

贸易摩擦下 25 年未达之前激励目标，26 年销售有望恢复较快增长

核心观点

- **贸易摩擦之下 25 年经营整体保持平稳增长，但未达之前激励目标。**25 年公司收入同比增长 2%，归母净利润同比增长 3%，扣非归母净利润同比下降 16%，其中非经常性收益主要来自交易性金融资产的公允价值变动收入同比显著增加。25 年公司整体实现了稳健发展，但未达到之前市场预期和公司之前的激励目标。我们认为最主要的原因是中美贸易摩擦之下公司海外新产品（柬埔寨的保温硬箱和越南的水上产品为主）未达销售预期，同时费用刚性和人民币升值带来的汇兑损失增加进一步拖累了盈利。作为一家整体规模体量还不是很大的细分龙头，短期贸易摩擦对公司报表的影响还是比较明显的。
- **26 年一季报收入呈现一定提速态势。**一季度公司收入同比增长 6%，环比呈现一定提速，但受财务费用明显增长等拖累（我们判断主要是人民币升值引发汇兑损失同比增加），导致归母净利润同比下降 25%。我们预计在 26 年贸易环境相对正常的情况下，公司海外基地新产品将重新步入放量阶段，26 年收入有望呈现较快增长。
- **公司同步公告激励计划的修订稿，给 26 年经营业绩更务实的指引。**公告显示。公司将 24 年限制性激励计划中的 26 年业绩考核目标改为 26 年扣非净利润不低于 1.77 亿元，对应同比增长 24%（考核权重占比 35%）、收入不低于 12.2 亿元，对应同比增长 19%（考核权重占比 65%）。此前在 24 年底公司发布的激励计划中，对应 26 年的行权条件要求为收入和扣非净利润分别不低于 20 亿元（权重占比 60%）和 3.74 亿元（权重占比 40%）。站在 4 月底这样的时点，我们预计公司 26 年订单的能见度相对是更高的，修订后的考核目标将成为 26 年经营更为务实的指引。
- **中长期看，我们依然看好公司作为户外用品行业细分龙头的竞争力。**对其垂直一体化业务模式下依托同类客户、核心原料和技术基础不断拓展产品品类带来的成长空间抱有积极期待。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年年报和 26 年一季报，我们下调公司 26-27 年的盈利预测，同时新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.48、1.84 和 2.12 元（原预测 26-27 年分别为 2.68 和 3.47 元），参考可比公司，给予 2026 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 28.12 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：地缘动荡引发的上游原料价格上涨超出市场预期、汇率波动等。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,002	1,024	1,257	1,493	1,673
同比增长(%)	21.7%	2.1%	22.8%	18.8%	12.1%
营业利润(百万元)	222	224	247	305	351
同比增长(%)	50.8%	0.6%	10.3%	23.6%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	185	191	210	260	300
同比增长(%)	41.7%	3.4%	9.8%	23.9%	15.2%
每股收益(元)	1.31	1.35	1.48	1.84	2.12
毛利率(%)	33.7%	32.3%	31.5%	31.8%	32.5%
净利率(%)	18.5%	18.7%	16.7%	17.4%	17.9%
净资产收益率(%)	9.5%	9.0%	9.1%	10.3%	10.8%
市盈率	18.9	18.3	16.7	13.5	11.7
市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

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	增持（维持）
股价（2026年04月30日）	25.39 元
目标价格	28.12 元
52 周最高价/最低价	34.43/21.44 元
总股本/流通 A 股（万股）	14,154/14,035
A 股市值（百万元）	3,594
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 05 月 06 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.28	11.75	-2.5	-1.31
相对表现%	0.84	4.73	-4.65	-28.81
沪深 300%	0.44	7.02	2.15	27.5



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

业绩超预期，海外产能逐步放量 2025-05-11

根据 25 年年报和 26 年一季报以及地缘动荡引发的上游涨价等情况，我们下调公司 26-27 年的盈利预测（主要下调了箱包类和其他主营产品（水上用品为主）的销售收入、下调了箱包类和水上用品的毛利率，上调了销售费用率），同时新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.48、1.84 和 2.12 元（原预测 26-27 年分别为 2.68 和 3.47 元），参考可比公司，给予 2026 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 28.12 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 4 月 30 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
伟星股份	002003	10.00	0.54	0.58	0.66	0.73	18	17	15	14
三夫户外	002780	16.77	0.32	0.57	0.74	0.92	52	29	23	18
安踏体育	2020.HK	75.63	4.86	5.27	5.71	6.23	16	14	13	12
申洲国际	2313.HK	43.62	3.88	4.07	4.44	4.76	11	11	10	9
李宁	2331.HK	18.85	1.14	1.17	1.32	1.49	17	16	14	13
探路者	300005	16.66	0.09	0.19	0.29	0.36	186	89	58	46
调整后平均								19	16	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 地缘动荡引发的上游原料价格上涨超出市场预计、汇率波动等

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	181	371	410	475	650	营业收入	1,002	1,024	1,257	1,493	1,673
应收票据、账款及款项融资	194	203	206	245	274	营业成本	664	693	860	1,018	1,129
预付账款	8	7	13	15	17	销售费用	24	28	31	36	40
存货	290	324	367	435	482	管理费用	71	75	82	94	102
其他	735	645	635	637	638	研发费用	36	43	51	59	67
流动资产合计	1,408	1,550	1,631	1,806	2,060	财务费用	(13)	(2)	11	4	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	9	12	11	13
固定资产	678	734	796	821	811	公允价值变动收益	(1)	35	30	30	30
在建工程	55	48	160	240	290	投资净收益	25	17	20	20	20
无形资产	187	196	191	186	181	其他	(7)	(6)	(12)	(16)	(18)
其他	23	14	5	5	5	营业利润	222	224	247	305	351
非流动资产合计	942	991	1,151	1,251	1,286	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	2,350	2,541	2,783	3,056	3,347	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	0	0	13	13	13	利润总额	219	222	245	303	349
应付票据及应付账款	226	238	243	287	318	所得税	30	29	33	40	46
其他	70	79	77	85	93	净利润	190	192	212	263	303
流动负债合计	295	317	333	385	425	少数股东损益	5	1	2	3	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	185	191	210	260	300
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.31	1.35	1.48	1.84	2.12
其他	15	14	14	14	14						
非流动负债合计	15	14	14	14	14	主要财务比率					
负债合计	310	330	346	399	438		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	6	8	10	12	15	成长能力					
实收资本(或股本)	142	142	142	142	142	营业收入	21.7%	2.1%	22.8%	18.8%	12.1%
资本公积	878	883	897	897	897	营业利润	50.8%	0.6%	10.3%	23.6%	15.1%
留存收益	1,014	1,178	1,388	1,607	1,854	归属于母公司净利润	41.7%	3.4%	9.8%	23.9%	15.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,040	2,211	2,436	2,657	2,908	毛利率	33.7%	32.3%	31.5%	31.8%	32.5%
负债和股东权益总计	2,350	2,541	2,783	3,056	3,347	净利率	18.5%	18.7%	16.7%	17.4%	17.9%
						ROE	9.5%	9.0%	9.1%	10.3%	10.8%
						ROIC	9.2%	9.1%	9.6%	10.5%	11.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	13.2%	13.0%	12.4%	13.1%	13.1%
净利润	190	192	212	263	303	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	35	55	55	61	64	流动比率	4.77	4.90	4.91	4.69	4.85
财务费用	(13)	(2)	11	4	2	速动比率	3.79	3.87	3.78	3.51	3.64
投资损失	(25)	(17)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(66)	(20)	(51)	(68)	(54)	应收账款周转率	6.2	5.3	6.2	6.7	6.5
其它	36	(4)	(10)	(19)	(17)	存货周转率	2.6	2.3	2.5	2.5	2.3
经营活动现金流	157	204	197	221	279	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
资本支出	(163)	(106)	(224)	(160)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.31	1.35	1.48	1.84	2.12
其他	(130)	83	50	50	50	每股经营现金流	1.11	1.44	1.39	1.56	1.97
投资活动现金流	(293)	(23)	(174)	(110)	(50)	每股净资产	14.37	15.56	17.15	18.69	20.44
债权融资	(2)	(2)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(5)	5	14	0	0	市盈率	18.9	18.3	16.7	13.5	11.7
其他	(19)	(19)	2	(46)	(54)	市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
筹资活动现金流	(26)	(16)	16	(46)	(54)	EV/EBITDA	10.6	9.3	8.3	7.0	6.2
汇率变动影响	1	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.4	11.7	10.0	8.4	7.3
现金净增加额	(161)	163	38	65	175						

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

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。