

2024年12月02日

# 户外装备迎来补库拐点，期待扩产+品类拓展

## 扬州金泉（603307）

### 投资建议

公司作为户外露营装备制造龙头，深耕行业20余年，在越南、扬州、缅甸拥有5个生产基地，截止21年公司共拥有帐篷38万顶、睡袋160万条、服装26万套、背包110万件的自产产能。公司具备优秀的研发创新能力及优质海外客户资源，在21-22年户外制造出口及国内露营火爆时期收入实现高速增长，近两年受海外品牌去库影响营收承压，但通过控费、产品结构改善等，盈利能力保持稳定。

我们分析，1)短期来看，我们认为户外行业品牌去库逐步进入尾声，期待24Q4至明年迎来订单拐点；2)中期来看，公司募投“25万顶帐篷项目”逐步投产，随着产能利用率提升，帐篷收入快速增长，同时公司自产比例将有所提升，产品质量、产品成本可控性进一步提升；3)长期来看，子公司阿珂姆赋能帐篷拓品类发展，及飞耐时经营向好有望贡献新增量。预计24-26年收入分别为8.47/9.94/11.86亿元，预计归母净利分别为1.49/1.79/2.33亿元，对应24-26年EPS为2.22/2.67/3.48元，2024/11/28日收盘价33.31元对应24-26年PE为15/12/10X，首次覆盖，给予买入评级。

### 户外用品行业：国内户外用品存在较大增长潜力，户外代工出口期待订单拐点

1)23年户外用品零售规模超270亿元，近20年CAGR25%，但对比海外仍有较大增长潜力；2)2023年受下游品牌进入去库存阶段影响，帐篷出口金额下降，我们预计随着行业去库结束，24下半年至明年户外用品制造端订单有望迎来拐点；3)竞争格局较为分散，对比国内户外代工公司，扬州金泉在露营火爆期享受更高增速，得益于高端客户资源，较强控费能力，盈利能力高于同业。

### 公司优势：研发能力强、客户黏性高

1)公司研发优势主要体现在：专业研发团队、专利与核心技术及技术创新机制，公司19-21年ODM占比从35%提升至44%，带动毛利率进一步提升。2)公司创始人为意大利商人，依托其海外背景公司拥有的客户基本稳定且大多属于国际知名户外用品企业公司，21年前六大客户占比达82.6%。

### 成长驱动：短期看去库节奏，长期产能扩建+拓品类+拓业务

1)短期来看，我们分析去库节奏改善趋势明显，预计24年底到明年公司有望迎来订单拐点。2)IPO募集项目“年产25万顶帐篷生产线技术改造项目”预计全部达产后可增加销售收入7500万元、税前利润1353.13万元，对应净利率18%。扩建后公司自产产能占比将有所增加，产品质量、生产速度、生产成本可控性进一步提升，规模效应进一步显现；3)子公司阿珂姆赋能帐篷拓品类发展，期待飞耐时净利贡献增量。

### 风险提示：

产能利用率不及预期；募集项目建设不及预期；帐篷新品类拓展不及预期风险；系统性风险。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	33.31
股票代码：	603307
52周最高价/最低价：	48.5/26.13
总市值(亿)	22.32
自由流通市值(亿)	5.66
自由流通股数(百万)	17.00



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,128	846	847	994	1,186
YoY (%)	45.4%	-25.0%	0.2%	17.3%	19.3%
归母净利润 (百万元)	239	228	149	179	233
YoY (%)	136.9%	-4.9%	-34.8%	20.4%	30.4%
毛利率 (%)	27.4%	32.5%	26.0%	28.0%	30.0%
每股收益 (元)	4.76	3.55	2.22	2.67	3.48
ROE	33.3%	17.1%	10.7%	11.4%	13.0%
市盈率	7.00	9.38	15.02	12.47	9.56

## 正文目录

1. 公司简介：深耕户外代工 20 余年，拥有海外优质客户资源	5
1.1. 历史回顾：上市后经历海外下游去库存，24Q3 收入拐点	5
1.2. 股权结构：24Q4 推出限制性股票激励	11
1.3. 资本市场表现：PE 估值在 11-22 倍间波动	13
2. 行业分析：国内户外用品存在较大增长潜力，户外代工出口期待订单拐点	14
2.1. 户外代工：21 年出口高增，22 年下半年进入去库阶段，目前迎来去库尾声	14
2.2. 竞争格局：竞争格局分散，扬州金泉盈利能力较强	15
3. 公司优势：研创能力强、客户粘性高	18
3.1. 研发创新能力强，ODM 占比提升	18
3.2. 核心大客户优势，合作粘性强	20
4. 成长驱动：短期看去库节奏，长期产能扩建+拓品类+拓业务	21
4.1. 海外去库进入尾声，期待订单拐点	21
4.2. 募投项目带来帐篷产能翻倍空间	21
4.3. 子公司阿珂姆赋能帐篷品类发展，期待飞耐时净利贡献增量	22
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 投资建议	24
6. 风险提示	25

## 图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利及增速	7
图 2 历年分品类收入增速	8
图 3 各品类产能及增速	8
图 4 帐篷销量/单价及增速	8
图 5 睡袋销量/单价及增速	8
图 6 背包销量/单价及增速	8
图 7 服装销量/单价及增速	8
图 8 公司历史毛利率/归母净利率	9
图 9 期间费用率	9
图 10 分品类毛利率	10
图 11 分客户毛利率	10
图 12 历年各品类自产产能利用率（19-22H1）	10
图 13 汇率与公司毛利率、汇兑收益	10
图 14 上市至今股价走势（元）（前复权）	13
图 15 公司 PE Band	13
图 16 2024 年全球户外用品市场份额	14
图 17 中国帐篷出口金额（亿美元）及增速	15
图 18 中国睡袋出口金额（亿美元）及增速	15
图 19 2020—23 年公司及同业收入及增速（亿元）	17
图 20 20—23 年公司及同业归母净利及增速（亿元）	17
图 21 2020—23 年同业净利率	17
图 22 20—23 年同业毛利率	17
图 23 公司研发费用率	19
图 24 公司 ODM/OEM 销售占比	19
图 25 公司前五大客户收入及占比（亿元）	21
图 26 2021 年主要公司收入占比	21
图 27 帐篷类月度出口金额（亿美元）及增速	21
图 28 飞耐时收入/净利（亿元）及增速	23

表 1 扬州金泉主要产品（23 年）	5
表 2 扬州金泉主要子公司及合营公司	5
表 3 公司大事记	6
表 4 2021 年各业务成本拆分	10
表 5 前十大股东持股（截至 2024Q3）	11
表 6 公司管理层	12
表 7 公司股权激励草案	12
表 8 国内户外代工公司对比（23 年）	15
表 9 公司与同业费用率对比（23 年）	18
表 10 公司研发技术情况	19
表 11 主要客户情况	20
表 12 公司募集资金建设项目	22
表 13 收入拆分	23
表 14 可比公司估值	25

## 1.公司简介：深耕户外代工 20 余年，拥有海外优质客户资源

### 1.1.历史回顾：上市后经历海外下游去库存，24Q3 收入拐点

公司前身扬州金泉旅游用品有限公司设立于 1998 年，2023/2/16 上市，主营帐篷、睡袋、户外服装及背包等户外用品代工。公司以外销为主，21 年北美/欧洲/其他地区/中国收入占比 50%/31%/17%/1%，23 年外销占比 95%；下游客户为 Coleman、TheNorthFace、Fjallraven（北极狐）等全球著名户外品牌，23 年前五大客户占比 62%。截止 22 年公司自有产能帐篷 44 万顶、睡袋 160 万条、服装 28 万套、背包 110 万件，同时利用外协产能。目前公司在国内及越南拥有 5 个生产基地（98 建厂，02 年设立第二分厂，16 年金泉越南（广治）、20 年 PEAK（广南）、24PEAK 仰光（缅甸）。上市后，23 年 9 月公司以 1.86 亿元收购江苏省阿珂姆野营用品有限公司 50.50% 股权，补充了充气帐篷这一品类的产能。除了代工之外，公司还通过合营公司江苏飞耐时做北极狐品牌的中国区运营，公司在品牌业务已有多年经验。

23 年公司收入/净利 8.46/2.28 亿元，其中帐篷/睡袋/服装/背包收入占比 55%/14%/21%/5%。24Q3 公司收入/净利分别为 1.93/0.17 亿元，同比增长 29.1%/ -53.9%，收入增速转正我们分析主要受益于行业去库存进入尾声，净利下滑主要由于毛利率及汇兑收益下降。公司收入存在一定季节性，通常 Q3 为出货旺季，Q4 相对淡季，但近年由于发货节奏等有一定错配。

表 1 扬州金泉主要产品（23 年）

品类	收入及占比	销量	单价	毛利率	客户
帐篷	4.64 亿元 占比 54.9%	75.96 万顶	611 元/顶	35.19%	Coleman、The North Face、Bergans、Mont-bell、Salewa、REI、Camp、Helsport
睡袋	1.2 亿元 占比 14.2%	70.01 万条	171 元/条	32.87%	Coleman、The North Face、Fjallraven、Bergans、Mont-bell、Salewa、REI、Mammut、Torpedo7、Mountain Designs
服装	1.81 亿元 占比 21.4%	59.9 万件	302 元/件	26.44%	Fjallraven、Bergans、Salewa、Elevenate、Klattermusen、Mountain Designs、Rab
背包	0.41 亿元 占比 4.8%	46.44 万个	88 元/个	16.31%	Fjallraven、Rab

表 2 扬州金泉主要子公司及合营公司

公司	持股比例	区域	主营业务	24H1 收入 (百万元) / 净利 (百万元) / 净利率
越南金泉	100%	越南广治	四类生产基地	19.43/-0.2/-1.01%
香港金泉	100%	香港		133.96/48.05/35.87%
PEAK 公司	100.00% (通过香港金泉间接持股)	越南广南	生产基地	9.42/1.02/10.84%
PEAK 仰光	100.00% (间接)	缅甸	服装生产基地	0.26/0.18/66.92%
江苏阿珂姆	50.50% (23年9月收购)	江苏扬州	国内专业的户外用品制造商, 产品主要出口欧美约二十多个国家和地区; 与所罗门、土拨鼠、探路者、波司登等知名品牌建有良好合作关系	153.8/17.64/11.5%
江苏飞耐时	50%	江苏扬州	江苏飞耐时获得了 FenixOutdoor AB 或其关联方所拥有部分国际品牌在中国境内的独家经营权, 由江苏飞耐时支付商标使用费, 其中包括知名商标 Fjallraven (瑞典北极狐)	65/12/18.4%

表 3 公司大事记

时间	事件
1998 年	意大利商人里查德·瓦萨克创建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	2008 年创始人将其全部股权转让给四位管理人员, 同年公司与 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在内的部分国际品牌大陆独家经营权。
2010 年	扩充成衣生产线。
2012 年	增设成衣自动化模板和帐篷 ETON 系统。
2015 年	增设压胶机设备。
2016 年	金泉越南 (广治) 生产基地成立。
2020 年	2019 年收购广南 OBS, 20 年将其改名为 PEAK 并在越南广南省设立帐篷生产基地。
2021 年	扬州金泉设立生产制造研发中心。
2023 年	与上交所上市, 收购江苏省阿珂姆野营用品有限公司 50.50% 的股权。

2018-2023 年公司收入/归母净利 CAGR 为 12%/29%，净利增速高于收入主要由于毛利率相对较高的帐篷业务占比从 29%提升至 55%。21/22 年收入增速相对较高，主要由于：1) 帐篷、睡袋大客户份额拓展加速；2) 疫情期间，海外迎来露营热，户外市场持续火爆；22 年归母净利提升 137%主要由于帐篷占比提升 12PCT 至 52%，以及 REI 销售占比提升，COLEMAN、MARMOT 高单价占比提升带动帐篷毛利率提升 4.7PCT。分品类拆分来看：

**帐篷增长来自扩产驱动+产品结构提升带动提价。**18-21 年自有产能 CAGR 为 26%至 38 万顶，自有产量占比 31%-39%，21 年产能增长 58%，主要由于 20 年收购 PEAK。2018-2023 年帐篷收入/销量/单价 CAGR 为 27%/11%/14%，收入占比从 29%提升至 55%，2021 年销量提升 33%主要由 Newell Brands Inc、VF 贡献，22H 则由海外景气度提升带动。21/22 单价提升 37%/43%，主要由于产品结构变化，高价帐篷占比提高。23 年受行业去库影响，销量下降 22%，价格微增。

**睡袋业务量跌价增主要由于羽绒睡袋占比提升。**18-21 年自有产能 CAGR 为 15%至 160 万条，自有产量占比从 65%提升至 72%；2018-2023 年睡袋收入/销量/单价 CAGR 为 -4.1%/-14.8%/12.5%，收入占比从 30%降至 14%，销量 CAGR 为负主要由于 23 年收去库存影响销量下滑 55%，18-22 年睡袋价格持续增长，主要由于销售均价较高的羽绒睡袋销售占比提高，而均价较低的棉睡袋销售占比降低。

**背包业务平稳，主要受北极狐影响。**18-21 年自有产能 CAGR 为 25%至 110 个，自有产量占比接近 100%，19 年产能增长 84%，主要由于子公司越南金泉生产设备投入增加。2018-2023 年背包收入/销量/单价 CAGR 为 0.8%/-1%/1.8%，收入占比从 8%降至 5%。背包销量 20 年增长主要由于客户 Fenix Outdoor International AG 的 Kanken 包系列因其造型美观百搭、轻便耐用等特点成为流行款。21 年受零售端影响销量下降 57%，22 年下半年有所恢复，但 23 年受行业去库及零售端影响下滑 25%，但 23 年背包单价提升 14%，我们分析主要由于产品结构改善。

**服装业务复合增速为个位数增长。**18-21 年自有产能 CAGR 为 -2.4%至 26 万件，自有产量占比接近 42%，产能下降主要由于 21 年公司将部分背包及服装设备调整用于生产帐篷及睡袋。2018-2023 年服装收入/销量/单价 CAGR 为 4.7%/2.8%/1.9%，收入占比从 29%降至 21%。均价变动主要受羽绒服、棉衣、单衣等产品销售结构的变化影响。

图 1 历年公司收入、归母净利及增速

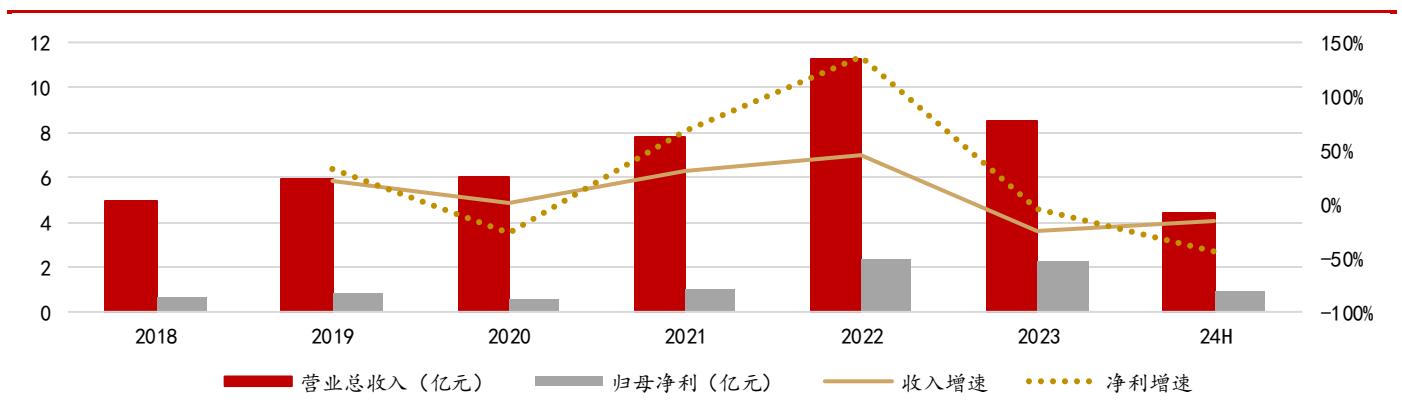


图 2 历年分品类收入增速

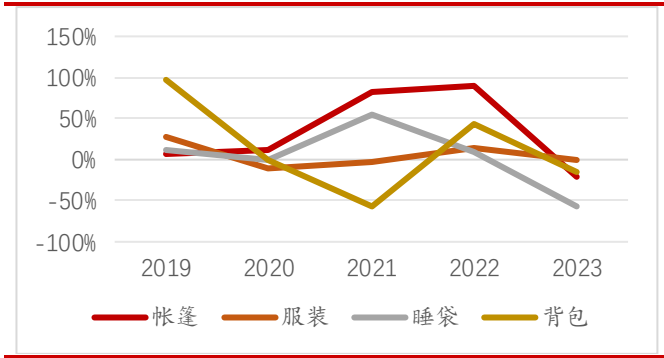


图 3 各品类产能及增速

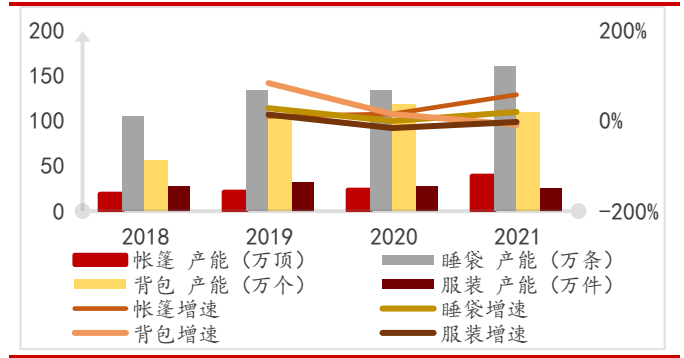


图 4 帐篷销量/单价及增速

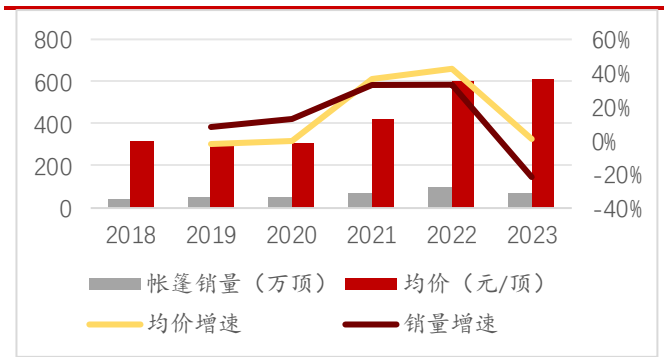


图 5 睡袋销量/单价及增速

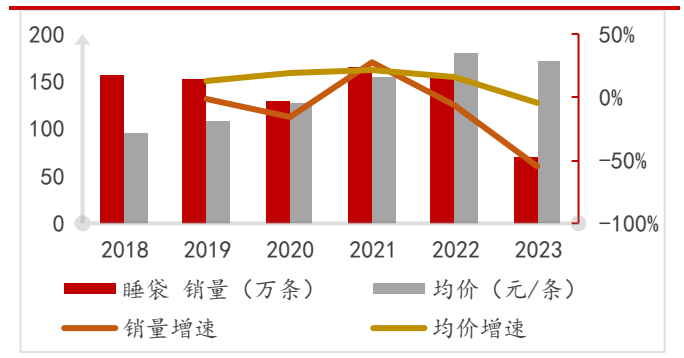


图 6 背包销量/单价及增速

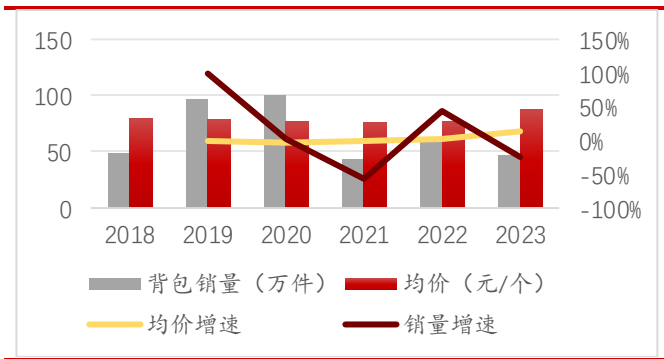
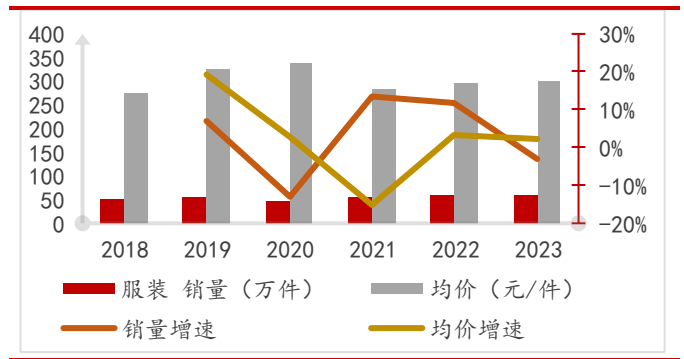


图 7 服装销量/单价及增速



公司毛利率在 18%-33%、上市以来整体呈上升趋势；归母净利率在 10%-27%波动，毛利率主要受产品结构、汇率、客户结构、季节、产能利用率等影响。

(1) 产品结构：分产品来看，帐篷（18%-38%）、睡袋（21%-33%）毛利率相对较高，背包（13%-17%）毛利率相对较低主要由于价格相对较低且原材料成本较高；服装（15-27%）毛利率相对较低主要由于外协加工费用较高。公司毛利率主要受占比快速提升的帐篷业务影响，a) 帐篷毛利率从 17.6%提升至 35.2%，20 年下降 2.6PCT



(受会计调整+铝制杆材价格提升)、21年提升3.5PCT(高毛利率客户VF占比提升,向大客户NB销售均价提升)、22年提升4.7PCT(对REI销售占比提升,NB销售均价提升)、23年提升7.0PCT(我们分析主要受益于人民币贬值及产品结构持续改善)。b)睡袋22年毛利率提升9.4PCT,主要由于REI销售占比提升,高单价羽绒服睡袋销量占比提升。c)背包21年毛利率下降主要受产能利用率下降影响;d)服装21年毛利率下降8.4PCT,主要受人民币升值影响,22年提升5.3PCT主要由于主客户Oberalp AG-SPA占比超30%以及高毛利率新品占比提升;23年毛利率提升6PCT,我们分析受益于人民币贬值。

(2) 产能利用率:疫情前各品类自有产能利用率基本达90%以上,20年随着新产能投产及受疫情影响,产能利用率有所下滑;21年受海外复苏影响,各品类产能利用率有所回升,但背包受零售端影响产能利用率下滑至35.4%;22年受国内露营热度提升,帐篷产能利用率进一步提升;23年产能利用率仍不高主要由于下游去库存影响。

(3) 季节:公司通常Q3为出货量最旺的季度,Q1、Q2次之,Q4低于其他三个季度,因此Q4毛利率较低,但21Q4毛利率提升主要由于21Q3扬州地区发生疫情、“封城”超过一个月,订单延迟至Q4。

**净利率主要受毛利率、汇兑收益等影响。**(1)从期间费用率来看,财务费用主要受汇率影响波动较大,人民币升值可能给公司造成汇兑损失,美元兑人民币20/21年分别7降到6.6/从6.6降到6.4,分别带来汇兑损失0.21/0.05亿元;美元兑人民币22Q2/22Q3分别从6.4升至6.6/从6.6升至6.8,分别带来汇兑收益0.18/0.27亿元;22Q4美元兑人民币汇率从6.8升至7,汇兑损失0.08亿元;23Q2美元兑人民币汇率从6.8升至7,汇兑收益0.28亿元;23Q4汇率提升至7.15,汇兑收益0.26亿元;(2)剔除财务费用率影响,公司净利率在11-21%波动,主要受毛利率波动影响,22Q2毛利率提升但净利率下滑主要由于研发费用率增加。

图8 公司历史毛利率/归母净利率

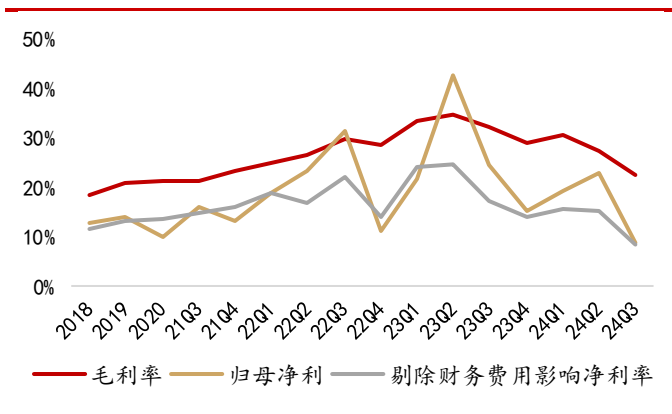


图9 期间费用率

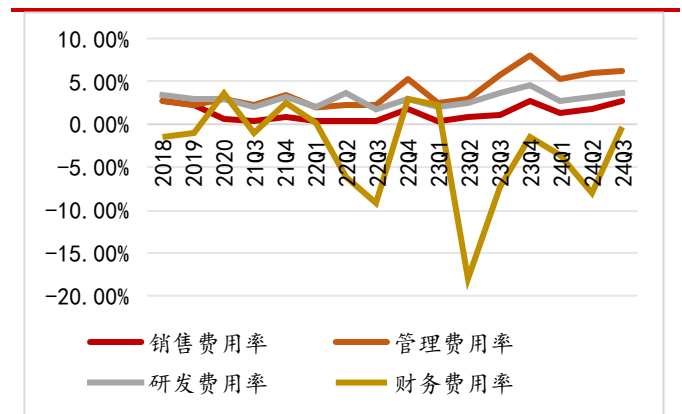


图 10 分品类毛利率

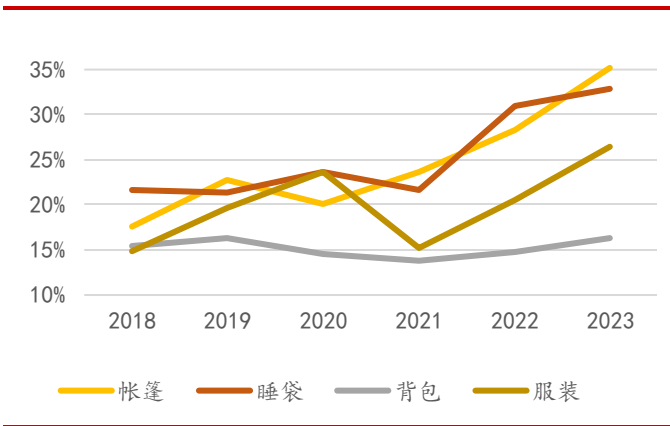


图 11 分客户毛利率

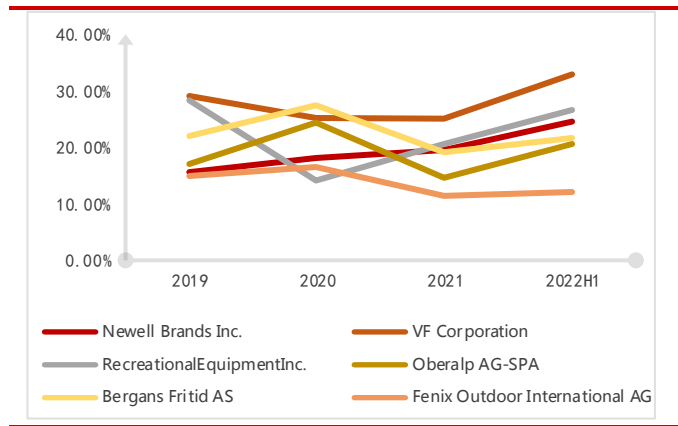


图 12 历年各品类自产产能利用率 (19-22H1)

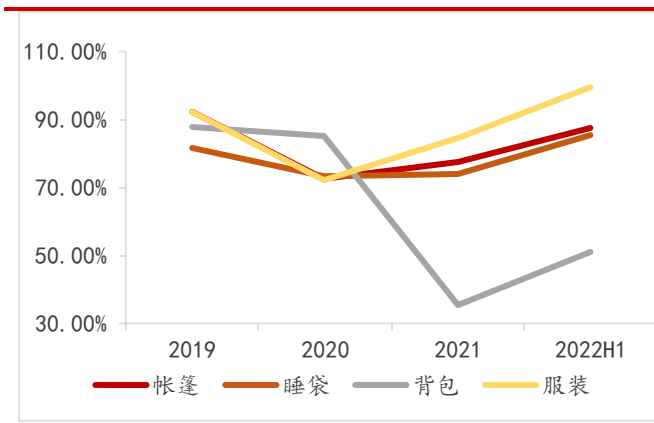
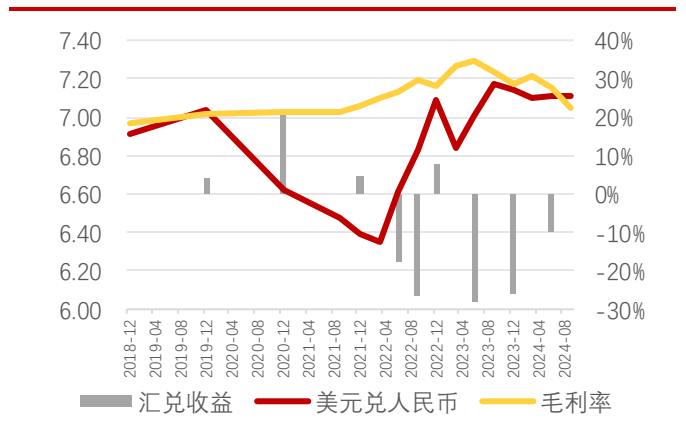


图 13 汇率与公司毛利率、汇兑收益



从 21 年各业务成本构成来看，1) 帐篷的直接材料/人工/制造费用/外协加工费占比分别为 68%/10%/5%/17%，帐篷接近 60%外协加工、主要由镇江蓝深外包生产，帐篷 21 年单位直接材料成本增加主要由于 21 年大帐篷占比增加，22 年 H1 受铝杆采购价提升影响；单位人工成本与帐篷规格挂钩；2) 睡袋的直接材料/人工/制造费用/外协加工费占比分别为 66%/14%/11%/9%，单位人工成本与羽绒睡袋占比挂钩，羽绒睡袋工艺要求相对较高；睡袋接近 38%外协加工，因此单位外协成本相对较低；3) 背包的直接材料/人工/制造费用/外协加工费占比分别为 79%/11%/11%/0%，背包成本更受原材料维尼纶布料采购价影响，背包 98%在越南工厂进行生产，因此单位人工成本较低，背包基本全部自产；4) 服装的直接材料/人工/制造费用/外协加工费占比分别为 58%/11%/8%/25%，原材料占比相对较低；接近 58%外协加工，因此外协成本较高。

表 4 2021 年各业务成本拆分

项目	公司整体	帐篷	睡袋	背包	服装
成本 (亿元)	6.11	2.32	1.94	0.28	1.30
单位成本 (元/件)		318.03	118.02	64.22	235.39

单价 (元/件)		424.6	155.5	76.12	285.62
毛利率	21.21%	23.59%	21.64%	13.80%	15.17%
直接材料 (亿元)	3.89	1.57	1.29	0.22	0.75
单位直接材料成本 (元/件)		214.99	78.53	51.61	134.97
人工 (亿元)	0.68	0.22	0.28	0.03	0.14
单位人工成本 (元/件)		30.2	17.0	6.9	25.4
制造费用 (亿元)	0.47	0.13	0.21	0.03	0.1
单位制造费用 (元/件)		17.86	12.78	6.91	18.11
外协加工费用 (亿元)	0.90	0.40	0.17	0.00	0.32
单位外协加工费用 (元/件)		54.95	10.35	0.23	57.96

## 1.2. 股权结构：24Q4 推出限制性股票激励

公司股权相对集中。林明稳为实控人，持股比例 41.23%，第二大股东李宏庆持股 33.4%（林明稳的配偶与李宏庆的兄弟为父女关系），合计持股比例将近 75%。

**24 年推出股权激励草案，深度绑定高管。**2024 年 10 月公司发布限制性股票激励草案，拟向 33 名高层及核心员工授出共计 87.70 万股限制性股票，每股定价 15.97 元，业绩考核目标：以 2024 年为基数，1) 2025 年营业收入或净利润增长不低于 10%；2) 2025 年和 2026 年合计实现的营业收入或净利润增长率不低于 120%；3) 2025 年至 2027 年合计实现的营业收入或净利润增长率不低于 230%。股权激励费用 25-27 年分别为 1072.48/412.49/165.00 万元。

表 5 前十大股东持股（截至 2024Q3）

前十大股东	持股比例
林明稳	41.23%
李宏庆	33.40%
广发睿毅领先混合型证券投资基金	0.50%
许乃嫣	0.38%
广发基金英睿价值尊享集合资产管理计划	0.38%
广发鑫睿一年持有期混合型证券投资基金	0.35%
广发睿合混合型证券投资基金	0.31%
李华	0.28%
广发价值领先混合型证券投资基金	0.24%
广发聚富开放式证券投资基金	0.23%
合计	77.30%

表 6 公司管理层

姓名	年龄	简历
林明稳	52	1998 年至 2020 年 4 月，历任金泉有限经理、总经理、董事长；2008 年至今，历任江苏飞耐时户外用品有限公司副董事长、董事长及总经理；2009 年至 2021 年 9 月，任瑞德户外董事、总经理；2016 年至今，任越南金泉董事长、总经理；2019 年至今，任香港金泉董事；2020 年至今，任 PEAK 公司董事长、总经理；2021 年 4 月至 2021 年 11 月，任扬州鹰王信息技术有限公司执行董事；2023 年 9 月至今，任江苏省阿珂姆野营用品有限公司董事长；2020 年 4 月至今，任公司董事长。
李宏庆	57	1991 年至 1994 年，任扬州久盟旅游用品有限公司会计；1994 年至 1997 年，任国家林业投资公司南方办事处会计；2011 年至 2022 年 10 月，任深圳核达利电子有限公司执行董事；2005 年至 2022 年，任江苏奥力威传感高科股份有限公司董事长；2008 年至今，任江苏飞耐时户外用品有限公司监事；2013 年至今，任江苏涌友投资有限公司执行董事；2021 年至今，任重庆秦妈食品有限公司董事；2023 年 9 月至今，任江苏省阿珂姆野营用品有限公司董事；2020 年 4 月至今，任公司董事、总经理；
赵仁萍	46	1998 年至 2020 年 4 月，历任金泉有限会计、财务部经理、董事；2012 年至今，任江苏飞耐时户外用品有限公司董事。2020 年 4 月至今，任公司董事、董事会秘书、财务总监。
李伯圣	60	1997 年至 2019 年，历任扬州大学商学院（管理学院）会计系、财务管理系教研室主任、系副主任、主任、党支部书记；2018 年至 2019 年，任扬州大学 MPAcc 教育中心副主任；2019 年至今，任扬州大学 MPA 教育中心主任。2020 年 4 月至今，任公司独立董事。
孙荣奎	49	2010 年至 2012 年，任广东今见律师事务所律师；2013 年至 2017 年，任江苏江淮盛律师事务所律师；2018 年至 2019 年，担任江苏钟山明镜（扬州）律师事务所律师；2019 年至今，任江苏江佳律师事务所律师，现兼任恩施仲裁委员会仲裁员、北海仲裁委员会仲裁员、淮安仲裁委员会仲裁员等。2020 年 4 月至今，任公司独立董事。
胡明燕	41	2007 年至 2020 年 4 月，历任金泉有限销售员、销售主管、营销部经理；2020 年 4 月至今，任公司营销部经理、监事会主席。
周敏	48	1999 年至 2020 年 4 月，历任金泉有限单证员、单证业务负责人；2020 年 4 月至今，任公司单证业务负责人、监事。

表 7 公司股权激励草案

发布时间	激励费用	激励股数	行权价格	授予对象	业绩考核目标
2024 年 10 月	25-27 年分别为 1072.48/412.49/165.00 万元	87.7 万股	限制性股票的授予价格为 15.97 元/股	激励对象总人数为 33 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员及核心骨干人员	1) 2025 年营业收入或净利润增长不低于 10%； 2) 2025 年和 2026 年合计实现的营业收入或净利润增长率不低于 120%； 3) 2025 年至 2027 年合计实现的营业收入或净利润增长率不低于 230%；

### 1.3. 资本市场表现：PE 估值在 11-22 倍间波动

2023 年 2 月上市至今（截至 2024 年 11 月 26 日），公司股价下跌 21.9%，跑输沪深 300 指数 15.7PCT，总市值为 22.16 亿元。公司上市以来累计融资金额 6.59 亿元，累计现金分红金额为 1.18 亿元，分红率在 10-30% 范围。

公司上市适逢海外户外景气度高峰，上市不到 10 天股价涨 77% 最高至 75.1 元/股（23/2/24），对应市值 50 亿元，对应 PE 为 22 X。随后受海外市场需求不足，及下游品牌去库影响，公司收入从 23Q1 开始连降 6 个季度，24 年 2 月解禁压力，公司股价跌至 29.43 元/股（24/2/6），对应市值 19.7 亿元，对应 PE 为 13 X；24Q2 净利降幅进一步扩大至 52.4%，公司股价最低跌至 25.76 元/股（24/9/18），对应市值 17.3 亿元，对应 PE 为 11.5 X。10 月公司推出限制性股票激励草案，叠加海外去库进入尾声，我们判断基本面处于底部拐点。

图 14 上市至今股价走势（元）（前复权）

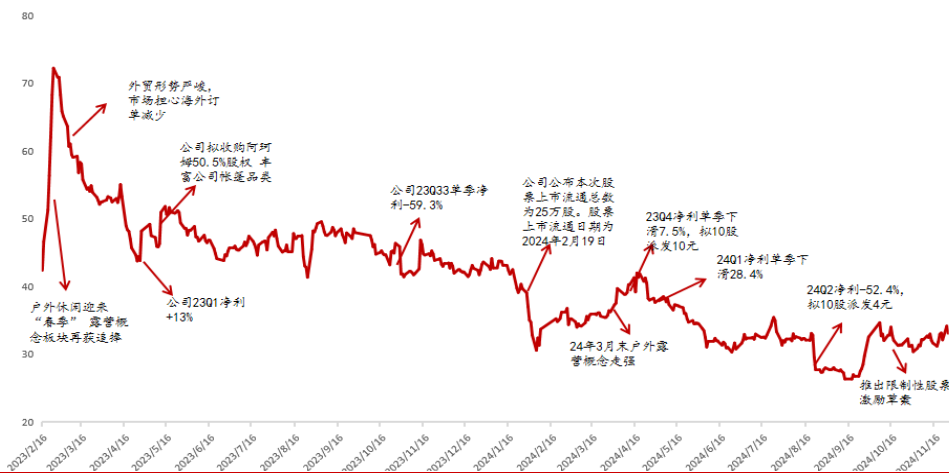


图 15 公司 PE Band



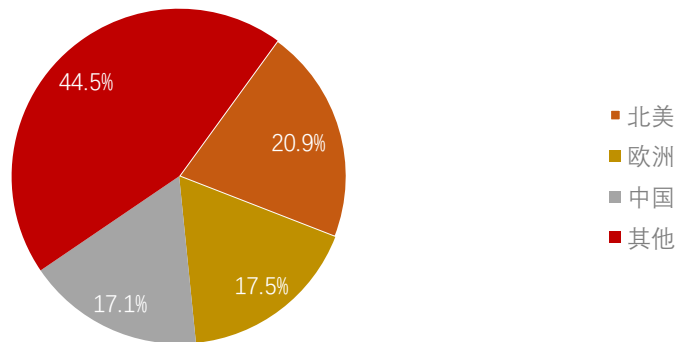
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 2. 行业分析：国内户外用品存在较大增长潜力，户外代工出口期待订单拐点

### 2.1. 户外代工：21 年出口高增，22 年下半年进入去库阶段，目前迎来去库尾声

根据《2024 全球户外用品行业市场洞察报告》，2022 年全球市场的同比增长率最高，达到了接近 7.4% 的水平；2023 年受到疫情冲击，从 2024 年开始预计市场恢复稳步增长，保持在较为稳定的增长水平上，2023 年至 2025 年预计维持在 5%-7% 之间，并在 2028 年达到高峰 332 亿美元。根据 2024 年各地区户外用品的销售规模测算，全球户外用品市场以欧美发达国家为主，刚需属性更强，北美、欧洲分别占全球户外运动用品市场规模的 20.9%、17.5%，合计占比达 38.4%；中国占比约 17.1%，具备较大增长潜力。

图 16 2024 年全球户外用品市场份额



中国作为全球户外用品的主要供应基地，尤其是帐篷和其他露营装备，在露营风潮兴起及全球经济回暖的双重契机下，江浙区域依托其地理优势及深厚的纺织产业根基，出口额呈现显著攀升趋势。据海关数据统计，2021 年全年，帐篷及其配套设备的出口总额达 43.96 亿美元，同比增幅高达 49.8%；睡袋出口总额达 4.69 亿美元，同比增长 41.9%。2022 H1 出口延续高增态势，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 44.39 亿美元、同比增长 0.98%，睡袋产品累计出口 5.2 亿美元、同比增长 10.8%。2023 年受下游品牌进入去库存阶段影响，帐篷出口金额回落至 39.07 亿美元，同比减少 11.99%，睡袋回落至 4 亿美元，同比下降 23.08%，我们预计随着行业去库结束，24 年下半年至明年户外用品制造端订单有望迎来拐点。

图 17 中国帐篷出口金额（亿美元）及增速

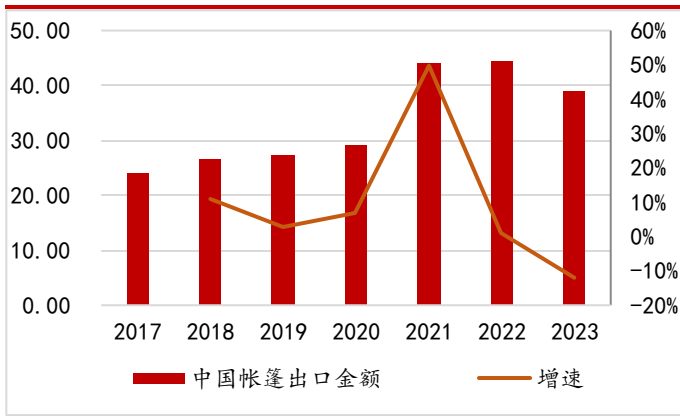
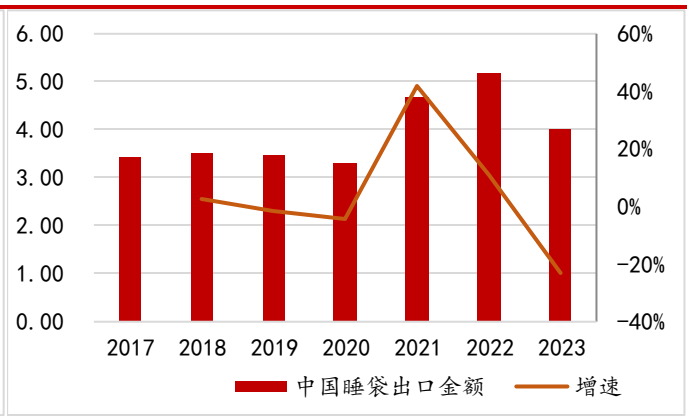


图 18 中国睡袋出口金额（亿美元）及增速



## 2.2. 竞争格局：竞争格局分散，扬州金泉盈利能力较强

国内生产制造户外用品的相关企业主要分布在浙江、广东、江苏、福建、山东、河北等省份。大部分国内户外代工企业成立于 90 年代末，具备超 20 年经营经验，主营产品主要包括帐篷、睡袋、充气床垫、户外鞋服、箱包及配饰、户外家具、遮阳伞、遮阳篷等，主要客户以欧美市场为主，部分销售至日韩。

对比户外代工上市公司来看：1) 从主营业务来看，扬州金泉、浙江自然、浙江永强、浙江正特主要以海外品牌代工制造为主，牧高笛同时经营海外代工及自有品牌运营；2) 从产品来看，扬州金泉和牧高笛主要做帐篷等初级露营装备，浙江自然以充气床垫等较为进阶的装备为主，浙江永强、浙江正特以家庭花园休闲用品为主；3) 从规模上来看，扬州金泉帐篷产能及产量较同业对比仍有翻倍增长空间，收入体量来看除浙江永强外，其他同业基本为 8-15 亿收入体量，永强主要由于借助了外协产能做大体量；4) 从成长性来看，20-23 年 CAGR 牧高笛最高，主要由于公司品牌内销 23 年仍保持增长；浙江自然、扬州金泉次之，20-23 年 CAGR 达 12.3%，在行业高景气下增速相对更高；从客户结构上来看，对比牧高笛，扬州金泉更偏向于高端户外品牌，牧高笛外销客户偏向于大众户外。

表 8 国内户外代工公司对比（23 年）

名称	成立时间	产能	收入 (亿元)	毛利率	净利率	20-23 收入 CAGR	主要客户	主要经营产品
牧高笛	2006	2023 年产量 174 万顶帐篷，生产量下降 37.38%，生产基地分布在中国的浙江、江西、山东以及孟加拉和越南	14.56 (外销收入 5.17, 22 年高峰外销收入 6.71 亿元)	28.54% (外销)	7.34%	31.3% (2.5%)	迪卡侬、Go outdoors、Home Retail	帐篷、睡袋、自充垫等户外装备，以及冲锋衣、羽绒服、登山鞋、运动背包等户外服装、鞋及配饰

上海 洋帆 实业 有限 公司	1993	拥有上海总 部和江苏盐 城生产基地	/	/	/		欧美、东南 亚等市场	专业生产户外运动休闲系 列用品，帐篷、睡袋、箱 包、休闲服装为主
天津 环球 制品 股份 有限 公司	1999	年生产能力 为 150 万顶 (件) 帐 篷、睡袋， 销往 30 多 个国家和地 区。	/	/	/		/	主要提供旅游帐篷、睡 袋、服装
浙江 正特 集团	1996	2021 年遮阳 棚产量为 247.04 万件	10.91	24.32%	1.56%	6.2%	美国 JEC、 德国 FHP、 法国 JJA、 德国 PEGASO	遮阳制品主要包括星空 篷、遮阳篷和遮阳伞，户 外休闲家具主要包括宠物 屋、户外家具和晾晒用 具。
浙江 永强 集团	2001	23 年户外休 闲家具及用 品约 800 万 件，同比减 少 49%	48.37	23.06%	1.10%	-0.8%	公司产品主 要销往美 国、德国、 澳大利亚等 发达国家和 地区，销售 渠道包括大 型连锁超 市、品牌 商、电商平 台等	户外休闲家具、遮阳伞、 帐篷三大系列
山东 泰鹏 家居 用品	2002	/	出口收 入 2.62 (- 34%)	28.76%	10.99%		BIG LOTS STORES, LLC、LG SOURCING, IN C., RONA INC 等	专注于户外休闲家具及用 品的设计、研发、生产和 销售
浙江 自然	2000	气床生产量 为 276 万 件，同比减 少 37.93%。 箱包：生产 量为 200 万 件，同比减 少 18.93%	8.23	33.84%	15.92%	12.3%	迪卡侬、SEA TOSUMMIT、 Kathmandu、 INTERSPORT 、REI、	要从事充气床垫、户外箱 包、头枕坐垫等户外运动 用品的研发、设计、生产 和销售
扬州 金泉	1998	23 年帐篷产 量 79 万顶	8.46	32.50%	26.95% (剔除 财务费 用后)	12.3%	Coleman、 The North Face、 Bergans、	帐篷、背包、服装、睡袋

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



20.8% )

Mont-bell、  
Salewa、  
REI、Camp、  
Helsport

资料来源：各公司官网，公司公告，华西证券

1) 从毛利率来看，扬州金泉和浙江自然高于同业，我们分析扬州金泉毛利率较高主要由于客户主要为高端户外品牌，浙江自然毛利率较高受益于其垂直一体化模式；2) 从费用率拆分来看，扬州金泉销售费用率远低于同业，主要受益于公司与大客户关系稳定，其销售工资薪酬较低，且广告推广费用远低于同业；管理费用率也低于同业，主要由于公司位于扬州市杨寿镇及越南，薪资及租赁费用更低，且业务结构对比同业更简单；3) 公司研发费用率接近同业水平；4) 公司财务费用率主要受汇兑损益影响较大，23年汇兑收益占比高于同业；5) 23年公司减值损失占比低于同业。总体来看，受益于毛利率提升，期间费用率较低、汇兑收益较高，公司净利率高于同业，具备更强盈利能力。历史上浙江自然净利率高达 27.44%，但 23 年受汇兑损失、公允价值损失影响低于金泉。

图 19 2020—23 年公司收入及增速（亿元）

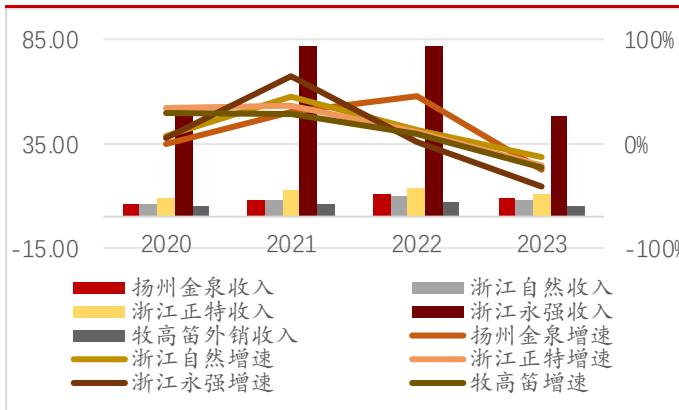


图 20 20—23 年公司归母净利及增速（亿元）

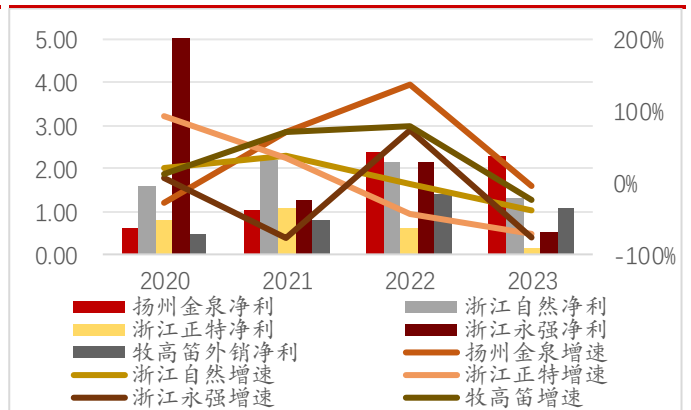


图 21 2020—23 年同业净利率

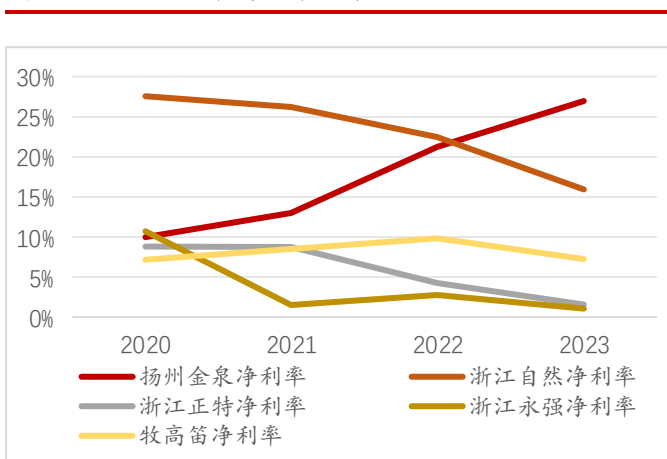


图 22 20—23 年同业毛利率

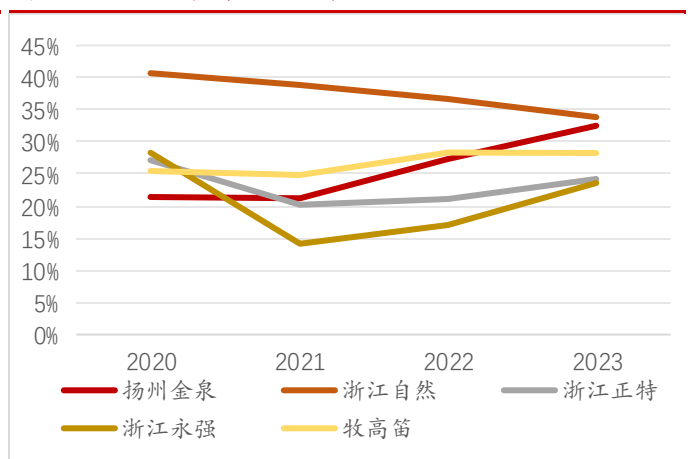


表 9 公司与同业费用率对比 (23 年)

	扬州金泉	浙江自然	浙江正特	牧高笛	浙江永强
毛利率	32.50%	33.84%	24.32%	28.54%	23.06%
销售费用率	1.12%	2.41%	10.89%	8.63%	8.88%
管理费用率	4.33%	7.14%	8.41%	6.63%	6.86%
研发费用率	2.97%	4.33%	4.16%	1.92%	3.43%
财务费用率	-6.13%	-1.14%	-2.25%	0.36%	1.53%
加：其他收益	0.54%	0.44%	0.66%	0.56%	0.40%
投资净收益	1.60%	0.82%	-1.69%	0.00%	0.68%
公允价值变动净收益	0.27%	-1.43%	-0.05%	-0.19%	0.10%
资产减值损失	-0.37%	-0.49%	-0.06%	-0.97%	-1.77%
信用减值损失	0.43%	-1.47%	-0.28%	-0.11%	0.88%
资产处置收益	0.00%	0.01%	0.03%	0.01%	0.00%
加：营业外收入	0.17%	0.26%	0.04%	0.03%	0.02%
减：营业外支出	4.70%	0.20%	0.19%	0.07%	0.33%
所得税	1.12%	2.41%	-0.41%	2.08%	1.17%
净利率	26.94%	15.92%	1.56%	7.34%	1.10%

### 3. 公司优势：研创能力强、客户粘性高

#### 3.1. 研发创新能力强，ODM 占比提升

研发优势主要体现在：专业研发团队、专利与核心技术及技术创新机制。1) 公司的核心技术人员有王永林先生、周业武先生和张美琴女士，均处于公司核心研发岗位，长期从事公司产品的研发及试制工作，具有丰富、突出的专业工作经验，2023 年公司从事研发人员共 154 人，研发费用率基本保持在 3% 左右。2) 截至 22H1 公司已拥有 15 项专利，经过多年发展，公司已经建立了较为成熟的生产技术体系，可以生产品质稳定的户外用品，公司在与国际知名客户合作中，获得了高端品牌客户对公司的认可。3) 公司可以在客户确定完成产品理念设计后，结合实际生产工艺，与品牌商共同制定出满足防水、透气、耐寒、防晒、防风等功能性要求的产品的解决方案，凭借其强研发及创新能力，公司 19-21 年 ODM 占比从 35% 提升至 44%，ODM 毛利率一般高于 OEM10-15PCT。

图 23 公司研发费用率

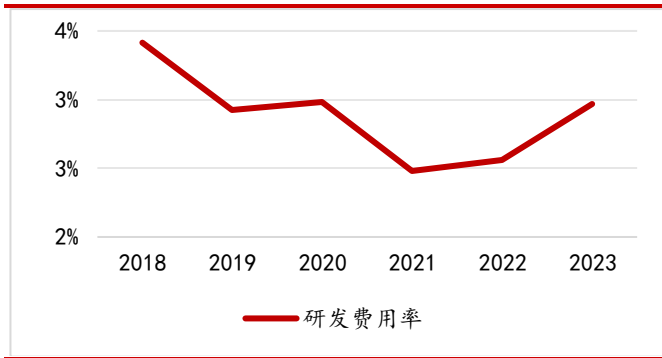


图 24 公司 ODM/OEM 销售占比

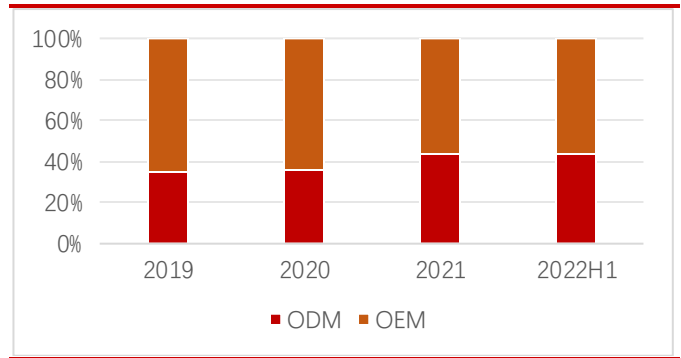


表 10 公司研发技术情况

名称	所处阶段	技术先进性及具体表征
产品结构搭建技术	大批量生产阶段	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，该步骤通常由品牌商与发行人共同探讨后确定，可以根据品牌方提出的创意想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。
拼缝薄料双针技术	大批量生产阶段	帐篷生产存在部分超薄面料，使用超薄面料可以满足产品的特性需求；同时，为了使帐篷拼缝处更加平整和贴合，帐篷生产往往使用双针工艺缝制。然而，要在超薄面料上使用双针缝制则需要具备较丰富的生产经验，公司生产人员经过不断实践和探索，掌握了该种工艺，并将其成熟运用于公司产品上
睡袋保暖技术	大批量生产阶段	睡袋的功能主要是为了保暖，睡袋面料、填充物的选择以及填充物的配比等均会影响睡袋的保暖性。公司通过多年的生产经营，具备了成熟的面料、填充物选择及配比技术，可以生产保温性能优良的睡袋产品。
产品绗缝特殊花型工艺	大批量生产阶段	公司产品例如睡袋在生产过程中，客户会对睡袋绗缝的花纹提出个性化的要求，以满足美观的需求。而要在保证绗缝质量前提下，做出个性化的花纹，需要对应的绗缝设备及工艺，公司配备了该种设备并具备了相应工艺，可以满足客户的需求。
产品充绒挂纱工艺	大批量生产阶段	公司充绒产品如羽绒服、羽绒睡袋在生产过程中需要填充羽绒，而填充羽绒后为了使产品保持立体及保暖，需要将产品的面料和里料进行拼接，在拼接中使用挂纱工艺，有利于增强产品的保暖功能。公司目前已经具备了成熟的挂纱工艺。
被动式相变保温睡袋的研发	研究阶段	通过使用能吸收、储存和释放热量的相变保温材料，结合睡袋外层、相变保温层的结构设计，进一步提升睡袋的保温性能。
多场景适用的气垫睡袋的研发	研究阶段	通过对睡袋添加底部气垫的结构设计，解决传统睡袋使用时需要平整、柔软地面的问题，进一步满足睡袋在不同场景的应用。
新型充气支撑帐篷的研发	研究阶段	通过设计帐篷充气支撑柱，研发使用充气柱支撑的帐篷，减少帐篷支撑金属杆的使用，达到帐篷轻便携带、快速充气、便捷收纳的目的。
适用于沙漠旅行的防风驻扎帐篷的研发	研究阶段	通过设计帐篷的结构，提升帐篷的防风、防沙性能；同时设计帐篷集水加湿装置，改善沙漠露营帐篷的湿度条件，进而研发出适用于沙漠旅行的防风驻扎帐篷。

散热减负背包的研发	研究阶段	通过对背包背板结构的设计，减少惯性力对人体的冲击，提高背包减负效果；通过对背包结构的设计，增强使用者与背包接触部分的透气性，提高背包散热效果。
-----------	------	---

### 3.2. 核心大客户优势，合作粘性强

核心客户资源优质稳定。公司创始人为意大利商人，依托其海外背景公司拥有的客户基本稳定且大多属于国际知名户外用品企业公司，主要合作品牌客户包括 Coleman、The North Face、Salewa、Fjallraven、Bergans 以及 REI。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，公司已经与这些知名客户形成了稳定的合作关系，拥有优质客户资源优势。21年前六大客户占比达 82.6%，23 年受海外品牌去库影响前五大客户占比为 62%，随着去库结束，大客户份额存在较大恢复空间。

表 11 主要客户情况

客户名称	公司自身收入	品牌	销售内容	销售收入 (亿元) (2021)	占公司收入比重 (2021)	19—21 年销售收入 CAGR
Newell Brands Inc	81.33	Coleman (科勒曼)	帐篷、睡袋等	2.47	32.05%	16.5%
VF Corporation	104.55	The North Face (北面)	帐篷、睡袋等	1.26	16.28%	79.74%
Recreational Equipment, Inc.		REI (安伊艾)	帐篷、睡袋等	0.89	11.55%	92.57%
Oberalp Group		Salewa (沙乐华)	服装、帐篷、睡袋等	0.66	8.61%	14.89%
Bergans Fritid AS		Bergans (博根斯)	服装、帐篷等	0.56	7.29%	211.56%
Fenix Outdoor International AG	8.21	Fjallraven (瑞典北极狐)	背包、服装等	0.56	7.22%	-31.4%

图 25 公司前五大客户收入及占比（亿元）

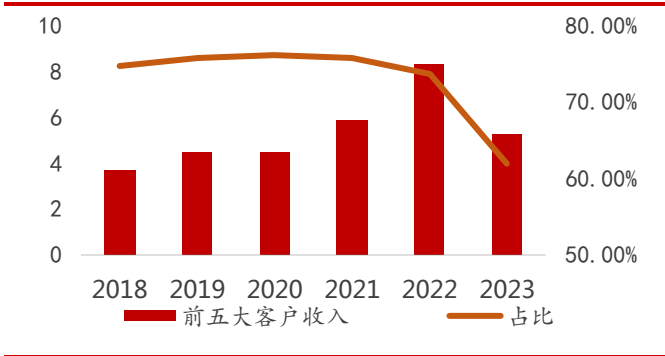
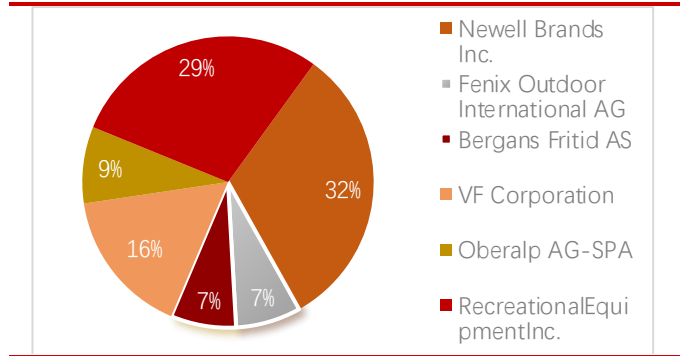


图 26 2021 年主要公司收入占比

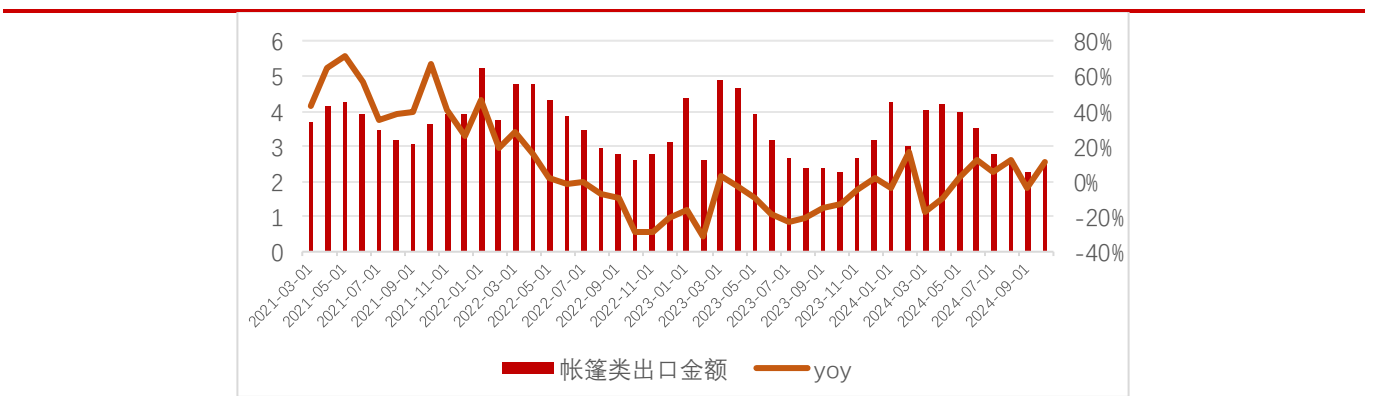


## 4. 成长驱动：短期看去库节奏，长期产能扩建+拓品类+拓业务

### 4.1. 海外去库进入尾声，期待订单拐点

由于 21 年疫情期间海外经济率先复苏，欧美户外帐篷需求高增，叠加 21 年下半年海运费用持续高位，港口拥堵，发货、报关及装船出运手续缓慢影响，海外品牌进行囤货，2021 年帐篷及其配套设备的出口总额达 43.96 亿美元，同比增幅高达 49.8%；22H1 国内露营爆发式增长，23 年热度持续下降，因此导致帐篷品类的去库存进度慢于鞋服（23Q4 开始逐渐迎来去库尾声）、箱包等品类。出口数据来看，2024 年随着海外品牌持续去库，5-8 月帐篷出口金额连续 4 个月同比正增长，9 月有所下降，10 月增长 11.11%，我们分析去库节奏改善趋势明显，预计 24 年底到明年公司有望迎来订单拐点。

图 27 帐篷类月度出口金额（亿美元）及增速



### 4.2. 募投项目带来帐篷产能翻倍空间

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 4.12 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：

1) “年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目”：计划投入 0.93 亿元，该技改项目将新增 6 条帐篷自动化吊挂生产线，项目建设期为 1 年，预计全部达产后可增加销售收入 7500 万元、税前利润 1353.13 万元，对应净利率 18%。扩建后公司自产产能占比将有所增加，产品质量、生产速度、生产成本可控性进一步提升，规模效应进一步显现。

2) “年产 35 万条睡袋生产线技术改造项目”募集资金于 23 年 8 月被变更用于收购江苏阿珂姆 50.5% 股权。

3) 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；

4) 新建智能仓储仓库、投资 0.7 亿元（23 年 8 月变更为 0.4 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 12 公司募集资金建设项目

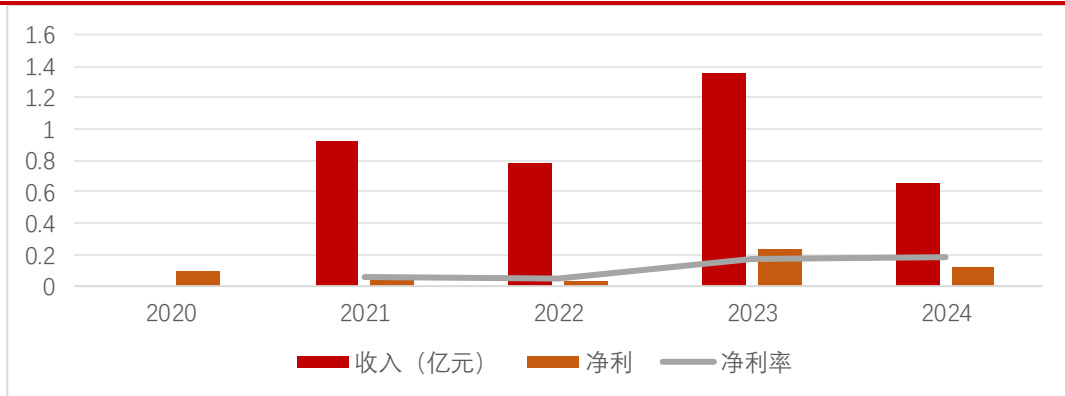
项目名称	需要资金(亿元)	建设周期(月)	原有产能(21年)	增加产能	产能增幅	达产年销售收入(亿元)	达产年利润总额(亿元)	利润率
年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目	0.93	12	38	25	65.79%	0.75	0.14	18.04%
年产 35 万条睡袋生产线技术改造项目(已更改)	0.98	12	160	35	21.88%	0.70	0.13	18.26%
户外用品研发中心技术改造项目	0.6	12	/	/	/	/	/	/
扬州金泉旅游用品股份有限公司物流仓储仓库建设项目	0.7	12	/	/	/	/	/	/

### 4.3. 子公司阿珂姆赋能帐篷品类发展，期待飞耐时净利贡献增量

23 年 9 月，公司成功收购江苏省阿珂姆野营用品有限公司 50.50% 股权，此次收购助力公司掌握充气帐篷的人才、技术、市场等资源，丰富了公司的帐篷品类，扩充了产能，进一步提升了公司的市场份额与竞争力。阿珂姆始建于 2000 年，在国内拥有两个厂区，主营产品包括帐篷、服装和睡袋，是国内专业的户外用品制造商，产品主要出口欧美约二十多个国家和地区；与所罗门、土拨鼠、探路者、波司登等知名品牌建有良好合作关系。阿珂姆公司着重强调的帐篷产品，是蓬勃发展的户外用品市场中的明星产品。阿珂姆深耕行业多年，发展前景较好，在户外用品制造领域积累了丰富的经验及客户资源，收购后有助于公司掌握充气帐篷的人才、技术市场等资源，有利于丰富公司帐篷的品类，进一步提升公司的市场份额和竞争力具有较高的投资价值。

Fenix Outdoor AB 创建于 1960 年，公司自创品牌为瑞典高端户外服装和装备品牌 Fjällräven（北极狐）。随着公司的发展，相继收购了德国高端户外鞋品牌 HANWAG（悍威），瑞典顶级炉具灯具品牌 Primus，以及美国高端户外装备品牌 Brunton 四个世界著名的高端户外品牌。2008 年公司与 Fenix Outdoor AB 共同设立江苏飞耐时，江苏飞耐时获得了 Fenix Outdoor AB 或其关联方所拥有部分国际品牌在中国境内的独家经营权，由江苏飞耐时支付商标使用费，其中包括知名商标 Fjällräven（瑞典北极狐）。21-23 年江苏飞耐时收入/净利 CAGR 分别为 21%/112%，23 年净利率提升至 17%，24H1 净利率提升至 18.4%。

图 28 飞耐时收入/净利（亿元）及增速



## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

我们预计：2024—2026 年公司营业收入为 8.47/9.94/11.86 亿元，同比增长 0%/17%/19%。假设净利率为 17.5%/18.0%/19.7%，预计 24-26 年净利 1.49/1.79/2.33 亿元，同比增长-35%/20%/30%。具体假设如下：

产品拆分来看，1) 2024—2026 年帐篷收入预计为 5.11/5.75/6.95 亿元，占比为 60.3%/57.8%/58.6%，同比增长 10.15%/12.41%/20.94%。预计 24-26 年 25 万顶产能逐步投产，预计 24-26 年产能 56.5/69/69 万顶，产能利用率逐步提升至 63%/67%/80%，则自有产量达 35.73/46.1/55.2 万顶，随着 25 万产能投产，公司自产比例逐步提升，预计 24-26 年销量达 83/92/110 万顶，增速为 9%/11%/20%，均价每年提升 1%。2) 24-26 年睡袋收入预计 1.14/1.71/2.16 亿元，假设产能 160 万条，随着海外去库结束，需求恢复，产能利用率提升至 27%/40%/50%，则销量预计达 66/98/122 万条，单价每年提升 1%。3) 24-26 年背包收入预计 0.43/0.54/0.65 亿元，销量为 48.4/60.5/72.6 万件，单价每年增长 1%。4) 24-26 年服装收入为 1.79/1.94/2.09 亿元，同比增长-1.08%/8.38%/8%，预计产能利用率为 80%/85%/90%，贡献自有产量 22.4/23.8/25.2 万件。预计 2024-2026 年服装销量为 58.67/62.33/66 万件，单价同比增长 1%/2%/2%。

表 13 收入拆分

	2022	2023	24E	25E	26E
--	------	------	-----	-----	-----

营业总收入 (亿元)	11.28	8.46	8.47	9.94	11.86
增速	45%	-25%	0%	17%	19%
归母净利 (亿元)	2.39	2.28	1.49	1.79	2.33
增速	137%	-5%	-35%	20%	30%
归母净利率	21%	27%	18%	18%	20%
一、帐篷收入 (亿元)	5.87	4.64	5.11	5.75	6.95
增速	89.80%	-20.89%	10.15%	12.41%	20.94%
占比	52.0%	54.9%	60.3%	57.8%	58.6%
产能 (万顶)	44	44	56.5	69	69
增速	15.79%	0.00%	28.41%	22.12%	0.00%
产能利用率	86.19%	68.27%	63%	67%	80%
自有产量	37.92	30.04	35.73	46.10	55.2
占比	38%	38%	43%	50%	50%
总产量 (万顶)	99.45	78.78	82.84	92.20	110.40
销量 (万顶)	96.91	75.96	82.84	92.20	110.40
增速	33%	-22%	9%	11%	20%
均价 (元/顶)	605.39	611.05	617.16	623.33	629.56
增速	43%	1%	1%	1%	1%
二、睡袋收入 (亿元)	2.79	1.20	1.14	1.71	2.16
增速	9.03%	-56.91%	-4.79%	49.63%	26.25%
占比	24.7%	14.2%	13.5%	17.2%	18.2%
销量 (万条)	155.07	70.01	66.00	97.78	122.22
增速	-6%	-55%	-6%	48%	25%
均价 (元/条)	179.65	171.46	173.18	174.91	176.66
增速	16%	-5%	1%	1%	1%
三、背包收入 (亿元)	0.48	0.41	0.43	0.54	0.65
增速	44.30%	-14.72%	5.26%	26.25%	21.20%
占比	4.2%	4.8%	5.1%	5.4%	5.5%
销量 (万件)	61.9	46.44	48.4	60.5	72.6
增速	43%	-25%	4%	25%	20%
均价 (元/个)	77.03	87.55	88.43	89.31	90.21
增速	1%	14%	1%	1%	1%
四、服装收入 (亿元)	1.82	1.81	1.79	1.94	2.09
增速	15.40%	-0.69%	-1.08%	8.38%	8.00%
占比	16.1%	21.4%	21.1%	19.5%	17.6%
销量 (万件)	61.76	59.9	58.67	62.33	66.00
增速	12%	-3%	-2%	6%	6%
均价 (元/件)	294.67	301.74	304.75	310.85	317.07
增速	3%	2%	1%	2%	2%

## 5.2.投资建议



公司作为户外露营装备制造龙头，具备优秀的研发创新能力及优质海外客户资源，通过收购阿珂姆进一步拓展帐篷新品类及产能扩建项目逐步投产，有望进一步提升市占率。我们分析，1) 短期来看，我们认为户外行业品牌去库逐步进入尾声，期待24Q4至明年迎来订单拐点；2) 中期来看，公司募投“25万顶帐篷项目”逐步投产，随着产能利用率提升，帐篷收入快速增长，同时公司自产比例将有所提升，产品质量、产品成本可控性进一步提升；3) 长期来看，子公司阿珂姆赋能帐篷品类发展，及飞耐时经营向好有望贡献新增量。预计24-26年收入分别为8.47/9.94/11.86亿元，预计归母净利润分别为1.49/1.79/2.33亿元，对应24—26年EPS为2.22/2.67/3.48元，2024/11/28日收盘价33.31元对应24—26年PE为15/12/10X，首次覆盖，给予买入评级。

表 14 可比公司估值

公司名称	市值 /亿元	收盘 价/元	2024E EPS	2025E EPS	2026E EPS	2024E PE	2025E PE	2026E PE	2024E 净利增速	2024E PEG
浙江自然	29.91	21.13	1.28	1.55	1.78	16.43	13.61	11.84	39.35%	0.42
牧高笛	23.71	25.4	1.10	1.26	1.45	23.06	20.13	17.53	-3.71%	-6.21
浙江正特	29.12	26.47	0.82	1.05	1.27	32.18	25.11	20.84	435.30%	0.07
开润股份	53.19	22.18	1.59	1.64	2.04	13.92	13.48	10.87	230.55%	0.06
均值						21.40	18.08	15.27		

资料来源：wind 一致预测，华西证券研究所。注：市值、收盘价和 PE 数据截至 2024 年 11 月 28 日。

## 6. 风险提示

产能利用率不及预期；募集项目建设不及预期；帐篷新品类拓展不及预期风险；系统性风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	846	847	994	1,186	净利润	231	149	179	233
YoY (%)	-25.0%	0.2%	17.3%	19.3%	折旧和摊销	18	0	0	0
营业成本	571	627	715	830	营运资金变动	50	84	0	0
营业税金及附加	5	5	6	7	经营活动现金流	279	232	179	233
销售费用	9	10	11	13	资本开支	-26	0	0	0
管理费用	37	33	54	66	投资	-279	0	0	0
财务费用	-52	-21	-24	-28	投资活动现金流	-306	0	0	0
研发费用	25	24	27	31	股权募资	412	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	38	0	0	0
投资收益	13	0	0	0	筹资活动现金流	442	-94	0	0
营业利润	272	174	209	273	现金净流量	427	138	179	233
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	270	174	210	274	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	40	26	31	40	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	231	149	179	233	营业收入增长率	-25.0%	0.2%	17.3%	19.3%
归属于母公司净利润	228	149	179	233	净利润增长率	-4.9%	-34.8%	20.4%	30.4%
YoY (%)	-4.9%	-34.8%	20.4%	30.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	3.55	2.22	2.67	3.48	毛利率	32.5%	26.0%	28.0%	30.0%
					净利率	26.9%	17.5%	18.0%	19.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产收益率 ROA	13.1%	9.4%	10.1%	11.7%
货币资金	820	959	1,138	1,371	净资产收益率 ROE	17.1%	10.7%	11.4%	13.0%
预付款项	6	0	0	0	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	176	0	0	0	流动比率	4.47	15.73	18.34	21.74
其他流动资产	231	122	122	122	速动比率	3.76	15.56	18.16	21.56
流动资产合计	1,233	1,081	1,260	1,493	现金比率	2.97	13.96	16.56	19.96
长期股权投资	38	38	38	38	资产负债率	18.4%	7.1%	6.4%	5.6%
固定资产	166	166	166	166	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	33	33	33	33	总资产周转率	0.63	0.51	0.59	0.63
非流动资产合计	507	507	507	507	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,740	1,588	1,767	2,000	每股收益	3.55	2.22	2.67	3.48
短期借款	68	68	68	68	每股净资产	19.90	20.72	23.39	26.87
应付账款及票据	150	0	0	0	每股经营现金流	4.16	3.47	2.67	3.48
其他流动负债	57	1	1	1	每股股利	1.00	0.40	0.00	0.00
流动负债合计	276	69	69	69	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	9.38	15.02	12.47	9.56
其他长期负债	44	44	44	44	PB	2.29	1.57	1.39	1.21
非流动负债合计	44	44	44	44					
负债合计	320	112	112	112					
股本	67	67	67	67					
少数股东权益	88	88	88	88					
股东权益合计	1,421	1,476	1,655	1,888					
负债和股东权益合计	1,740	1,588	1,767	2,000					

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。