



扬州金泉 (603307.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期业绩仍承压，期待经营逐步改善

业绩简评

公司于 4 月 25 日公布 2024 年年报&2025 年一季报，2024 全年营收 8.31 亿元，同降 1.77%，归母净利润 1.44 亿元，同降 36.89%。2025Q1 营收 2.39 亿元，同增 8.85%，归母净利润 0.31 亿元，同降 26.99%。公司年中加年末预计派发现金分红 6753 万，分红率约 52%，维持买入评级。

经营分析

2B 订单边际改善，2C 北极狐品牌稳健发展。24Q4 与 25Q1 公司营收增速转正，经营逐步企稳，公司在持续巩固户外装备制造领域优势地位的同时，同步加大新品类研发投入，成功将原有帐篷客户的合作深度延伸至睡袋、防潮垫等配套产品领域。24 年帐篷/睡袋/服装/背包营收为 3.61/1.17/2.56/0.39 亿元，同比-22.33%/-2.29%/+41.73%/-4.61%，帐篷与睡袋受下游户外客户去库影响承压，期待后续弹性释放，服装展现良好增长趋势，反映公司开拓第二成长曲线。在国际市场拓展方面，公司与澳大利亚、北美洲的新品牌客户达成合作，其中部分产品已通过客户验证并进入量产阶段。分地区来看，24 年国外/国内营收分别为 7.36/0.88 亿元，同比-8.57%/+149.83%，内销增速显著。飞耐时（北极狐）亦保持稳健增长，24 年营收/净利润分别为 1.52/0.26 亿元，同增 11.97%/12.87%，依靠渠道扩张与店效提升共同驱动。

行业竞争加剧致盈利水平波动。24 全年/25Q1 毛利率为 26.02%/24.60%，同降 6.48/6.04pct，主要系行业竞争加剧，公司议价能力相对下降，同时产能利用率处于恢复过程。24 全年/25Q1 公司销售费用率为 2.08%/2.58%，同比增长 0.96/1.29pct，24 全年/25Q1 净利率为 17.31%/12.85%，同比有较大幅度下降，随着公司订单情况改善，产能利用率逐步恢复，未来盈利水平有望回暖。**以产品为基础，继续深度绑定客户实现成长。**1) 客户方面，公司将继续完善全流程优质服务响应机制，巩固存量客户合作深度，拓展高潜力客户群体。2) 产品端引入高端性能材料研究项目，重点推进主营产品中核心材料的研究与应用，进一步提升产品的市场竞争力。3) 制造端引入新品类业务自动化生产线，同时构建产品开发、生产运营、供应链管理的数字化平台，提升供应链实力，期待公司未来成长性。

盈利预测、估值与评级

当前股本下，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.36/2.60/2.88 元，对应 PE 分别为 15/14/12 倍。维持买入评级。

风险提示

海外需求不及预期；汇率波动风险；关税风险。

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

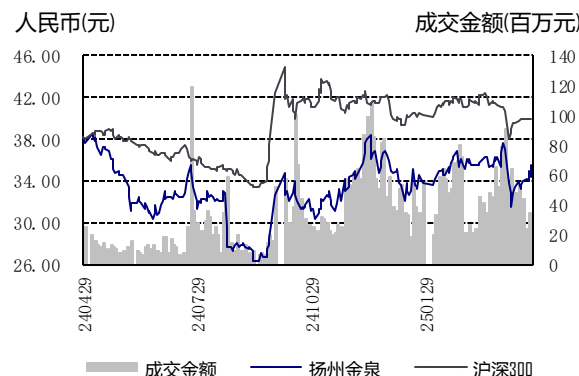
分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.52 元

相关报告：

1. 《扬州金泉公司深度研究：深耕中高端户外代工，北极狐快速发展》，2025.2.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	846	831	936	1,048	1,153
营业收入增长率	-25.03%	-1.77%	12.68%	11.97%	10.01%
归母净利润(百万元)	228	144	160	177	196
归母净利润增长率	-4.85%	-36.89%	11.45%	10.19%	10.80%
摊薄每股收益(元)	3.400	2.118	2.361	2.601	2.882
每股经营性现金流净额	4.16	2.02	3.00	3.29	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.09%	10.42%	10.52%	10.60%	10.72%
P/E	13.43	16.90	15.05	13.65	12.32
P/B	2.29	1.76	1.58	1.45	1.32

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,128	846	831	936	1,048	1,153
增长率		-25.0%	-1.8%	12.7%	12.0%	10.0%
主营业务成本	-819	-571	-615	-676	-755	-830
%销售收入	72.6%	67.5%	74.0%	72.2%	72.1%	72.0%
毛利	309	275	216	260	293	323
%销售收入	27.4%	32.5%	26.0%	27.8%	27.9%	28.0%
营业税金及附加	-4	-5	-9	-7	-8	-9
%销售收入	0.3%	0.6%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-8	-9	-17	-14	-17	-18
%销售收入	0.7%	1.1%	2.1%	1.5%	1.6%	1.6%
管理费用	-33	-37	-51	-28	-31	-35
%销售收入	2.9%	4.3%	6.2%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-29	-25	-27	-20	-22	-24
%销售收入	2.6%	3.0%	3.3%	2.1%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	236	199	111	191	214	236
%销售收入	20.9%	23.5%	13.4%	20.4%	20.4%	20.5%
财务费用	36	52	36	27	23	25
%销售收入	-3.2%	-6.1%	-4.3%	-2.9%	-2.2%	-2.2%
资产减值损失	0	1	0	-4	0	0
公允价值变动收益	0	2	7	0	0	0
投资收益	1	13	19	28	31	35
%税前利润	0.3%	5.0%	10.9%	11.6%	11.7%	11.7%
营业利润	276	272	173	242	268	296
营业利润率	24.4%	32.1%	20.9%	25.9%	25.6%	25.7%
营业外收支	0	-1	1	0	0	0
税前利润	275	270	174	242	268	296
利润率	24.4%	32.0%	21.0%	25.9%	25.6%	25.7%
所得税	-36	-40	-22	-31	-34	-38
所得税率	13.0%	14.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
净利润	239	231	152	211	234	259
少数股东损益	0	3	8	51	57	63
归属于母公司的净利润	239	228	144	160	177	196
净利率	21.2%	26.9%	17.3%	17.1%	16.8%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	239	231	152	211	234	259
少数股东损益	0	3	8	51	57	63
非现金支出	12	18	33	33	32	33
非经营收益	-5	-20	-24	-34	-31	-35
营运资金变动	8	50	-24	-4	-8	-13
经营活动现金净流	255	279	137	206	227	244
资本开支	-15	-26	-26	-45	-23	-26
投资	-1	-279	-525	0	0	0
其他	3	-1	7	28	31	35
投资活动现金净流	-12	-306	-543	-17	9	9
股权募资	0	412	14	14	0	0
债权募资	0	38	-68	0	0	0
其他	-5	-8	-96	-30	-33	-37
筹资活动现金净流	-5	442	-150	-16	-33	-37
现金净流量	258	427	-550	172	202	215

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	396	820	262	434	635	850
应收款项	156	109	129	119	133	146
存货	178	176	174	203	223	243
其他流动资产	38	128	675	665	666	667
流动资产	769	1,233	1,240	1,421	1,657	1,906
%总资产	83.2%	70.9%	70.8%	72.9%	76.2%	78.8%
长期投资	45	160	170	170	170	170
固定资产	83	195	193	208	210	200
%总资产	9.0%	11.2%	11.0%	10.7%	9.7%	8.3%
无形资产	14	135	136	139	130	134
非流动资产	155	507	512	527	519	512
%总资产	16.8%	29.1%	29.2%	27.1%	23.8%	21.2%
资产总计	924	1,740	1,752	1,948	2,176	2,418
短期借款	0	68	0	0	0	0
应付款项	163	155	186	187	197	229
其他流动负债	24	53	43	53	70	59
流动负债	186	276	230	239	267	288
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	44	57	48	48	47
负债	205	320	287	288	315	335
普通股股东权益	719	1,333	1,379	1,523	1,667	1,825
其中：股本	50	67	68	69	69	69
未分配利润	327	522	572	702	845	1,004
少数股东权益	0	88	86	137	195	258
负债股东权益合计	924	1,740	1,752	1,948	2,176	2,418

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	4.765	3.400	2.118	2.361	2.601	2.882
每股净资产	14.308	19.897	20.320	22.442	24.552	26.890
每股经营现金净流	5.074	4.162	2.019	2.999	3.295	3.543
每股股利	0.360	1.000	1.200	0.440	0.485	0.537
回报率						
净资产收益率	33.30%	17.09%	10.42%	10.52%	10.60%	10.72%
总资产收益率	25.93%	13.09%	8.21%	8.23%	8.11%	8.09%
投入资本收益率	27.91%	11.07%	6.39%	9.77%	9.80%	9.71%
增长率						
主营业务收入增长率	45.42%	-25.03%	-1.77%	12.68%	11.97%	10.01%
EBIT 增长率	104.99%	-15.77%	-44.03%	71.64%	12.17%	10.51%
净利润增长率	136.86%	-4.85%	-36.89%	11.45%	10.19%	10.80%
总资产增长率	39.15%	88.44%	0.69%	11.17%	11.70%	11.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.9	57.0	52.0	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	84.9	113.4	104.1	112.0	110.0	109.0
应付账款周转天数	46.7	59.9	54.7	54.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	22.3	71.6	84.8	77.3	66.2	53.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.02%	-60.67%	-61.77%	-64.86%	-68.69%	-71.71%
EBIT 利息保障倍数	-6.5	-3.8	-3.1	-7.0	-9.5	-9.3
资产负债率	22.15%	18.36%	16.37%	14.76%	14.47%	13.87%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

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