

古麒线材（001390.SZ）

合理价值区间 11.8~14.4 元/股

报告日期 2025-05-27

高规格羽绒材料龙头供应商，产能有望翻倍提升

发行前财务数据（2025 年一季度）

每股净资产（元）	6.35
资产负债率（%）	38.98
ROE（%）	4.09
ROA（%）	2.56
流动比率（倍）	2.33
速动比率（倍）	1.25

发行资料

发行股数（万股）	5000
发行前股本（万股）	15000
发行日期	2025-05-16
上市日期	-
主承销商	国信证券股份有限公司
主要股东	谢玉成
发行方式	采用网下向询价对象询价 配售与网上向符合条件的 社会公众投资者定价发行 相结合的方式

分析师： 糜韩杰
SAC 执证号：S0260516020001
SFCCENo.BPH764
021-38003650
mihanjie@gf.com.cn

联系人： 董建芳
dongjianfang@gf.com.cn

核心观点：

- **公司为高规格羽绒材料龙头供应商。**根据公司招股书，（1）公司主营业务为鹅绒和鸭绒的生产加工，主要客户包括海澜之家、森马服饰、罗莱生活、际华集团、波司登、太平鸟、鸭鸭股份等知名服装和家纺品牌；（2）公司在科研和检测领域具备显著优势，参与行业内全部国家标准的制定，且是行业内唯一参与《羽绒服装》新国标制定的企业。
- **羽绒加工行业：下游有望持续扩容，行业集中度持续提高。**根据公司招股书，（1）我国为羽绒原料供应大国，上游规模化发展为羽绒加工产业提供了稳定的原料保障；下游羽绒服装/寝具/户外用品/军需等需求有望持续扩容。（2）2016 年以来，随着国家环保要求提高和环保督察常态化，行业环保规范化程度显著提升，带动行业集中度提升，当前国内羽绒加工行业已形成以龙头企业为主导的竞争格局。
- **公司核心竞争力：技术研发领先行业，和优质客户深度合作。**根据公司招股书，（1）公司为行业标准制定的核心参与者，是唯一参与《羽绒服装》新国标制定的羽绒加工企业；公司拥有 CNAS 认可检测实验室，检测报告具备国际互认效力，是业内少数获此资质的企业之一。（2）公司和优质头部客户深度合作，前二十大客户的主营业务收入占比均超过 80%。
- **募投项目分析：产能有望翻倍提升，技术研发持续升级。**公司本次公开发行 5000 万股普通股，占本次发行后总股本的 25%。公司募投项目拟投入募集资金总额 5.01 亿元，（1）2.82 亿元用于年产 2800 吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）；（2）0.54 亿元用于技术与研发中心升级项目；（3）1.65 亿元用于补充流动资金。
- **盈利预测与投资建议。**2025-2027 年，预计公司每股收益分别为 0.84/1.10/1.35 元，参考可比公司估值，考虑公司产能扩张，成长性较强，给予公司 25 年 14-17 倍 PE，合理价值 11.8-14.4 元/股。
- **风险提示。**主要客户销售下滑风险，行业竞争的风险，极端气候风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	830	967	1,014	1,252	1,515
增长率（%）	24.5%	16.4%	4.9%	23.5%	21.0%
EBITDA（百万元）	155	222	189	239	290
归母净利润（百万元）	122	168	169	221	271
增长率（%）	25.5%	38.1%	0.4%	30.6%	22.7%
EPS（元/股）	0.81	1.12	0.84	1.10	1.35
市盈率（P/E）	-	-	-	-	-
ROE（%）	16.3%	18.4%	10.3%	12.3%	13.7%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、公司为高规格羽绒材料龙头供应商.....	4
（一）公司概况：高规格羽绒材料龙头供应商，拓展多家头部品牌客户	4
（二）公司发展历史复盘：聚焦羽绒产品加工业务	7
（三）公司股权结构稳定，管理层经验丰富	9
二、羽绒加工行业：下游有望持续扩容，行业集中度持续提高	10
（一）羽绒加工行业：下游羽绒服装/寝具/户外用品/军需等需求有望持续扩容	10
（二）行业竞争格局：龙头企业占主导，近年来集中度提升	17
三、公司核心竞争力：技术研发领先行业，和优质客户深度合作	19
（一）标准引领与技术研发优势	19
（二）和优质客户深度合作	19
（三）绿色生产与环保实践不断推进	20
四、募投项目分析：产能有望翻倍提升，技术研发持续升级	20
五、盈利预测和投资建议	21
（一）盈利预测	21
（二）投资建议	22
六、风险提示	23
（一）主要客户销售下滑风险	23
（二）行业竞争的风险	23
（三）极端气候风险	23

图表索引

图 1: 公司高规格白鹅绒、高规格灰鸭绒产品	4
图 2: 公司主要生产工艺流程	5
图 3: 公司毛利率与可比公司对比	8
图 4: 公司净利率与可比公司对比	8
图 5: 公司毛利率分产品趋势	9
图 6: 公司期间费用率与可比公司对比	9
图 7: 公司股权结构 (发行前)	9
图 8: 羽毛 (绒) 加工行业上下游产业链	11
图 9: 我国羽毛 (绒) 加工行业发展历程	11
图 10: 2015-2020 年我国鸭、鹅出栏量	12
图 11: 我国羽绒制品市场构成 (2022)	12
图 12: 中国羽绒服市场规模及增长	13
图 13: 各国羽绒服普及率	13
图 14: 我国中产阶级人口数量及占总人口比例	14
图 15: 我国户外服饰市场规模 (百万元)	14
图 16: 我国公共国防财政支出及同比增速	15
图 17: 我国羽绒加工行业地域聚集性特征明显	18
图 18: 公司核心技术情况	19
表 1: 公司主要产品产能、产量和销量情况 (吨)	5
表 2: 公司前五名客户的名称、销售金额及占营业收入的比例	6
表 3: 公司销售产品结构 (万元)	8
表 4: 公司高管介绍	10
表 5: 行业主要相关政策	16
表 6: 同行业可比上市公司产品结构及比较情况	18
表 7: 同行业可比上市公司经营数据 (万元)	18
表 8: 公司募投项目	21
表 9: 公司收入关键假设 (亿元)	22
表 10: 可比公司估值 (收盘价截至 2025.5.27)	23

一、公司为高规格羽绒材料龙头供应商

（一）公司概况：高规格羽绒材料龙头供应商，拓展多家头部品牌客户

公司是高规格羽绒材料龙头供应商，深耕高规格羽绒产品研发、生产与销售。根据公司招股书，公司主营业务涵盖鹅绒和鸭绒的生产加工，按品种和颜色，又可细分为白鹅绒产品、灰鹅绒产品、白鸭绒产品、灰鸭绒产品。公司产品广泛应用于服装、寝具等羽绒制品领域。

公司持续拓展海澜之家、森马、波司登、鸭鸭等多家头部品牌客户。根据公司招股书，公司主要客户包括海澜之家、森马服饰（森马及巴拉巴拉品牌）、罗莱生活、际华集团、波司登、太平鸟、鸭鸭股份等知名企业。公司凭借优质产品和服务，荣获“中国羽绒行业优秀企业”“中国羽绒行业优质供应商”等称号，行业知名度持续提升。

公司在科研和检测领域具备显著优势，参与行业内全部国家标准的制定。根据公司招股书，公司参与《羽绒羽毛》《羽绒羽毛检验方法》及《羽绒服装》等国家标准的制定，且是行业内唯一参与《羽绒服装》新国标制定的企业。公司检测中心获得 CNAS 权威认可，检测报告具有国际互认效力。此外，公司曾获评专精特新“小巨人”企业，多项技术研发项目荣获安徽省科学技术三等奖，体现了其在羽绒清洁加工、节能减排等领域的创新能力。

同时，根据公司招股书，公司积极践行绿色低碳发展，被评为国家级“绿色工厂”和“安徽省循环经济示范单位”，在节能降碳和循环经济领域处于行业领先地位。

图1：公司高规格白鹅绒、高规格灰鸭绒产品



图示：高规格白鹅绒产品



图示：高规格灰鸭绒产品

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

根据公司招股书，公司商业模式：

采购模式：原材料采购占据重要地位。公司采购模式主要涵盖原材料（原料绒）、能源及设备的采购。其中，原材料采购占据重要地位，包括原料白鹅绒、白鸭绒、灰鹅绒和灰鸭绒等。公司根据销售订单、生产计划、库存储备及原材料市场价格趋势等因素制定采购需求，并通过询价、比价的方式选定供应商，签订采购合同执行采购。

为保障供应链稳定，

公司与核心供应商逐步建立战略合作关系，签订年度采购框架协议，明确全年预计采购量、质量要求、交付方式等条款，并根据实际采购情况安排预付货款。

公司的供应商主要集中于安徽省无为市及周边地区，该区域被中国羽绒工业协会认定为“中国羽绒之乡”，聚集了众多规模以上工业企业，确保原料供应的可靠性和品质稳定性。通过动态采购与战略合作相结合的模式，公司能够灵活应对市场变化，优化采购成本，同时保障原材料的持续供应，支撑公司的高质量生产需求。

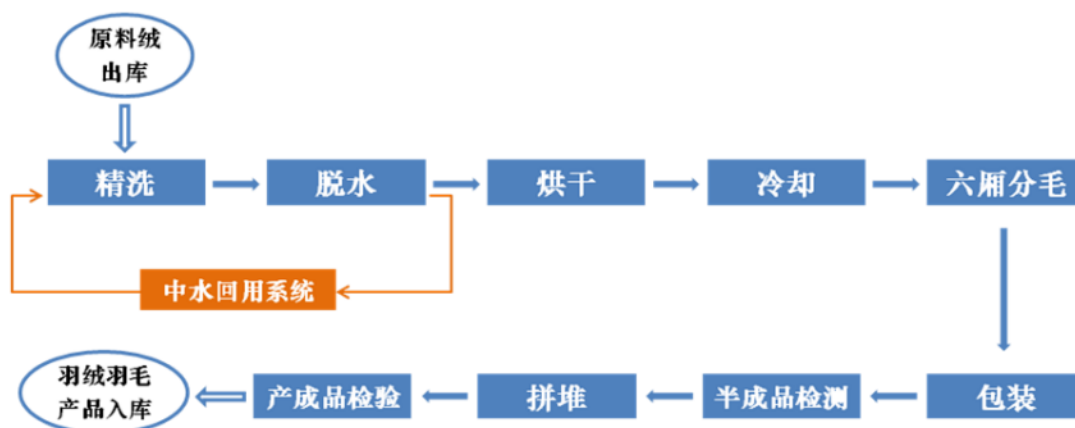
生产模式：以高规格羽绒产品为核心，主要生产工序包括水洗、分毛、拼堆等关键流程。公司根据客户需求及技术标准组织生产，同时合理利用闲置产能开展少量代加工业务，提升设备利用率。在生产流程上，原料绒经过水洗、分毛等工序加工成半成品（特定规格羽绒材料），公司结合发货计划和库存情况对半成品进行备货生产。随后，半成品通过拼堆等工序进一步加工为符合客户要求的羽绒成品。公司依托先进的生产设备和标准化的清洁生产工艺，实现生产流程的自动化与高效化，有效控制生产损耗并持续提升产品品质。通过精细化的生产管理和先进的工艺技术，公司能够灵活响应客户需求，确保产品质量稳定，同时优化生产效率，巩固其在羽绒加工行业的技术领先地位。

表 1：公司主要产品产能、产量和销量情况（吨）

项目	2024	2023	2022
产能	2,288.00	2,288.00	2,288.00
产量	2,073.90	2,268.68	1,946.98
销量	1,975.35	2,253.94	1,945.88
产能利用率	90.64%	99.16%	85.10%
产销率	95.25%	99.35%	99.94%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 2：公司主要生产工艺流程



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

销售模式：直销模式为主，主要客户群体为品牌商及其指定代工厂。公司通过与客户直接签订销售合同开展业务，货物按约定运送至客户或其指定代工厂。销售定价采用市场化机制，参考市场价格并结合合同签订时的市场供需、原料价格波动、客户议价能力及产品指标差异等因素，通过询价、报价及商业谈判等流程最终确定。

除常规销售模式外，公司还与部分品牌商建立框架协议合作模式：品牌商先行签订框架协议，约定采购总量、产品规格、价格及质量要求等条款，并可能支付备料支持金；后续由品牌商指定代工厂根据实际需求与公司签订具体销售合同，公司按约发货并收款。这种模式既保障了品牌商的稳定供应，也为公司提供了订单保障。

公司已成功与海澜之家、森马服饰（含巴拉巴拉童装）、罗莱生活、际华集团、波司登、太平鸟、鸭鸭股份等知名服装品牌，以及主要寝具品牌供应商建立合作关系。这种多元化的客户结构，配合灵活的销售模式，有效提升了公司的市场竞争力。

公司 2022-2024 年内前五大客户销售金额分别为 3.47 亿元、4.34 亿元和 6.24 亿元，占营业收入比例分别为 52.04%、52.27%和 64.52%，客户集中度较高且呈现上升趋势。

表2：公司前五名客户的名称、销售金额及占营业收入的比例

年度	序号	公司名称	销售金额（万元）	占年度销售额比例
2024 年度	1	潜江市长青松制衣有限公司	5,468.48	5.66%
		潜江市佳兴服饰有限公司	4,169.23	4.31%
		潜江市长青林服装有限公司	1,719.54	1.78%
		其他代加工厂	15,165.67	15.69%
		小计	26,522.92	27.44%
	2	海澜之家集团股份有限公司	17,262.45	17.86%
	3	安徽兴瑞羽毛制品有限公司	9,936.37	10.28%
	4	苏州市拉波尼服饰有限公司	5,030.67	5.20%
	5	湖北省百泓服饰织造有限公司	1,193.12	1.23%
		杭州华快服饰有限公司	1,119.30	1.16%
		浙江南康服装有限公司	441.55	0.46%
		其他代加工厂	863.73	0.89%
		小计	3,617.70	3.74%
	合计		62,370.11	64.52%
2023 年度	1	潜江市长青林服装有限公司	2,060.94	2.48%
		潜江市长兴服饰有限公司	1,608.42	1.94%
		其他代加工厂	10,106.30	12.17%
		小计	15,884.62	19.13%
	2	海澜之家集团股份有限公司	15,109.71	18.20%
	3	安徽兴瑞羽毛制品有限公司	6,504.42	7.83%
	4	浙江克洛姿时尚服饰有限公司	1,254.58	1.51%
		上海洪杉实业有限公司	730.54	0.88%
		安徽鸭鸭绒材料科技有限公司	668.14	0.80%
		其他代加工厂	328.88	0.40%
		小计	2,982.13	3.59%
	5	罗莱生活科技股份有限公司	2,923.48	3.52%

		合计	43,404.36	52.27%
2022 年度	1 森马服饰	宁波俊亿服饰有限公司	1,264.15	1.89%
		河北丽达制衣有限公司	1,100.64	1.65%
		潜江市佳兴服饰有限公司	1,073.88	1.61%
		其他代加工厂	7,011.69	10.51%
		小计	10,450.37	15.66%
	2	安徽兴瑞羽毛制品有限公司	9,943.95	14.90%
	3	海澜之家集团股份有限公司	6,768.78	10.15%
	4 鸭鸭股份	上海洪杉实业有限公司	1,765.16	2.65%
		杭州泊然服饰有限公司	1,225.68	1.84%
		浙江克洛姿时尚服饰有限公司	728.82	1.09%
		其他代加工厂	589.4	0.88%
		小计	4,309.05	6.46%
	5	苏州市拉波尼服饰有限公司	3,247.59	4.87%
		合计	34,719.75	52.04%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）公司发展历史复盘：聚焦羽绒产品加工业务

1. 公司发展历程

初创期（2001-2016 年）：以羽绒羽毛产品加工为主，兼营羽绒制品、鸭苗养殖业务

根据公司招股书，公司自成立至 2016 年，主营业务以羽绒产品加工为主，兼营少量羽绒寝具加工和鸭苗养殖业务。经营规模方面，公司的原生产厂区厂房较小且设备老旧、产量有限，环保设施规模较小。销售方面，主要销售羽绒产品；由于同时经营粗加工业务，也销售部分原料绒；客户以贸易商为主，主要集中在安徽省内及周边地区；生产方面，精加工、粗加工均有涉及，以精加工为主；采购方面，原料绒、原毛均有采购。

快速发展期（2017 年至今）：聚焦羽绒产品加工业务

根据公司招股书，2017 年公司逐渐调整经营策略，聚焦品牌客户或代加工厂等直销客户，聚焦高规格羽绒产品和精加工环节。经营规模方面，公司高标准投资新建的厂区于 2015 年基本建成，2016 年通过环保验收，新厂区产能更高，建有日处理万吨污水的中水回用处理系统、高标准的羽绒羽毛检测中心等设施设备，环保、检测水平全面提升。销售方面，聚焦品牌商等直销客户，陆续开发了海澜之家等知名客户，并主要向客户销售羽绒产品；生产方面，由于产品结构转型，因此生产聚焦于精加工；采购方面，主要采购原料绒。

2. 财务分析

根据公司招股书，2022-2024 年及 2025Q1 公司营业收入为 6.67/8.30/9.67/1.93 亿元，分别同比增长 24.45%/16.39%/18.53%；公司归母净利润分别为 0.97/1.22/1.68/0.38 亿元，分别同比变动+25.57%/+38.07%/11.56%。

分产品来看，公司产品主要包括羽绒类产品和羽毛类产品等，羽绒类产品中，白鹅

绒产品和白鸭绒产品是主要的收入来源，2024 年收入分别占比 45.98%/32.68%，此外，灰鸭绒产品占比为 16.39%，灰鹅绒产品占比为 4.96%。

表3: 公司销售产品结构（万元）

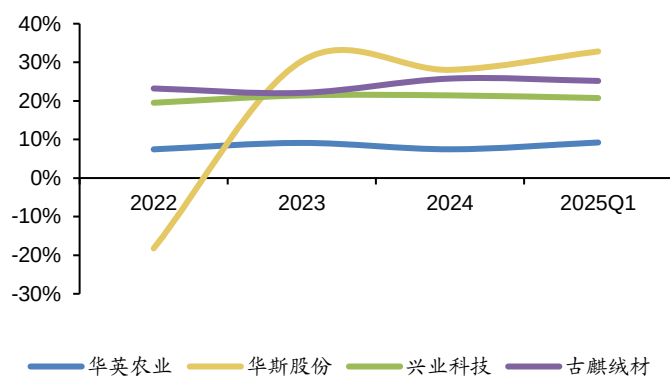
项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
羽绒类产品	95,852.33	100.00%	82,121.19	99.78%	65,540.49	99.95%
其中：白鹅绒产品	31,321.03	32.68%	28,428.23	34.54%	24,098.64	36.75%
白鸭绒产品	44,071.25	45.98%	35,226.90	42.80%	31,252.93	47.66%
灰鹅绒产品	4,751.14	4.96%	7,049.28	8.57%	1,812.83	2.76%
灰鸭绒产品	15,708.91	16.39%	11,416.78	13.87%	8,376.08	12.77%
羽毛类产品	-	-	180.09	0.22%	29.51	0.05%
合计	95,852.33	100.00%	82,301.28	100.00%	65,570.00	100.00%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

2022-2024 年及 2025Q1，公司的毛利率分别为 23.2%/22.1%/25.8%/25.2%，净利率分别为 14.5%/14.7%/17.4%/19.7%，整体呈现上升趋势，相比之下，可比公司在同一时期的毛利率平均值分别为 2.9%/20.3%/19.0%/20.9%，净利率的平均值分别为 -37.3%/2.3%/4.6%/2.5%，公司相比同行可比上市公司具备优势。

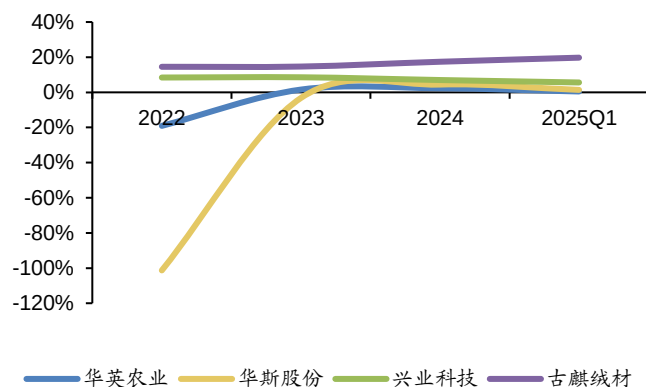
2022-2024 年及 2025Q1，公司的期间费用率分别为 7.2%/6.4%/6.7%/6.1%，整体呈现下降趋势，显示出公司在费用控制方面的有效性。相比之下，可比公司在同一时期的期间费用率平均值分别为 14.7%/13.1%/12.0%/16.4%，高于公司。

图3: 公司毛利率与可比公司对比



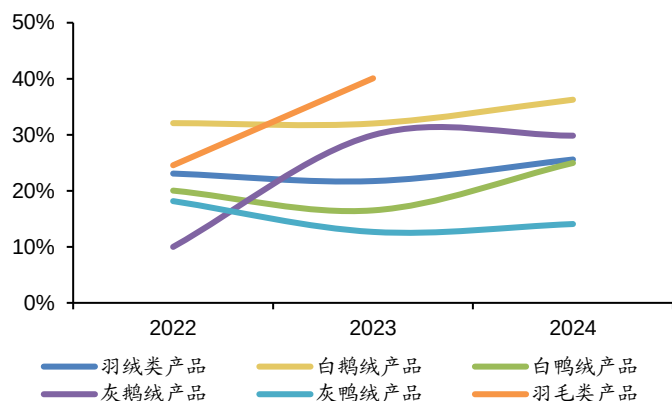
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4: 公司净利率与可比公司对比



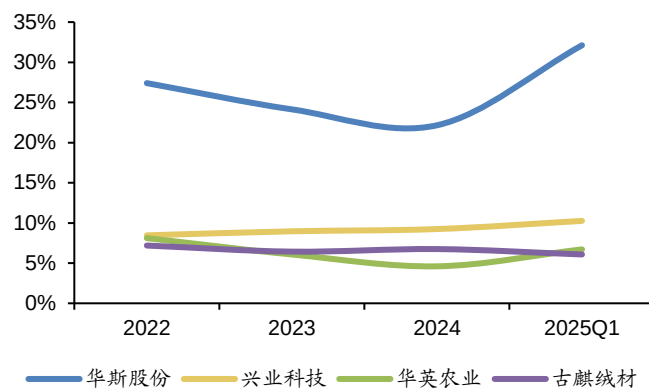
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：公司毛利率分产品趋势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：公司期间费用率与可比公司对比



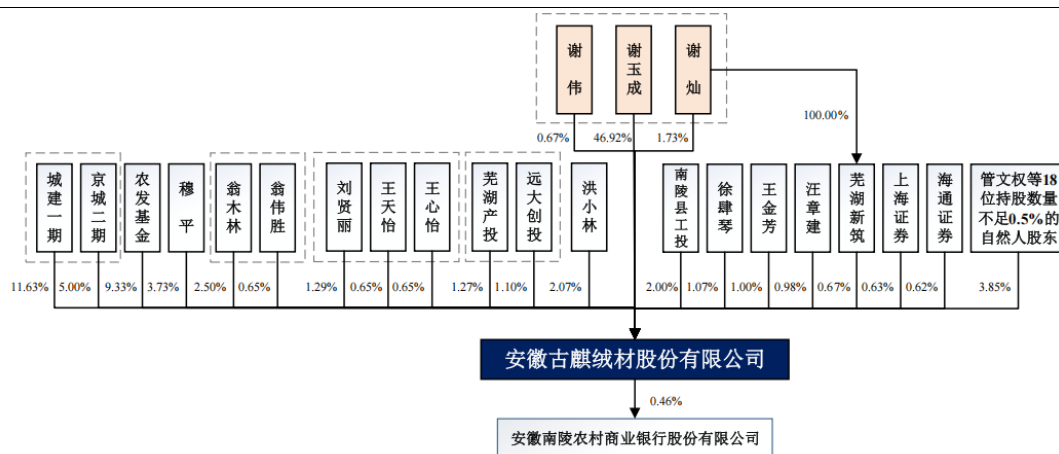
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）公司股权结构稳定，管理层经验丰富

家族控股股权结构稳定，创始人及一致行动人持股比例 **49.32%**。根据公司招股书，公司实控人兼董事长谢玉成直接持有公司 **46.92%** 股份，其一致行动人谢灿、谢伟分别直接持有公司 **1.73%**、**0.67%** 股份，谢玉成与谢伟、谢灿系父女关系，谢伟与谢灿系姐妹关系。其余持有股份超过 5% 的股东分别为城建一期、农发基金、京城二期，分别持有股份 **11.63%/9.33%/5.00%**。

根据公司招股书，本次发行前公司总股本为 **1.5 亿股**，公司本次公开发行 **5000 万股** 人民币普通股，发行后总股本为 **2.0 亿股**，公开发行股份数量占公司本次公开发行后总股本的比例为 **25%**。

图7：公司股权结构（发行前）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司管理层深耕家纺行业多年，经验丰富。根据公司财报，公司主要管理层均在公司任职多年，行业经验和管理经验丰富。

表4: 公司高管介绍

姓名	职务	性别	最新持股数(万股)	简介
谢玉成	总经理	男	7037.40	1963年8月出生,1989年6月至2003年12月,先后任职于芜湖蒲桥建筑安装工程总公司,上海青浦重固建筑安装工程有限公司,上海盛通建筑装饰工程有限公司。2004年3月至2018年1月,任上海新龙成总经理;2004年3月至今,任上海新龙成执行董事。2011年3月至2017年5月,任淮南新龙成投资有限公司执行董事兼总经理;2015年3月至今,任芜湖新筑监事。2010年1月至今,任公司董事长;2018年3月至今,任公司总经理。谢玉成先生于2010年2月荣获浦东新区优秀中国特色社会主义事业建设者,于2012年6月荣获上海市新经济组织,新社会组织创先争优优秀共产党员称号,于2015年4月荣获上海市五一劳动奖章,于2021年4月荣获安徽省委,省人民政府颁发的安徽省优秀民营企业家人称。
洪小林	副总经理	男	311.00	1967年12月出生,1996年3月至2003年12月,任职于上海青浦重固建筑安装工程有限公司。2004年1月至2017年12月,历任上海新龙成施工员,项目经理,副总经理,常务副总经理;2014年5月至2018年10月,任芜湖南宇建筑工程有限公司执行董事兼总经理;2009年4月至今,任上海龙甲监事。2014年9月至今,任公司董事;2018年3月至今,任公司副总经理。
汪章建	副总经理,财务总监	男	147.30	1965年5月出生,1985年12月至2007年12月,历任国营南陵县白水泥厂会计,财务主管,皖江水泥厂会计,财务主管,芜南水泥厂(后改制为“芜湖市芜南水泥有限责任公司”)财务主管,芜湖金龙制衣有限责任公司财务主管。2008年1月至2014年8月,任南翔羽绒副总经理及财务总监;2014年9月至今,任公司董事,副总经理,财务总监。汪章建先生曾获评芜湖市第三届优秀职业经理人称号。
谢伟	副总经理,董事会秘书	女	100.00	1985年10月出生,2009年9月至2014年8月,历任上海新龙成职员,管理培训生,总经理助理;2010年5月至今任上海新龙成监事。2013年5月至2016年12月,任上海古麒纺织品有限公司执行董事;2013年10月至2018年1月,任淮南盛泊酒店管理有限公司执行董事兼总经理。2012年7月至2014年9月,任南翔羽绒监事;2014年9月至今,任公司董事会秘书;2018年6月至今,任公司副总经理。谢伟女士曾被授予上海市浦东新区青年岗位能手荣誉称号,2022年当选芜湖市人大代表,同时是全国服装标准化技术委员会观察员,中国羽绒工业协会标准化技术委员会委员。

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

二、羽绒加工行业: 下游有望持续扩容, 行业集中度持续提高

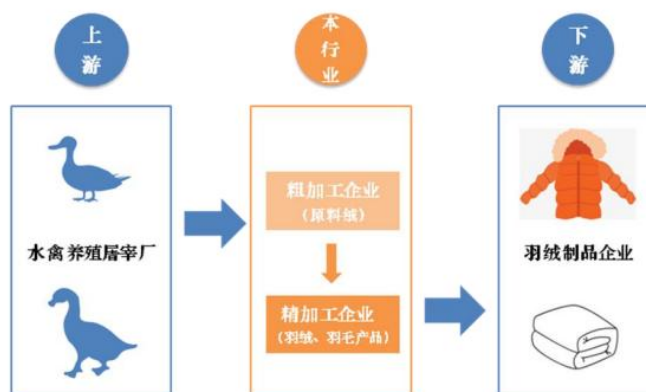
(一) 羽绒加工行业: 下游羽绒服装/寝具/户外用品/军需等需求有望持续扩容

羽绒加工是指对羽绒原料进行加工成标准绒的生产活动。根据公司招股书, 绒子含量 $\geq 50\%$ 的称为羽绒, 绒子含量 $< 50\%$ 的称为羽毛。目前市场上, 广泛应用的保暖材料主要包括棉花、羊毛、蚕丝、羽绒等。而相比于其他保暖材料, 羽绒羽毛具有轻柔

暖、天然绿色环保、经久耐用等优点。

我国羽绒羽毛生产加工行业产业链较为完整，其产业链上游为水禽养殖及屠宰业；中游为羽绒羽毛的生产加工；下游则为羽绒制品，包括羽绒服、羽绒寝具、以羽绒羽毛产品填充的冲锋衣、冲锋裤、军需被装等。位于行业中游的羽绒羽毛生产加工行业的发展直接关系到整个产业链的健康发展，是连接上游水禽养殖及屠宰业和下游羽绒制品行业的重要纽带，产业链地位突出。

图8：羽毛（绒）加工行业上下游产业链



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

自 21 世纪 10 年代以来，我国羽毛（绒）加工行业进入全面规范化阶段。在国家标准化建设推动下，行业先后制定修订了《羽绒服装》《羽绒羽毛》《羽绒羽毛检验方法》等国家标准，以及《羽绒羽毛被》《羽绒羽毛床垫》等多项行业标准，检验方法、分级标准等逐步完善，实现与国际标准的接轨。

图9：我国羽毛（绒）加工行业发展历程



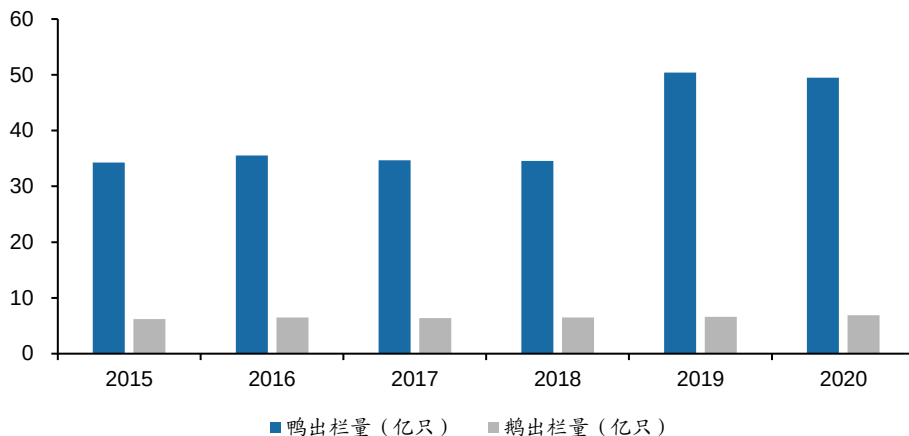
数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

我国为羽绒原料供应大国，上游行业的规模化发展为羽绒加工产业提供了稳定的原料保障。根据公司招股书，中国作为全球最大的鸭鹅养殖国，为羽绒行业提供了得

天独厚的资源优势。《中国羽绒行业高质量发展白皮书（2019）》和联合国粮农组织 FAO 报道显示，中国鸭养殖量占全球 74.2%，鹅养殖量占全球 93.2%。2019 年鸭出栏量达 50.4 亿只，2020 年鹅出栏量 6.89 亿只，庞大的屠宰规模使中国成为全球最主要的羽绒原料供应基地。

在国家产业政策引导下，水禽养殖业自 2010 年起逐步由小规模散养向规模化、标准化转型，2017 年禽类规模养殖存栏量占比已达 73.9%。规模化养殖不仅提高了生产效率，更确保了原毛供应的数量和质量，为下游加工企业提供了优质原料基础。

图10：2015-2020年我国鸭、鹅出栏量

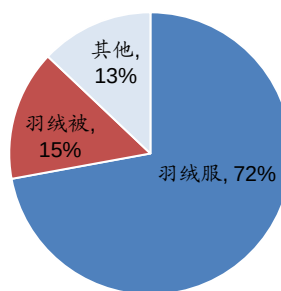


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

根据观研天下，2022 年，我国羽绒制品市场规模为 1304.3 亿元，其中羽绒服需求占比约 72%，此外根据我们预估，羽绒被/其他需求占比约 15%/13%。

图11：我国羽绒制品市场构成（2022）

■ 羽绒服 ■ 羽绒被 ■ 其他



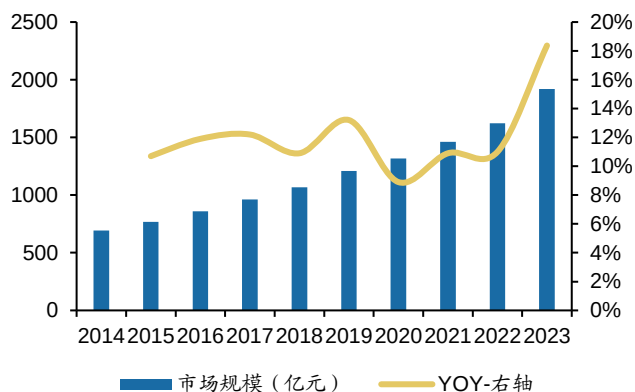
数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

羽绒加工行业的下游羽绒服装市场蓬勃发展，为上游加工行业提供了稳定的需求支撑。根据观研天下，2014-2023 年我国羽绒服装市场规模年均复合增长率达 13.6%，2023 年市场规模约 1920 亿元。根据公司招股书，我国羽绒服产品单价从 2013 年

的 489 元提升至 2020 年的 656 元，增长 34.15%，产品向时尚化、多样化方向发展。这种量价齐升的市场态势，直接带动了对高规格羽绒原料的需求增长，为羽绒加工行业提供了持续发展的市场动力。同时，国产品牌主导的市场格局更有利于本土羽绒加工企业的发展，形成了稳定的产业链协同关系。

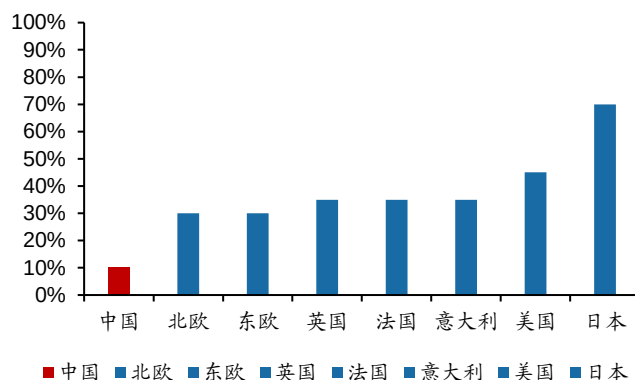
根据公司招股书，我国羽绒服市场潜力巨大，全国大部分地区冬季寒冷，但当前普及率不足 10%，远低于发达国家水平，市场空间广阔。羽绒服装市场集中度较高，国产品牌如波司登、海澜之家、森马服饰等占据中高端及大众市场，前十大品牌市场占有率维持在 40%-50% 区间，这种高集中度的市场结构保障了对羽绒原料的规模化稳定需求。

图12：中国羽绒服市场规模及增长



数据来源：观研天下，广发证券发展研究中心

图13：各国羽绒服普及率

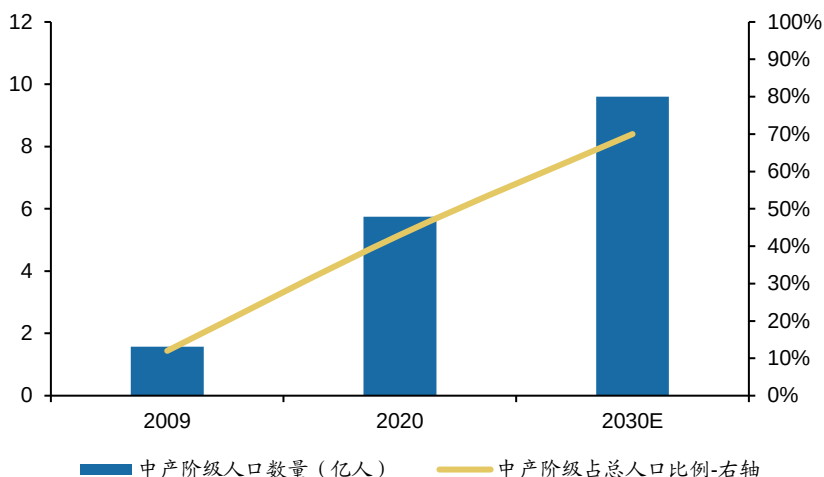


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

羽绒寝具市场也展现出巨大的市场潜力和增长空间。根据公司招股书，目前，我国羽绒寝具年产能达 15 亿条，但普及率仅为 5%，远低于日本和欧美发达国家水平，市场发展潜力显著，国内寝具填充材料年消耗量中羽绒占比约 10 万吨，与化纤等材料相比仍具较大提升空间。

根据公司招股书，随着国民收入水平提高和中产阶级群体扩大，80/90 后年轻消费群体的崛起正推动家纺产品更新换代，为羽绒寝具市场带来新的增长动力。

图14: 我国中产阶级人口数量及占总人口比例



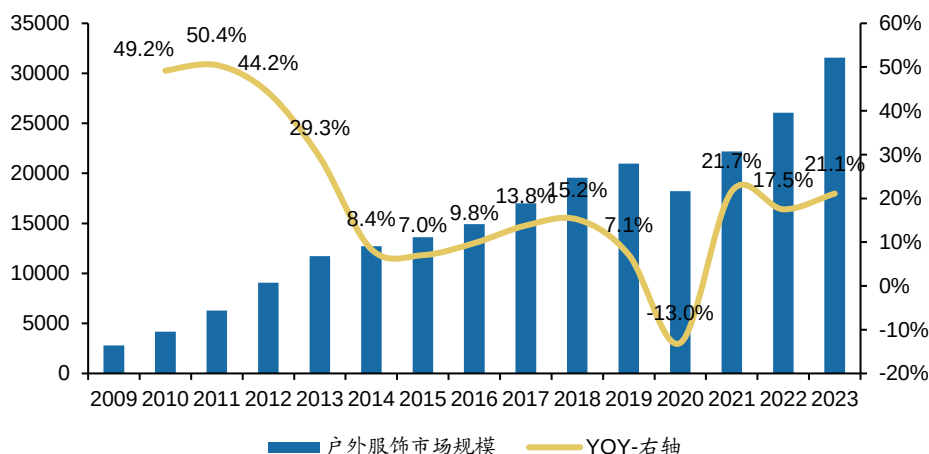
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

户外用品市场: 户外运动兴起、冬奥会助力, 带来增量需求。根据公司招股书, 以羽绒羽毛产品填充的冲锋衣、冲锋裤能适应各种高寒的极端天气, 满足轻便的前提下, 在零下四十度也能达到较好的抗寒效果。

我国户外用品市场伴随着户外运动的兴起而逐步发展, 我国广袤的土地和丰富的自然风光是户外产业发展的先天优势, 伴随着国内生活水平和收入不断提高, 户外用品产业呈现出较强的增长潜力。

根据公司招股书, 此外, 在 2022 年北京冬奥会成功举办的背景下, 冰雪装备获得了来自政策、市场、资本等多方的支持与促进。近年来, 我国相继出台《“带动三亿人参与冰雪运动”实施纲要(2018-2022 年)》《冰雪旅游发展行动计划(2021-2023 年)》《冰雪运动发展规划(2016-2025 年)》《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》等政策文件。政策红利的密集释放, 将有效促进冰雪产业蓬勃发展。

图15: 我国户外服饰市场规模 (百万元)



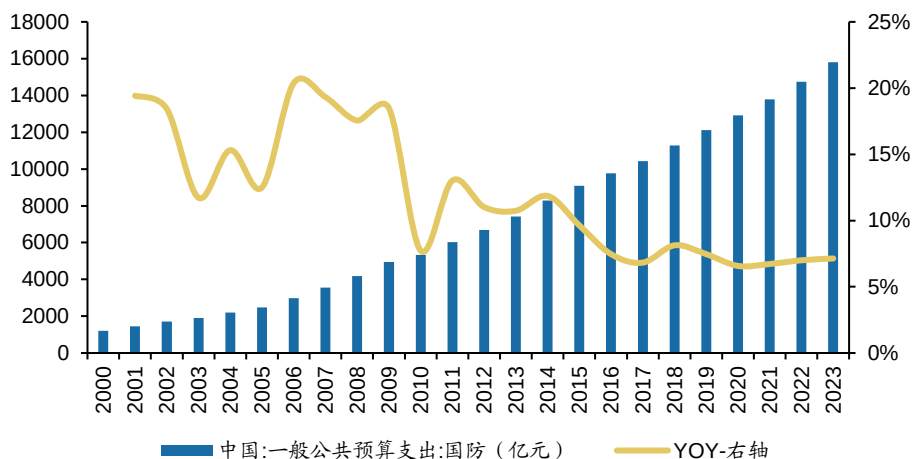
数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

军需被装市场：新型军需被装逐步换装，带来发展新机遇

根据公司招股书，近年来随着军队装备改革不断深化，羽绒羽毛产品凭借轻、柔、暖的天然优势，开始在军需防寒服等产品中广泛应用。军需品市场采购主体主要包括解放军及武装警察部队，其采购项目主要包括后勤装备、物资及其他辅助军事装备。细分来看，主要涵盖供应军队的被服、装具、通讯、给养、炊事装备器材，及各式军服、防护装备等。

根据公司招股书，2021 年 12 月，中华人民共和国国防部发布全军逐步换发 21 式新版作训服及作业服，其中冬款作训服对羽绒产品的需求较大，且系在该领域内首次使用功能性羽绒产品。军装行业过去经历了多轮军队换装，上一轮大规模换装是 07 式军服换装，主要更换内容为常服和礼服，21 式换装的更换内容为新式作训服代替老式作训服以及新增作业服，其对高品质、高规格的羽绒产品的需求有所增长。因此，未来随着军需被装需求的持续扩大，羽绒羽毛行业也将迎来发展新机遇。

图16：我国公共国防财政支出及同比增速



数据来源：wind，公司招股书，广发证券发展研究中心

展望未来，根据公司招股书，（1）在国家政策层面，“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确提出绿色发展战略，将羽绒加工纳入《产业结构调整指导目录》鼓励类范畴，为行业高质量发展提供政策保障；（2）市场需求方面，国内羽绒制品普及率仅约 5%，远低于发达国家水平，近年来高规格羽绒产品需求增长较快，特别是在军需、户外装备等新兴领域潜力巨大；（3）行业标准化建设成效显著，《羽绒服装》等国家标准的修订实施促进了上下游产业协同发展。总体来看，在政策支持、需求增长和标准完善的多重作用下，羽绒加工行业有望持续稳健发展。

表5: 行业主要相关政策

序号	产业政策	发布时间	发布部门	主要相关内容	对公司的影响
1	《关于发布享受企业所得税优惠政策 的农产品初加工范围（试行）的通 知》	2008 年 11 月	财政部、国家税 务总局	享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行） （2008 年版）：毛类初加工。通过对畜禽类动物毛、绒 或羽绒分级、去杂、清洗等简单加工处理，制成的洗净 毛、洗净绒或羽绒。	公司享受企业所得 税免征优惠政策。
2	《绿色制造 2016 年专项行动实施方 案》	2016 年 3 月	工信部	实施传统制造业绿色化改造，推进绿色制造体系试点， 会同财政部在京津冀、长江经济带、东北老工业基地等 区域，选择部分城市开展绿色制造试点示范，创建一批 特色鲜明的绿色示范工厂。	公司被评为国家级 绿色工厂，全面受 益。
3	《工业和信息化部 办公厅关于开展绿 色制造体系建设的 通知》	2016 年 9 月	工信部	绿色工厂是制造业的生产单元，是绿色制造的实施主 体，属于绿色制造体系的核心支撑单元，侧重于生产过 程的绿色化。加快创建具备用地集约化、生产洁净化、 废物资源化、能源低碳化等特点的绿色工厂。采用先进 适用的清洁生产工艺技术和高效末端治理装备，淘汰落 后设备，建立资源回收循环利用机制，推动用能结构优 化，实现工厂的绿色发展。	公司被评为国家级 绿色工厂，将全面 受益。
4	《绿色产业指导目 录（2019 年版）》	2019 年 2 月	国家发改委、工 信部、自然资源 部、生态环境 部、人民银行、 能源局	各地方、各部门要以《目录》为基础，根据各自领域、 区域发展重点，结合投资、价格、金融、税收等方面政 策措施，着力壮大节能环保、清洁生产、清洁能源等绿 色产业。	公司属于《目录》 “清洁生产产业”中 的“生产过程节水 和废水处理处置及 资源化综合利 用”。
5	《中华人民共和国 国民经济和社会发 展第十四个五年规 划和 2035 年远景 目标纲要》	2021 年 3 月	全国人大	提出壮大节能环保、清洁生产、清洁能源、生态环境、 基础设施绿色升级、绿色服务等产业；制定 2030 年前碳 排放达峰行动方案，完善能源消费总量和强度双控制 度，推动能源清洁低碳安全高效利用，深入推进工业、 建筑、交通等领域低碳转型。	公司属于传统轻工 业绿色制造产业， 符合国家绿色转型 发展方式。
6	《关于加快建立健 全绿色低碳循环发 展经济体系的指导 意见》	2021 年 2 月	国务院	以节能环保、清洁生产、清洁能源等为重点率先突破， 做好与农业、制造业、服务业和信息技术的融合发展， 全面带动一二三产业和基础设施绿色升级。鼓励绿色低 碳技术研发。实施绿色技术创新攻关行动，围绕节能环 保、清洁生产、清洁能源等领域布局一批前瞻性、战略 性、颠覆性科技攻关项目。	公司属于传统轻工 业绿色制造升级， 全面受益。
7	“十四五”工业绿色 发展规划	2021 年 11 月	工信部	全面带动一二三产业和基础设施绿色升级。鼓励绿色低 碳技术研发。实施绿色技术创新攻关行动，围绕节能环 保、清洁生产、清洁能源等领域布局一批前瞻性、战略 性、颠覆性科技攻关项目。统筹发展与绿色低碳转型， 深入实施绿色制造，加快产业结构优化升级，大力推进 工业节能降碳，全面提高资源利用效率，积极推行清洁 生产改造，提升绿色低碳技术、绿色产品、服务供给能 力，构建工业绿色低碳转型与工业赋能绿色发展相互促	公司推进生产过程 的节能降耗，被评 为国家级“绿色工 厂”，公司产品符 合绿色低碳的要 求。

进、深度融合的现代化产业格局，支撑碳达峰碳中和目标任务如期实现。

8	“十四五”循环经济 发展规划	2021 年 7 月	国家发改委	大力发展循环经济，推进资源节约集约循环利用，对保障国家资源安全，推动实现碳达峰、碳中和，促进生态文明建设具有十分重要的意义。	羽绒羽毛生产加工属于禽业养殖屠宰废弃物处理和资源化利用，是循环经济发展模式的行业代表。
9	《工业领域碳达峰 实施方案》	2022 年 7 月	国家发改委、工信部、生态环境部、人民银行、能源局	要求“着力构建绿色制造体系”、“扩大绿色低碳产品供给”，该实施方案总体目标包括“建成一批绿色工厂和绿色工业园区”。	公司被评为国家级绿色工厂，全面受益。
10	《产业结构调整指导目录（2024 年 本）》	2023 年 12 月	国家发改委	鼓励类：“符合绿色低碳要求的动物纤维……等天然纤维的高品质加工技术与产品”。	公司属于鼓励类。
11	《绿色低碳转型产 业指导目录（2024 年版）》	2024 年 2 月	国家发改委、工信部、生态环境部、中国人民银行、中国证监会、国家能源局	文件要求“各地方、各部门可根据各自区域、领域发展重点，以《目录》为基础，出台和完善有关政策措施，对生产、流通、消费各环节给予鼓励支持，为相关产业发展创造良好环境”。目录包括“3 资源循环利用产业”之“3.2 资源循环利用”之“3.2.4 农林废弃物综合利用”，鼓励“畜禽养殖废弃物收集、处理和资源化利用”。	公司符合指导目录的要求。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）行业竞争格局：龙头企业占主导，近年来集中度提升

2016 年以来，随着国家环保要求提高和环保督察常态化，行业环保规范化程度显著提升，带动行业集中度提升。大量环保水平低的中小加工厂被淘汰，产能逐步向具备规模化生产能力和高标准环保设施的大中型企业集中，行业集中度呈现提高趋势。

国内羽绒加工行业已形成以龙头企业为主导的竞争格局。根据公司招股书，作为国内羽绒工业协会副理事长单位，公司凭借其突出的综合实力在行业中占据领先地位。经中国羽绒工业协会认定，公司在高规格羽绒产品销量、经营规模、固定资产投资等方面均位居行业前列，特别是在环保技术领域率先建立大规模中水回用系统，树立了行业标杆。同时，公司深度参与国家标准和行业标准的制定工作，并通过 CNAS 认证的检测中心彰显其技术实力。公司在厂区规模、销售规模、环保投入等多个维度均处于行业领先地位，是行业内具有代表性的优秀龙头企业。这种以技术领先、环保先行、标准参与为特征的龙头企业发展模式，正在推动整个行业向规范化、高质量方向发展。

表 6: 同行业可比上市公司产品结构及比较情况

项目	产品结构	比较情况
华英农业	华英农业除经营鸭绒业务外，还经营冻鸭、熟食、鸭苗、鸭毛等业务，业务较为多元。	产业链较长，其中一环业务与公司主营业务相同。
华斯股份	华斯股份除从事裘皮服装、裘皮饰品、裘皮面料、裘皮皮张的生产与销售外，其主营业务中较大比例收入来自于京南原材交易中心和华斯裘皮小镇的租金、物业费收入	产业链较长，其中一环业务与公司业务同属材料类生产领域，相似但不相同。
兴业科技	兴业科技主要从事皮鞋、汽车内饰用牛皮革。	业务所处产业链位置与公司相同，同属材料类生产领域，相似但不相同。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 7: 同行业可比上市公司经营数据（万元）

项目	华英农业	华斯股份	兴业科技	古麒绒材
2024				
主营业务收入	469,704.25	32,954.17	292,926.23	95,852.33
净利润	10,898.14	2,221.87	20,680.17	16,819.27
2023				
主营业务收入	368,971.10	28,237.51	267,002.31	82,301.28
净利润	5,798.37	-1,300.21	23,145.59	12,177.90
2022				
主营业务收入	288,696.14	21,684.58	194,977.69	65,570.00
净利润	-55,285.64	-32,240.36	16,752.14	9,701.30

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

产业集聚效应进一步显现。根据公司招股书，安徽省无为市、河北省安新县、河南省台前县先后获评“中国羽绒之乡”，江苏扬州山阳镇、安徽六安固镇镇、江西宜春拖船镇获得“中国羽绒名镇”称号，安徽六安更被授予“国际知名羽绒产地”称号。这些产业集聚区的形成，为行业纵深发展提供了有力支撑。

图 17: 我国羽绒加工行业地域聚集性特征明显



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

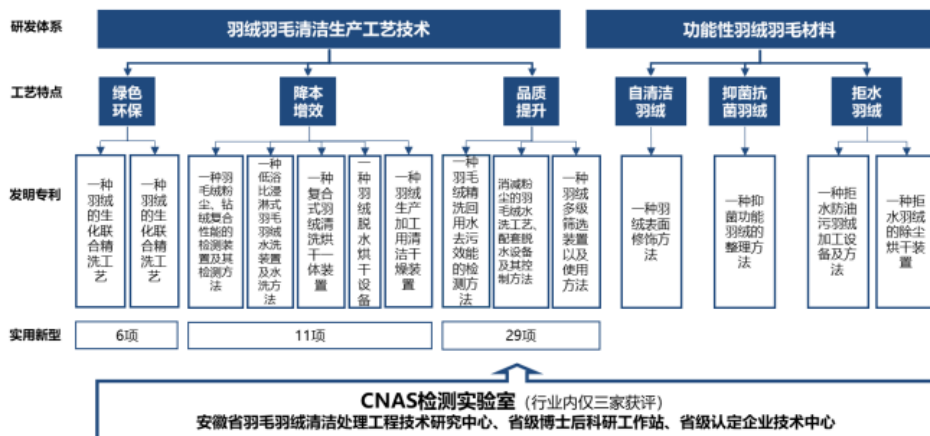
三、公司核心竞争力：技术研发领先行业，和优质客户深度合作

（一）标准引领与技术研发优势

根据公司招股书，公司作为行业标准制定的核心参与者，深度参与了《羽绒羽毛》《羽绒羽毛检验方法》等国家标准及《农场动物福利要求-水禽》团体标准的制定工作，更是唯一参与《羽绒服装》新国标制定的羽绒加工企业。公司依托国家级高新技术企业资质，拥有“中国驰名商标”等多项荣誉，并获评第一批专精特新“小巨人”企业。中国羽绒工业协会认定公司为行业优秀龙头企业，充分彰显其在行业标准制定和技术引领方面的领先地位。公司通过持续参与行业标准建设，不仅确保了自身技术路线的前瞻性，更推动了整个行业的高质量发展。

根据公司招股书，公司拥有 CNAS 认可检测实验室，检测报告具备国际互认效力，是业内少数获此资质的企业之一。依托省级企业技术中心、工程技术研究中心和博士后科研工作站，公司形成了“羽绒羽毛清洁生产工艺技术”和“功能性羽绒羽毛材料”两大核心技术体系。公司研发项目获得安徽省科学技术三等奖等多项荣誉，拥有 3 项省级科技成果、12 项高新技术产品。这些技术成果不仅提升了产品性能，更在节能减排、功能创新等方面形成独特优势，为公司持续发展提供了强大技术支撑。

图18：公司核心技术情况



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）和优质客户深度合作

根据公司招股书，公司优先服务优质头部客户，客户主要是大型品牌商，或品牌商的供应商/代加工厂，如海澜之家、森马服饰、鸭鸭股份、快鱼供应链、波司登等大型品牌商及其代加工厂等，不涉及经销商客户。其中，前二十大客户的主营业务收入

入占比均超过 80%。

公司核心客户对于羽绒类原料的需求量高，为了保证原料供应的品质，他们往往倾向于选择各方面具有综合优势的羽绒企业进入其供应链体系，进入下游知名品牌客户的采购体系需要经历一定时间的考察。目前公司已进入下游行业多个羽绒制品品牌客户的供应链体系中，成为其羽绒材料优质核心供应商之一，合作稳定且具有持续性。

这些大客户多年来持续深耕行业，品牌信誉度高，抗风险能力强，资金实力较为雄厚，经营情况较为稳健，回款相对较有保障。他们对公司的主要诉求是公司能够保质保量地完成产品交付，公司销售人员的工作重点十分明确，聚焦于满足核心大客户的业务需求。

（三）绿色生产与环保实践不断推进

根据公司招股书，公司被工信部认定为国家级“绿色工厂”，并入选生态环境部环保设施开放单位。通过建设日处理万吨的中水回用系统，实现了生产废水的高效处理和循环利用。公司研发的羽绒生化联合精洗工艺、低浴比水洗技术等核心工艺，在提升产品品质的同时显著降低了水资源消耗。这些绿色生产技术不仅解决了行业污染难题，更符合国家低碳转型政策导向。公司的环保实践为行业树立了标杆，也形成了独特的竞争优势，推动着整个行业向绿色化、可持续方向发展。

四、募投项目分析：产能有望翻倍提升，技术研发持续升级

根据公司招股书，公司本次公开发行 5000 万股人民币普通股，发行后总股本为 20000 万股，公开发行股份数量占公司本次公开发行后总股本的比例为 25%。

根据公司招股书，公司募投项目拟投入募集资金总额 5.01 亿元，其中：

（1）2.82 亿元用于年产 2800 吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）：公司近年产能利用率较高，对产能扩建需求较强，公司 2023/2024 年产能均为 2288 吨，产能利用率分别为 99.16%/90.64%，该项目拟对部分现有车间、仓库等进行升级改造，同时新建车间及仓库，实现新增 2000 吨产能。根据公司招股书，该项目达产后有望实现年销售收入 5.7 亿元，年净利润 0.60 亿元。该项目的实施有利于解决产能瓶颈问题，满足不断增长的市场需求，有利于做精做强羽绒羽毛生产加工环节，增强企业综合竞争力。

（2）0.54 亿元用于技术与研发中心升级项目：近年来公司经营规模逐步提升，对相关研发检测能力的提升具有较强需求。公司拟利用现有场地，对现有 CNAS 认证的研发技术中心进行升级改造。该项目的实施有利于完善研发检测平台，改善当前研发条件，有利于吸引专业人才，顺应消费升级趋势，满足市场高端需求。

（3）1.65 亿元用于补充流动资金，从而满足经营规模持续增长带来的营运资金需求，确保公司业务稳健发展。

根据公司招股书，本次募集资金到位前，公司将根据项目实际进度，以自筹资金对上述项目进行前期投入。募集资金到位后，公司将用募集资金置换截至募集资金到位日已投入项目的资金。

表 8：公司募投项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金使用金额（万元）	建设周期
1	年产 2800 吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）	28,164.88	28,164.88	2 年
2	技术与研发中心升级项目	5,439.06	5,439.06	2 年
3	补充流动资金	16,500.00	16,500.00	-

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

注：公司“年产 2800 吨功能性羽绒绿色制造项目”总投资 44263.48 万元，共分两期建设。其中：本次募投项目为一期建设，投资额 28164.88 万元，建成后产能 2000 吨；二期投资额 16098.60 万元，建成后产能 800 吨

五、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

收入：2023-2024 年，公司营收分别为 8.30/9.67 亿元，分别同比增长 24.4%/16.5%，2023-2024 年产能均为 2288 吨，产能利用率分别为 99.16%/90.64%，2025-2027 年，预计公司营业收入分别为 10.14/12.52/15.15 亿元，同比增长 4.9%/23.5%/21.0%，主要系根据公司招股书，公司拟对部分现有车间、仓库等进行升级改造，同时新建车间及仓库，实现新增 2000 吨产能，分两年建成，对收入进行拆分，其中：

鸭绒产品：2023-2024 年，鸭绒产品营收分别为 4.67/5.98 亿元，分别同比增长 17.7%/28.1%，2025-2027 年，预计鸭绒产品营收分别为 6.39/7.95/9.78 亿元，分别同比增长 6.9%/24.5%/22.9%，主要预计系募投项目逐渐投产，鸭绒产能扩建贡献；拆分来看，我们预计鸭绒产品销量分别为 1877/2337/2872 吨，分别同比增长 21.5%/24.5%/22.9%，主要系公司逐步扩产；预计产品单价分别为 34.04/34.04/34.04 万元/吨，2025 年均价相比 2024 年有所下降，主要系行业鸭绒产品 2024 年行业价格处于高位，2024 年底至 2025 年初行业鸭绒价格有所下降，预计未来下滑幅度逐步缩小至接近稳定。

鹅绒产品：2023-2024 年，鹅绒产品营收分别为 3.55/3.61 亿元，分别同比增长 36.9%/1.7%，2025-2027 年，预计鹅绒收入分别为 3.66/4.47/5.27 亿元，分别同比增长 1.5%/22.0%/17.9%，主要预计系募投项目逐渐投产，鹅绒产能扩建贡献；拆分来看，我们预计鹅绒产品销量分别为 496/605/713 吨，分别同比增长 15.4%/22.0%/17.9%，主要系公司逐步扩产；预计产品单价分别为 73.83/73.83/73.83 万元/吨，2025 年均价相比 2024 年有所下降，主要系行业鹅绒产品 2024 年行业价格处于高位，2024 年底至 2025 年初行业鹅绒价格有所下降，预计未来下滑幅度逐步缩小至接近稳定。

毛利率：我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 21.3%/22.1%/22.6%，2025 年预计相比 2024 年下降，主要系预计新建产能爬坡影响，2026-2027 年毛利率预计提升，主要系预计公司产能逐渐释放，产能利用率逐渐提升等因素。

期间费用率：2025-2027 年预计销售费用率稳定在 0.15%；预计管理费用率稳定在 1.67%，预计研发费用率稳定在 3.20%。

所得税率：2025-2027 年预计保持平稳。

表9：公司收入关键假设（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8.30	9.67	10.14	12.52	15.15
YOY	24.4%	16.5%	4.9%	23.5%	21.0%
毛利率	22.1%	25.8%	21.3%	22.1%	22.6%
鸭绒产品	4.67	5.98	6.39	7.95	9.78
YOY	17.7%	28.1%	6.9%	24.5%	22.9%
销量（吨）	1638	1545	1877	2337	2872
YOY	12.9%	-5.6%	21.5%	24.5%	22.9%
单价（万元/吨）	28.48	38.68	34.04	34.04	34.04
YOY	4.3%	35.8%	-12.0%	0.0%	0.0%
毛利率	14.4%	19.3%	14.0%	14.5%	15.0%
鹅绒产品	3.55	3.61	3.66	4.47	5.27
YOY	36.9%	1.7%	1.5%	22.0%	17.9%
销量（吨）	579	430	496	605	713
YOY	17.5%	-25.8%	15.4%	22.0%	17.9%
单价（万元/吨）	61.24	83.90	73.83	73.83	73.83
YOY	16.5%	37.0%	-12.0%	0.0%	0.0%
毛利率	31.4%	36.0%	32.0%	33.0%	34.0%
其他业务	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
YOY	-36.4%	14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	50.6%	50.9%	50.9%	50.9%	50.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

综上，2025-2027 年，预计公司营业收入分别为 10.14/12.52/15.15 亿元，同比增长 4.9%/23.5%/21.0%，预计公司归母净利润分别 1.69/2.21/2.71 亿元，分别同比增长 0.4%/30.6%/22.7%，预计公司每股收益分别为 0.84/1.10/1.35 元，参考可比公司估值，考虑公司产能扩张，成长性较强，给予公司 25 年 14-17 倍 PE，合理价值 11.8-14.4 元/股。

（可比公司选取依据：行业内主要企业包括华英农业、华斯股份、兴业科技，其中华英农业属于羽毛（绒）加工（C1941）细分行业的企业，华斯股份、兴业科技属于皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业（C19）行业的企业。

古麒绒材主要生产高规格的羽绒产品，目前国内上市公司中华英农业（002321.SZ）的控股子公司杭州华英新塘羽绒制品有限公司主要生产销售鸭绒，故选取华英农业作为同行业可比公司。同时，公司所处的行业属于“制造业”类中的“皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业”大类，公司在此范围内选择主营业务为材料加工业务、且下游客户为生活消费类的上市公司作为可比上市公司，故选取华斯股份和兴业科技作为可比公司。）

表 10：可比公司估值（收盘价截至 2025.5.27）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE			PE(TTM)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
华英农业	002321.SZ	CNY	2.32	-	-	-	-	-	-	256.06
华斯股份	002494.SZ	CNY	4.75	-	-	-	-	-	-	168.93
兴业科技	002674.SZ	CNY	9.51	0.58	0.71	0.82	16.30	13.36	11.55	22.29

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 wind 一致预期

六、风险提示

（一）主要客户销售下滑风险

根据公司招股书，公司订单收入较为集中，来自前20大客户收入占比在80%以上，主要客户业绩波动对公司收入影响较大。如果几大主要客户终端销售状况不及预期，将影响公司的产能安排，影响公司营收。

（二）行业竞争的风险

随着市场竞争的激烈化，企业面临的竞争风险也越来越大。随着市场上同类型产品数量的增加，企业面临的同质化产品竞争风险增加，企业需要通过技术创新、服务升级等手段来提升产品差异化，以赢得市场竞争的优势。

（三）极端气候风险

羽绒产品销售与天气变化息息相关，如未来极端气候、特别是暖冬情况的出现，可能对公司短期销售产生不利影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	992	1,215	1,873	2,050	2,298
货币资金	107	173	735	657	623
应收及预付	400	454	486	598	722
存货	476	571	634	776	933
其他	8	16	17	18	20
非流动资产总额	212	197	276	312	318
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	195	174	253	289	295
在建工程	1	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
无形资产	14	14	14	14	14
其他	2	9	9	9	9
资产总额	1,204	1,412	2,149	2,362	2,617
流动负债总额	395	489	507	566	631
短期借款	247	158	150	150	150
应付及预收	134	237	263	321	387
其他	15	94	94	94	94
非流动负债总额	63	10	6	6	6
长期借款	62	6	6	6	6
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1	4	0	0	0
负债总额	458	498	513	572	637
股本	150	150	200	200	200
其他	596	764	1,436	1,590	1,780
归母权益合计	746	914	1,636	1,790	1,980
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,204	1,412	2,149	2,362	2,617

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	830	967	1,014	1,252	1,515
营业成本	647	718	798	975	1,173
营业税金及附加	4	5	5	6	8
销售费用	2	1	2	2	2
管理费用	14	17	17	21	25
研发费用	25	33	32	40	48
财务费用	13	14	-1	-6	-4
资产减值损失	0	-14	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	122	168	169	221	271
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	122	168	169	221	271
所得税费用	0	0	0	0	0
合并净利润	122	168	169	221	271
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	122	168	169	221	271
EPS (元/股)	0.81	1.12	0.84	1.10	1.35

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-6	132	127	55	83
合并净利润	122	168	169	221	271
折旧摊销	15	17	16	19	19
营运资金变动	-160	-89	-70	-197	-218
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-21	-24	-65	-60	-30
资本性开支	-21	-24	-100	-60	-30
投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	35	0	0
融资活动现金流净额	69	-76	535	-72	-88
股本融资	0	0	604	0	0
债权融资	82	-61	-8	0	0
股利分配与偿付利息	-12	-13	-57	-72	-88
其他	0	-2	-4	0	0
现金净增加额	43	32	596	-78	-34
期初现金余额	64	107	139	735	657
期末现金余额	107	139	735	657	623

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	24.5%	16.4%	4.9%	23.5%	21.0%
营业利润增长率	26.6%	38.0%	0.4%	30.6%	22.7%
归母净利增长率	25.5%	38.1%	0.4%	30.6%	22.7%
获利能力					
毛利率	22.1%	25.8%	21.3%	22.1%	22.6%
净利率	14.7%	17.4%	16.7%	17.6%	17.9%
ROE	16.3%	18.4%	10.3%	12.3%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	38.1%	35.3%	23.9%	24.2%	24.3%
有息负债率	25.7%	11.6%	7.3%	6.6%	6.0%
流动比率	2.5	2.5	3.7	3.6	3.6
利息保障倍数	11.3	15.7	26.8	35.0	43.1
营运能力					
应收账款周转率	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3
存货周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	11.8	26.0	26.0	26.0	26.0
每股指标					
每股收益	0.81	1.12	0.84	1.10	1.35
每股净资产	4.97	6.09	8.18	8.95	9.90
每股经营现金流	-0.04	0.88	0.63	0.27	0.42
估值比率					
PE	-	-	-	-	-
PB	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

李 咏 红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

董 建 芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。