

扬州金泉 (603307)

户外露营装备代工龙头，绑定优质客户+产能扩张成长可期 增持 (首次)

2023年03月17日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

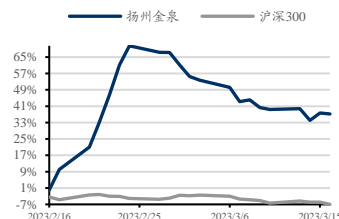
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	776	1,086	1,242	1,434
同比	30%	40%	14%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	101	243	263	308
同比	70%	140%	9%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.51	3.62	3.93	4.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.63	16.93	15.60	13.36

关键词: #产能扩张

投资要点

- 公司概况: 全球领先的户外用品制造商。**公司深耕户外装备制造二十余年, 为国内最大户外装备制造企业之一, 在国内、越南共拥有四个生产基地, 于23年2月16日A股上市。公司以帐篷、睡袋起家, 21年帐篷/睡袋/户外服装/背包营收占比 40%/33%/20%/4%, 出口占比 98%、主要市场为北美和欧洲, 客户以全球知名户外品牌为主, 包括 Coleman、The North Face 等, 前6大客户贡献公司 80%收入、Coleman 为第一大客户。
- 户外用品行业: 景气度较高, 中国为全球主要生产基地。**22年全球户外用品市场规模230.4亿美元, 预计23-27年CAGR为6.26%, 欧美为主要市场 (占比近40%), 中国起步较晚, 渗透率及人均消费增长潜力较大。受益于精致露营出现以及近年疫情催化, 露营热度提升, 19-21年北美露营装备市场规模CAGR15%, 其中帐篷露营为主要露营方式, 21年全球露营帐篷规模26.5亿美元。从行业格局看, 欧美品牌历史悠久、品牌力较强, 中国为全球户外用品主要生产基地、参与者众多、部分头部生产企业绑定品牌商共同发展。
- 经营分析: 21年以来业绩高增、领跑同业。**21年以来全球露营热潮带动帐篷、睡袋需求快速增长, 拉动公司业绩高增, 同时受益于高毛利产品占比提升以及期间费用率改善, 盈利能力逐年提升。对比户外制造相关公司, 扬州金泉收入体量与同业接近, 22年营收增速最高、受益于海外露营热潮最为明显。与业务模式、出口产品最为相似的牧高笛外销业务对比, 两者定位及出口市场不同, 扬州金泉主要出口美国、客户以中高端为主, 牧高笛主要出口欧洲、客户多定位大众。
- 公司亮点: 赛道高景气、客户资源优、产能大幅增长。**1) **赛道优:** 露营行业赛道优质, 疫情短期催化消除后美国参与露营人数仍较为稳定、并未出现明显回落, 高景气有望延续, 预计23-27年全球露营行业CAGR为9%。公司作为露营装备代工龙头, 占我国帐篷/睡袋出口比重不断提升, 有望深度分享露营赛道景气红利。2) **客户优:** 绑定优质客户资源, 与国际知名户外用品品牌商已建立长期稳定合作关系、其中最大客户 Coleman 为美国销量第一品牌, 第二、三大客户 REI 和 The North Face 分别为美国户外知名度第五/美国&英国知名度第一, 近年公司 ODM 模式占比提升显示客户认可度提高。3) **产能增:** 通过 IPO 项目对产线进行技改、促自有产能大幅提升, 满产后帐篷/睡袋产能较21年有望分别增长82%/22%。
- 盈利预测与投资评级:** 全球露营等户外运动高景气度有望持续, 公司作为户外露营装备制造龙头, 客户资源优质、募投项目产能扩张打开成长空间, 有望深度绑定头部大客户实现共同成长。预计公司2022-2024年归母净利润为2.4/2.6/3.1亿元, 分别同比增长140%/+9%/+17%, 对应PE为17/16/13倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 大客户流失风险、消费者户外运动热情消退、募投项目进度不及预期、人民币汇率波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.30
一年最低/最高价	37.25/79.20
市净率(倍)	4.46
流通 A 股市值(百万元)	1,026.78
总市值(百万元)	4,107.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.75
资产负债率(% ,LF)	22.66
总股本(百万股)	67.00
流通 A 股(百万股)	16.75

相关研究

内容目录

1. 公司概况：全球领先的户外用品制造商，深度绑定国际知名品牌客户	5
2. 户外用品行业：高景气度有望延续，国际品牌占据主导地位	9
2.1. 市场概况：欧美为主要市场，露营装备有望持续高增	9
2.1.1. 户外用品整体：方兴未艾，欧美市场较为成熟、中国市场发展潜力较大	9
2.1.2. 露营装备：受益于露营运动普及率持续提升，行业高增有望持续	10
2.2. 行业格局：国际品牌占据主导，头部生产企业与品牌商绑定、合作共赢	11
2.2.1. 品牌端：参与玩家较多，欧美品牌认知度高	11
2.2.2. 制造端：格局较分散，头部生产企业与国际客户形成长期稳定合作关系	14
3. 经营分析：21年以来业绩高增、领跑同业	16
3.1. 业绩纵览：户外用品需求向好，21年以来公司业绩持续高增	16
3.2. 同业对比：扬州金泉成长性及盈利能力较强	18
4. 公司亮点：赛道高景气、客户资源优、产能大幅增长	21
4.1. 露营行业赛道优质，公司作为国内装备出口代工龙头有望深度受益	21
4.2. 深度绑定中高端优质客户资源，客户认可度高	22
4.3. IPO募投项目改造生产线，帐篷产能近翻倍、睡袋产能大幅提升	24
5. 盈利预测与投资建议	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 历年来公司分产品营收占比情况.....	5
图 3: 22H1 帐篷营收占比超 50%.....	5
图 4: 公司历年来分地区营收占比情况.....	6
图 5: 22H1 北美营收占比超 50%.....	6
图 6: 公司下游合作品牌客户众多.....	6
图 7: 公司历年前五大客户占比 (单位: 万元)	6
图 8: 公司获得瑞典北极狐大陆独家经营权.....	8
图 9: 公司 IPO 后股权结构	8
图 10: 户外用品包含鞋服、背包、装备等.....	9
图 11: 全球户外运动用品市场规模.....	9
图 12: 美国户外运动渗透率情况.....	10
图 13: 全球户外用品市场分地区占比情况.....	10
图 14: 中国户外用品零售总额 (单位: 亿元)	10
图 15: 美国历年露营参与人数情况.....	11
图 16: 2022 年全球各国露营渗透率情况.....	11
图 17: 美国露营装备市场历年增速情况.....	11
图 18: 2021 年北美各露营方式市场份额占比情况.....	11
图 19: 2022 年美国户外用品品牌知名度排名	13
图 20: 2022 年英国户外用品品牌知名度排名	13
图 21: 中国户外用品品牌商呈金字塔竞争格局.....	14
图 22: 中国帐篷出口金额及增速.....	14
图 23: 中国睡袋出口金额及增速.....	14
图 24: 公司历年营收情况.....	16
图 25: 公司历年归母净利情况.....	16
图 26: 公司分产品营收情况 (单位: 百万元)	16
图 27: 公司分产品营收增速.....	16
图 28: 公司分季度销售情况.....	17
图 29: 公司整体毛利率变动情况.....	17
图 30: 公司分产品毛利率变动情况.....	17
图 31: 公司费用率变动情况.....	18
图 32: 公司整体期间费用率及净利率变动情况.....	18
图 33: 扬州金泉分地区销售情况.....	19
图 34: 牧高笛外销分地区销售情况.....	19
图 35: 扬州金泉历年前五大客户营收占比情况 (单位: 万元)	20
图 36: 牧高笛最大客户迪卡侬占外销总营收情况 (单位: 万元)	20
图 37: 露营装备更换时间调查情况 (单位: 年)	21
图 38: 露营行业增速处于相对较快的水平.....	21
图 39: 公司帐篷出口额市占率持续提升.....	22
图 40: 公司睡袋出口额市占率持续提升.....	22
图 41: 公司 ODM 销售占比持续提升	24
图 42: ODM 毛利率高于 OEM.....	24

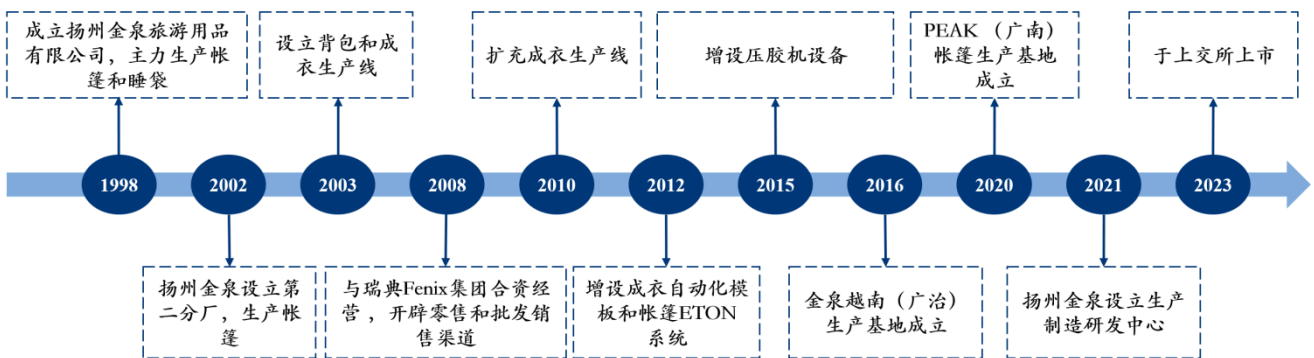
图 43: IPO 项目完成后, 公司帐篷产能增长 82%.....	25
图 44: IPO 项目完成后, 公司睡袋产能增长 22%.....	25
表 1: 公司主要产品及下游客户一览.....	7
表 2: 全球知名户外运动用品品牌一览.....	12
表 3: 国内主要帐篷出口制造企业一览.....	15
表 4: A+H 股露营相关上市公司一览 (单位: 亿元/%)	18
表 5: 扬州金泉&牧高笛客户结构对比	20
表 6: 公司主要客户关联集团及对应品牌情况.....	23
表 7: 公司募投项目金额及计划.....	25
表 8: 公司收入拆分及预测.....	26
表 9: 可比公司估值 (截至 2023 年 3 月 16 日)	27

1. 公司概况：全球领先的户外用品制造商，深度绑定国际知名品牌客户

➤ 帐篷、睡袋产品起家，外销为主，深耕户外装备制造二十余年

扬州金泉 1998 年于扬州建厂、生产帐篷和睡袋产品，并不断延伸拓展自身产品品类，目前主营产品包括帐篷、睡袋、户外服装以及背包等户外用品。公司与 Coleman（科勒曼）、The North Face（北面）等全球著名户外品牌建立长期稳定合作关系，通过 OEM/ODM 的形式向海外客户提供高端户外产品，2021 年公司外销比例达 98.6%，主要市场包括北美和欧洲，为国内知名的户外装备制造制造商之一。

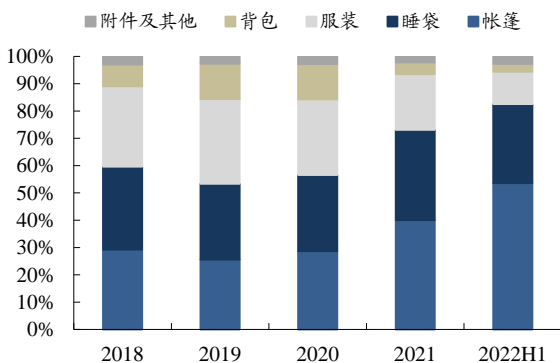
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

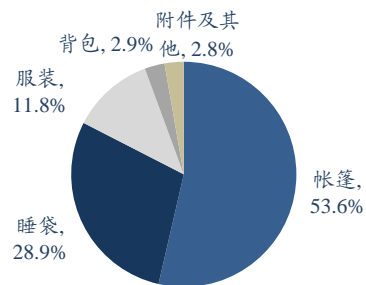
分产品看，帐篷贡献主要营收、占比不断提升。2021 年公司帐篷/睡袋/服装/背包营收占比分别为 40%/33%/20%/4%。2021 年以来受益于户外运动、露营行业的兴起及快速发展，下游品牌客户需求迅速增长，带动公司帐篷营收占比稳步提升，由 2019 年 26%提升至 2022H1 的 54%。睡袋占比较为稳定，背包及服装占比逐年下行。

图2：历年来公司分产品营收占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

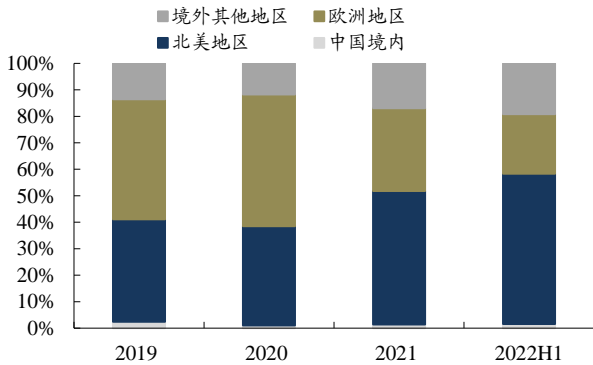
图3：22H1 帐篷营收占比超 50%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

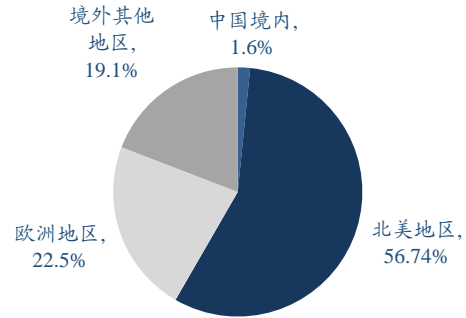
分地区看，国外为主要市场，其中北美地区贡献半数营收。2019~2022H1 公司国外收入占比约为 98%，外销占比高且基本保持稳定。2021 年北美/欧洲/其他境外地区营收占比分别为 50%/31%/17%，北美地区由于人均收入较高、户外运动普及度及接受程度更好，成为公司主要销售市场，近年来占比由 2019 年 38.72% 上升至 2022H1 的 56.74%、目前贡献超半数营收。

图4：公司历年来分地区营收占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图5：22H1 北美营收占比超 50%



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

产能布局国内及越南，全球化生产保证交付能力。目前公司在国内、越南共建设四个生产基地，拥有帐篷、睡袋、户外夹克、羽绒服、背包等生产线。2016 年起公司战略性在越南建立生产基地，具备一定的成本优势及贸易关税优势，截至 2021 年共拥有帐篷 38 万顶、睡袋 160 万条、服装 26 万套、背包 110 万件的自产产能，为国内最大的户外装备制造制造商之一。

➤ 客户资源优质，与国内外知名品牌建立稳定合作关系

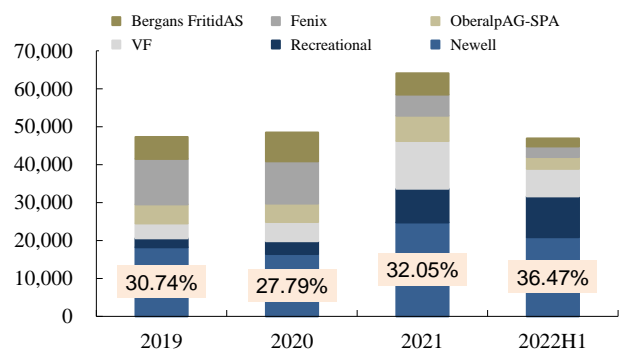
公司海外客户渠道拓展稳步推进，已与多家国际知名户外品牌达成长期稳定合作。目前主要合作客户包括 Coleman（科勒曼）、The North Face（北面）等，优质客户资源积累为公司业务增长奠定坚实基础，前 6 大客户较为稳定，贡献约 80% 营收，其中 Newell Brands（旗下拥有品牌 Coleman）2019 年-2022H1 稳定为公司第一大客户、营收占比超 30%。

图6：公司下游合作品牌客户众多



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图7：公司历年前五大客户占比（单位：万元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表1: 公司主要产品及下游客户一览

产品类型	产品图片	下游品牌客户
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

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

代理 Fenix 集团中国业务, 涉足下游品牌业务。2008 年, 公司与 Fenix 集团共同成立合资企业江苏飞耐时, 主要从事 Fenix 集团旗下品牌瑞典北极狐在中国市场销售与推广, 获得包括瑞典北极狐 (Fjallraven) 在内的部分国际品牌大陆独家经营权。公司通过运营江苏飞耐时, 在深入绑定 Fenix 优质客户资源的同时, 积累丰富品牌运营经验, 为与其他国际品牌合作打下坚实基础。

图8: 公司获得瑞典北极狐大陆独家经营权

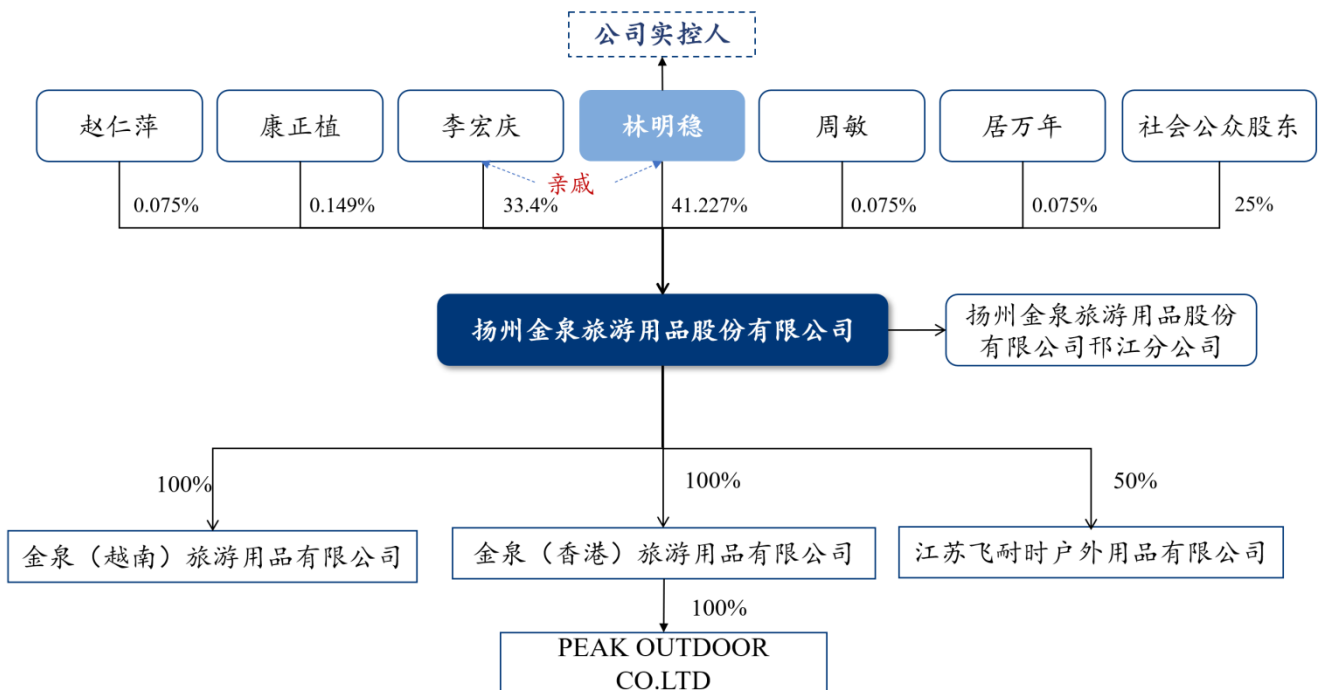


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

➤ 股权结构较为集中且稳定

公司 IPO 上市后, 林明稳持股占比 41.2%, 为公司实际控制人。李宏庆持股 33.4%, 为第二大股东。林明稳的配偶与股东李宏庆的兄弟为父女关系, 股权较为集中。为更好进行企业经营, 公司采取高管及技术员股权激励措施。2017 年吸纳员工康正植、赵仁萍、周敏、居万年入股, 康、赵、周三人均为公司高级管理人员, 高管持股有利于调动管理层积极性, 提升整体运营效率。

图9: 公司 IPO 后股权结构



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2. 户外用品行业：高景气度有望延续，国际品牌占据主导地位

扬州金泉处于户外产业链的上游制造环节，其主导产品帐篷、睡袋主要适用于露营场景，所以下面我们针对户外行业整体以及露营行业进行分析。

由于扬州金泉下游客户主要为户外品牌商，且以国际品牌为主，所以不论是户外制造端还是户外品牌端的国内外竞争格局的分析都具有重要意义。

2.1. 市场概况：欧美为主要市场，露营装备有望持续高增

2.1.1. 户外用品整体：方兴未艾，欧美市场较为成熟、中国市场发展潜力较大

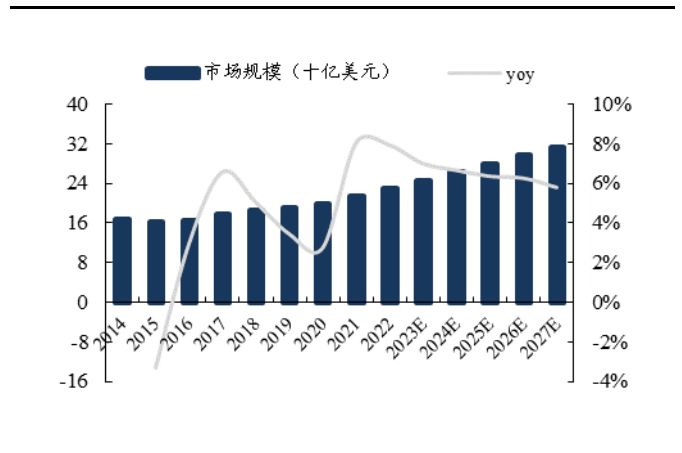
全球户外运动行业快速发展，行业景气度持续提升。户外运动兼具运动健身与休闲旅游双重属性，成为当下健康、流行的生活方式。户外运动场景包括陆地、山地、水上、冰雪、空中运动、露营活动和户外游戏等。根据中国纺织品商业协会户外用品分会（COCA）分类，户外运动用品可分为鞋服、背包类、装备类、配件类和器材类。随着户外运动的兴起，全球户外用品市场快速发展。根据 Statista 统计，2022 年全球户外运动用品市场规模为 230.4 亿美元（约 1581 亿元），预计 2023-2027 年将以 6.26% 的速度增长，到 2027 年市场规模或达 314.3 亿美元（约 2156 亿元），行业景气度持续高企。

图10：户外用品包含鞋服、背包、装备等



数据来源：深圳国际户外用品展览会官网，东吴证券研究所

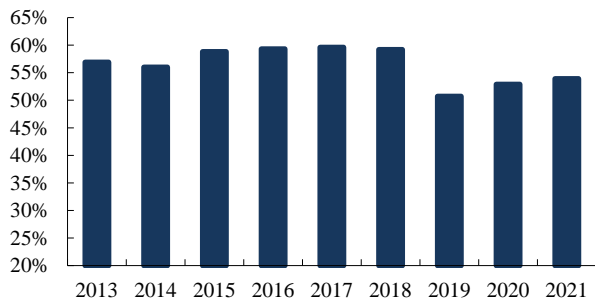
图11：全球户外运动用品市场规模



数据来源：Statista，东吴证券研究所

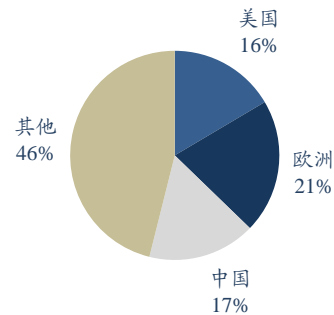
户外运动全球范围内备受青睐，目前欧美地区为主要户外用品市场。户外运动起源于 18 世纪欧洲，其发展与工业文明紧密相连。19 世纪随着第二次工业革命不断推进，城市环境污染、生活压力大等问题促使户外运动逐渐成为人们摆脱现代高压生活的一种方式。受益于欧洲和北美地区适宜气候和高度发达的经济水平，欧美地区已经形成较为成熟的户外运动产业，户外运动渗透率较高。根据 Statista 数据显示，美国 6 岁以上参与户外运动人数比例稳定于 50% 以上。从市场规模看，2022 年北美/欧洲市场规模分别为 38/48 亿美元，占比近 40%，为全球主要市场。

图12: 美国户外运动渗透率情况



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

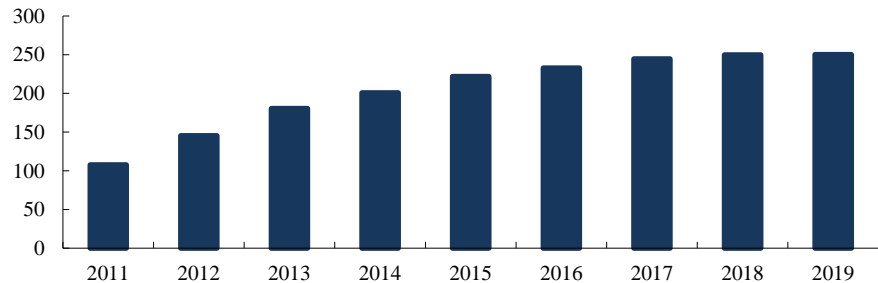
图13: 全球户外用品市场分地区占比情况



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

对标欧美市场, 中国户外用品市场起步晚, 户外运动渗透率及人均消费增长潜力巨大。目前中国每年约有 1.3 亿人参与徒步旅行、休闲户外等活动, 占总人口约 9.5%, 仍显著低于欧美地区超 50% 的参与率。从人均消费金额看, 中国人均户外活动消费金额不足 20 元, 相较于欧美和亚洲发达国家的 300-800 元, 成长空间巨大。从量上看, 在国家政策以及新媒体等宣传下户外运动渐成风潮, 叠加疫情影响下人们健康意识增强, 对户外运动的热情或被激发、渗透率逐渐提升。从价上看, 随着消费升级及对户外运动的重视程度提升, 人均户外运动消费或将持续增长。

图14: 中国户外用品零售总额 (单位: 亿元)

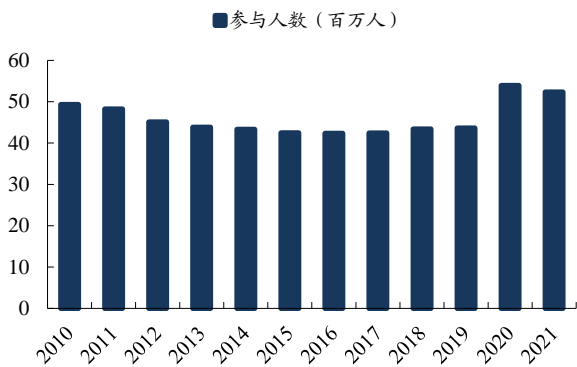


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.1.2. 露营装备: 受益于露营运动普及率持续提升, 行业高增有望持续

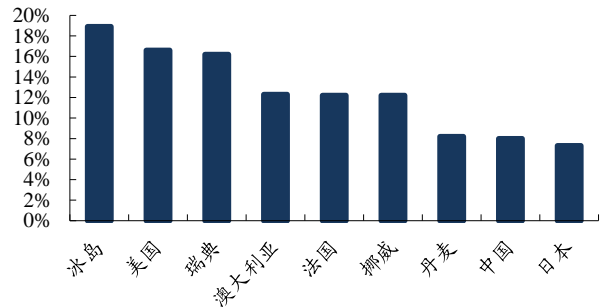
露营受众广泛, 渗透率不断提升。相较于其他户外运动, 露营的参与门槛较低、场地限制较少、活动场景较广、消费者接受度较高。露营活动起源于 19 世纪欧美地区, 随后传入中国, 早期以野外露营为主, 参与者出于旅游度假等目的, 利用帐篷、房车等装备在野外搭建临时居住营所, 但由于野外露营作为户外项目, 涉及登山徒步、野外生存等活动, 项目始终较为小众。1990 年代起结合传统酒店和户外露营, 欧洲地区首创“精致露营”, 有别于户外生存特征更加突出的野外露营, 体现了消费者对于享受生活的需求, 并首先流行于欧美市场, 截至 2022 年全球露营普及度最高的地区仍为欧洲及北美。2020 年起疫情进一步激发消费者亲近自然的诉求, 精致露营热不断升温, 以美国为例, 露营参与人数大幅增加。

图15: 美国历年露营参与人数情况



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

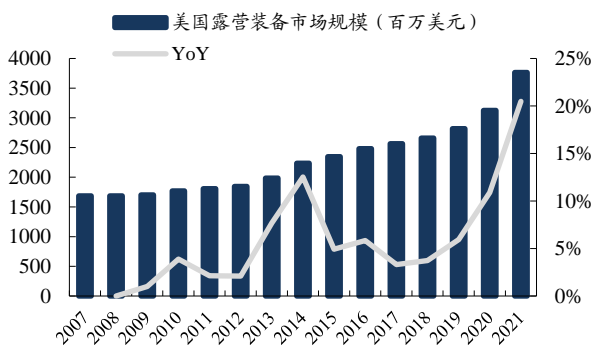
图16: 2022 年全球各国露营渗透率情况



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

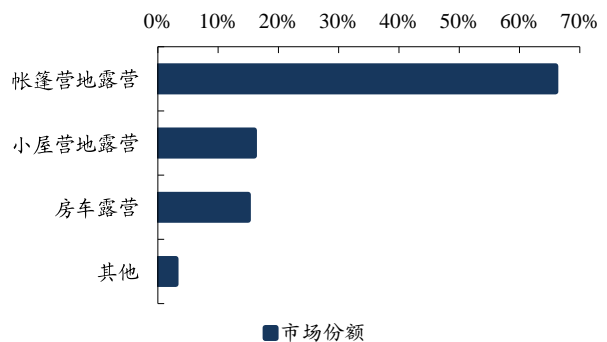
受益于露营高景气度行情，露营装备如帐篷等需求较为旺盛。在露营热催化下，露营装备市场增长提速，北美 2009-2019 年露营装备市场规模 CAGR 为 5%，2019-2021 年露营装备市场规模 CAGR 大幅提升至 15%、远超北美户外用品行业同期 CAGR 3.7%。其中帐篷露营仍为最流行的露营方式之一、66% 的北美消费者选择传统帐篷露营方式，因此露营帐篷市场增速较为亮眼。IMARC 数据显示，2021 年全球露营帐篷市场规模达 26.5 亿美元，预计 2021-2027 年 CAGR 为 7%，2027 年有望达 38.7 亿美元。在旅游成本提高、精致露营趋势带动下，美国露营氛围更为浓厚。Research And Markets 预计美国露营帐篷市场 2022-2027 年 CAGR 约为 9%、超全球露营 7% 的增速。欧洲市场露营爱好者偏好在远足、攀岩等冒险活动，独自旅行 (solo travel) 开始兴起，推动露营帐篷市场需求提升，同时德国、挪威等国政府增加旅游业投资，也将进一步提振欧洲整体露营帐篷景气度。

图17: 美国露营装备市场历年增速情况



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

图18: 2021 年北美各露营方式市场份额占比情况



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

2.2. 行业格局: 国际品牌占据主导，头部生产企业与品牌商绑定、合作共赢

2.2.1. 品牌端: 参与玩家较多，欧美品牌认知度高

站在全球角度上，欧美品牌历史悠久、品牌力较强。欧美市场户外运动市场发展时间较长、成熟度较高，亦培育出历史积淀浓厚、品牌力强劲的国际知名品牌，各品

牌赛道定位及主要销售市场均有不同，由于美国/欧洲/中国市场共占据全球户外用品市场超50%的份额、占比分别约16%/21%/17%，下文主要针对美国/欧洲/中国市场主要品牌商进行分析介绍。

表2: 全球知名户外运动用品品牌一览

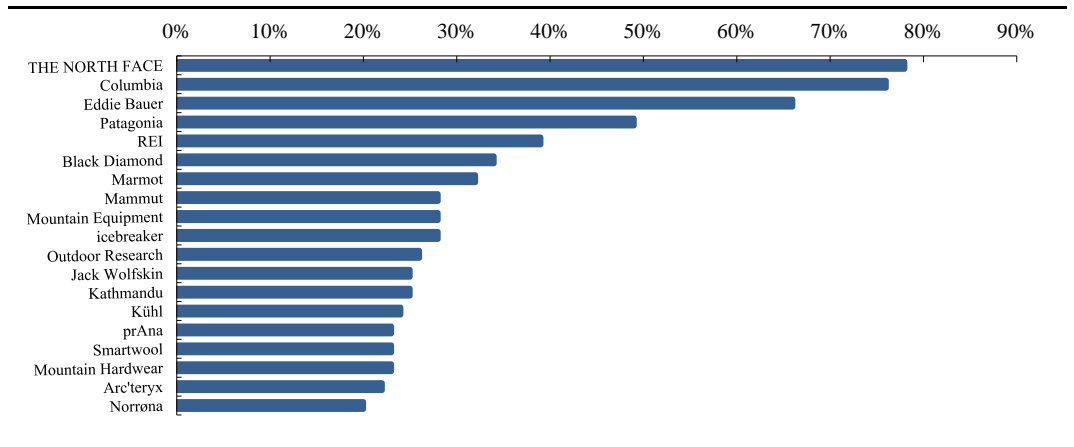
赛道定位	品牌	成立时间	国家	市场
大众	Decathlon (迪卡侬)	1976年	法国	全球
	REI (安伊艾)	1938年	美国	以美国市场为主
	Camel (骆驼)	1913年	美国	全球
	Jack Wolfskin (狼爪)	1981年	德国	以欧洲和中国市场为主
	Columbia (哥伦比亚)	1938年	美国	美洲、欧洲、中东和非洲市场
	KÜHL (酷裤)	1983年	美国	以欧美和亚洲市场为主
	Kathmandu	1987年	新西兰	以澳洲和欧洲市场为主
	DOD	2008年	日本	以日本市场为主
中高端	Coleman (科勒曼)	1901年	美国	全球
	The North Face (北面)	1966年	美国	全球
	Fjallraven (瑞典北极狐)	1960年	瑞典	全球
	Mont-bell (梦倍路)	1975年	日本	以亚洲为主
	Norrona (老人头)	1929年	挪威	以欧美市场为主
	Eddie Bauer (艾迪鲍尔)	1920年	美国	以欧美和亚洲市场为主
	Icebreaker (拓冰者)	1995年	新西兰	以澳洲和亚洲市场为主
	Outdoor Research	1981年	美国	以欧美和亚洲市场等为主
	Salomon (萨洛蒙)	1947年	法国	以欧美和亚洲市场等为主
	Black Diamond (黑钻)	1989年	美国	以欧美和亚洲市场为主
	prAna (普拉纳)	1992年	美国	以欧美市场为主
	CHUMS (洽洽鸟)	1983年	美国	全球
	Helly Hansen	1877年	挪威	以欧美市场为主
高端	Arc'teryx (始祖鸟)	1989年	加拿大	全球
	Snow Peak (雪峰)	1958年	日本	以亚洲和欧美市场为主
	Nordisk (大白熊)	1901年	挪威	以欧洲市场为主
	Mammut (猛犸象)	1862年	瑞士	以欧美和亚洲市场为主
	Berghaus (贝豪斯)	1966年	英国	以欧洲市场为主
	Mountain Hardwear (山浩)	1993年	美国	全球
	Patagonia (巴塔哥尼亚)	1972年	美国	全球
	Marmot (土拨鼠)	1971年	美国	以欧美市场为主
	Mountain Equipment	1961年	英国	以欧洲市场为主

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

美国: Coleman 销量位居首位, The North Face 知名度较高。根据亚马逊美国站近30天销售情况(2022/1/23-2022/2/22), Coleman 品牌销量/销售额均居第一。据Statista统计, The North Face 在品牌知名度方面排名领先、78%的美国消费者了解该品牌, 其次为 Columbia。整体看美国本土品牌认知度更高, 其次为欧洲、日本品牌。由

于 Coleman 不在 Statista 品牌认知度统计名单中，因此品牌知名度排名未出现 Coleman。

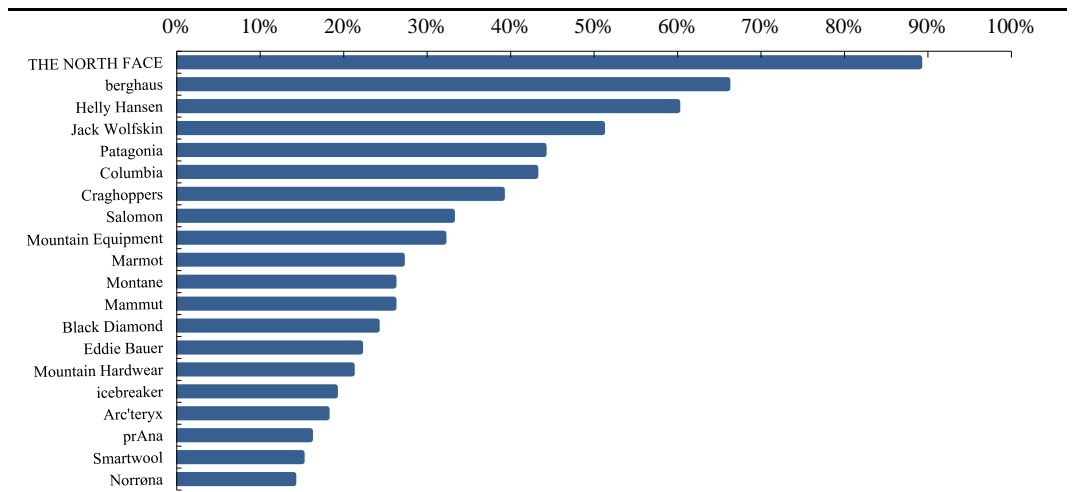
图19: 2022 年美国户外用品品牌知名度排名



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

欧洲地区（以英国为例）：The North Face、本土品牌 berghaus 知名度较高。据 Statista 统计，89% 的英国消费者了解 The North Face、品牌知名度最高。其次为英国本土户外服装和设备品牌 berghaus、品牌知名度为 66%。整体看欧洲本土品牌认知度更高，但美国品牌如 The North Face、Columbia 仍占有一定地位。

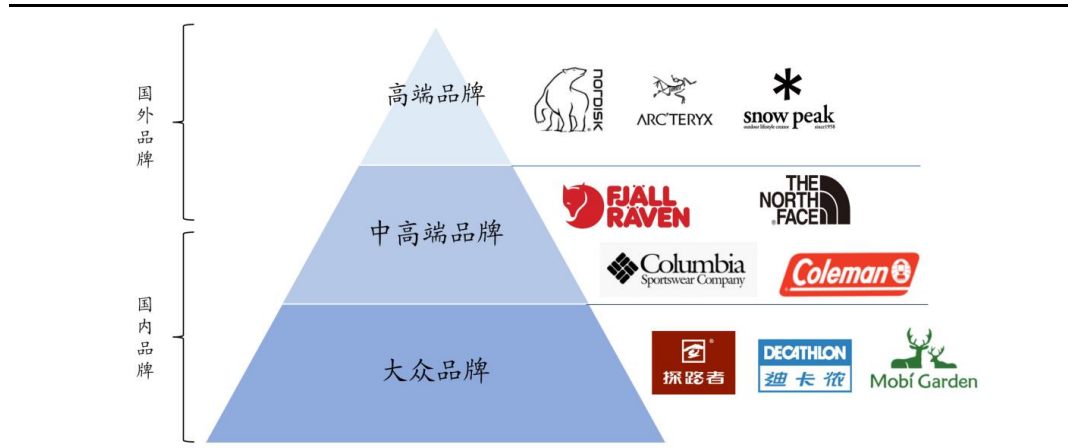
图20: 2022 年英国户外用品品牌知名度排名



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

中国：市场参与者主要为大量本土品牌+少量国际品牌，呈现金字塔型竞争格局，其中国际品牌历史积淀浓厚、品牌力强劲，包括知名品牌 Snow peak、Arc'teryx（始祖鸟）、Coleman、The North Face 等，行业内的高端市场几乎被国际一线品牌垄断。本土品牌起步相对较晚、主打性价比、定位中低端市场，如探路者、牧高笛等。

图21：中国户外用品品牌商呈金字塔竞争格局



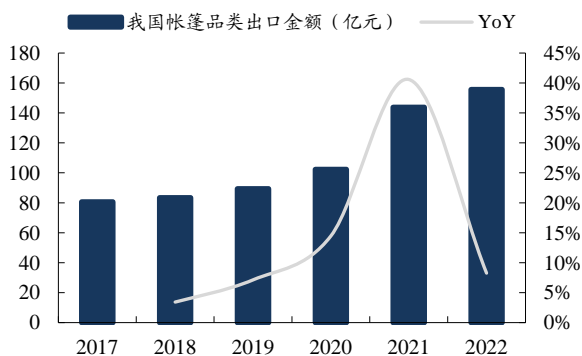
数据来源：东吴证券研究所绘制

2.2.2. 制造端：格局较分散，头部生产企业与国际客户形成长期稳定合作关系

国际品牌多聚焦品牌运营，产品生产采用外包代工方式。国际品牌多聚焦消费新潮流、新趋势和品牌设计，以提升品牌知名度、塑造品牌形象，生产端以 OEM/ODM 方式将产品外包代工至中国、东南亚等规模效应较为显著的地区。以美国户外装备龙头 Coleman 为例，2015 年该公司在美国本土只保留三个工厂，用于生产保温箱、救生衣等，这三家自营工厂的产值占公司产值的 5%，除此之外几乎所有产品都是由 ODM 或 OEM 代工生产，其中约 85%分布在中国、约 5%分布在东南亚国家。

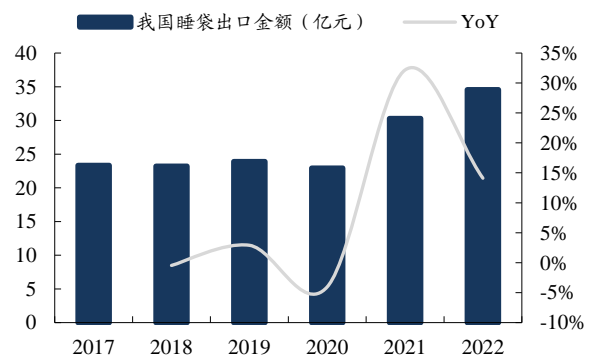
我国是世界户外用品主要生产基地，2021 年以来帐篷等露营装备出口持续高增。中国户外产品代工业务已历经多年发展，青岛以及江浙地区凭借其区位优势以及多年纺织业基础，具有明显产业集聚情况。2021 年以来受益于露营高景气度行情、叠加供应链率先复苏，国内户外用品生产商凭借快反优势及性价比优势，出口市场实现大幅增长。海关总署出口数据显示，2021 年我国帐篷、天幕类产品累计出口 143.75 亿元、同比增长 41%，睡袋产品累计出口 30.29 亿元、同比增长 32%。2022 年上半年出口延续高增态势，22H1 帐篷品类产品出口金额同比增长 20%、睡袋产品同比增长 24%。2022 年下半年受到欧美市场需求疲软的影响有所回落，整体看 2022 年帐篷品类产品累计出口 155.63 亿元、同比增长 8%，睡袋产品累计出口 34.57 亿元、同比增长 14%。

图22：中国帐篷出口金额及增速



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图23：中国睡袋出口金额及增速



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

我国户外装备生产领域市场参与者众多。根据企查查数据显示，目前我国户外用品相关企业共 165.3 万家，从注册资本分布来看，我国户外用品相关企业中有 72% 的企业注册资本在 100 万以内，注册资本在 100-500 万之间的占比 22%，注册资本在 500 万以上的企业占比 6%，整体制造商格局较为分散，中小型制造商较多。

头部生产企业通过持续提升产品研发及供应链整合能力，同国外客户形成长期稳定合作关系。充分竞争市场环境下，部分优质生产商通过持续优化产品和生产以及提升供应链整合能力打造自身护城河，能够通过欧美等高端品牌商对供应商较为严格的考核标准，在众多制造业企业中脱颖而出。头部生产企业具备较强生产经验及产品设计能力，有稳定的品质保障、良好的售后服务，且供应链管理壁垒较高，充分满足客户多样化产品需求和不同批量的供货要求，因此海外知名客户经过“验厂”后与头部供应商通常会保持长期稳定的合作关系，逐渐形成和品牌商共赢共生的局面。

表3：国内主要帐篷出口制造企业一览

公司名称	2021 年收入体量	生产基地及产能情况	主要合作客户
上海洋帆实业	/	有两个大型生产基地，江苏盐城综合生产基地、奉贤区洪庙睡袋生产基地	欧美、日韩等众多国际知名品牌
天津环球	/	在天津、山东等地拥有 2 家生产工厂	迪卡侬等
牧高笛	6.15 亿元 (仅外销)	国内产能集中在浙江衢州和江西上饶，国外孟加拉等生产基地。2021 年产能 239 万顶帐篷。	迪卡侬、Go Outdoors 等专业零售商和 Kathmandu 等户外用品品牌商
扬州金泉	7.76 亿元	在国内和越南均有生产基地。2021 年帐篷产能 38 万顶，睡袋 180 万套。	Coleman(科勒曼)、The North Face(北面)、Fjallraven(瑞典北极狐)、REI(安伊艾)、Klattermusen(攀山鼠)、Mammut(猛犸象)等
浙江正特集团	12.40 亿元	2021 年遮阳篷产能 250 万顶，遮阳伞 280 万件。	沃尔玛和好市多等大型连锁超市和美国 JEC 等休闲用品品牌商
浙江永强集团	81.51 亿元，其中户外休闲家具及用品收入 76.68 亿元	户外休闲家具及用品产量约 2366 万件，主要产品为户外庭院家具。	主要出口美国、德国、澳大利亚，销售渠道包括大型连锁超市、品牌商、电商平台等
山东泰鹏家居用品	4.69 亿元	年产能帐篷、拱门、铁艺门等户外家居用品 300 万顶。	主要出口美国、加拿大、德国等欧美国家，客户主要以欧美国家各类大型超市、品牌连锁店及零售商为主，与十几家世界 500 强零售商建立合作关系
青岛万汇	/	/	主要产品为高档遮阳伞、遮阳蓬，全部出口欧美国家，占全球 60% 以上的中高端市场
青岛庆照	/	/	出口美国、日本、加拿大、韩国等地
珠海丽日	/	/	产品远销 120 多个国家和地区，合作伙伴包括奥运会、中国航天博览会等
江苏阿珂姆	/	拥有帐篷、服装、背包和睡袋四个分厂	出口美国、加拿大、英国等二十多个国家和地区。合作品牌包括 The North Face、Columbia 等国际知名品牌，国内知名品牌探路者、波司登等
江苏长青	/	/	产品全部外销到欧美、澳洲、俄罗斯、亚洲等 40 多个国家和地区

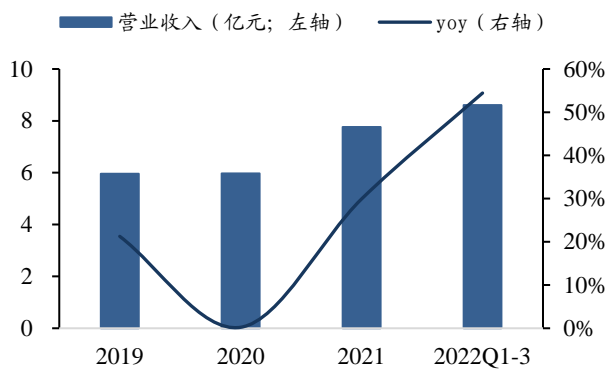
数据来源：中国轻工工艺品进出口商会，各公司官网，东吴证券研究所

3. 经营分析：21年以来业绩高增、领跑同业

3.1. 业绩纵览：户外用品需求向好，21年以来公司业绩持续高增

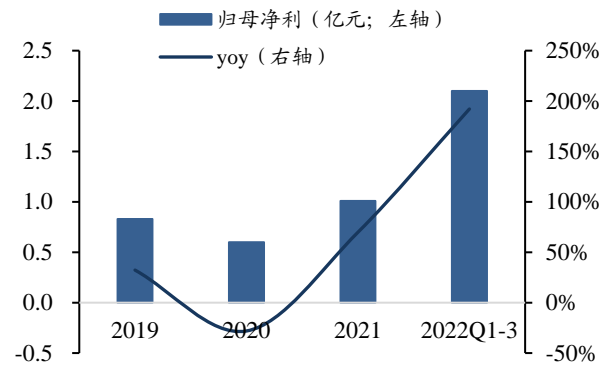
受益于露营高景气度行情，户外装备类产品（帐篷、睡袋）拉动公司业绩大幅增长。2019-2021年公司营收/归母净利 CAGR 分别为 14%/10%，户外用品受到世界知名户外品牌商认可、销售额稳步增长。2021年以来全球露营热带动帐篷等露营装备需求快速增长，2021年营收/归母净利分别为 7.76/1.01 亿元、同比+29.93%/+69.84%。2022Q1-3 营收/归母净利同比分别+54.44%/+192.12%，业绩持续高增，归母净利增速高于营收主要系帐篷、睡袋等高毛利产品销售占比提升所致。基于经营状况及在手订单，公司预计 2022 年全年延续高增，营收同比约+35.37%-+49.55%、归母净利同比约+132.47%-+172.04%。

图24：公司历年营收情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

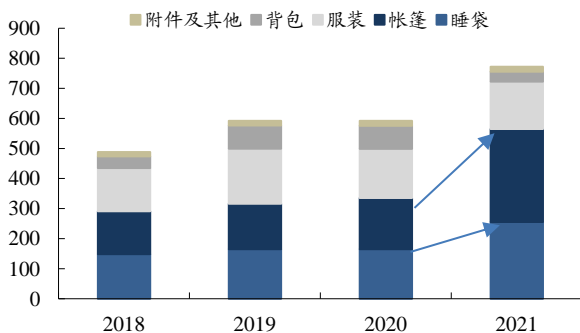
图25：公司历年归母净利情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

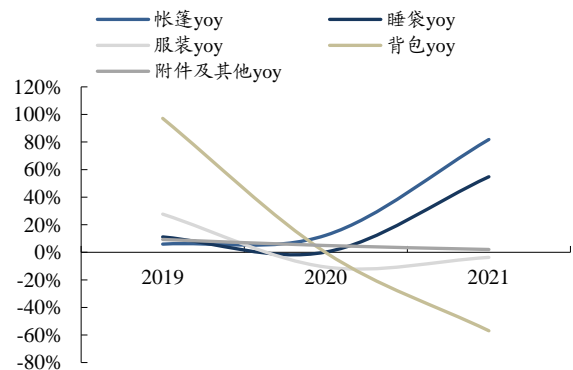
分产品看，帐篷、睡袋表现较为靓丽，贡献主要营收增量。2021年公司帐篷/睡袋/服装/背包同比分别+81.8%/+54.8%/-3.7%/-57.0%、占比分别为 40%/33%/20%/4%，露营热潮下帐篷、睡袋等户外装备类产品增速较为靓丽。2022H1 帐篷/睡袋营收持续大幅增长，同比+109.5%/+21.7%，带动整体营收同比+55.4%。

图26：公司分产品营收情况（单位：百万元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

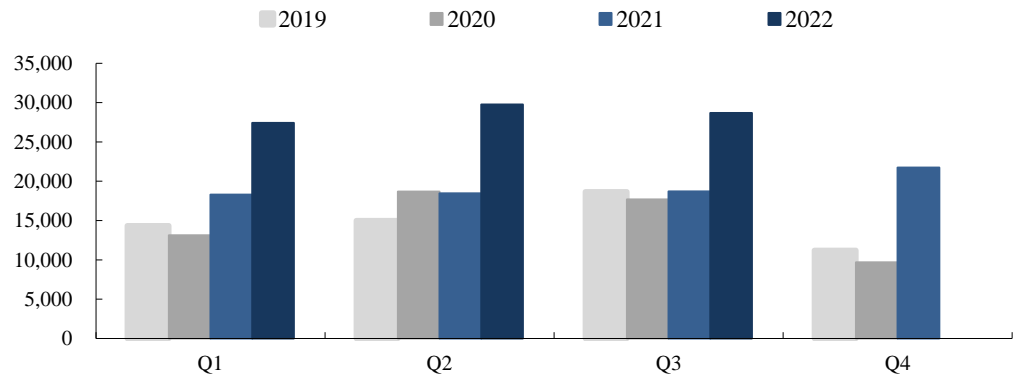
图27：公司分产品营收增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

分季度看，产品销售存在季节性影响因素，前三季度收入占比较高。受户外活动季节性影响，公司销售的户外用品存在季节性特征。除冰雪运动以外，4-11月为户外运动参与旺季，订单需求量大，Q3通常为公司出货旺季，Q1和Q2次之。2019年和2020年公司前三季度合计主营业务收入占比分别为81.07%和83.64%，占比相对较高，表现出较强季节性特征。

图28：公司分季度销售情况

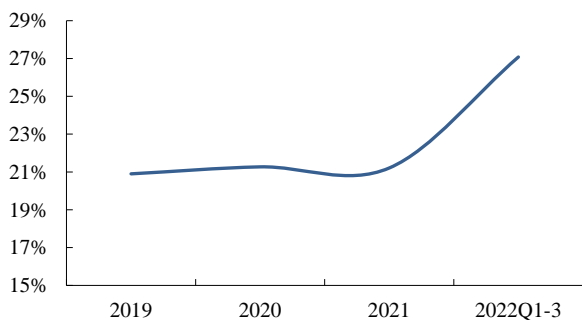


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：2021 Q4单季营收最高的异常原因为21年扬州地区疫情管控导致订单大量推迟

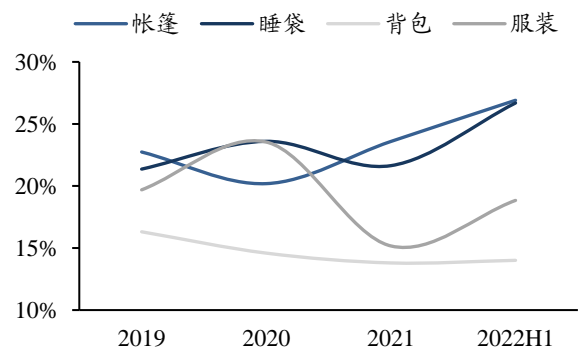
高毛利产品占比提升，推动公司整体毛利率上行。整体看，2019-2021年公司毛利率较为稳定、基本维持于21%左右。2022年以来受益于高毛利帐篷销售占比增加，毛利率大幅提升至27%。分产品看，帐篷、睡袋毛利率最高，远高于服装、背包毛利率，2022H1帐篷/睡袋/服装/背包毛利率分别为26.91%/26.69%/18.84%/14.01%，其中帐篷毛利率呈波动上升主要系客户结构调整优化所致，睡袋毛利率呈上行态势主要系产品结构改善，服装及背包毛利率呈波动态势。

图29：公司整体毛利率变动情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图30：公司分产品毛利率变动情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

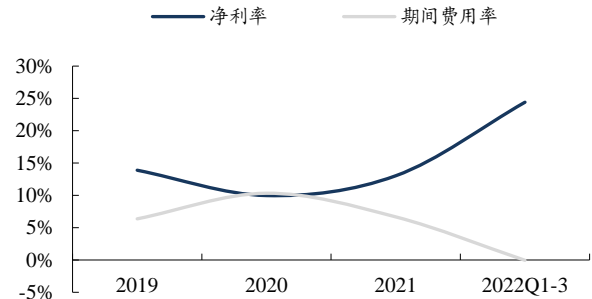
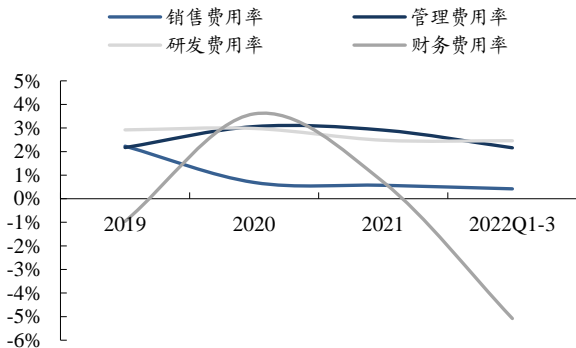
公司期间费用率呈现波动，其中研发费用率、销售费用率及管理费用率波动下行，财务费用率与人民币汇率变动关联度较高，2022年受益于人民币贬值财务费用率大幅下降。

毛利率提升+期间费用率改善，净利率逐年提升。公司整体净利率在2020年度略

有下滑，但得益于毛利率提升及期间费用率改善，总体呈现上升趋势，由2019年13.89%上升至2022Q1-3 20.91%、上升超7pct。

图31: 公司费用率变动情况

图32: 公司整体期间费用率及净利率变动情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 同业对比: 扬州金泉成长性及盈利能力较强

➤ 户外制造商对比: 22年收入增速最高

目前 A+H 股露营相关上市公司主要有扬州金泉、牧高笛、浙江自然、浙江永强、三夫户外、探路者。从产业链角度看，三夫户外、探路者业务以品牌运营&渠道为主；扬州金泉、浙江自然、浙江永强主要布局国外产品代工制造，牧高笛同时布局国外产品代工制造+国内品牌运营。

代工制造分产品看，扬州金泉、牧高笛以帐篷等入门露营装备为主，浙江自然以充气床垫等较为进阶的装备为主，浙江永强以家庭花园休闲用品为主。可以看出，露营相关上市公司中，同样布局产业链中产品制造的牧高笛、浙江自然、浙江永强与扬州金泉经营模式较为可比。

表4: A+H 股露营相关上市公司一览 (单位: 亿元/%)

业务	公司	产品	2021 年		2022Q1-3		2021 年		
			收入	收入 yoy	收入	收入 yoy	毛利率	净利率	
产品代工	扬州金泉	帐篷、睡袋等	7.76	30%	8.61	54%	21.21%	13.03%	
	浙江自然	充气床垫等	8.42	45%	8.03	21%	38.76%	26.06%	
	浙江永强	户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等家庭花园休闲用品	81.51	65%	55.46	9%	14.13%	1.50%	
产品代工+品牌运营	牧高笛	外销 整体	帐篷及装备	6.15	28%	6.30	22%	20.42%	-
			帐篷及装备	9.23	44%	11.58	60%	24.83%	8.51%
品牌运营 & 渠道	探路者	户外服装、鞋品和装备	12.43	36%	7.48	14%	40.39%	4.33%	
	三夫户外	户外用品销售、户外服务运营	5.56	19%	3.61	4%	50.30%	-4.54%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

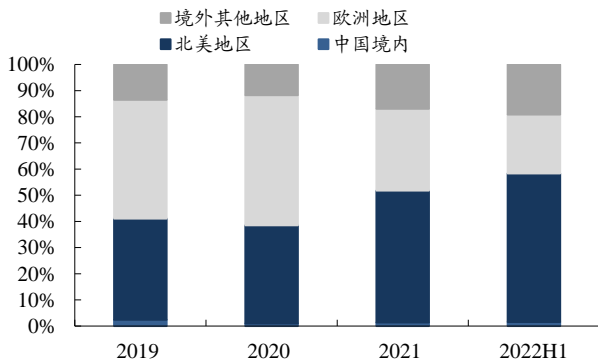
对比几家制造商（扬州金泉、浙江自然、浙江永强、牧高笛外销业务）总结来看：
 1) 从营收体量上看，扬州金泉营收体量与同业较为相近；
 2) 从营收增速上看，22 年露营行业高景气度行情下，扬州金泉营收增速最高；
 3) 从盈利能力上看，随着产品结构逐渐改善，帐篷、睡袋等高毛利露营产品营收占比增加，21 年扬州金泉毛利率超浙江永强及牧高笛外销业务。

➤ 与产品类似的牧高笛代工业务对比：定位与出口市场不同

由于牧高笛外销业务亦为帐篷及相关装备 OEM/ODM 代工，与扬州金泉业务重合度较高、可比性较强，下文将进一步将扬州金泉与牧高笛外销业务进行对比。

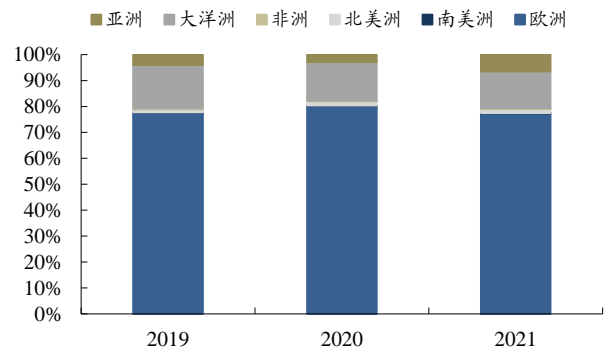
从出口地区看：扬州金泉出口地区主要为美国，牧高笛出口地区主要为欧洲。扬州金泉北美地区营收占比处于提升态势，截至 2022H1 北美营收占比达 56.74%，欧洲地区营收占比由 2019 年 49.7% 降低至 2022H1 22.5%。牧高笛外销主要销往欧洲地区，2021 年欧洲营收占比达 77%。受俄乌冲突及通胀危机影响，欧美地区 2022 年下半年起经济下行、需求较为疲软，现阶段看美国需求回落略弱于欧洲地区，因此扬州金泉受影响程度或弱于牧高笛外销。

图33: 扬州金泉分地区销售情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图34: 牧高笛外销分地区销售情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

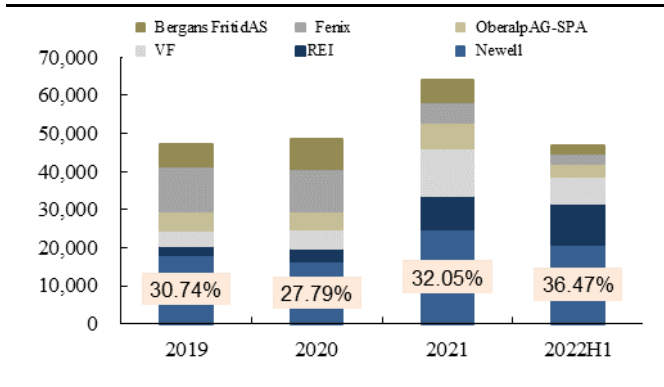
从客户结构看：扬州金泉主要覆盖中高端客户，牧高笛外销客户多定位大众赛道。扬州金泉主要合作品牌客户包括中高端户外用品品牌商 Coleman、The North Face、Salewa、Fjallraven、Bergans 以及大众品牌零售商 REI。2019-2021 年前六大客户较为稳定、销售额贡献近 80% 左右。牧高笛 OEM/ODM 客户多定位大众赛道，包括大众专业户外用品品牌迪卡侬、Go outdoors，普通零售商 KMART、Home Retail 等，其中迪卡侬为第一大客户，2021 年贡献牧高笛外销总营收 51%。

表5: 扬州金泉&牧高笛客户结构对比

	客户	品牌	定位	国家
扬州金泉	Newell	Coleman (科勒曼)	中高端	美国
	REI	REI (安伊艾)	大众	美国
	VF	The North Face (北面)	中高端	美国
	OberalpAG-SPA	Salewa (沙乐华)	中高端	意大利
	Fenix	Fjallraven (瑞典北极狐)	中高端	瑞典
	Bergans FritidAS	Bergans (博根斯)	中高端	挪威
牧高笛	Desipro Pte. Ltd	Decathlon (迪卡侬)	大众	法国
	Go outdoors	Go outdoors	大众	英国
	Kmart Australia Limited	KMART	大众	澳大利亚
	Home Retail Group	Home Retail	大众	英国

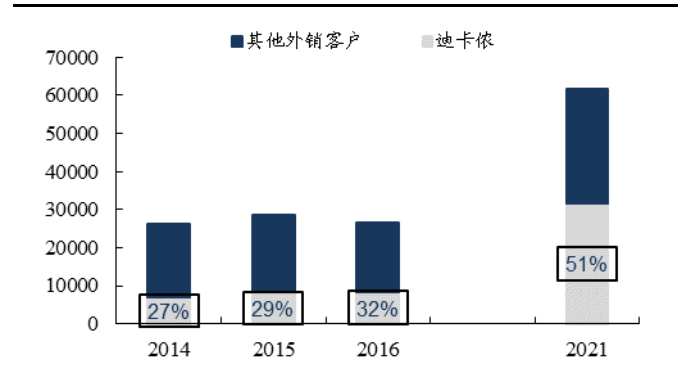
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 扬州金泉历年前五大客户营收占比情况 (单位: 万元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图36: 牧高笛最大客户迪卡侬占外销总营收情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

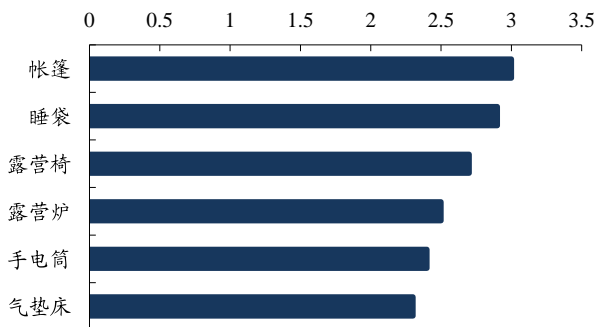
4. 公司亮点：赛道高景气、客户资源优、产能大幅增长

我们认为公司的亮点在于：1) **赛道**：露营装备景气度高、赛道优质，2023-2027 年全球露营行业预计将维持高增，公司作为露营装备代工龙头，增速超越行业，占我国帐篷/睡袋出口比重不断提升，有望深度分享露营赛道高增的红利。2) **客户**：绑定优质客户资源，与国际知名户外用品品牌商已建立长期稳定供货关系、客户订单稳定集中。品牌客户认可度较高，ODM 销售占比持续提升。3) **产能**：通过 IPO 募投项目对产线进行技改，帐篷、睡袋产能实现大幅扩张，满产后帐篷/睡袋产能较 21 年分别增长 82%/22%。

4.1. 露营行业赛道优质，公司作为国内装备出口代工龙头有望深度受益

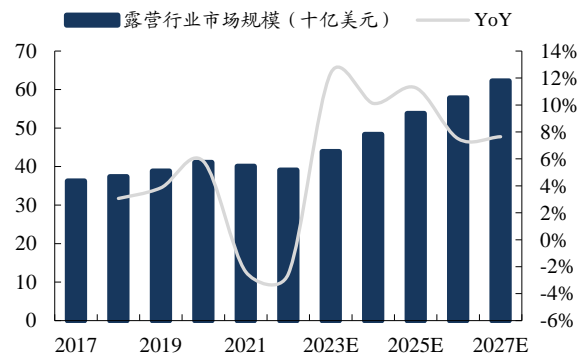
露营行业仍处于较快增长状态。从消费群体看，疫情催化下全球露营渗透率快速提升，海外消费者已经逐步养成露营消费习惯、保持稳定消费频率，在疫情短期催化剂作用消除后，美国参与露营人数仍较为稳定、并未出现明显回落。帐篷等露营装备属于消耗品，据 Statista 统计美国消费者通常年 3 年更换一次露营帐篷，长期看海外露营装备更新替代需求仍较为旺盛，2023-2027 年全球露营行业预计 CAGR 达 9%。

图37：露营装备更换时间调查情况（单位：年）



数据来源：Statista，东吴证券研究所

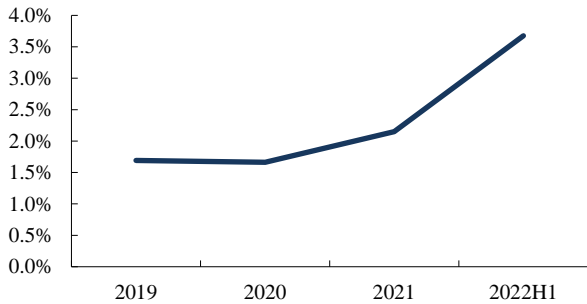
图38：露营行业增速处于相对较快的水平



数据来源：Statista，东吴证券研究所

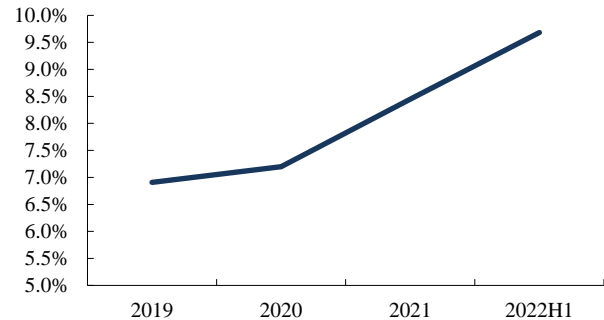
公司作为露营装备代工龙头，占我国露营装备出口额比重持续提升，有望深度分享露营赛道高增的红利。根据海关总署披露的帐篷出口数据，2019-2021 年我国帐篷/睡袋出口金额 CAGR 分别为 27%/13%，公司 2019-2021 年帐篷/睡袋营收 CAGR 达 43%/25%、增速远超行业，帐篷出口额占我国帐篷出口总额的比重由 2019 年的 1.69% 提升至 2022H1 的 3.67%，睡袋出口额占我国睡袋出口总额的比重由 2019 年的 6.91% 提升至 2022H1 的 9.68%，公司作为帐篷/睡袋产品出口龙头优势凸显、市占率持续提升，有望充分分享露营赛道高增的红利。

图39: 公司帐篷出口额市占率持续提升



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图40: 公司睡袋出口额市占率持续提升



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

4.2. 深度绑定中高端优质客户资源, 客户认可度高

客户资源优质稳定, 前六大客户占比超 80%。2021 年公司外销渠道占比高达 98%+, 北美、欧洲为主要销售市场。户外用品代工厂商境外渠道建设具备较高客户认证壁垒, 认证流程复杂、成本较高。首次合作时客户将对供应商研发能力、生产水平以及售后服务进行全方位考核, 复杂认证过程促使客供双方表现出高合作粘性。目前, 公司为众多国际一线户外品牌上游供应商, 2020-2022H1 前六大客户较为稳定, 包括 Coleman (科勒曼)、The North Face (北面)、Fjallraven (瑞典北极狐)、Bergans (博根斯)、Salewa (沙乐华)、REI (安伊艾) 等, 销售占比达 80% 以上, 拥有稳定的优质客户资源。

结合上文对美国、欧洲地区市场户外用品销量及品牌知名度的分析, 公司最大的客户 Coleman 为美国销量市占率第一的国民品牌, 第二、三大客户 REI 和 The North Face 分别为美国户外用品品牌知名度第五/美国&英国品牌知名度第一, CR3 客户共贡献公司总营收 68%。此外 Klettermusen (攀山鼠)、Mammut (猛犸象) 等其余客户亦为欧洲地区较为知名的高端专业户外运动品牌。

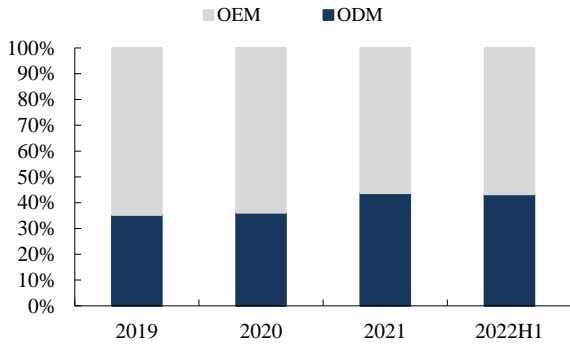
表6: 公司主要客户关联集团及对应品牌情况

公司客户关联集团	国家	对应品牌	占公司22H1收入	集团/品牌简介
Newell Brands Inc.	美国	Coleman (科勒曼)	36.47%	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, 是美国知名户外运动休闲品牌, 产品品类丰富、超一万种, 涵盖户外照明、露营用品、燃具和炊具、隔温系列及水上运动产品等。
Recreational Equipment, Inc.	美国	REI (安伊艾)	18.81%	全球知名户外用品连锁零售商, 涉及登山、露营、健身、徒步旅行、骑自行车、划船运动、到滑雪和旅游等产品品类。
VF Corporation	美国	The North Face (北面)	12.74%	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VF Corporation集团重要一员, 致力于为户外运动员的探险提供专业装备。
Oberalp Group	意大利	Salewa (沙乐华)	5.48%	创始于1935年, 是欧洲知名户外运动品牌, 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。
Fenix Outdoor International AG	瑞典	Fjallraven (瑞典北极狐)	4.81%	专注于自然户外活动产品研发和销售, 在瑞典斯德哥尔摩证券交易所上市。Fjallraven (瑞典北极狐) 是瑞典市场高端户外品牌, 创建于1960年, 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、用途广泛。
Bergans Fritid AS	挪威	Bergans (博根斯)	3.68%	专业生产户外装备的挪威品牌, 是北欧知名户外用品品牌商, 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。不断利用最新科技材料及运用全新设计概念, 设计出不少饱受赞誉产品, 在野外用品界开拓出新天地。
Spotlight Group Holdings Pty Ltd	澳大利亚	Mountain Designs	-	澳大利亚知名的户外用品品牌公司, 业务遍及澳大利亚、新西兰和东南亚。Mountain Designs品牌创立于1975年, 商品涵盖多个类别, 包括服装、配饰、背包和箱包等。
Klattermusen AB	瑞典	Klattermusen (攀山鼠)	-	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	Mammut (猛犸象)	-	成立于1986年, 瑞士证券交易所上市。Mammut (猛犸象) 是其旗下户外用品品牌, 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。
Equip Outdoor Technologies UK Ltd	英国	Rab (睿坡)	-	创立于1981年, 主要设计和制造羽绒服、帐篷背包和睡袋等产品。
Elevenate AB	瑞典	Elevenate	-	创立于2010年, 主要设计生产日常骑行、徒步等户外服装。
The Warehouse Group Limited	新西兰	Torpedo 7	-	创立于1982年, 在新西兰证券交易所主板上市。Torpedo 7为TWG旗下品牌, 主要产品为自行车、雪地、健身、渔具等户外装备。
Camp Spa	意大利	Camp (坎普)	-	成立于1889年, 总部位于意大利, 是世界领先的登山及相关活动(如滑雪登山和工业安全)设备制造商之一。
Helsport A/S	挪威	Helsport	-	创立于1951年, 在1970年创造了世界上第一个隧道帐篷, 并从那时起制定了多项国际标准。其后拓展了睡袋、帐篷产品线与技术服装线, 独立的设计使其成为北欧优质户外装备品牌商。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

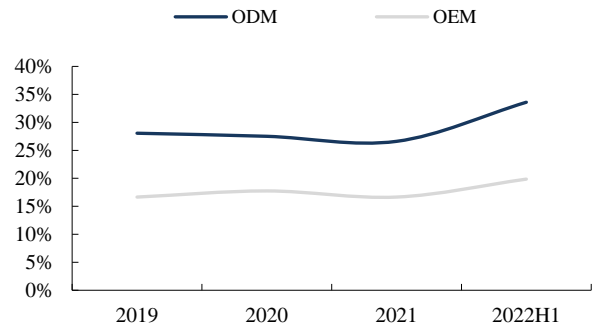
国际知名客户认可度较高、ODM 模式占比明显提升。公司构建紧跟市场潮流的技术研发机制，以客户需求为导向锚定技术创新方向。随着自主研发能力持续增强，公司产品设计得到了国际知名客户的认可，ODM 销售占比明显提升、由 2019 年 35.28% 提升至 2021 年 43.72%，高毛利 ODM 模式占比提升对毛利率具有积极拉动作用。较高客户认可度下，品牌与公司合作有望进一步加深、ODM 销售比例或将进一步提升。

图41: 公司 ODM 销售占比持续提升



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图42: ODM 毛利率高于 OEM



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4.3. IPO 募投项目改造生产线，帐篷产能近翻倍、睡袋产能大幅提升

露营行业高景气下订单大幅增长，公司扩产有利于规模效应降本、控制产品质量。全球露营行业高景气下，2021-2022H1 公司订单数量迎高增，业绩快速增长。由于自有产能增长落后于订单增长，为实现迅速出货、公司外协占比逐年扩大。2021 年/2022H1 外协占比分别达 14.72%/14.76%、较 2020 年分别+2.97pct/+3.01pct。高景气度行情下公司利用 IPO 项目进行大幅扩产有利于进一步发挥规模效应，便于最优化成本控制，同时提高产品质量稳定性。

募投项目改造生产线，帐篷/睡袋产能较 21 年分别增长 82%/22%。公司于 2023/2/16 在上证主板 IPO 上市，首次公开发行募集资金总额约 4 亿元，主要用于帐篷及睡袋产品产能扩张、研发中心技术改造、仓储物流建设、补充流动资金，其中：

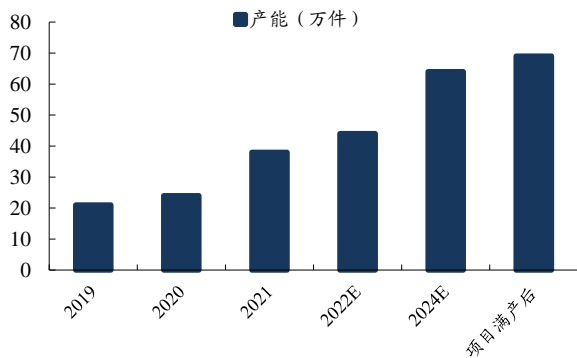
- **帐篷、睡袋生产线技术改造项目、共投资 1.9 亿元**，预计 2024 年可新增 20 万顶帐篷以及 28 万条睡袋。项目满负荷生产后，年帐篷、睡袋自产产能预计分别可达 69 万、195 万，自产比例大幅提升，产品稳定性及生产可控性大大增加，完全达产后帐篷/睡袋产能较 21 年分别增长 82%/22%，贡献 7500 万/7000 万元新增年收入，增加利润总额 1353.13 万/1278.48 万元。
- **户外用品研发中心技术改造项目、投资 0.6 亿元**，科技赋能满足客户多场景创新需求，改造后研发中心为产品研发以及质量检测提供有力保障；
- **新建智能仓储仓库、投资 0.7 亿元**，推动公司供应链管理再升级，整体生产管理将进一步优化。

表7: 公司募投项目金额及计划

序号	项目名称	投资金额 (万元)	建设期	预计满产时间	新增产能 (万件)	预计新增营收 (万元)	预计新增利润总额 (万元)
1	年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目	9,308.02	1 年	2025 年	25	7,500	1,353.13
2	年产 35 万条睡袋生产线技术改造项目	9,774.21	1 年	2025 年	35	7,000	1,278.48
3	户外用品研发中心技术改造项目	5,992.50	1 年	/	/	/	/
4	扬州金泉旅游用品股份有限公司物流仓储仓库建设项目	7,136.43	1 年	/	/	/	/
5	补充流动资金	9,000.00	/	/	/	/	/
合计		41,211.16	/	/	/	14,500	2,631.61

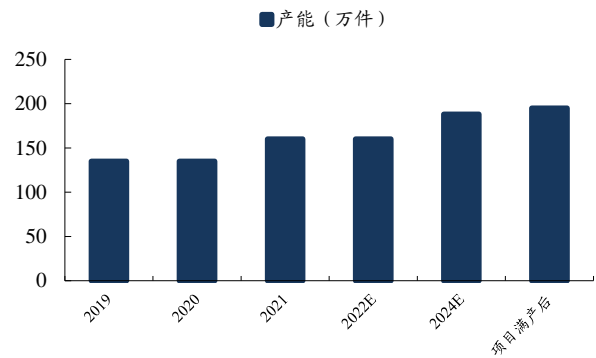
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图43: IPO 项目完成后, 公司帐篷产能增长 82%



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图44: IPO 项目完成后, 公司睡袋产能增长 22%



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

露营行业受益类型可分为两类: ① **国内市场** 露营仍处于渗透率快速提升阶段, 国内品牌商如**牧高笛**有望树立较强品牌认知度、抢占市场份额、发展空间较大; ② **海外市场** 户外运动行业较为成熟, 露营热下消费者逐步养成露营消费习惯, 帐篷等产品更新换代需求以及充气床垫等进阶装备需求较为旺盛, 海外消费者倾向选择知名度较高的国际品牌, 绑定国际品牌商的代工厂如**扬州金泉**、**浙江自然**有望实现稳健增长。

核心假设与收入拆分: 公司业务主要分为户外装备 (帐篷、睡袋) 以及非户外装备 (服装、背包), 我们认为受益于户外运动行业尤其是露营行业快速发展及公司募投项目逐步完成, 户外装备类将成为公司未来发展的主要驱动力。

1) 户外装备类: ① **帐篷产品**, 预计 2022-2024 年下游品牌客户需求仍较为旺盛, 叠加募投项目产能释放, 销量同比+47%/+6%/+12%。考虑到公司持续优化客户结构、提升产品力, 预计产品单价同比分别+28%/+10%/+5%, 毛利率较为稳定。② **睡袋产品**, 随着募投项目产能释放, 预计 2022-2024 年销量同比+18%/+6%/+11%。随着公司产品结

构不断优化，预计产品价格同比+7%/+7%/+3%，毛利率相对较为稳定。

2) 非户外装备类：服装、背包产品，2021年及2022H1主要系疫情影响下消费者购买及使用频率降低，随着后续欧美市场需求逐渐回暖，品牌终端零售回暖有望带动服装、背包产品销量稳健增长，价格及毛利率预计逐渐修复。

表8：公司收入拆分及预测

		2021	2022E	2023E	2024E
主营业务按产品划分（万元）					
帐篷		30,911	58,336	68,324	80,349
	YOY	82%	89%	17%	18%
	占比	40%	54%	55%	56%
	毛利率	24%	27%	27%	27%
	销量（万件）	72.80	107.34	114.29	128.00
	yoy	33%	47%	6%	12%
	单价（元/件）	424.60	543.49	597.84	627.73
	yoy	37%	28%	10%	5%
睡袋		25,552	32,228	36,601	41,666
	YOY	55%	26%	14%	14%
	占比	33%	30%	29%	29%
	毛利率	22%	27%	26%	27%
	销量（万件）	164	195	207	228
	yoy	28%	18%	6%	11%
	单价（元/件）	156	166	177	183
	yoy	21%	7%	7%	3%
服装		15,770	13,104	14,040	15,766
	YOY	-4%	-17%	7%	12%
	占比	20%	12%	11%	11%
	毛利率	15%	19%	20%	21%
	销量（万件）	55	52	53	58
	yoy	13%	-6%	2%	9%
	单价（元/件）	286	251	264	272
	yoy	-15%	-12%	5%	3%
背包		3,304	3,069	3,161	3,426
	YOY	-57%	-7%	3%	8%
	占比	4%	3%	3%	2%
	毛利率	14%	14%	14%	14%
	销量（万件）	43	45	45	48
	yoy	-57%	3%	0%	6%
	单价（元/件）	76	69	71	72
	yoy	-1%	-10%	3%	2%
其他业务（万元）		2,029	1,848	2,033	2,236

营收合计 (万元)	77,567	108,586	124,159	143,443
营收 yoy	30%	41%	14%	16%
归母净利润 (万元)	10,109	24,261	26,325	30,753
归母净利润 yoy	70%	140%	9%	17%
EPS	1.51	3.62	3.93	4.59

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所预测

我们选取主营户外用品业务的牧高笛、浙江自然，以及箱包代工龙头开润股份作为可比公司，可比公司 2022 PE 为 27 倍、2023PE 为 18 倍、2024PE 为 14 倍。

我们认为户外用品行业尤其是露营装备行业景气度有望持续，公司作为国际露营装备代工龙头，有望深度绑定国际知名品牌客户、伴随客户共同成长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.4/2.6/3.1 亿元，同比增速为 140%/+9%/+17%，对应 PE 为 17/16/13 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表9：可比公司估值（截至 2023 年 3 月 16 日）

公司代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603908.SH	牧高笛	49	2.30	3.40	4.36	31.73	21.46	16.74
605080.SH	浙江自然	50	2.44	3.29	4.09	20.18	14.97	12.04
300577.SZ	开润股份	35	0.48	0.84	1.04	30.44	17.39	14.05
	可比公司平均估值					27.45	17.94	14.28
603307.SH	扬州金泉	41	3.62	3.93	4.59	16.93	15.60	13.36

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

注：牧高笛、浙江自然、开润股份盈利预测均来自于东吴证券

6. 风险提示

1) **大客户流失风险。**公司前六大客户占比达 80%以上，对大客户依赖度较高，若出现大客户订单流失，将会对公司业绩造成较大影响。

2) **消费者户外运动热情消退。**露营等活动行业景气度较高，带动户外用品需求提升，若未来消费者对户外运动行业热情消减可能造成公司销售不及预期。

3) **募投项目进度不及预期：**募投项目实施进度或不及预期，存在一定不确定性。

4) **人民币汇率波动。**公司外销占比超 98%，人民币汇率波动对公司业绩变动影响较大。

扬州金泉三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	518	751	1,013	1,323	营业总收入	776	1,086	1,242	1,434
货币资金及交易性金融资产	142	355	530	802	营业成本(含金融类)	611	807	925	1,060
经营性应收款项	145	120	183	168	税金及附加	3	3	4	4
存货	203	245	269	321	销售费用	4	4	5	6
合同资产	0	0	0	0	管理费用	23	23	25	29
其他流动资产	29	31	31	33	研发费用	19	33	31	36
非流动资产	145	182	217	249	财务费用	6	-43	-28	-28
长期股权投资	23	21	19	17	加:其他收益	4	5	6	7
固定资产及使用权资产	77	118	155	190	投资净收益	3	4	4	5
在建工程	6	3	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10	11	13	15	减值损失	-6	-2	-2	-2
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	3	2	1	营业利润	111	267	289	337
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	1	0	1	1
资产总计	664	933	1,230	1,572	利润总额	112	267	289	338
流动负债	187	214	248	282	减:所得税	11	24	26	30
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	101	243	263	308
经营性应付款项	168	191	221	252	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	2	3	3	归属母公司净利润	101	243	263	308
其他流动负债	18	21	24	27	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.51	3.62	3.93	4.59
非流动负债	3	3	3	3	EBIT	114	224	260	309
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	125	239	278	328
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.21	25.71	25.50	26.07
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.03	22.34	21.20	21.44
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	29.93	39.99	14.34	15.53
负债合计	190	217	251	285	归母净利润增长率(%)	69.84	140.00	8.51	16.82
归属母公司股东权益	473	716	979	1,287					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	473	716	979	1,287					
负债和股东权益	664	933	1,230	1,572					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	21	261	223	318	每股净资产(元)	9.42	10.68	14.61	19.20
投资活动现金流	2	-48	-47	-46	最新发行在外股份(百万股)	67	67	67	67
筹资活动现金流	-8	0	0	0	ROIC(%)	24.12	34.22	27.93	24.78
现金净增加额	14	213	176	271	ROE-摊薄(%)	21.36	33.89	26.89	23.90
折旧和摊销	12	15	17	20	资产负债率(%)	28.69	23.29	20.38	18.14
资本开支	-18	-55	-55	-55	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.63	16.93	15.60	13.36
营运资本变动	-94	5	-55	-6	P/B(现价)	6.51	5.74	4.19	3.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>