

古麒绒材 (001390)

证券研究报告

2025年12月10日

高规格羽绒材料龙头，带动产业新发展

公司是高规格羽绒材料龙头供应商

公司主营业务聚焦于高规格羽绒产品的研发、生产和销售，主要产品为鹅绒和鸭绒，产品主要应用于服装、寝具等羽绒制品领域。公司已经与海澜之家、森马服饰及其旗下童装品牌巴拉巴拉、罗莱生活、波司登、太平鸟、水星家纺、鸭鸭股份、际华集团等知名品牌客户建立了合作关系。公司2019-2024年营收/归母净利CAGR分别为16.1%/36.2%，2025年Q1-3实现营收/归母7.6/1.4亿，分别同比+0.3%/+1%，整体经营稳健。公司专注做国内羽绒业务，2025H1羽绒类产品销售收入占比达99%。盈利能力不断强化，2025Q1-3毛利率/净利率分别为26.2%/18.2%，分别同比+1/+2pct。

公司：多维度构筑护城河，产能扩张加速成长

研发：功能性羽绒研发实力雄厚。公司及相关人员参与了《羽绒羽毛》《羽绒羽毛检验方法》国家标准的制定，拥有CNAS权威认可的检测中心，科研和检测实力备受认可。公司专注于清洁生产工艺，自建日处理万吨的中水回用系统，解决污水排放难题，并被工信部评定为国家级“绿色工厂”。公司高附加值产品溢价能力突出，带动公司毛利率不断提升。

产能：经营规模行业领先，产能扩张提速。公司市场份额约占12%，经营规模在行业内较为领先。近年来公司产能稳定，产能利用率较高，为充分抓住市场机遇，募投项目“年产2,800吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）”正在稳步推进，预计2027年7月31日达到可使用状态，达产后产能预计翻番，满足下游客户对高规格羽绒产品的市场需求。未来公司将进一步扩大生产经营规模，有望持续提升创新能力和市场占有率。

客户：客户结构稳定，合作不断深化。公司主要客户包括羽绒服装、羽绒寝具领域龙头企业，羽绒成本占羽绒服总成本的45%左右，因此客户选择羽绒供应商较为审慎，建立合作关系后不轻易更换。公司与主要客户的合作较为稳健，发展势头良好。

行业：下游需求共振，产能集中供给稳定

需求端看，中国羽绒生产加工行业市场规模庞大，下游羽绒服装、寝具、户外、军需四大领域共振拉动需求。其中羽绒服装行业2015-2023年市场规模CAGR为12.4%，量上，2018年我国羽绒服装普及率不足10%，需求潜力较大，同时国产羽绒产品用量大，市场集中度高；价上，消费升级趋势明显，全国重点大型零售企业羽绒服销售单价从2014到2020年增长了44.8%；受益于中产阶级群体扩容，家纺迎来增量替换需求，将促进羽绒寝具的市场需求增长；户外运动兴起叠加冰雪产业政策释放红利，户外用品产业呈现出较强的增长潜力；根据国家统计局，2015-2024年我国公共国防财政支出年复合增速7.1%，随着国防支出持续增长，未来军需品规模将逐步提升，为功能性羽绒产品带来新机遇。**供给端看**，中国羽绒羽毛材料的年产量约为40万吨以上，占全球绝大部分市场份额，丰富的羽绒原料为行业提供了得天独厚的发展优势和升级空间。

首次覆盖，给予“增持”评级

随着募集资金到位，产能建设稳步推进，公司将不断满足下游客户对高规格羽绒产品的市场需求，预计羽绒产销量保持较好增速，盈利有望延续增长态势。我们预计公司25-27年营收分别为10.0/12.0/14.1亿，归母净利分别为1.8/2.2/2.6亿，参考可比公司PE，2026年可比公司平均PE为24x，考虑公司行业地位的稀缺性及技术实力，给予公司28-30xPE，对应目标价30.8-33.0元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动，羽绒价格波动，存货计提跌价准备，新增产能消化风险，股票流动性风险。

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	26.76元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	200.00
流通A股股本(百万股)	50.00
A股总市值(百万元)	5,352.00
流通A股市值(百万元)	1,338.00
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	26.10
一年内最高/最低(元)	39.00/21.50

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
于梦鸽	联系人
yumengge@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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	830.38	966.73	1,001.64	1,204.36	1,411.46
增长率(%)	24.46	16.42	3.61	20.24	17.20
EBITDA(百万元)	176.73	254.94	222.40	272.96	327.89
归属母公司净利润(百万元)	121.78	168.19	176.92	221.14	261.92
增长率(%)	25.53	38.11	5.19	25.00	18.44
EPS(元/股)	1.22	1.69	0.88	1.11	1.31
市盈率(P/E)	21.89	15.85	30.25	24.20	20.43
市净率(P/B)	5.38	4.39	3.29	2.90	2.54
市销率(P/S)	3.21	2.76	5.34	4.44	3.79
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.96	18.07	14.45

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 公司是高规格羽绒材料龙头供应商.....	5
1.1. 高规格羽绒材料龙头，主营业务清晰.....	5
1.2. 控制权稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3. 专注国内羽绒业务，业绩稳步提升.....	7
2. 公司：多维度构筑护城河，产能扩张加速成长.....	9
2.1. 技术研发能力突出，经营规模行业领先.....	9
2.2. 募投项目顺利推进，产能扩张打开成长空间.....	10
2.3. 聚焦中高端市场，客户结构稳定.....	11
3. 行业：下游需求广泛，产能集中供给稳定.....	12
3.1. 需求端：四大领域需求共振，市场空间广阔.....	12
3.1.1. 羽绒服装：低渗透率、高客单价，量价有待提升.....	12
3.1.2. 羽绒寝具：中产阶级扩容，替换需求增加.....	13
3.1.3. 户外用品：市场景气度高，政策红利释放.....	13
3.1.4. 军需被装：新型军需被装替换迎来新机遇.....	13
3.2. 供给端：全球产能集中于我国，规模优势凸显.....	14
4. 盈利预测与估值.....	15
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司主要业务及产品.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	6
图 3：2019-2025Q1-3 公司营业收入及 yoy.....	7
图 4：2019-2025Q1-3 公司归母净利及 yoy.....	7
图 5：2019-2025H1 公司分产品收入占比（%）.....	8
图 6：2019-2025H1 公司分地区收入占比（%）.....	8
图 7：2019-2015Q1-3 公司四项费用率（%）.....	8
图 8：2019-2025Q1-3 公司毛利率及净利率（%）.....	8
图 9：公司主要创新成果.....	9
图 10：公司主要荣誉资质.....	9
图 11：公司中水回用系统实景图.....	9
图 12：公司主要产品量价拆分及毛利率（单位：万元，吨，万元/吨，%）.....	10
图 13：2024 年公司前五大客户收入占比.....	11
图 14：2022-2024 年 CR5 客户集中度.....	11
图 15：各国羽绒服普及率.....	12
图 16：国产羽绒服十大品牌的总市占率.....	12
图 17：中国羽绒服市场规模及增长（单位：亿元，%）.....	12
图 18：国内羽绒服销售单价统计（单位：元，%）.....	12

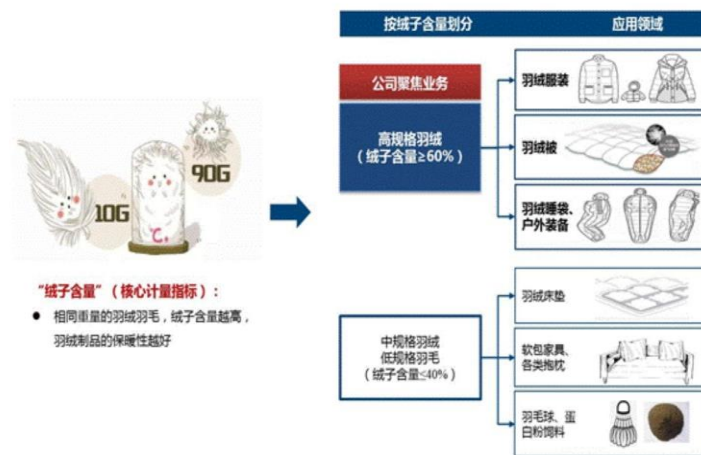
图 19: 我国收入群体结构变化.....	13
图 20: 2000-2024 年我国国防财政支出及同比增速 (万亿, %)	14
图 21: 2000-2023 年我国与美国国防支出占 GDP 比重的变化	14
图 22: 全球鸭的养殖分布占比.....	14
图 23: 2015-2020 我国鸭、鹅出栏量 (亿只)	14
表 1: 公司产品转型前后对比.....	5
表 2: 公司核心管理层简介	7
表 3: 公司主要产品的产销量情况 (单位: 吨)	10
表 4: 募集资金主要用途 (单位: 万元)	11
表 5: 收入拆分 (亿元, %)	15
表 6: 可比公司估值.....	15

1. 公司是高规格羽绒材料龙头供应商

1.1. 高规格羽绒材料龙头，主营业务清晰

公司是高规格羽绒材料龙头供应商。公司主营业务聚焦于高规格羽绒产品的研发、生产和销售，主要产品为鹅绒和鸭绒，产品主要应用于服装、寝具等羽绒制品领域。公司长期聚焦主业、提升创新能力，科研和检测实力得到认可。作为具有综合竞争力的羽绒材料生产企业，公司定位中高端市场，已经与海澜之家、森马服饰及其旗下童装品牌巴拉巴拉、罗莱生活、波司登、太平鸟、水星家纺、鸭鸭股份、际华集团等知名品牌客户建立了合作关系。公司被中国羽绒工业协会评为“中国羽绒行业优秀企业”和“中国羽绒行业优质供应商”，获得了“中国驰名商标”“首批安徽省制造业高端品牌培育企业”等荣誉。

图 1：公司主要业务及产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

善抓机遇，实现从低端到高端的产品结构转型。公司成立以来始终坚持以羽绒羽毛产品为核心业务不变，生产经营整体上分为两个阶段：

第一阶段（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。

第二阶段（2017 年以后）：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。

表 1：公司产品转型前后对比

	成立至 2016 年	2017 年以后
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	聚焦高规格羽绒产品和精加工环节
经营规模	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	新厂区建成后产能更高，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

销售产品	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	主要向客户销售羽绒产品
客户构成	客户以贸易商为主，主要集中在安徽省内及周边地区	聚焦品牌商等直销客户，陆续开发了海澜之家等知名客户
生产模式	精加工、粗加工均有涉及，以精加工为主	聚焦精加工
采购模式	原料绒、原毛均有采购	主要采购原料绒

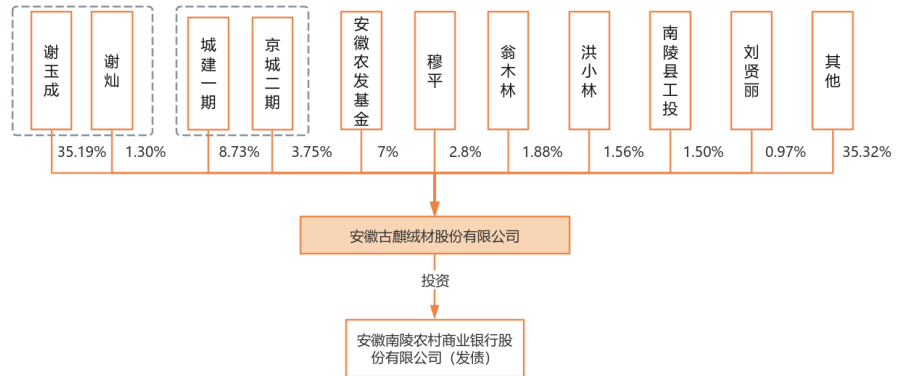
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 控制权稳定，管理层经验丰富

控制权稳定，利于决策高效落地、顺利执行。 IPO 前截至招股说明书签署日，谢玉成直接持有公司 46.92% 股权，为公司的控股股东。谢伟系谢玉成之女，父女二人合计持有公司 47.58% 的股份，对公司股东大会产生重大影响。谢玉成一直担任公司的董事长兼总经理，对公司的日常生产经营活动、人事任免、企业发展方向等具有重要影响力。谢伟长期担任公司的副总经理、董事会秘书，同时系公司核心技术人员；谢灿系谢玉成次女、谢伟胞妹，谢玉成、谢伟和谢灿为一致行动人。

公司股权在上市后经历多次变更，目前谢玉成直接持股 35.19%，前十大股东中谢灿加入后家族持股达 36.49%，尽管公司引入城建一期、农发基金等机构股东，但家族持股比例仍远超其他股东，确保了公司治理结构在上市后仍保持高度稳定，为持续执行公司决策提供了坚实的控制基础。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

二十余年产业深耕，核心管理层具备深厚羽绒行业积淀。 董事长谢玉成具备鲜明“产业+资本”复合履历，具备在品牌管理、资本运作与跨区经营方面的经验；财务总监汪章建拥有近四十年财务经验，支撑公司规范运营与资本运作；公司副总谢伟任全国服装标委会观察员及中国羽绒工业协会标委会委员，公司积极参与协会组织的羽绒行业价格平台建设，构建技术话语权。我们认为，这一经营管理组合，既有利于生产端工艺稳定，又提升市场拓展与资本运作效能，推动公司在高规格羽绒领域实现从制造到标准引领的跃迁。

表 2：公司核心管理层简介

姓名	职务	简介
谢玉成	总经理	1963 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学专科学历，高级工程师。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；2010 年 1 月至今，历任公司董事长、总经理。
洪小林	副总经理	1967 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学专科学历。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 月以来历任上海新龙成施工员，项目经理，副总经理，常务副总经理，芜湖南宇建筑工程有限公司执行董事兼总经理，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。
汪建章	副总经理，财务总监	1965 年 5 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，会计电算化专业，大学专科学历，会计师。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 月以来，历任南翔羽绒副总经理及财务总监，公司董事、副总经理、财务总监，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	1985 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历。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。

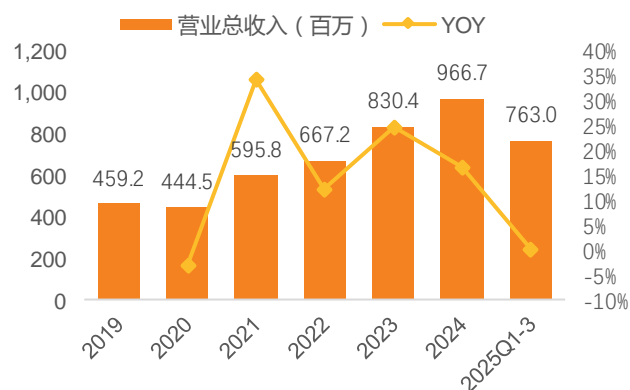
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 专注国内羽绒业务，业绩稳步提升

营收稳步增长，盈利能力持续强化。营收端看，公司营业收入从 2019 年 4.6 亿增长至 2024 年 9.7 亿，5 年 CAGR 为 16.1%，2023-2024 年营收分别同比+24.46%、16.42%，主要由于公司不断加深与海澜之家、森马服饰、鸭鸭股份等头部品牌客户合作，同时积极开发新客户，增加了羽绒产品销量，同时受市场供求关系影响，主要产品售价有一定程度上涨，从而带动收入规模增长。今年以来面对复杂的经济环境，公司 25Q1-3 实现营收 7.6 亿同比+0.3%；

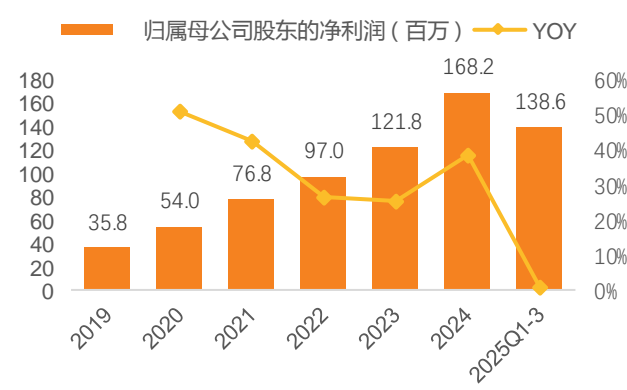
盈利能力看，公司归母净利润从 2019 年 0.4 亿增长至 2024 年 1.7 亿，5 年 CAGR 为 36.2%，增速显著高于营收端，显示出公司较强的成本费用管控能力。2025 年 Q1-3 归母净利 1.4 亿，同比+1%，整体经营保持稳健。

图 3：2019-2025Q1-3 公司营业收入及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2019-2025Q1-3 公司归母净利润及 yoy

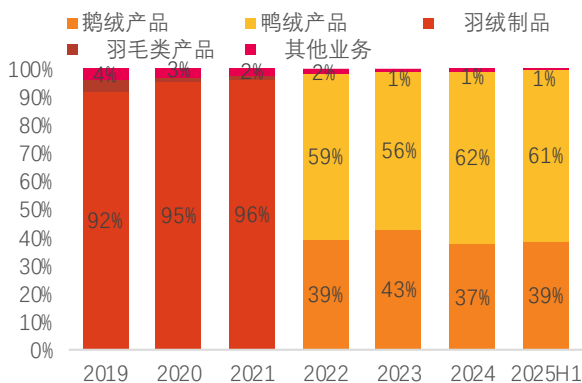


资料来源：wind，天风证券研究所

专注做国内羽绒业务，主营收入占比达 99%。公司主营业务收入主要来源于羽绒类产品的销售，2019 年以来公司羽绒制品收入占比不断提升，2024 年已达 99%以上；**分拆品类看**，

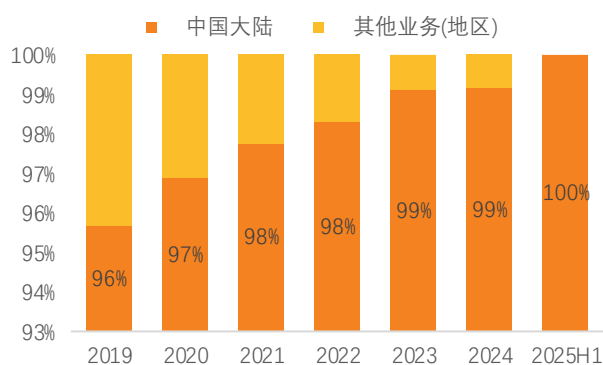
公司鹅绒产品占比约 40%左右，鸭绒产品收入占比从 2022 年 59%增加到 25H1 的 61%，客户对鸭绒产品需求增加带动了整体收入的增长。**分地区看**，公司聚焦国内业务，25 年上半年营收占比已达 100%，其中距离公司较近的华东地区销售占比较高，2022-2024 年主营业务收入占比分别为 86.59%、85.14%和 74.14%，是公司主要收入来源地区。

图 5：2019-2025H1 公司分产品收入占比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6：2019-2025H1 公司分地区收入占比 (%)

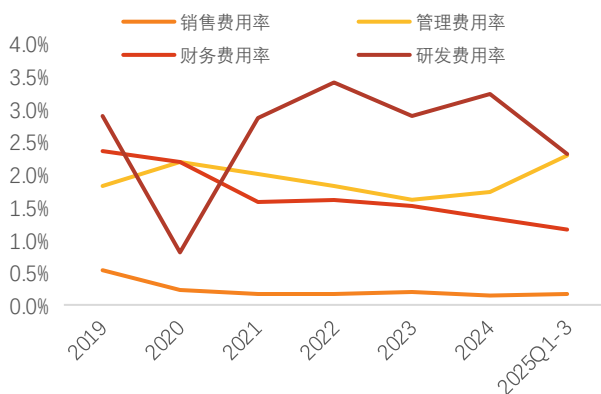


资料来源: wind, 天风证券研究所

毛利率不断提升，降费增效成果显著。毛利率看，公司毛利率从 2019 年的 17.7%增长至 2024 年的 25.8%，2025Q1-3 进一步增长至 26.2%，2023 年产品毛利率较 2022 年下降 1.1pct，主要系鸭绒类产品毛利率有小幅下降；2024 年毛利率出现一定上涨，主要系受企业标准产品占比上升、市场价格上涨等原因，公司产品销售价格上升；而公司由于合理执行采购策略，且前期库存储备拉低平均成本，因此导致毛利率上升。

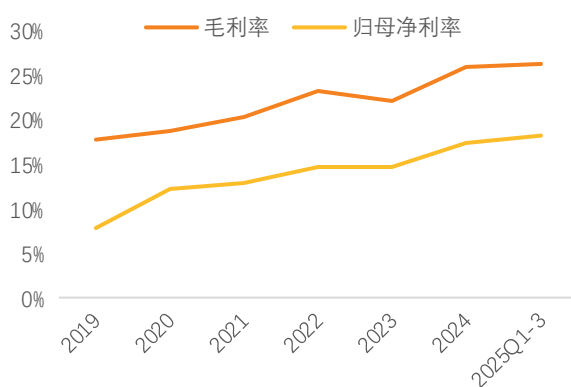
费用方面，销售费用率整体呈下降趋势，主要原因系公司管理层对企业实行精简、扁平化管理模式，销售人员较少；管理费用率保持相对稳定，主要随着公司业务规模扩大，员工人数有所增加。公司十分重视研发投入，研发费用率近年来有波动但保持在合理范围内，2025Q1-3 同比下降 0.7pct，主要系研发进度同比减缓所致。财务费用率不断下降，主要原因系公司通过担保公司进行担保借款的金额下降。综合看，公司归母净利率不断提升，2025Q1-3 为 18.2%，同比+0.13pct。

图 7：2019-2025Q1-3 公司四项费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8：2019-2025Q1-3 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 公司：多维度构筑护城河，产能扩张加速成长

2.1. 技术研发能力突出，经营规模行业领先

聚焦主业、不断创新，科研和检测实力备受认可。公司 2019 年被工信部认定为第一批国家专精特新“小巨人”企业。公司及相关人员参与了《羽绒羽毛》《羽绒羽毛检验方法》国家标准的制定，公司也是行业内唯一一家参与《羽绒服装》新国家标准制定的企业。公司拥有 CNAS 权威认可的检测中心，出具的报告具备国际互认效力，是行业内少数几家获得该项认证的企业，公司的多个项目获得安徽省科学技术三等奖。2025 上半年公司新增授权发明专利 2 项，新增申请受理实用新型专利 5 项；截止 2025 年 6 月 30 日公司拥有发明专利 14 项，实用新型专利 46 项。

图 9：公司主要创新成果



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 10：公司主要荣誉资质



资料来源：公司官网，天风证券研究所

专注绿色制造，构建环保型羽绒产业链。作为羽绒行业龙头，公司专注于清洁生产工艺，自建日处理万吨的中水回用系统，生产过程中产生的废水经回用系统处理后循环利用，解决了羽绒羽毛生产加工行业废水排放对环境的污染问题的同时，节约了水资源。公司的环保生产工艺具备绿色环保、节能增效等优势，建有规模化、绿色环保厂区，并被工信部评定为国家级“绿色工厂”。

图 11：公司中水回用系统实景图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

功能性羽绒研发能力突出，高附加值产品带动盈利提升。销售单价看，相比于羽毛类产品（绒子含量 < 50%），公司羽绒类产品（绒子含量 ≥ 50%）的规格更高、各项指标更优，因此销售单价高于羽毛类产品。2022-2024 年公司主要产品销售单价均有明显提升，对收入具有正向贡献。此外，由于原料鹅绒供给相对较少，且同等规格下鹅绒产品蓬松度这一核心保暖指标更优，保暖性更强，导致鹅绒产品销售价格更高；毛利率看，2024 年主要产品毛利率均出现一定上涨，主要系受企业标准产品占比上升、市场价格上涨等原因，显示出功能性羽绒在市场中的溢价能力。

图 12：公司主要产品量价拆分及毛利率（单位：万元，吨，万元/吨，%）

产品		项目	2022年度	2023年度	2024年度
羽绒类产品	白鹅绒产品	销售收入	24,098.64	28,428.23	31,321.03
		销量	455.69	467.87	374.08
		YOY	-	2.67%	-20.05%
		销售单价	52.88	60.76	83.73
		YOY	-	14.90%	37.80%
		毛利率	32.49%	31.96%	36.64%
	白鸭绒产品	销售收入	31,252.93	35,226.90	44,071.25
		销量	1,089.79	1,193.68	1,090.78
		YOY	-	9.53%	-8.62%
		销售单价	28.68	29.51	40.4
		YOY	-	2.89%	36.90%
		毛利率	16.78%	15.07%	21.36%
	灰鹅绒产品	销售收入	1,812.83	7,049.28	4,751.14
		销量	37.22	111.47	55.85
		YOY	-	199.49%	-49.90%
		销售单价	48.7	63.24	85.07
		YOY	-	29.86%	34.52%
		毛利率	27.70%	29.38%	31.52%
	灰鸭绒产品	销售收入	8,376.08	11,416.78	15,708.91
		销量	361.22	443.92	454.64
YOY		-	22.89%	2.41%	
销售单价		23.19	25.72	34.55	
YOY		-	10.91%	34.33%	
毛利率		18.15%	12.43%	13.47%	
羽毛类产品		销售收入	29.51	180.09	-
		销量	1.96	37	-
		销售单价	15.06	4.87	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 募投资项目顺利推进，产能扩张打开成长空间

产能利用率较高，经营规模业内领先。公司聚焦于高规格羽绒产品，市场份额较高。根据中国羽绒工业协会统计，2022 年我国羽绒服装产量约 1.2 亿件，按照每件羽绒用量 100g 测算，公司向羽绒服装客户供货量约占羽绒服装理论市场用量的 12%，市场份额较高。公司经营规模在行业内较为领先，根据协会确认，我国羽绒羽毛生产加工行业中有千余家企业，其中规模较大的有上百家。协会综合选择其中 18 家企业作为行业指导价报价单位，系行业内第一梯队企业。在 18 家企业中，公司系四家骨干企业之一，经营规模领先。近年来公司产能利用率稳定在 85%+，2022-2024 年公司产能利用率分别为 85.10%、99.16% 和 90.64%，产量整体呈增长态势。

表 3：公司主要产品的产销量情况（单位：吨）

项目	2024 年度	2023 年度	2022 年度
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%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

募投资项目顺利推进，解决产能瓶颈。为充分抓住市场机遇，持续保持公司优势地位，2025

年 5 月公司首次公开发行股票并在主板上市，募集资金总额 6.04 亿元，净额 5.35 亿元。募集资金拟用于年产 2,800 吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）、技术与研发中心升级项目及补充流动资金。其中“年产 2,800 吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）”目前已在建设中，截止 2025 年 6 月 30 日投资进度达 7.95%，公司预计 2027 年 7 月 31 日达到可使用状态，达产后产能预计实现翻番，可满足下游客户对高规格羽绒产品的市场需求。未来，公司将继续深耕产业，在技术研发、检验检测、清洁生产等方面加大投入，进一步扩大生产经营规模，有望持续提升创新能力和市场占有率。

表 4：募集资金主要用途（单位：万元）

项目	投资规模	募集资金投资额
年产 2,800 吨功能性羽绒绿色制造项目(一期)	28,164.88	28,164.88
技术与研发中心升级项目	5,439.06	5,439.06
补充流动资金	16,500.00	16,500.00
合计	50,103.94	50,103.94

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

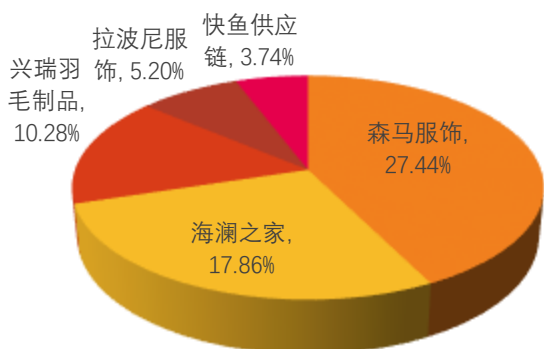
2.3. 聚焦中高端市场，客户结构稳定

公司客户结构良好。公司主要客户包括羽绒服装、羽绒寝具领域龙头企业，其中海澜之家连续多年中国服装行业市场销售额第 1 名，森马服饰旗下品牌巴拉巴拉在童装领域连续多年市场份额第 1 名，鸭鸭股份为 2022 年线上大众羽绒服装市场占有率第 1 名，罗莱生活床上用品连续多年市场综合占有率第 1 名，际华集团承担着 50%左右的军需、武警被装生产任务，波司登为国内羽绒服装市场销售额第 1 名。

与国内头部品牌合作稳健。羽绒是重要的功能性材料，其质量直接决定了下游制品的质量，且羽绒价值较高，羽绒成本占羽绒服总成本的 45%左右，因此客户选择羽绒供应商较为审慎，建立合作关系后不轻易更换。公司与主要客户的合作较为稳健，发展势头良好。

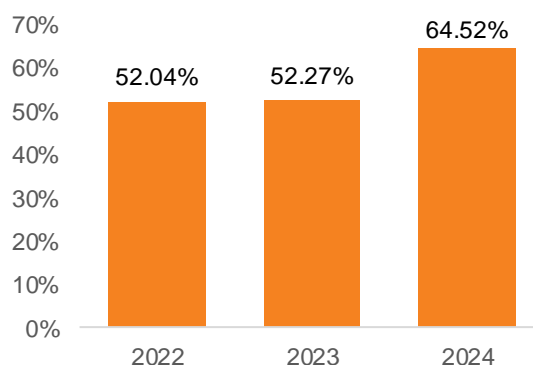
合作方式不断走深。公司是海澜之家合作较早、规模较大的供应商，这种品牌商直接采购的商业模式具有引领作用，提高了羽绒生产企业的产业链地位，该模式后续逐步在行业内推广；其次，基于良好的工艺水平，公司较深度地参与客户的企业标准的制定，推动产业链高质量发展。再次，基于良好的检测能力，获得与森马服饰的检测结果互认，互信水平与合作范畴不断提升。2022-2023 年度，公司的客户集中度整体较为稳定。2024 年度，客户集中度有所上升，主要系受羽绒材料市场价格上涨及客户需求预期影响，海澜之家、森马服饰等客户增加了采购。

图 13：2024 年公司前五大客户收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：2022-2024 年 CR5 客户集中度



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

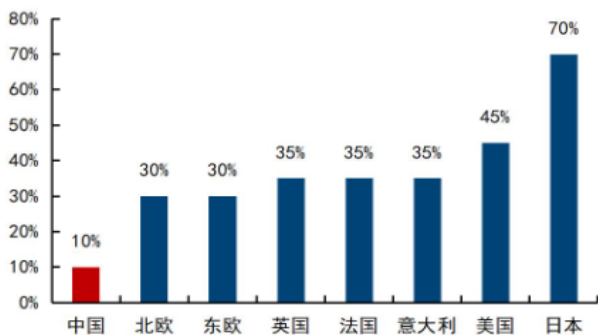
3. 行业：下游需求广泛，产能集中供给稳定

3.1. 需求端：四大领域需求共振，市场空间广阔

3.1.1. 羽绒服装：低渗透率、高客单价，量价有待提升

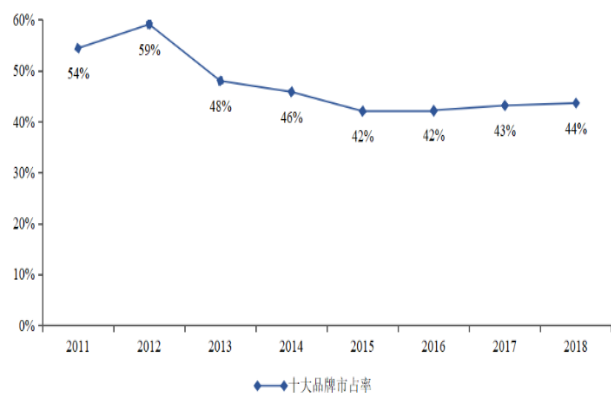
量：渗透率低，国产品牌市场集中度高。国内羽绒服装消费市场空间大，我国幅员辽阔，寒冷地区广布。除南方少数几个省份外，全国大部分省份冬季最低温度在0度及以下。根据华经产业研究院数据分析，2018年我国羽绒服装普及率不足10%，远低于欧美、日本等国家，需求端潜力较大。同时国内羽绒服装市场参与者主要分为国际、国产品牌。国际羽绒服品牌如加拿大鹅、Moncler等主要定位高端奢侈品市场，但由于销量较小因此羽绒产品用量较小。而国产羽绒服品牌，如波司登、海澜之家、森马服饰等定位中高端与大众化市场，羽绒产品用量大。根据中国服装协会统计数据显示，近年来我国国产羽绒服行业前十大品牌的占有率在40%-50%之间波动，行业集中度较高。

图 15：各国羽绒服普及率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

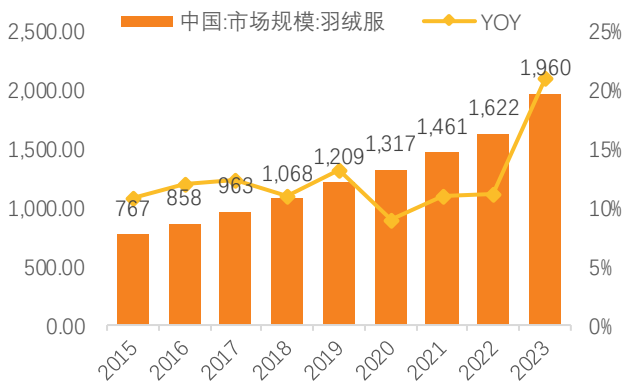
图 16：国产羽绒服十大品牌的总市占率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

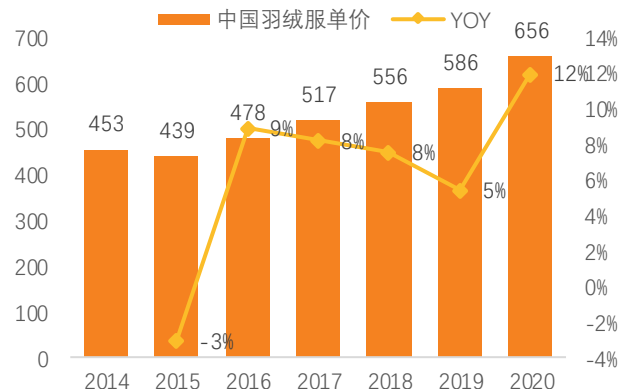
价：消费升级趋势明显，销售单价持续上升。随着人民生活水平的提高，消费升级的趋势在羽绒服消费方面有所体现，经多年发展，新一代羽绒服呈现面料多样化、装饰丰富化、外观时尚化，主打防寒之外兼具时尚元素，消费升级特征明显。一方面，在消费升级趋势下国内羽绒服市场总量保持着稳步增长的发展态势。据 wind 统计，2015-2023 年市场规模年均复合增长率为 12.4%，2023 年中国羽绒服市场规模达到 1960 亿元左右。另一方面，在消费升级趋势下近些年全国重点大型零售企业羽绒服销售单价持续上升，平均单价从 2014 年的 453 元上升至 2020 年的 656 元，增长了 44.8%。

图 17：中国羽绒服市场规模及增长（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：国内羽绒服销售单价统计（单位：元，%）

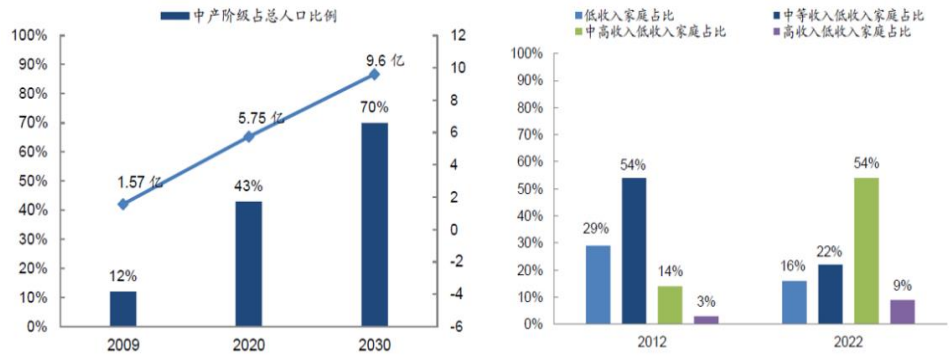


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 羽绒寝具：中产阶级扩容，替换需求增加

受益于中产阶级群体扩容，家纺迎来增量替换需求。根据国际羽绒协会统计数据，我国羽绒寝具普及率仅为5%，与日本和欧美发达国家相比普及率较低。随着我国经济的发展，人均可支配收入逐年提升，未来国内羽绒寝具市场具有较大的发展空间。按照 Brookings Institution 的统计数据，中国中产人群或有望从2020年的43%升至2030年的70%，群体规模将达9.6亿，成为消费的主力。随着以80/90后为代表的年轻群体的崛起，带来的消费习惯变化将对家纺产品的替换需求带来显著影响，将促进羽绒寝具的市场需求增长。

图 19：我国收入群体结构变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.3. 户外用品：市场景气度高，政策红利释放

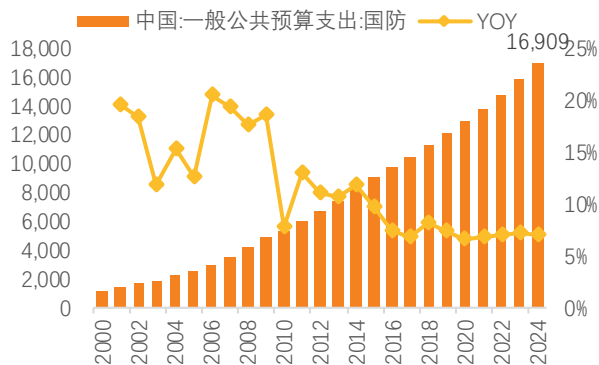
户外运动兴起，产业增长潜力大。我国户外用品市场伴随着户外运动的兴起而发展起来，我国广袤的土地和丰富的自然风光是户外产业发展的先天优势。虽然我国户外运动和户外用品产业起步较晚，伴随着国内生活水平和收入不断提高，冬奥会和登山攀岩纳入奥运项目等一系列利好因素，户外用品产业呈现出较强的增长潜力。

政策红利释放，我国户外运动市场景气度较高。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，产业规模明显扩大。通过实施品牌战略，我国将推动建立一批产业规模较大的冰雪产业集聚区，发展一批具有较高知名度和影响力、市场竞争力较强的冰雪产业企业，兴建一批复合型冰雪旅游基地和冰雪运动中心。这些都有利于我国冰雪运动装备企业的做大做强，进而带动羽绒产品需求的不断提升。

3.1.4. 军需被装：新型军需被装替换迎来新机遇

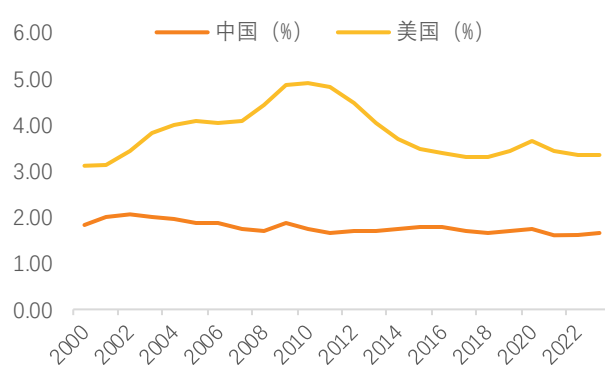
国防支出持续增长，军需被装替换带来增量需求。根据国家统计局，2015-2024年我国公共国防财政支出年复合增速7.1%，2024年我国公共国防财政支出为1.69万亿元，同比增长7.0%。随着我国国防支出持续增长，未来军需品规模将逐步提升。2021年12月，中华人民共和国国防部发布全军逐步换发21式新版作训服及作业服，其中冬款作训服对羽绒产品的需求较大，且系在该领域内首次使用功能性羽绒产品。军装行业过去经历了多轮军队换装，上一轮大规模换装是07式军服换装，主要更换内容为常服和礼服，21式换装的更换内容为新式作训服代替老式作训服以及新增作业服，其对高品质、高规格的羽绒产品的需求有所增长。因此，未来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 20：2000-2024 年我国国防财政支出及同比增速（万亿，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：2000-2023 年我国与美国国防支出占 GDP 比重的变化



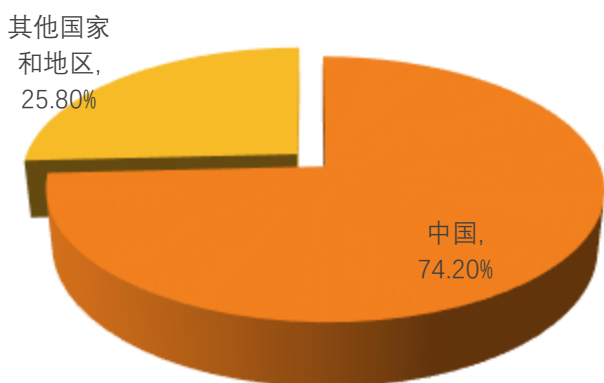
资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 供给端：全球产能集中于我国，规模优势凸显

原料供应丰富，产能全球领先。受饮食习惯、人口基数等因素影响，我国是世界上鸭、鹅养殖量最大的国家。《中国羽绒行业高质量发展白皮书（2019）》显示，据联合国粮农组织 FAO 报道，中国鸭的养殖量占全球 74.2%，鹅的养殖量占全球 93.2%，原毛是养殖屠宰业的副产品，较大的水禽屠宰量使我国羽绒羽毛生产加工行业拥有全球最丰富的原材料供应。目前羽绒羽毛材料的产能集中于我国，中国羽绒羽毛材料的年产量约为 40 万吨以上，占全球绝大部分市场份额，丰富的羽绒原料为中国羽绒行业提供了得天独厚的发展优势和升级空间。

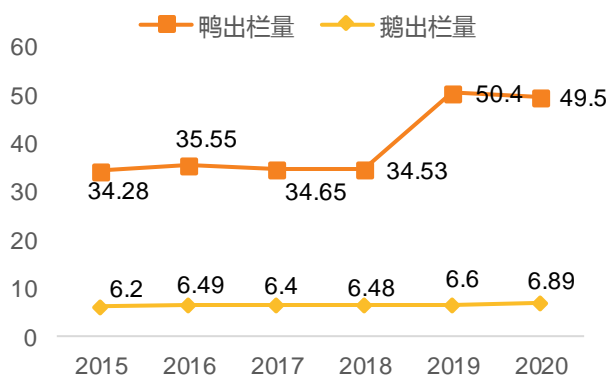
地域聚集性特征明显，产业集群具备区位优势。中国羽绒羽毛生产加工行业的市场格局和上游产业有较高的相关度，靠近上游养殖区域的地区更容易形成产业化集群，行业规模以上的企业主要集中在全国几大原毛产区及周边地区。羽绒羽毛材料及羽绒制品为当地特色优势产业，例如浙江省萧山区是全国最大的羽绒产业集群基地，诞生了柳桥集团、华英新塘等一批优质领先企业。

图 22：全球鸭的养殖分布占比



资料来源：招股说明书，中国羽绒工业协会，天风证券研究所

图 23：2015-2020 我国鸭、鹅出栏量（亿只）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

收入部分：我们预计公司 25-27 年公司收入分别为 10.0/12.0/14.1 亿元，同比增长 3.6%/20.2%/17.2%，其中：

分产品看，公司产能利用率仍有一定提升空间，预计 25 年鸭鹅绒产销量在低基数下降幅逐步收窄，公司与国内头部服饰品牌展开深度合作，有望受益于户外运动、可持续时尚等消费趋势，同时在行业羽绒产品单价上行背景下，我们预计公司未来三年鸭绒产品收入分别为 6.3/7.6/8.9 亿，鹅绒产品收入预计分别为 3.7/4.4/5.1 亿。

毛利率方面：预计企业标准产品占比上升、市场价格上涨、以及优化原材料配比等因素仍能推动毛利率上行，我们预计公司 25-27 年毛利率分别为 25.4%/26.1%/26.6%，其中鸭绒产品毛利率分别为 21.5%/22.5%/23.0%，鹅绒产品毛利率为 31.5%/32.0%/32.5%。

利润方面：公司规模生产预计将带来成本和费用不断优化，盈利有望延续增长态势，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 1.8/2.2/2.6 亿元，分别同比增长 5.2%/25.0%/18.4%。

表 5：收入拆分（亿元，%）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	966.7	1,001.6	1,204.4	1,411.5
YOY	16.42%	3.61%	20.24%	17.20%
毛利率	25.78%	25.40%	26.12%	26.59%
分产品				
鸭绒产品	597.80	625.46	760.12	893.32
YOY	28.17%	4.63%	21.53%	17.52%
毛利率	19.30%	21.50%	22.50%	23.00%
鹅绒产品	360.70	368.38	436.22	510.20
YOY	1.66%	2.13%	18.41%	16.96%
毛利率	36.00%	31.50%	32.00%	32.50%
其他业务	8.2	7.8	8.0	8.0
YOY	10.81%	-4.88%	2.97%	-0.96%
毛利率	50.90%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司主要生产高规格的羽绒产品，公司所处的行业属于纺织制造类中的其他纺织品大类，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南山智尚、兴业科技以及新澳股份作为可比上市公司，根据 wind 一致预测，2026 年可比公司 PE 均值为 24x，考虑公司在行业内领先的产能规模及稳定的客源，估值层面或可享受一定的估值溢价，给予公司 26 年 28-30xPE，对应目标价 30.8-33 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值

	公司简称	总市值（亿元）	PE		
			2025E	2026E	2027E
603889.SH	新澳股份	55.1	12.3	10.6	9.5
002674.SZ	兴业科技	40.7	33.6	24.8	20.2
300918.SZ	南山智尚	88.6	44.0	36.0	28.6
	平均值		30.0	23.8	19.4

资料来源：wind，天风证券研究所；注：采用 wind 一致预期，截至 25 年 12 月 9 日收盘价

5. 风险提示

宏观经济波动风险。公司经营业绩主要受宏观经济、国家产业政策、行业竞争情况、上游市场供给、下游市场需求等外部因素影响，未来若公司不能紧跟行业发展趋势、不能有效应对内外部挑战、不能满足客户日益多样化的需求、不能在细分领域保持竞争力，将可能面临经营业绩波动甚至经营业绩下滑的风险。

羽绒价格波动风险。羽绒价格受到上游屠宰业供给情况、下游羽绒制品行业需求情况、行业内企业库存储备情况等多种因素影响，呈现波动的态势。在上述背景下，原材料及羽绒产品市场价格的波动可能影响公司业绩。若原材料价格呈快速上涨趋势，可能导致公司毛利率下降；若市场价格呈快速下跌趋势，可能导致产品销售价格下降幅度大于成本下降幅度，进而使公司毛利率下降，净利润下降。

存货计提跌价准备风险。为快速响应客户的差异化需求，也为了应对原材料价格波动的风险，行业内企业普遍需要进行一定的存货储备。较大的存货余额会影响到公司的资金周转速度和经营活动现金流，降低资金使用效率。若未来市场发生较大不利变化，可能导致存货积压、计提存货跌价准备，进而对公司经营业绩产生不利影响。

新增产能消化风险。公司“年产 2,800 吨功能性羽绒绿色制造项目（一期）”达产后，公司的产能水平将出现较大幅度的增长。公司募投项目的产能是逐渐释放的，且产能增长基于公司对未来市场的合理预期，但如果未来行业政策、市场环境、下游市场需求等出现重大不利变化或者公司市场开拓不及预期，可能导致募投项目投产后新增产能不能及时消化的风险。

股票流动性风险。公司市值较小，日均成交额可能较低，可能导致机构投资者建仓和退出难度较大，股价波动性也可能更高。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	107.40	173.47	883.09	570.96	718.33
应收票据及应收账款	282.99	299.71	315.53	417.31	445.60
预付账款	117.37	154.70	53.68	219.60	113.80
存货	475.86	570.67	309.13	738.46	591.06
其他	8.44	16.31	9.35	14.28	12.40
流动资产合计	992.06	1,214.87	1,570.78	1,960.61	1,881.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	194.68	174.06	219.23	286.84	350.17
在建工程	0.66	0.00	50.00	75.00	87.50
无形资产	14.29	13.89	13.77	13.63	13.49
其他	2.08	9.37	8.56	7.54	6.48
非流动资产合计	211.72	197.32	291.55	383.02	457.64
资产总计	1,203.79	1,412.18	1,862.33	2,343.63	2,338.83
短期借款	246.52	158.12	150.00	100.00	50.00
应付票据及应付账款	131.70	234.51	25.99	326.25	107.20
其他	17.06	96.20	39.19	48.96	51.08
流动负债合计	395.28	488.84	215.18	475.21	208.29
长期借款	62.40	6.00	20.00	20.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.60	3.65	1.52	1.65	1.85
非流动负债合计	63.00	9.65	21.52	21.65	21.85
负债合计	458.28	498.48	236.70	496.86	230.14
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	143.37	143.37	628.38	628.38	628.38
留存收益	452.14	620.34	797.25	1,018.39	1,280.31
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	745.51	913.70	1,625.63	1,846.77	2,108.69
负债和股东权益总计	1,203.79	1,412.18	1,862.33	2,343.63	2,338.83

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	121.78	168.19	176.92	221.14	261.92
折旧摊销	15.09	16.63	17.73	22.21	26.71
财务费用	12.59	13.15	8.57	7.08	4.41
投资损失	(0.04)	(0.04)	(0.40)	0.25	0.11
营运资金变动	(161.61)	(94.41)	146.09	(398.34)	7.68
其它	6.64	28.90	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	(5.55)	132.42	348.91	(147.65)	300.83
资本支出	9.47	(9.31)	114.91	114.57	102.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(30.31)	(14.34)	(227.29)	(229.52)	(204.67)
投资活动现金流	(20.84)	(23.65)	(112.38)	(114.95)	(102.49)
债权融资	70.09	(76.35)	(61.92)	(49.54)	(50.96)
股权融资	0.00	0.00	535.01	0.00	0.00
其他	(0.87)	(0.15)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	69.22	(76.50)	473.09	(49.54)	(50.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	42.83	32.28	709.62	(312.13)	147.37

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	830.38	966.73	1,001.64	1,204.36	1,411.46
营业成本	647.08	717.50	747.22	889.73	1,036.21
营业税金及附加	4.40	4.84	5.56	6.53	7.51
销售费用	1.60	1.48	1.50	2.05	2.82
管理费用	13.90	17.38	20.03	27.70	31.05
研发费用	24.96	32.81	31.05	38.35	46.58
财务费用	12.94	13.57	8.57	7.08	4.41
资产/信用减值损失	(4.87)	(23.91)	(18.00)	(18.56)	(27.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.43)	(0.06)	0.40	(0.25)	(0.11)
其他	1.66	13.06	6.70	6.85	7.07
营业利润	121.86	168.23	176.79	220.96	261.88
营业外收入	0.00	0.05	0.27	0.27	0.15
营业外支出	0.09	0.09	0.15	0.09	0.10
利润总额	121.78	168.19	176.92	221.14	261.92
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	121.78	168.19	176.92	221.14	261.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	121.78	168.19	176.92	221.14	261.92
每股收益(元)	1.22	1.69	0.88	1.11	1.31

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	24.46%	16.42%	3.61%	20.24%	17.20%
营业利润	26.56%	38.05%	5.09%	24.98%	18.52%
归属于母公司净利润	25.53%	38.11%	5.19%	25.00%	18.44%
获利能力					
毛利率	22.07%	25.78%	25.40%	26.12%	26.59%
净利率	14.67%	17.40%	17.66%	18.36%	18.56%
ROE	16.34%	18.41%	10.88%	11.97%	12.42%
ROIC	17.06%	19.09%	18.83%	24.41%	18.67%
偿债能力					
资产负债率	38.07%	35.30%	12.71%	21.20%	9.84%
净负债率	28.03%	8.77%	-42.00%	-22.37%	-28.79%
流动比率	2.51	2.49	7.30	4.13	9.03
速动比率	1.31	1.32	5.86	2.57	6.19
营运能力					
应收账款周转率	3.15	3.32	3.26	3.29	3.27
存货周转率	1.98	1.85	2.28	2.30	2.12
总资产周转率	0.77	0.74	0.61	0.57	0.60
每股指标(元)					
每股收益	1.22	1.69	0.88	1.11	1.31
每股经营现金流	-0.06	1.33	1.74	-0.74	1.50
每股净资产	4.97	6.09	8.13	9.23	10.54
估值比率					
市盈率	21.89	15.85	30.25	24.20	20.43
市净率	5.38	4.39	3.29	2.90	2.54
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.96	18.07	14.45
EV/EBIT	0.00	0.00	22.77	19.67	15.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com