

## 业绩超预期，海外产能逐步放量

### 核心观点

- 公司 2024 年实现收入 10.02 亿，同比增长 21.7%，实现归母净利润 1.85 亿，同比增长 41.7%。25Q1 收入和归母净利润分别同比增长 30.4%和 148.3%。公司 24 年预计分红率为 15.1%。
- 分产品来看，1) 气床：2024 年收入同比增长 14%，其中销量同比增长 12%，ASP 同比增长 2%；2) 箱包：2024 年收入同比增长 31%，其中销量同比增长 56%，ASP 同比下降 16%，收入大幅增长主要是因为海外子公司产能加速爬坡所致；3) 枕头坐垫：2024 年收入同比增长 16%，其中销量同比增长 21%，ASP 同比下降 4%；4) 其他品类：2024 年收入同比增长 48%。
- **积极推进公司全球化布局，产能逐步放量。** 海外子公司柬埔寨美御保温硬箱产能加速爬坡、越南大自然的 SUP、KAYAK 不断开拓新的市场及客户；海外子公司的产能不断释放，产品结构得到优化，全球化战略逐渐进入收获期。我们认为，公司未来有望实现远超行业的增速表现，看好公司中期成长性。
- 之前公司发布 2024 年股权激励草案，激励对象为 61 名中层管理人员及核心骨干，向激励对象授予的限制性股票数量为 128 万股，约占股本总额的 0.907%，授予价格为 10.62 元/股。
- **业绩考核目标积极，彰显公司未来发展信心。** 公司业绩考核分两期解锁，综合考虑了收入和盈利两个维度：1) 收入（权重 60%）：25-26 年收入分别不低于 13.89 亿和 20 亿，2) 净利润（权重 40%）：25-26 年净利润分别不低于 2.747 亿和 3.74 亿，超市场预期。此外，预计激励摊销的总费用为 1,312.26 万元，其中 2025-2027 年分别为 820.16 万、437.42 万和 54.68 万元。25 年一季度业绩超预期初步验证公司股权激励的高目标指引。

### 盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们上调盈利预测（上调了收入、毛利率和管理费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.98、2.68 和 3.47 元（原 25-26 年为 1.39 和 1.61 元），参考可比公司，给予 2025 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 31.68 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**中美贸易摩擦、原材料价格波动、汇率波动、新产品新订单不及预期等

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	823	1,002	1,395	2,002	2,654
同比增长(%)	-13.0%	21.7%	39.1%	43.5%	32.6%
营业利润(百万元)	148	222	311	423	549
同比增长(%)	-38.4%	50.8%	39.8%	35.9%	29.8%
归属母公司净利润(百万元)	131	185	280	380	492
同比增长(%)	-38.6%	41.7%	51.4%	35.5%	29.5%
每股收益(元)	0.92	1.31	1.98	2.68	3.47
毛利率(%)	33.8%	33.7%	35.7%	35.3%	34.5%
净利率(%)	15.9%	18.5%	20.1%	19.0%	18.5%
净资产收益率(%)	7.2%	9.5%	12.8%	15.2%	17.1%
市盈率	31.0	21.9	14.5	10.7	8.2
市净率	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3

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。

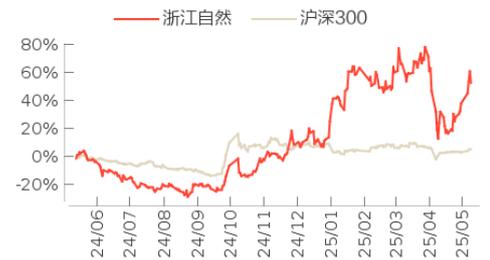
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2025年05月09日）	28.66 元
目标价格	31.68 元
52 周最高价/最低价	34.88/13.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	14,157/14,035
A 股市值（百万元）	4,057
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 11 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	10.66	35.32	1.42	52.33
相对表现%	8.66	31	2.62	47.37
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



### 证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

### 相关报告

短期业绩承压，23Q4 收入增速转正	2024-04-03
上半年业绩承压，静待订单拐点	2023-08-27

根据年报，我们上调盈利预测（上调了收入、毛利率和管理费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.98、2.68 和 3.47 元（原 25-26 年为 1.39 和 1.61 元），参考可比公司，给予 2025 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 31.68 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 5 月 9 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
伟星股份	002003	11.53	0.60	0.66	0.75	0.84	19	17	15	14
牧高笛	603908	24.50	0.90	1.02	1.19	1.47	27	24	21	17
安踏体育	2020.HK	87.65	5.56	4.84	5.45	6.06	16	18	16	14
申洲国际	2313.HK	53.59	4.15	4.40	4.93	5.50	13	12	11	10
李宁	2331.HK	14.33	1.17	1.03	1.13	1.23	12	14	13	12
<b>调整后平均</b>								<b>16</b>	<b>15</b>	<b>13</b>

数据来源：wind，东方证券研究所

**风险提示：**中美贸易摩擦、原材料价格波动、汇率波动、新产品新订单不及预期等

**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	342	181	279	400	531	营业收入	823	1,002	1,395	2,002	2,654
应收票据、账款及款项融资	139	194	231	332	440	营业成本	545	664	897	1,294	1,739
预付账款	11	8	14	20	27	销售费用	20	24	28	40	50
存货	215	290	383	553	743	管理费用	59	71	91	136	178
其他	607	735	742	752	761	研发费用	36	36	49	82	106
<b>流动资产合计</b>	<b>1,315</b>	<b>1,408</b>	<b>1,650</b>	<b>2,057</b>	<b>2,502</b>	财务费用	(9)	(13)	(1)	1	(0)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	16	15	15	15	15
固定资产	468	678	744	772	766	公允价值变动收益	(12)	(1)	(5)	(5)	(5)
在建工程	144	55	167	247	297	投资净收益	7	25	10	10	10
无形资产	174	187	182	177	172	其他	(5)	(7)	(10)	(16)	(22)
其他	57	23	15	15	14	<b>营业利润</b>	<b>148</b>	<b>222</b>	<b>311</b>	<b>423</b>	<b>549</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>841</b>	<b>942</b>	<b>1,108</b>	<b>1,210</b>	<b>1,250</b>	营业外收入	2	0	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>2,156</b>	<b>2,350</b>	<b>2,757</b>	<b>3,267</b>	<b>3,751</b>	营业外支出	2	3	5	5	5
短期借款	0	0	62	129	65	<b>利润总额</b>	<b>148</b>	<b>219</b>	<b>316</b>	<b>428</b>	<b>554</b>
应付票据及应付账款	167	226	253	365	491	所得税	20	30	41	55	71
其他	67	70	82	97	114	<b>净利润</b>	<b>128</b>	<b>190</b>	<b>275</b>	<b>372</b>	<b>482</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>234</b>	<b>295</b>	<b>397</b>	<b>591</b>	<b>669</b>	少数股东损益	(2)	5	(5)	(7)	(10)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>131</b>	<b>185</b>	<b>280</b>	<b>380</b>	<b>492</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.92	1.31	1.98	2.68	3.47
其他	41	15	15	15	15						
<b>非流动负债合计</b>	<b>41</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>275</b>	<b>310</b>	<b>413</b>	<b>606</b>	<b>684</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	13	6	0	(7)	(17)	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	142	142	142	142	142	营业收入	-13.0%	21.7%	39.1%	43.5%	32.6%
资本公积	883	878	908	908	908	营业利润	-38.4%	50.8%	39.8%	35.9%	29.8%
留存收益	842	1,014	1,295	1,619	2,035	归属于母公司净利润	-38.6%	41.7%	51.4%	35.5%	29.5%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,881</b>	<b>2,040</b>	<b>2,345</b>	<b>2,661</b>	<b>3,067</b>	毛利率	33.8%	33.7%	35.7%	35.3%	34.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,156</b>	<b>2,350</b>	<b>2,757</b>	<b>3,267</b>	<b>3,751</b>	净利率	15.9%	18.5%	20.1%	19.0%	18.5%
						ROE	7.2%	9.5%	12.8%	15.2%	17.1%
						ROIC	6.5%	9.2%	12.1%	14.2%	16.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	12.8%	13.2%	15.0%	18.6%	18.2%
净利润	128	190	275	372	482	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	34	35	51	57	61	流动比率	5.61	4.77	4.15	3.48	3.74
财务费用	(9)	(13)	(1)	1	(0)	速动比率	4.67	3.79	3.19	2.55	2.63
投资损失	(7)	(25)	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	73	(66)	(103)	(159)	(173)	应收账款周转率	6.1	6.2	6.8	7.4	7.1
其它	21	36	12	5	5	存货周转率	2.3	2.6	2.7	2.8	2.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>240</b>	<b>157</b>	<b>224</b>	<b>267</b>	<b>365</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8
资本支出	(202)	(163)	(224)	(160)	(100)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.92	1.31	1.98	2.68	3.47
其他	11	(130)	5	5	5	每股经营现金流	1.69	1.11	1.58	1.89	2.58
<b>投资活动现金流</b>	<b>(191)</b>	<b>(293)</b>	<b>(219)</b>	<b>(155)</b>	<b>(95)</b>	每股净资产	13.19	14.37	16.56	18.85	21.79
债权融资	3	(2)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(28)	(5)	30	0	0	市盈率	31.0	21.9	14.5	10.7	8.2
其他	(20)	(19)	63	9	(140)	市净率	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(45)</b>	<b>(26)</b>	<b>93</b>	<b>9</b>	<b>(140)</b>	EV/EBITDA	18.5	13.0	8.8	6.6	5.2
汇率变动影响	1	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.0	15.2	10.3	7.5	5.8
<b>现金净增加额</b>	<b>4</b>	<b>(161)</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>130</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。