知名品牌瑞典北极狐在中国的独家经营权。Fjallraven(瑞典北极狐)是瑞典市场的高端户外品牌，该品牌创建于 1960 年，产品特点为经久耐用、性能可靠、使用方便和用途广泛等。

公司深度参与北极狐品牌的实际运营。公司坚定北极狐品牌轻松愉悦的户外风格，在产品端公司以爆款 Kanken 包、Keb/Polar 系列服装为基础，加大品牌宣传力度，建立消费者心智，随着北极狐品牌在中国市场知名度提升，旗下产品销量有望快速增长。从渠道情况看，公司近年加大投入进行门店升级，并稳健开店扩大规模，目前北极狐拥有近 50 家线下店，公司计划于 2028 年前将线下门店扩展至 100 家。

图表30：北极狐 Kanken 包



图表31：北极狐品牌门店



来源：北极狐品牌官网，国金证券研究所

来源：搜狐，国金证券研究所

从飞耐时财务数据看，在公共卫生事件之后，北极狐品牌恢复良好的增长，且保持较高的盈利水平，2021-2023 年飞耐时两年复合增速为 21.3%，2024 年 H1 飞耐时净利率达 18.36%，在品牌公司中属于较高水平，随着公司持续保持开店节奏叠加消费者心智建设带动店效增长，我们看好公司 2C 业务快速成长，进而为公司业绩带来更大增量。

图表32：飞耐时财务数据（单位：百万元）

	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
飞耐时营收	92.39	32.85	78.90	59.02	135.98	65.20
yoy	-	-	-14.61%	79.67%	72.36%	10.47%
飞耐时净利润	5.14	-9.46	3.78	10.61	23.15	11.97
yoy	-	-	-26.36%	212.12%	512.15%	12.79%
飞耐时净利率	5.56%	-28.81%	4.79%	17.98%	17.03%	18.36%

来源：公司公告，国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

1) 营收预测

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 8.66/9.84/11.13 亿元，分别同比变动+2.37%/+13.66%/+13.16%。随着纽威、威富等客户库存情况好转并加大下单力度，我们预计公司 2024-2026 年营收有望逐步恢复，且主要依靠量增驱动，预计 2024-2026 年帐篷类产品收入分别为 4.72/5.59/6.69 亿元，分别同比变动+1.60%/+18.45%/+19.76%。预计 2024-2026 年睡袋类产品收入分别为 1.28/1.54/1.78 亿元，分别同比变动+6.56%/+20.19%/+15.88%。预计 2024-2026 年背包类产品收入分别为 0.41/0.54/0.62 亿元，分别同比变动+1.21%/30.09%/15.88%。预计 2024-2026 年服装类产品收入分别为 1.84/2.16/2.50 亿元，分别同比变动 1.68%/17.46%/15.68%。

2) 毛利率预测

经过 2020 年-2023 年的明显产品结构升级，且人民币有所贬值，公司毛利率整体达到较高水平，预计 2024 年毛利率有所下降至 27.9%，我们预计 2024-2026 年帐篷类产品的毛利率分别为 29.0%/29.0%/29.0%；预计 2024-2026 年睡袋类产品的毛利率分别为 28.0%/28.0%/28.0%；预计 2024-2026 年背包类产品的毛利率分别为 16.0%/15.0%/15.0%；预计 2024-2026 年服装类产品的毛利率分别为 24.0%/24.0%/24.0%。

图表33：公司收入拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计（百万元）	1,127.94	845.60	865.63	983.85	1113.31
yoy	45.42%	-25.03%	2.37%	13.66%	13.16%
综合毛利率	27.4%	32.5%	27.9%	27.8%	27.8%
帐篷					
收入（百万元）	586.68	464.15	471.56	558.56	668.96
yoy	89.8%	-20.9%	1.6%	18.5%	19.8%
销量（万件）	96.91	75.96	75.66	87.01	101.17
yoy	33.1%	-21.6%	-0.4%	15.0%	16.3%
单价（元/件）	605.38	611.04	623.26	641.96	661.22
yoy	42.6%	0.9%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利率	28.2%	35.2%	29.0%	29.0%	29.0%
睡袋					
收入（百万元）	278.59	120.04	127.92	153.75	178.15
yoy	9.0%	-56.9%	6.6%	20.2%	15.9%
销量（万件）	155.07	70.02	73.15	85.36	96.03
yoy	-5.6%	-54.8%	4.5%	16.7%	12.5%
单价（元/件）	179.65	171.44	174.87	180.11	185.52
yoy	15.5%	-4.6%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利率	31.0%	32.9%	28.0%	28.0%	28.0%
背包					
收入（百万元）	47.68	40.66	41.15	53.53	62.03
yoy	44.3%	-14.7%	1.2%	30.1%	15.9%
销量（万件）	61.90	46.44	46.08	58.20	65.48
yoy	42.6%	-25.0%	-0.8%	26.3%	12.5%
单价（元/件）	77.02	87.55	89.30	91.98	94.74
yoy	1.2%	13.7%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利率	14.7%	16.3%	16.0%	15.0%	15.0%
服装					



收入（百万元）	181.99	180.74	183.78	215.86	249.70
yoy	15.4%	-0.7%	1.7%	17.5%	15.7%
销量（万件）	61.76	59.90	59.71	68.09	76.47
yoy	147.2%	-3.0%	-0.3%	14.0%	12.3%
单价（元/件）	294.67	301.73	307.77	317.00	326.51
yoy	-53.3%	2.4%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利率	20.4%	26.4%	24.0%	24.0%	24.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

销售费用率：从 2023 年开始随着海外大客户去库，公司营收有所波动，销售/管理费用率相比 22 年前有所上升，我们预计公司未来销售费用率有所上升后趋于稳定，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 1.87%/1.70%/1.60%。

管理费用率：短期营收承压使得费用率上升，我们预计管理费用率先上升后下降，预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 5.40%/4.80%/4.70%。

研发费用率：公司研发投入保持正常节奏，我们预计 2024-2026 年研发费用率稳中有降，分别为 3.10%/3.00%/2.79%。

图表34：公司财务数据预测表（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	11.28	8.46	8.66	9.84	11.13
yoy	45.42%	-25.03%	2.37%	13.66%	13.16%
毛利率	27.38%	32.50%	27.86%	27.77%	27.75%
销售费用率	0.71%	1.12%	1.87%	1.70%	1.60%
管理费用率	2.90%	4.33%	5.40%	4.80%	4.70%
研发费用率	2.55%	2.97%	3.10%	3.00%	2.79%
营业利润率	24.43%	32.12%	22.14%	22.66%	22.98%
所得税率	13.05%	14.68%	12.21%	12.21%	12.21%
归母净利润	2.39	2.28	1.54	1.80	2.08
净利润率	21.23%	26.94%	17.84%	18.30%	18.66%
yoy	136.86%	-4.85%	-32.23%	16.59%	15.39%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 8.66/9.84/11.13 亿元，分别同比增长+2.37%/+13.66%/+13.16%。2024-2026 年公司归母净利润为 1.54/1.80/2.08 亿元，同比-32.23%/+16.59%/+15.39%，对应 EPS 为 2.28/2.65/3.06 元，对应 PE 为 16/14/12 倍。我们选取户外产品行业的上市公司牧高笛、浙江自然以及开润股份为可比公司。2025 年可比公司平均 PE 估值约 16 倍。考虑到公司 2B 端迎来订单拐点，2C 端北极狐快速增长提供业绩增量，给予公司 2025 年 16 估值，目标价 42.40 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35：可比公司相对估值表

代码	公司	市值（亿）	归母净利润（亿）				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605080.SH	牧高笛	22.00	1.07	1.00	1.15	1.30	21.97	19.21	16.94
001238.SZ	浙江自然	39.47	1.31	1.85	2.75	3.79	21.33	14.33	10.42
300577.SZ	开润股份	55.34	1.16	3.86	3.96	4.91	14.35	13.99	11.28



平均值							19.22	15.84	12.88
603307.SH	扬州金泉	24.66	2.28	1.54	1.80	2.08	15.97	13.70	11.87

来源：同花顺 ifind，国金证券研究所（除扬州金泉外其他公司数据均采用 2 月 21 日同花顺一致预期）

五、风险提示

海外需求不及预期：当前海外宏观环境具有不确定性，未来海外消费存在波动可能，对公司营收可能产生影响。

汇率波动风险：纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

越南人力成本上涨风险：越南地区人力成本在近几年上涨幅度较大，未来 3-5 年，若人力成本继续上涨，或影响行业内国际化产能布局的公司利润水平。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	776	1,128	846	866	984	1,113
增长率		45.4%	-25.0%	2.4%	13.7%	13.2%
主营业务成本	-611	-819	-571	-624	-711	-804
%销售收入	78.8%	72.6%	67.5%	72.1%	72.2%	72.3%
毛利	165	309	275	241	273	309
%销售收入	21.2%	27.4%	32.5%	27.9%	27.8%	27.7%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-8	-8	-9
%销售收入	0.4%	0.3%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%
销售费用	-4	-8	-9	-16	-17	-18
%销售收入	0.6%	0.7%	1.1%	1.9%	1.7%	1.6%
管理费用	-23	-33	-37	-47	-47	-52
%销售收入	2.9%	2.9%	4.3%	5.4%	4.8%	4.7%
研发费用	-19	-29	-25	-27	-30	-31
%销售收入	2.5%	2.6%	3.0%	3.1%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	115	236	199	144	172	199
%销售收入	14.8%	20.9%	23.5%	16.6%	17.5%	17.9%
财务费用	-6	36	52	34	30	31
%销售收入	0.7%	-3.2%	-6.1%	-3.9%	-3.0%	-2.8%
资产减值损失	-6	0	1	-4	0	-1
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	3	1	13	17	22	27
%税前利润	2.4%	0.3%	5.0%	9.0%	9.7%	10.4%
营业利润	111	276	272	192	223	257
营业利润率	14.3%	24.4%	32.1%	22.1%	22.7%	23.1%
营业外收支	1	0	-1	0	0	0
税前利润	112	275	270	192	223	257
利润率	14.4%	24.4%	32.0%	22.1%	22.7%	23.1%
所得税	-11	-36	-40	-23	-27	-31
所得税率	9.8%	13.0%	14.7%	12.2%	12.2%	12.2%
净利润	101	239	231	168	196	226
少数股东损益	0	0	3	14	16	18
归属于母公司的净利润	101	239	228	154	180	208
净利率	13.0%	21.2%	26.9%	17.8%	18.3%	18.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	101	239	231	168	196	226
少数股东损益	0	0	3	14	16	18
非现金支出	18	12	18	28	28	30
非经营收益	-4	-5	-20	-10	-22	-27
营运资金变动	-94	8	50	-14	-15	-12
经营活动现金净流	21	255	279	172	187	216
资本开支	-18	-15	-26	-35	-32	-21
投资	13	-1	-279	0	0	0
其他	7	3	-1	17	22	27
投资活动现金净流	2	-12	-306	-18	-10	5
股权募资	0	0	412	0	0	0
债权募资	-3	0	38	-68	0	0
其他	-5	-5	-8	-47	-53	-61
筹资活动现金净流	-8	-5	442	-115	-53	-61
现金净流量	14	258	427	38	124	160

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	142	396	820	858	982	1,143
应收款项	134	156	109	109	124	141
存货	203	178	176	188	210	235
其他流动资产	40	38	128	131	133	134
流动资产	518	769	1,233	1,287	1,449	1,652
%总资产	78.1%	83.2%	70.9%	71.4%	73.6%	76.3%
长期投资	45	45	160	160	160	160
固定资产	74	83	195	214	219	213
%总资产	11.1%	9.0%	11.2%	11.9%	11.1%	9.8%
无形资产	14	14	135	135	135	134
非流动资产	145	155	507	516	521	513
%总资产	21.9%	16.8%	29.1%	28.6%	26.4%	23.7%
资产总计	664	924	1,740	1,803	1,970	2,165
短期借款	0	0	68	0	0	0
应付款项	169	163	155	164	186	212
其他流动负债	18	24	53	49	51	56
流动负债	187	186	276	213	237	268
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	18	44	47	47	46
负债	190	205	320	260	283	314
普通股股东权益	473	719	1,333	1,442	1,569	1,716
其中：股本	50	50	67	68	68	68
未分配利润	100	327	522	631	758	905
少数股东权益	0	0	88	101	117	135
负债股东权益合计	664	924	1,740	1,803	1,970	2,165

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.012	4.765	3.400	2.275	2.652	3.060
每股净资产	9.419	14.308	19.897	21.246	23.118	25.278
每股经营现金净流	0.408	5.074	4.162	2.530	2.758	3.182
每股股利	0.000	0.360	1.000	0.669	0.780	0.900
回报率						
净资产收益率	21.36%	33.30%	17.09%	10.71%	11.47%	12.11%
总资产收益率	15.23%	25.93%	13.09%	8.56%	9.14%	9.59%
投入资本收益率	21.90%	27.91%	11.07%	7.94%	8.72%	9.23%
增长率						
主营业务收入增长率	29.93%	45.42%	-25.03%	2.37%	13.66%	13.16%
EBIT 增长率	38.65%	104.99%	-15.77%	-27.65%	19.67%	15.91%
净利润增长率	69.84%	136.86%	-4.85%	-32.23%	16.59%	15.39%
总资产增长率	31.99%	39.15%	88.44%	3.61%	9.25%	9.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.8	46.9	57.0	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	100.5	84.9	113.4	112.0	110.0	109.0
应付账款周转天数	53.7	46.7	59.9	54.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	31.9	22.3	71.6	73.4	62.9	50.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.01%	-55.02%	-60.67%	-62.74%	-64.78%	-67.68%
EBIT 利息保障倍数	20.9	-6.5	-3.8	-4.2	-5.8	-6.4
资产负债率	28.69%	22.15%	18.36%	14.39%	14.39%	14.52%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究