

扬州金泉 (603307)

证券研究报告
2023年02月21日

卡位高景气赛道，绑定核心客户，扩产打开空间

扬州金泉是中国知名的户外装备制造制造商，主要以 OEM 和 ODM 生产方式经营多个国际著名户外品牌。公司主要从事户外用品的研发、设计、生产和销售，主要产品为帐篷、睡袋、户外服装、背包等户外用品。公司产品 90% 以上出口至欧洲、北美等地，与国际知名户外用品企业建立长期稳定的合作关系，积累优质的全球客户资源。

户外市场东风直上，营收规模稳步提升。2022 9M 公司营收 8.61 亿,同增 54.44%。**分品类看，帐篷收入占比稳步提升。**2022H1 帐篷销售额为 3.07 亿元，同增 110.3%，2018-2022H1 占比由 29.1%逐步增长至 53.5%；睡袋销售额为 1.65 亿元，同增 21.3%；服装销售额为 0.68 亿元，同增 7.9%；背包销售额为 0.16 亿元，同增 16%。

分业务看，附加值及毛利率更高的 ODM 收入占比呈上升态势。2022H1 ODM 收入为 2.47 亿元，同增 60.69%，2018-2022H1 占比由 38.4%增长至 43.3%。2022H1 OEM 收入为 3.24 亿元，同增 52.26%。

分地区看，北美地区收入占比逐年提升。2022H1 公司收入占比 98%以上来自北美、欧洲等地区，其中北美地区占比 56.74%，欧洲地区占比 22.52%。2022H1 北美地区销售额 3.24 亿元，同增 69.8%，2018-2022H1 占比由 43.24%增长至 56.74%。

主要客户集中度高且逐年提升。22H1 前六大客户占比 82%，较 18 年增长 6.8pct，其中前六大客户分别占比 36.5%/18.8%/12.7%/5.5%/4.8%/3.7%。

2022 9M 公司归母净利润 2.10 亿元，同增 192.1%，毛利率、归母净利率稳步提升。22 9M 公司毛利率为 24.4%，较 21 年全年+11.4pct；归母净利率为 27.1%，较 21 年全年+5.9pct。

全球户外用品行业稳定增长，国内市场高速增长。全球户外运动用品电商市场 2024 年预期达 1098 亿美元，欧美市场占据重要地位。中国户外运动用品市场近年来高速发展，2011 年-2019 年国内户外用品零售 CAGR 为 11.12%。目前国内户外运动用品行业低端品牌逐步退出市场，资源向头部品牌集中，市场集中度稳中有升。

优质供应管理能力满足客户多品类快速生产需求。客户会根据消费者偏好不断丰富产品线，创新产品，公司具备丰富的行业经验以及良好的供应管理能力以满足客户多品类产品快速生产的需求。同时公司与供应链上游原材料供应商保持着稳定可持续的合作关系，针对客户需求做出快速的反应和调整，实现生产效益和生产规模的优化。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司深耕户外用品细分领域，全球户外用品行业稳定增长；绑定优质国际大客户，伴随募投项目产能释放，我们预计 2022-2024 收入分别为 10.94 亿、12.56 亿、14.45 亿元人民币，归母净利分别为 2.41 亿、2.56 亿、3.07 亿元人民币，EPS 分别为 3.60、3.82、4.58 元人民币/股。

风险提示：客户集中度较高；原材料价格波动；募投项目进度不及预期；贸易政策变化；汇率波动；行业竞争加剧；股价短期波动等风险。

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	59.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	67.00
流通 A 股股本(百万股)	16.75
A 股总市值(百万元)	3,986.50
流通 A 股市值(百万元)	996.63
每股净资产(元)	13.75
资产负债率(%)	22.66
一年内最高/最低(元)	59.50/37.25

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	596.97	775.67	1,094.46	1,256.44	1,444.91
增长率(%)	0.23	29.93	41.10	14.80	15.00
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	277.97	293.97	350.50
归属母公司净利润(百万元)	59.52	101.09	241.26	255.84	307.18
增长率(%)	(28.07)	69.84	138.67	6.04	20.07
EPS(元/股)	0.45	0.32	3.60	3.82	4.58
市盈率(P/E)	132.22	185.94	16.52	15.58	12.98
市净率(P/B)	10.69	8.42	4.17	2.88	2.36
市销率(P/S)	6.68	5.14	2.73	3.17	2.76
EV/EBITDA	0.00	0.00	8.88	9.93	7.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 深耕户外装备二十余载，绑定海外大客户高速发展	5
1.1. 专注户外用品细分领域，股权结构稳定	6
1.2. 户外市场东风直上，营收规模稳步提升	7
1.3. 22 9M 归母净利润同增 192%，持续盈利能力较强	9
1.4. 海内外共四个生产基地，产能利用率持续提升	11
2. 户外用品行业向好，国内市场蓬勃发展	12
2.1. 全球户外用品行业稳定增长，国内市场高速增长	12
2.2. 上游充分竞争，下游需求旺盛带动制造行业发展	13
3. 优质客户资源丰富，研发能力护航企业发展	14
3.1. 知名客户粘性高，合作关系长期稳定	14
3.2. 研发能力强，具备产品结构搭建优势	15
3.3. 强化产品质量管控，满足客户需求	15
4. 收入拆分及盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司主营产品	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司部分股权结构图（截至 2023 年 2 月 20 日）	6
图 4: 公司营收自 2018 年 4.91 亿元波动增长至 2021 年 7.76 亿元	7
图 5: 2020Q1-2022Q2 公司主营业务收入及 YOY	7
图 6: 2018-2022H1 分产品收入（亿元）	8
图 7: 2018-2022H1 产品收入占比	8
图 8: 2018-2022H1 分业务收入（亿元）	8
图 9: 2018-2022H1 业务收入占比	8
图 10: 2018-2022H1 分地区收入（亿元）	8
图 11: 2018-2022H1 地区收入占比	8
图 12: 22H1 前六大客户占比 82%，较 18 年提升 6.8pct	9
图 13: 2018-2022H1 前六大客户占比	9
图 14: 2018-2022 9M 归母净利润（亿元）及 YOY	9
图 15: 公司毛利率、净利率稳步提升，持续盈利能力较强	9
图 16: 2018-2022H1 分产品毛利率	10
图 17: 2018-2022H1 分业务毛利率	10
图 18: 公司整体费控良好，营运能力稳步提升	11
图 19: 据 Statista 统计数据，2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元	13
图 20: 据中国纺织品商业协会户外用品分会，2011 年-2019 年年度复合增长率为 11.12%	13

图 21: 户外用品产业链.....	13
图 22: 公司客户介绍.....	14
图 23: 公司开发中心.....	15
图 24: 扬州金泉生产质量管理照片.....	15
表 1: 产能及产能利用率情况.....	12
表 2: 户外用品分类.....	12
表 3: 收入拆分.....	16
表 4: 可比公司估值分析 (截至 2023 年 2 月 20 日).....	17

1. 深耕户外装备二十余载，绑定海外大客户高速发展

扬州金泉是中国知名的户外装备制造商，从事户外装备制造业已有 20 多年的历史，主要以 OEM 和 ODM 生产方式经营多个国际著名户外品牌。公司总部设立在江苏扬州，凭借长江三角纺织产业完整成熟的供应链，以及与国外高端物料供应商建立长期合作关系，把控前端，在原料的品质，功能，价格严格筛选，灵活配合提供多样选择，同时帮助客户节省时间和成本。

公司主要从事户外用品的研发、设计、生产和销售，主要产品为帐篷、睡袋、户外服装、背包等户外用品。

图 1：公司主营产品

产品类型	产品图片	销售的主要关联品牌
帐篷		Coleman (科勒曼)、The North Face (北面)、Bergans (博根斯)、Mont-bell (梦倍路)、Salewa (沙乐华)、REI(安伊艾)、Camp (坎普)、Helsport 等
睡袋		Coleman (科勒曼)、The North Face (北面)、Fjallraven (瑞典北极狐)、Bergans (博根斯)、Mont-bell (梦倍路)、Salewa (沙乐华)、REI (安伊艾)、Mammut (猛犸象)、Torpedo7、Mountain Designs 等
服装		Fjallraven (瑞典北极狐)、Bergans(博根斯)、Salewa (沙乐华)、Elevenate、Klattermusen (攀山鼠)、Mountain Designs、Rab(睿坡) 等
背包		Fjallraven(瑞典北极狐)、Rab(睿坡)等

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

绑定国际户外品牌建立长期合作，积累优质客户资源。公司主要以 ODM/OEM 的模式为全球客户提供高品质户外用品，客户旗下主要品牌有 Coleman（科勒曼）、TheNorthFace（北面）、Fjallraven（瑞典北极狐）、Salewa（沙乐华）、Bergans（博根斯）等。公司产品 90% 以上出口至欧洲、北美等境外国家和地区，与国际知名户外用品企业建立长期稳定的合作关系，积累优质的全球客户资源。

1.1. 专注户外用品细分领域，股权结构稳定

公司专注户外用品二十余载。1998 年意大利籍商人里查德·瓦萨克设立“扬州金泉旅游用品有限公司”，主力生产帐篷和睡袋。2002 年扬州金泉设立第二分厂生产帐篷，2003 年设立背包和成衣生产线。2008 年与瑞典 Fenix 集团合资经营，开辟零售和批发销售渠道。2016 年金泉越南（广治）生产基地成立。2020 年 PEAK（广南）帐篷生产基地成立。如今在中国和越南一共建立了四个生产基地，拥有帐篷，睡袋，户外夹克，羽绒服，背包等户外装备的生产线。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定。公司实际控制人为林明稳，持有公司 41.23% 股份，第二大股东李宏庆持股 33.40%；林明稳的配偶与李宏庆的兄弟为父女关系。公司对金泉（越南）旅游用品有限公司和金泉（香港）旅游用品有限公司 100% 持股，对江苏飞耐时户外用品有限公司持有 50% 股份。江苏飞耐时为公司与 Fenix Outdoor AB 共同设立，获得了 Fenix Outdoor AB 所拥有部分国际品牌在中国境内的独家经营权。

图 3：公司部分股权结构图（截至 2023 年 2 月 20 日）



资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

1.2. 户外市场东风直上，营收规模稳步提升

公司营收自 2018 年 4.91 亿元波动增长至 2021 年 7.76 亿元。2022 9M 营收为 8.61 亿元，同增 54.4%，主要系户外市场持续景气，公司户外装备类如帐篷、睡袋等产品与户外行业变化趋势相关性较强，产品销售收入持续实现大幅增长。

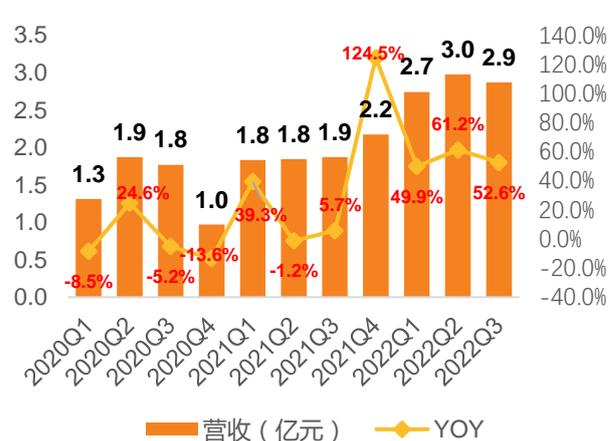
分季度看，公司 22Q3 收入 2.9 亿，同增 52.6%。2019 年和 2020 年公司 Q1-Q3 主营业务收入占比分别为 81.1%和 83.6%，占比相对较高，存在一定的季节性。通常 Q3 为出货量最旺的季度，Q1、Q2 次之，Q4 通常低于其他三个季度。21 年 Q4 收入大幅增长主要系 21Q3 扬州地区发生疫情，订单大量推迟到 Q4。

图 4：公司营收自 2018 年 4.91 亿元波动增长至 2021 年 7.76 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

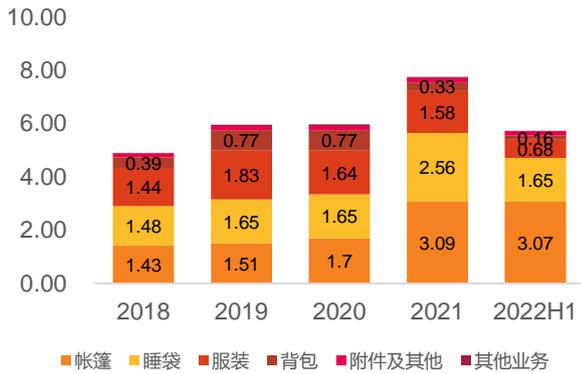
图 5：2020Q1-2022Q2 公司主营业务收入及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

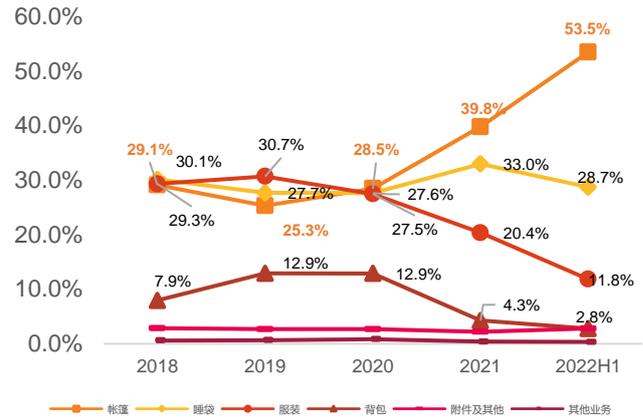
分品类看，帐篷收入占比稳步提升。2018-2022H1 帐篷销售额为 1.43/1.51/1.70/3.09/3.07 亿元，同比+5.6%/+12.6%/+81.8%/+110.3%，占比由 29.1%逐步增长至 53.5%；睡袋销售额为 1.48/1.65/1.65/2.56/1.65 亿元，同比+11.5%/0.0%/+55.2%/+21.3%，占比由 30.1%逐步减少至 28.7%；服装销售额为 1.44/1.83/1.64/1.58/0.68 亿元，同比+27.1%/-10.4%/-3.7%/+7.9%，占比由 29.3%逐步减少至 11.8%；背包销售额为 0.39/0.77/0.77/0.33/0.16 亿元，同比+97.4%/0.0%/-57.1%/+16.0%，占比由 7.9%逐步减少至 2.8%。

图 6：2018-2022H1 分产品收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

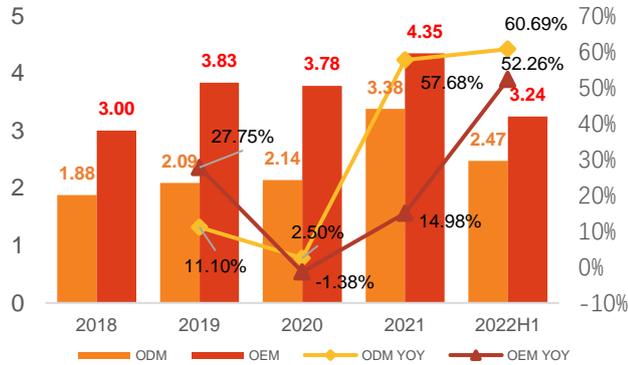
图 7：2018-2022H1 产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

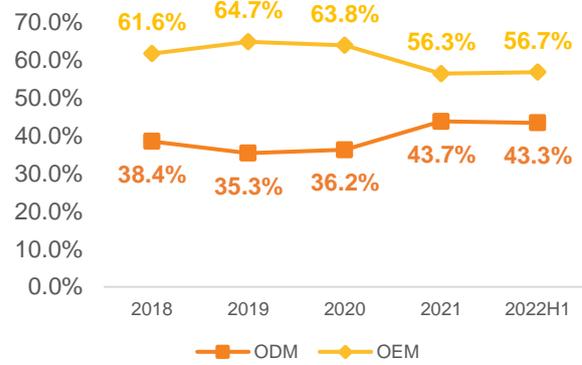
分业务看，附加值及毛利率更高的 ODM 收入占比呈上升态势。2018-2022H1 ODM 收入分别为 1.88/2.09/2.14/3.38/2.47 亿元，同比+11.10%/+2.50%/+57.68%/+60.69%，占比由 38.4% 增长至 43.3%。2018-2022H1 OEM 收入分别为 3.00/3.83/3.78/4.35/3.24 亿元，同比+27.75%/-1.38%/+14.98%/+52.26%，占比由 61.6%减少至 56.7%。

图 8：2018-2022H1 分业务收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 9：2018-2022H1 业务收入占比

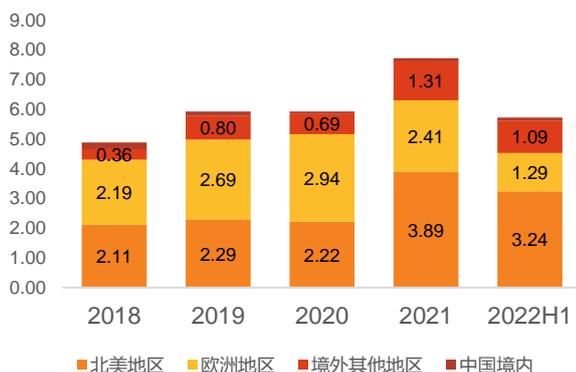


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

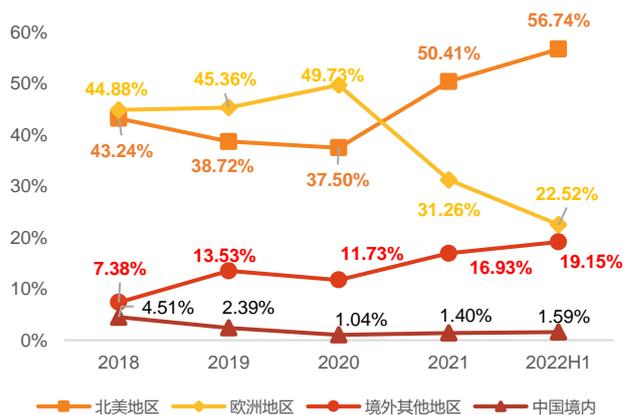
分地区看，北美地区及境外其他地区收入占比逐年提升。2022H1 公司收入占比 98%以上来自中国境外的北美、欧洲等地区，其中北美地区占比 56.74%，欧洲地区占比 22.52%。2018-2022H1 北美地区销售额分别为 2.11/2.29/2.22/3.89/3.24 亿元，同比+8.7%/-3.2%/+75.3%/+69.8%，占比由 43.24%增长至 56.74%；欧洲地区销售额分别为 2.19/2.69/2.94/2.41/1.29 亿元，同比+22.6%/+9.6%/-18.0%/+9.1%，占比由 44.88%减少至 22.52%；境外其他地区销售额分别为 0.36/0.80/0.69/1.31/1.09 亿元，同比+122.5%/-13.3%/+88.2%/102.7%，占比由 7.38%增长至 19.15%；中国境内销售额分别为 0.22/0.14/0.06/0.11/0.09 亿元，同比-35.65%/-56.6%/+75.7%/82.1%，占比由 4.51%减少至 1.59%。

图 10：2018-2022H1 分地区收入（亿元）

图 11：2018-2022H1 地区收入占比



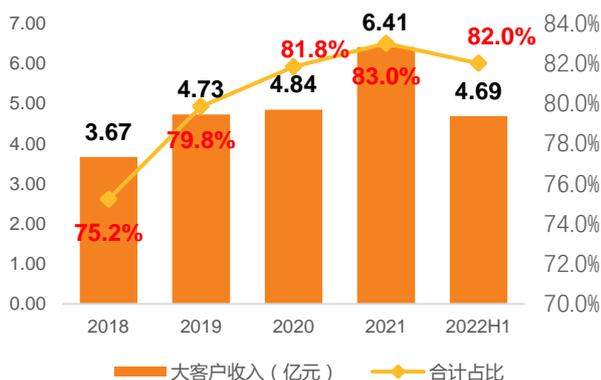
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

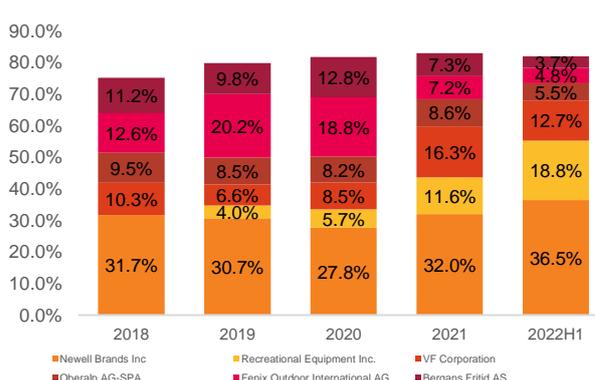
主要客户集中度高且逐年提升。22H1 前六大客户占比 82%，较 18 年提升 6.8pct，其中前六大客户分别占比 36.5%/18.8%/12.7%/5.5%/4.8%/3.7%。

图 12：22H1 前六大客户占比 82%，较 18 年提升 6.8pct



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 13：2018-2022H1 前六大客户占比



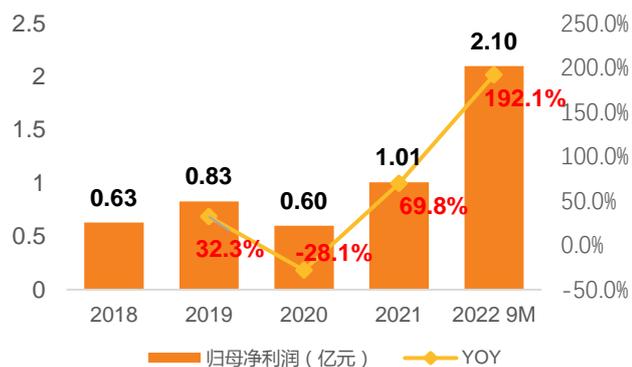
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3. 22 9M 归母净利润同增 192%，持续盈利能力较强

2022 9M 公司归母净利润 2.10 亿元，同增 192.1%，毛利率、归母净利率稳步提升。2018-2022 9M 归母净利润分别为 0.63/0.83/0.60/1.01/2.10 亿元，同比 +32.3%/-28.1%/+69.8%/+192.1%。公司毛利率为 12.7%/13.9%/10.0%/13.0%/24.4%；归母净利率为 18.4%/20.9%/21.3%/21.2%/27.1%。公司毛利率、净利率稳步提升，持续盈利能力较强。

图 14：2018-2022 9M 归母净利润 (亿元) 及 YOY

图 15：公司毛利率、净利率稳步提升，持续盈利能力较强



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

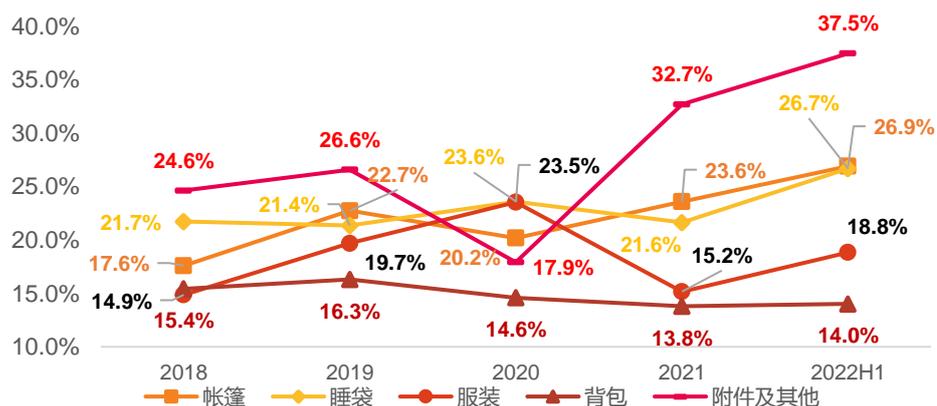
分品类看, 2018-2022H1 帐篷毛利率分别为 17.6%/22.7%/20.2%/23.6%/26.9%, 22H1 较 21 年全年增长 3.3pct, 主要系公司对主要客户帐篷订单增多, 部分客户销售价格较高, 对公司采购量增加。

睡袋毛利率分别为 21.7%/21.4%/23.6%/21.6%/26.7%, 22H1 较 21 年增长 5.1pct, 主要系公司主要客户 Recreational Equipment Inc. 销售金额占比上升, 毛利率贡献增加。

背包毛利率分别为 15.4%/16.3%/14.6%/13.8%/14.0%, 22H1 较 21 年增长 0.2pct, 22H1 背单位售价、单位成本均有所降低, 主要系公司销售背包中 Kanken Mini 销售占比有所提高所致。

服装毛利率分别为 14.9%/19.7%/23.5%/15.2%/18.8%, 22H1 服装毛利率较 21 年增长 3.7pct, 主要系公司主要客户 Oberalp AG-SPA 销售占比超过 30%, 毛利率较高的新款增多和产品结构变化。

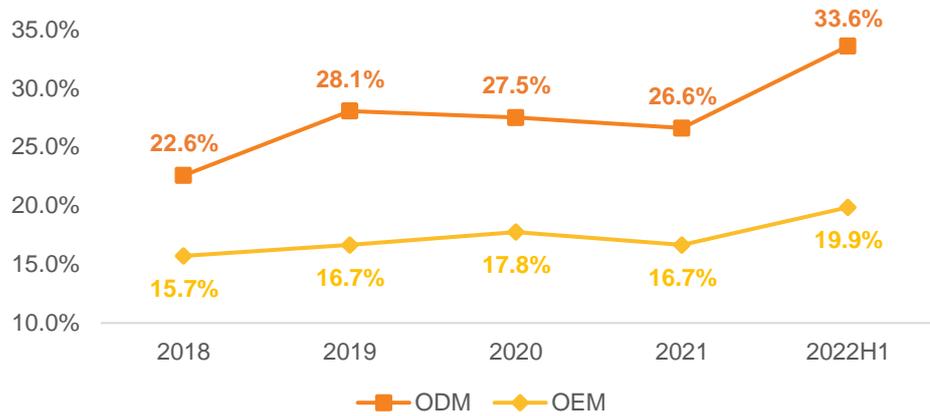
图 16: 2018-2022H1 分产品毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

分业务看, 2018-2022H1 ODM 毛利率分别为 22.6%/28.1%/27.5%/26.6%/33.6%, 22H1 较 21 年增长 7.0pct; OEM 毛利率分别为 15.7%/16.7%/17.8%/16.7%/19.9%, 22H1 较 21 年增长 3.2pct。

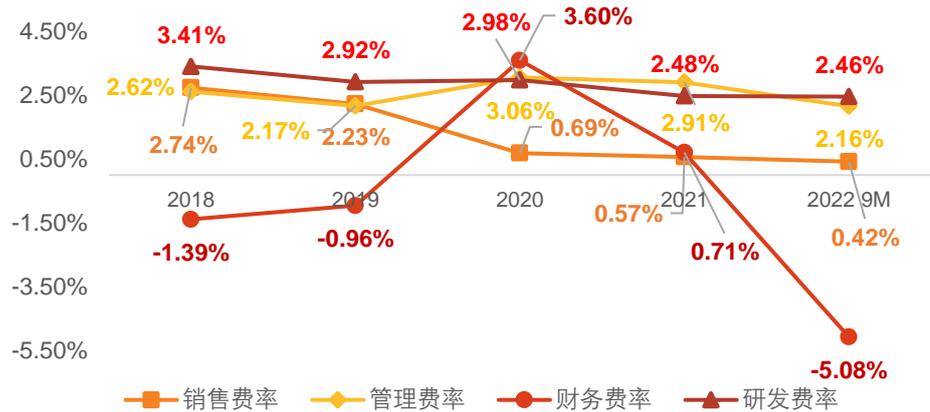
图 17: 2018-2022H1 分业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司整体费控良好，营运能力稳步提升。2018-2022 9M 销售费率分别为 2.74%/2.23%/0.69%/0.57%/0.42%，管理费率为 2.62%/2.17%/3.06%/2.91%/2.16%，研发费率分别为 3.41%/2.92%/2.98%/2.48%/2.46%，财务费率分别为 -1.39%/-0.96%/3.60%/0.71%/-5.08%。

图 18：公司整体费控良好，营运能力稳步提升



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 海内外共四个生产基地，产能利用率持续提升

产能建设：目前在中国和越南一共拥有四个生产基地和一个生产制造研发中心，拥有帐篷，睡袋，服装，背包等户外装备的生产线。1998 年建厂后，于 2002 年设立第二分厂并不断扩充生产线，增设生产系统和加工设备。2016 年，金泉越南（广治）生产基地成立。2020 年，PEAK（广南）帐篷生产基地成立。2021 年，扬州金泉设立生产制造研发中心。

产能规模：22H1 半年产能中，帐篷、睡袋、背包、服装产能分别为 22 万顶/80 万条/55 万套/14 万件，分别同比+29.4%/0%/0%/+33.3%，近年产能呈现增长态势主要系 19、20 年子公司越南金泉生产设备投入增加、20 年收购 PEAK 公司。2021 年背包/服装产能有所下降主要系公司根据订单情况，将部分缝纫设备调整用于生产帐篷及睡袋。

产能利用率：22H1 帐篷，睡袋，背包，服装产能利用率分别为 87.39%，85.40%，51.16% 和 99.49%，较 21 年全年同增 9.66pct，11.5pct，15.77pct 和 15.17pct。公司产量大于自产产量，主要原因为公司存在部分产品委外加工及外包生产。

表 1: 产能及产能利用率情况

项目		2019	2020	2021	2022H1
帐篷	产能	21	24	38	22
	自产产量	19.37	17.41	29.54	19.23
	产能利用率	92.24%	72.55%	77.73%	87.39%
睡袋	产能	135	135	160	80
	自产产量	110.18	98.96	118.23	68.32
	产能利用率	81.62%	73.30%	73.90%	85.40%
背包	产能	105	120	110	55
	自产产量	92.19	102.18	38.93	28.14
	产能利用率	87.80%	85.15%	35.39%	51.16%
服装	产能	32	27	26	14
	自产产量	29.59	19.48	21.92	13.93
	产能利用率	92.48%	72.15%	84.32%	99.49%

资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

2. 户外用品行业向好, 国内市场蓬勃发展

2.1. 全球户外用品行业稳定增长, 国内市场高速增长

随着大众积极参与健身活动、培养亲近大自然的生活方式, 户外用品行业实现了快速的发展。户外用品在消费群体、产品功能、应用环境上具有自身的特点, 兼具了体育用品、旅游用品、休闲用品的特征。根据使用用途, 户外用品分为户外服装、户外用鞋及户外装备三大类别。

表 2: 户外用品分类

类别	产品
户外服装	衣、裤等。
户外用鞋	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
户外装备	登山包、旅行包、骑行包、背架包等;
	帐篷、睡袋、垫子、帷帐等; 手表、炉具、灯具、刀具、绳索、登山杖、头盔等。

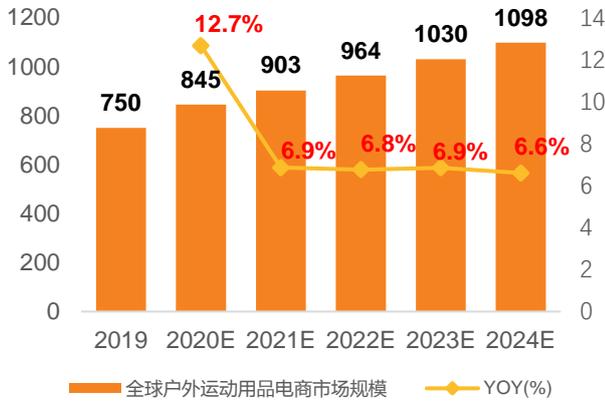
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

国际市场规模较大且增速稳定。2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元, 2024 年预期达到 1098 亿美元, 2019-2024CAGR 为 7.92%。根据美国户外行业协会(OIA) 统计数据, 2017 年美国消费者在户外运动中的支出为 8868 亿美元, 其中户外运动装备和用品支出为 1845 亿美元; 2018 年, 美国至少有 1.518 亿人参与了一项户外运动, 较上一年增加了 570 万; 占美国人口 50.5% 的人群参与了户外活动, 同比增长 3.1%, 户外休闲产业成为第三大消费支出产业, 仅次于金融服务保险业和医疗门诊业。

中国户外用品市场快速成长。从 20 世纪 50 年代开始, 中国户外用品市场经历了萌芽、初创、培育、发展阶段, 近年来发展迅速。受益于经济增长和人口基数红利, 我国户外运动用品市场在近 20 年中逐步成长为全球户外运动用品的主要市场之一。据中国纺织品商业协会户外用品分会(COCA), 2011 年-2019 年, 中国户外用品零售总额从 107.60 亿元增长

至 250.20 亿元，CAGR 为 11.12%。

图 19: 据 Statista 统计数据, 2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元



资料来源: Statista, 浙江自然招股说明书, 天风证券研究所

图 20: 据中国纺织品商业协会户外用品分会, 2011 年-2019 年年复合增长率为 11.12%。



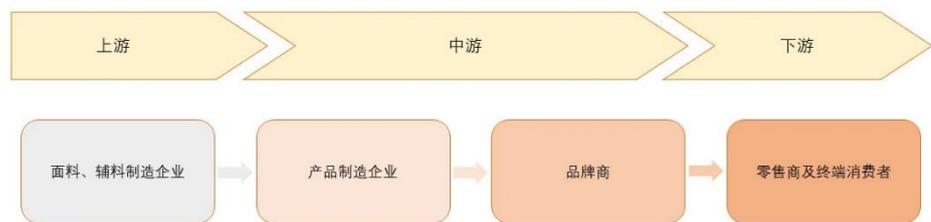
资料来源: 浙江自然招股说明书, 天风证券研究所

户外用品行业竞争激烈, 中高端市场国际品牌群雄逐鹿。国内外品牌众多, 市场化程度较高, 行业竞争较为激烈, 低端产品逐渐被市场淘汰。行业内知名品牌有始祖鸟、猛犸象、北极狐、科勒曼、北面、沙乐华、博根斯、梦倍路等, 行业内的高端市场几乎被国外一线品牌垄断。根据统计数据, 2018 年, 户外用品品牌总数达到 903 个, 其中国内品牌 454 个, 国外品牌 449 个。2014 年-2017 年, 中国前十大户外用品品牌占有率从 49.2% 增长至 57.1%, 行业集中度有所提升。

2.2. 上游充分竞争, 下游需求旺盛带动制造行业发展

公司所处产业链环节为中游的产品制造企业, 其中中游的部分品牌商由自身生产所有产品, 公司属于以 ODM/OEM 方式为户外用品行业知名品牌商代加工生产相应产品的制造企业。

图 21: 户外用品产业链



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

公司上游主要是纺织行业的面、辅料制造业。我国纺织行业已形成较为成熟的产业链, 行业拥有众多的面、辅料供应商。由于上游企业众多, 市场处于充分竞争状态, 公司上游企业可以为公司提供充足的原材料。

公司下游主要是品牌商、零售商及终端消费者。行业内高端品牌主要为国外品牌, 欧美等发达国家有较长时间的户外运动发展历史, 其居民在户外用品领域的消费金额较高, 户外运动在欧美已经逐渐形成相对成熟的产业。近年来, 随着居民可支配收入的增长, 居民消费能力、消费意愿有所增强, 具备稳定收入的消费人群更加注重消费品质与体验, 绿色消

费、健康消费等成为消费新理念，有效带动了国内户外行业的发展。

3. 优质客户资源丰富，研发能力护航企业发展

3.1. 知名客户粘性高，合作关系长期稳定

公司与客户形成长期稳定合作。国际知名客户通常对商品质量有较高要求，在选择供应商时有严格的认定标准。在首次合作时，客户需要对合作方进行“验厂”，全方位考察供应商的研发设计能力、生产管理水平和售后服务等方面。因境外客户对供应商的认证流程较复杂，成本较高，合格供应商认证通过后，客供双方通常会保持长期稳定的合作关系，合作的粘性较高。经过多年经营，公司已经与知名客户形成了稳定的合作关系，拥有优质客户资源优势。

图 22：公司客户介绍

公司客户关联集团	国家	对应品牌	集团/品牌简介
Newell Brands Inc.	美国		Newell Brands Inc.是一家全球性的消费品和商品营销商，主要从事设计、制造、包装和销售家用、商用产品，在纳斯达克主板上市。Coleman（科勒曼）品牌创立于1901年，是美国知名的户外运动休闲品牌。科勒曼的产品品类丰富，有超过一万种户外产品，涵盖户外照明、露营用品、燃具和炊具、保温系列及水上运动产品等。
VF Corporation	美国		VF Corporation成立于1899年，全球知名牛仔裤和羽绒服生产商，在纽约证券交易所主板上市。The North Face（北面）是国际知名户外运动品牌，成立于1966年，是美VF Corporation集团的重要一员，致力于为户外运动爱好者的探险提供专业装备。
Fenix Outdoor International AG	瑞典		Fenix Outdoor International AG专注于自然户外活动产品的研发和销售，在瑞典斯德哥尔摩证券交易所上市。Fjallraven（瑞典北极狐）是瑞典市场的高端户外品牌，该品牌创建于1960年。瑞典北极狐的产品销往世界100多个国家，产品特点为功能强大、经久耐用、性能可靠、使用方便和用途广泛。
Bergans Fritid AS	挪威		Bergans（博根斯）是一家专业生产户外装备的挪威品牌，是北欧知名的户外用品品牌商。该品牌创建于1908年，其产品以面料质地优良，设计理念领先见长，可适用于坚硬的冰层、凛冽的寒风、低温和极浓的大雾等极端情况。
Mont Bell Co., Ltd.	日本		Mont-bell（梦倍路）于1975年创办，为日本影响较大的登山品牌之一。梦倍路不断利用最新科技的材料及运用全新的设计概念，设计出不少饱受赞誉之产品，在野外用品界开拓出新天地。
Oberalp Group	意大利		Salewa（沙乐华）创始于1935年，是欧洲知名的户外运动品牌。Salewa（沙乐华）是一个充满活力的登山运动品牌，致力于不断地为登山运动员及登山爱好者提供创造性的优质装备。
Recreational Equipment, Inc.	美国		REI（安伊艾）是全球知名的户外用品连锁零售商，涉及的产品类别从登山、露营、健身、徒步旅行、骑自行车、划船运动、到滑雪和旅游。
Spotlight Group Holdings Pty Ltd	澳大利亚		Spotlight Group Holdings是澳大利亚知名的户外用品品牌公司。该公司业务遍及澳大利亚、新西兰和东南亚。Mountain Designs目前是Spotlight Group Holdings旗下品牌，该品牌创立于1975年，商品涵盖多个类另U，包括服装、配饰、背包和箱包等。
Klättermusen AB	瑞典		Klättermusen（攀山鼠）是一个国际户外运动服装品牌，成立于1975年，致力于研发、销售高性能户外装备。品牌总部位于瑞典，产品主要销往瑞典、德国、挪威、日本、韩国、中国等国家与地区。
Bystronic AG	瑞士		Bystronic AG成立于1986年，在瑞士证券交易所上市。Mammut（猛犸象）是Bystronic AG旗下户外用品品牌，是登山运动和户外装备行业最大品牌之一，拥有高山攀登、攀岩、滑雪、越野跑、远足徒步5个系列。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

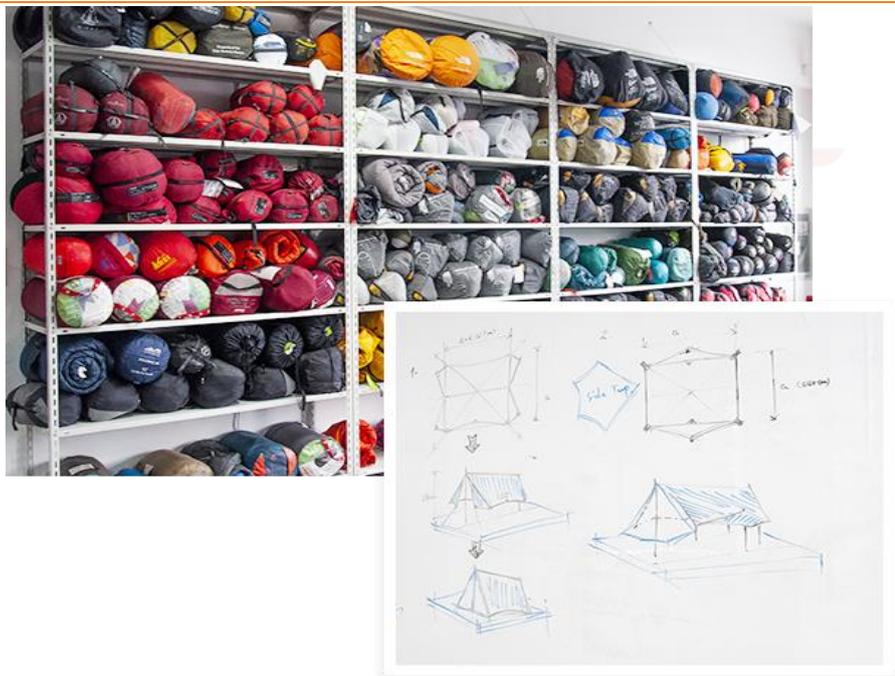
3.2. 研发能力强，具备产品结构搭建优势

户外用品的设计和成型主要分为产品理念设计及产品结构搭建两个步骤。产品理念设计主要由品牌商基于自身品牌风格并结合市场偏好提出，通常表现为产品外观要求、尺寸要求、功能要求等；产品结构搭建是指确定完成产品理念设计后，结合实际生产工艺，制定出满足防水、透气、耐寒、防晒、防风等功能性要求的产品的解决方案。

公司耕耘行业多年具备成熟的产品结构搭建技术，为客户提供产品解决方案。公司可以根据品牌方提出的创意思法结合实际的生产工艺，构建出成型的产品，与品牌方共同完成产品创意到产品成型的转化，公司具备相应的产品结构搭建优势。

公司重视研发创新，研发费用率保持在 3%左右。对研发的重视和投入为新技术、新产品的开发提供了有力保障，为公司竞争力不断提升打下了坚实基础。

图 23：公司开发中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 强化产品质量管控，满足客户需求

成熟管理体系保证稳定产品质量，得到国际客户的认可。自设立以来公司始终致力于户外用品的研发及生产，积累了丰富的行业经验，建立了成熟的质量管理体系。公司近年来不断强化生产质量管理，保证产品质量符合相关要求，公司产品的稳定质量得到了国际知名客户的认可。公司通过了高新技术企业的质量管理体系认证，被认定为“江苏省企业技术中心”、“江苏省功能性户外用品工程技术研究中心”。

图 24：扬州金泉生产质量管理照片



资料来源：公司官网，天风证券研究所

优质供应管理能力满足客户多品类快速生产需求。户外用品属于消费品，下游客户会根据市场情况、库存情况调整采购数量。客户会根据消费者偏好不断丰富产品线，创新产品，这就要求户外用品供应商具备丰富的行业经验以及良好的供应管理能力，以满足客户多品类产品快速生产的需求。同时公司与供应链上游原材料供应商保持着稳定可持续的合作关系，针对客户需求做出快速的反应和调整，实现生产效益和生产规模的优化。

4. 收入拆分及盈利预测

关于公司估值及盈利预测我们提出以下假设：

公司在产品上以帐篷、睡袋为核心驱动，本次公开发行募集资金总额为 5.2 亿元，其中 1.9 亿用于扩产，预计新增产能 25 万顶帐篷和 35 万条睡袋。公司预计 2022 年营收为 10.5-11.6 亿元，同增 35.4%-49.6%，归母净利润为 2.35-2.75 亿元，同增 132.5%-172.0%。我们认为户外市场持续景气背景下，公司或进一步优化产品结构，帐篷、睡袋等与户外行业趋势相关性较强的产品比例逐步提升，背包、服装等产品占比逐步减少。同时随着自有产能增加后，预计外协比例将有所减少，盈利能力有望进一步提升。

帐篷：我们假设 2022-24 年销量分别 110/130/150 万件，销售均价为 540/555/574 元/件。

睡袋：我们假设 2022-24 年销量分别 190/210/230 万件，销售均价为 165/175/180 元/件。

背包：我们假设 2022-24 年销量分别 47/30/30 万件，销售均价为 69/65/65 元/件。

服装：我们假设 2022-24 年销量分别 52/50/50 万件，销售均价为 250/245/245 元/件。

表 3：收入拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
营收（亿元）	7.75	10.94	12.56	14.45
YOY	29.9%	41.1%	14.8%	15.0%
帐篷收入（亿元）	3.09	5.94	7.22	8.61
YOY	81.8%	92.2%	21.5%	19.3%
销量（万件）	72.8	110	130	150
销售均价（元/件）	424.6	540	555	574
睡袋收入（亿元）	2.56	3.14	3.68	4.14
YOY	54.8%	22.7%	17.2%	12.7%
销量（万件）	164.32	190	210	230
销售均价（元/件）	155.5	165	175	180
背包收入（亿元）	0.33	0.32	0.20	0.20
YOY	-56.9%	-1.9%	-39.9%	0.0%

销量 (万件)	43.41	47	30	30
销售均价 (元/件)	76.12	69	65	65
服装收入 (亿元)	1.58	1.30	1.23	1.23
YOY	-3.7%	-17.6%	-5.8%	0.0%
销量 (万件)	55.21	52	50	50
销售均价 (元/件)	285.62	250	245	245
附件及其他收入 (亿元)	0.17	0.20	0.22	0.25
YOY	6.3%	20.0%	10.0%	10.0%
其他收入 (亿元)	0.03	0.04	0.03	0.03
YOY	-40.0%	30.0%	-23.1%	0.0%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司深耕户外用品细分领域，全球户外用品行业稳定增长；绑定优质国际大客户，伴随募投项目产能释放，我们预计 2022-2024 收入分别为 10.94 亿、12.56 亿、14.45 亿元人民币，归母净利分别为 2.41 亿、2.56 亿、3.07 亿元人民币，EPS 分别为 3.60、3.82、4.58 元人民币/股。

表 4：可比公司估值分析（截至 2023 年 2 月 20 日）

	2022E	2023E	2024E
牧高笛	30.1	21.6	16.3
浙江自然	20.7	16.5	13.4
开润股份	44.5	23.2	17.7
平均 PE		20.4	

资料来源：wind，天风证券研究所

牧高笛、浙江自然、开润股份均来自 wind 一致预期

我们采取相对估值法对公司进行估值分析，选取牧高笛、浙江自然、开润集团进行对比分析，在户外行业 2023 年平均 PE20.4X 的基础上，对扬州金泉 2023 年估值给予 20-25XP/E，对应目标市值 51 亿-64 亿人民币。

5. 风险提示

- 客户集中度较高的风险：**公司前六大客户收入占比近 82%，若未来主要客户销售出现波动可能产生不利影响。
- 原材料价格波动的风险：**公司生产所需主要原材料包括面料（尼龙、涤纶、维尼纶等）、填充物等，占营业成本比重较高，若主要原材料价格出现波动可能产生不利影响。
- 募投项目进度不及预期：**募投项目实施过程存在一定不确定性。
- 贸易政策风险：**公司主要市场为欧美市场，贸易政策变化或对公司业绩产生影响。
- 汇率波动风险：**公司 22H1 外销收入占比约为 98%，主要以美金结算，汇率波动将对业务造成影响。
- 行业竞争加剧风险：**户外用品市场快速发展，或吸引更多企业加入导致竞争加剧。
- 短期股价波动风险：**首次公开发行股票上市初期股价波动较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	138.82	142.04	484.61	1,030.26	1,401.74
应收票据及应收账款	52.66	133.65	96.61	172.72	147.54
预付账款	5.52	11.12	11.67	13.75	15.14
存货	133.73	202.80	197.71	277.17	265.40
其他	12.00	28.77	21.62	21.44	23.36
流动资产合计	342.73	518.39	812.22	1,515.34	1,853.18
长期股权投资	30.28	23.23	23.23	23.23	23.23
固定资产	72.91	67.83	58.31	48.78	39.26
在建工程	0.97	5.86	5.86	5.86	5.86
无形资产	21.50	9.83	9.54	9.25	8.97
其他	34.46	38.54	35.88	36.12	34.43
非流动资产合计	160.11	145.29	132.82	123.24	111.74
资产总计	502.84	663.68	945.04	1,638.58	1,964.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	109.84	167.85	148.62	232.87	204.73
其他	12.88	18.30	76.71	19.28	66.48
流动负债合计	122.73	186.14	225.34	252.15	271.21
长期借款	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.04	3.00	2.92	2.99	2.97
非流动负债合计	5.54	3.00	2.92	2.99	2.97
负债合计	130.02	190.40	228.26	255.14	274.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	50.25	50.25	50.25	67.00	67.00
资本公积	313.90	313.90	313.90	709.26	709.26
留存收益	11.63	112.71	353.97	609.81	917.00
其他	(2.96)	(3.58)	(1.34)	(2.63)	(2.51)
股东权益合计	372.82	473.28	716.78	1,383.45	1,690.74
负债和股东权益总计	502.84	663.68	945.04	1,638.58	1,964.92

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	59.52	101.09	241.26	255.84	307.18
折旧摊销	13.61	11.71	9.81	9.81	9.81
财务费用	4.97	(0.66)	(0.85)	(2.06)	(3.31)
投资损失	(4.87)	(2.73)	(10.11)	(5.70)	(5.90)
营运资金变动	(28.59)	(103.90)	89.26	(130.83)	54.37
其它	12.70	15.01	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	57.33	20.51	329.37	127.06	362.15
资本支出	27.79	(8.52)	0.08	(0.07)	0.02
长期投资	4.21	(7.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(57.68)	17.91	10.03	5.76	5.89
投资活动现金流	(25.68)	2.34	10.11	5.70	5.90
债权融资	(18.11)	(8.91)	0.85	2.06	3.31
股权融资	306.75	(0.62)	2.24	410.83	0.11
其他	(390.34)	1.61	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(101.70)	(7.92)	3.09	412.89	3.42
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(70.05)	14.93	342.57	545.65	371.48

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	596.97	775.67	1,094.46	1,256.44	1,444.91
营业成本	469.98	611.14	766.12	893.83	1,014.33
营业税金及附加	3.93	3.31	7.17	7.54	8.45
销售费用	4.11	4.44	5.80	10.05	9.36
管理费用	18.26	22.56	27.36	32.04	37.57
研发费用	17.76	19.24	30.64	35.12	41.32
财务费用	21.51	5.51	(0.85)	(2.06)	(3.31)
资产/信用减值损失	(0.42)	(5.66)	(2.10)	(2.02)	(2.55)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.87	2.73	10.11	5.70	5.90
其他	(10.11)	1.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.08	110.81	266.23	283.60	340.55
营业外收入	0.99	1.38	1.60	1.20	1.18
营业外支出	0.92	0.16	0.54	0.54	0.41
利润总额	67.15	112.04	267.29	284.26	341.32
所得税	7.63	10.95	26.03	28.43	34.13
净利润	59.52	101.09	241.26	255.84	307.18
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	59.52	101.09	241.26	255.84	307.18
每股收益(元)	0.45	0.32	3.60	3.82	4.58

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	0.23%	29.93%	41.10%	14.80%	15.00%
营业利润	-27.76%	65.20%	140.24%	6.53%	20.08%
归属于母公司净利润	-28.07%	69.84%	138.67%	6.04%	20.07%
获利能力					
毛利率	21.27%	21.21%	30.00%	28.86%	29.80%
净利率	9.97%	13.03%	22.04%	20.36%	21.26%
ROE	15.96%	21.36%	33.66%	18.49%	18.17%
ROIC	52.38%	51.71%	81.83%	129.09%	95.72%
偿债能力					
资产负债率	25.86%	28.69%	24.15%	15.57%	13.95%
净负债率	-36.32%	-30.01%	-67.61%	-74.47%	-82.91%
流动比率	2.75	2.77	3.60	6.01	6.83
速动比率	1.68	1.68	2.73	4.91	5.85
营运能力					
应收账款周转率	10.39	8.33	9.51	9.33	9.02
存货周转率	4.88	4.61	5.47	5.29	5.33
总资产周转率	1.16	1.33	1.36	0.97	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.32	3.60	3.82	4.58
每股经营现金流	0.86	0.31	4.92	1.90	5.41
每股净资产	5.56	7.06	14.26	20.65	25.23
估值比率					
市盈率	132.22	185.94	16.52	15.58	12.98
市净率	10.69	8.42	4.17	2.88	2.36
EV/EBITDA	0.00	0.00	8.88	9.93	7.28
EV/EBIT	0.00	0.00	9.21	10.28	7.49

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com