

中高端户外代工龙头，景气向上扩产成长

——扬州金泉首次覆盖报告

扬州金泉(603307)

纺织服装业/可选消费品

首次覆盖

评级

增持

目标价格

43.90

当前价格:

32.60

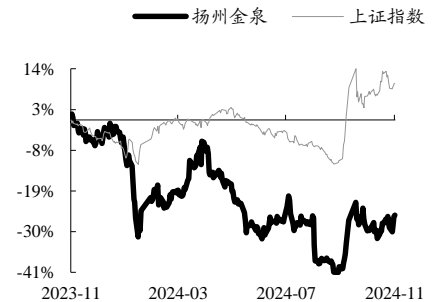
交易数据

52周内股价区间(元)	26.70-44.49
总市值(百万元)	2,213
总股本/流通A股(百万股)	68/17
流通B股/H股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	1,343
每股净资产(元)	19.79
市净率(现价)	1.6
净负债率	-62.08%

52周股价走势图



升幅(%)

	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	-4%	-23%
相对指数	-15%	-9%	-39%

 刘佳昆(分析师)	曹冬青(分析师)
 021-38038184	0755-23976666
 liujiakun029641@gtjas.com	caodongqing026730@gtjas.com
登记编号 S0880524040004	S0880524080001

本报告导读:

公司为中高端户外制造龙头，短期下游去库尾声下订单逐步转好，中长期产能扩张打开增长空间。

投资要点:

- 投资建议:** 公司为中高端户外制造龙头，近两年在海外品牌去库背景下订单承压，短期伴随海外品牌去库逐步结束，公司订单有望反转；中长期公司绑定龙头户外品牌，且研发能力获客户高度认可，ODM占比持续提升，订单需求无虞，伴随募投项目逐步投产，打开增长空间。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.28/1.48/1.75亿元，对应PE分别为17/15/13，综合PE估值与DCF估值，目标价43.9元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 中高端户外制造龙头，瞄准欧美帐篷、睡袋市场。** 公司以ODM/OEM模式为国际知名户外用品品牌代工，主要产品包括帐篷、睡袋、户外服装、背包等，其中帐篷、睡袋为公司最核心的两大类产品，2023合计贡献公司70%左右的收入。公司超过95%的收入来自海外市场，其中北美/欧洲市场的收入占比分别在50%/20%以上。
- 户外行业景气度向上，公司盈利能力行业领先。** 欧美户外用品市场步入成熟阶段，但疫情仍催化露营等户外运动渗透率进一步提升(露营渗透率由疫情前2019年的13%提升至2023年的16.4%)。中国户外运动渗透率对标欧美发达国家仍有较大提升空间(如美/日/中露营渗透率分别约为16%/6%/3%)，伴随疫情催化及经济发展，户外发展值得期待。我国为全球主要的户外用品生产国与出口国，市场参与者众多，公司盈利能力行业领先。
- 短期订单逐步转好，中长期产能扩张打开增长空间。** 短期，我们认为海外户外品牌去库逐步结束，公司订单有望逐步转好。中长期，公司在客户端绑定中高端海外龙头户外品牌，实现高盈利且订单韧性较强；在产品端，公司具备较强的创新研发能力，ODM占比持续提升，并带动盈利能力进一步改善；在产能端，目前公司IPO募投项目年产25万顶帐篷生产线技术改造项目预计将于2026年逐步投产，打开成长空间。
- 风险提示:** 产能扩张不及预期，关税加征超预期

财务摘要(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,128	846	858	984	1,131
(+/-)%	45.4%	-25.0%	1.4%	14.7%	15.0%
净利润(归母)	239	228	128	148	175
(+/-)%	136.9%	-4.9%	-44.0%	16.3%	18.0%
每股净收益(元)	3.53	3.36	1.88	2.18	2.58
净资产收益率(%)	33.3%	17.1%	8.9%	9.6%	10.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	9.24	9.71	17.35	14.92	12.65

请务必阅读正文之后的免责条款部分

财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	396	820	835	941	1,044	营业总收入	1,128	846	858	984	1,131
交易性金融资产	0	110	110	110	110	营业成本	819	571	609	699	802
应收账款及票据	156	108	114	121	139	税金及附加	4	5	5	6	7
存货	178	176	198	223	252	销售费用	8	9	13	15	17
其他流动资产	38	19	22	23	25	管理费用	33	37	43	47	52
流动资产合计	769	1,233	1,279	1,418	1,570	研发费用	29	25	26	29	31
长期投资	24	38	38	38	38	EBIT	239	206	161	190	225
固定资产	69	166	259	342	417	其他收益	3	5	5	5	6
在建工程	15	30	20	15	12	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
无形资产及商誉	9	131	131	131	131	投资收益	1	13	4	5	6
其他非流动资产	38	142	137	137	137	财务费用	-36	-52	-5	-3	-2
非流动资产合计	155	507	585	663	736	减值损失	0	1	-10	-10	-10
总资产	924	1,740	1,864	2,081	2,305	资产处置损益	0	0	0	0	1
短期借款	0	68	102	153	196	营业利润	276	272	166	193	228
应付账款及票据	160	150	140	172	191	营业外收支	0	-1	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	所得税	36	40	24	28	33
其他流动负债	27	57	37	37	42	净利润	239	231	142	165	194
流动负债合计	186	276	279	362	429	少数股东损益	0	3	14	16	19
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	239	228	128	148	175
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	18	43	51	51	51	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	18	44	51	51	51	ROE(摊薄,%)	33.3%	17.1%	8.9%	9.6%	10.4%
总负债	205	320	330	414	480	ROA(%)	30.2%	17.3%	7.9%	8.4%	8.9%
实收资本(或股本)	50	67	68	68	68	ROIC(%)	28.8%	11.8%	8.4%	8.9%	9.5%
其他归母股东权益	669	1,266	1,365	1,482	1,620	销售毛利率(%)	27.4%	32.5%	29.0%	29.0%	29.1%
归属母公司股东权益	719	1,333	1,432	1,550	1,688	EBIT Margin(%)	21.2%	24.3%	18.8%	19.3%	19.9%
少数股东权益	0	88	102	118	138	销售净利率(%)	21.2%	27.3%	16.5%	16.7%	17.2%
股东权益合计	719	1,421	1,534	1,668	1,825	资产负债率(%)	22.1%	18.4%	17.7%	19.9%	20.8%
总负债及总权益	924	1,740	1,864	2,081	2,305	存货周转率(次)	4.3	3.2	3.3	3.3	3.4
						应收账款周转率(次)	7.8	6.4	7.7	8.4	8.7
						总资产周转率(次)	1.4	0.6	0.5	0.5	0.5
						净利润现金含量	1.1	1.2	0.9	1.3	1.2
现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资本支出/收入	1.3%	3.0%	12.8%	11.1%	9.7%
经营活动现金流	255	279	112	196	208	EV/EBITDA	—	10.29	7.89	6.43	5.19
投资活动现金流	-12	-306	-100	-105	-104	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.24	9.71	17.35	14.92	12.65
筹资活动现金流	-5	442	-1	15	-1	P/B(现价)	3.08	1.66	1.54	1.43	1.31
汇率变动影响及其他	21	13	3	0	0	P/S(现价)	1.96	2.62	2.58	2.25	1.96
现金净增加额	258	427	15	106	103	EPS-最新股本摊薄(元)	3.53	3.36	1.88	2.18	2.58
折旧与摊销	12	18	26	32	37	DPS-最新股本摊薄(元)	0.36	0.99	0.39	0.46	0.54
营运资本变动	8	50	-72	-11	-35	股息率(现价,%)	1.1%	3.0%	1.2%	1.4%	1.7%
资本性支出	-15	-26	-110	-110	-109						

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

目录

1. 核心结论	4
2. 盈利预测与估值	4
2.1. 盈利预测	4
2.2. 估值	5
3. 中高端户外制造龙头，帐篷睡袋快速放量	6
3.1. 瞄准欧美户外市场，聚焦帐篷与睡袋品类	6
3.2. 聚焦户外行稳致远，稳步扩张久久为功	8
3.3. 股权结构集中，股权激励绑定高管利益	9
4. 户外赛道高景气，公司盈利能力领先	11
4.1. 户外用品行业方兴未艾，露营子板块表现突出	11
4.2. 竞争格局：户外用品制造商众多，公司盈利能力突出	14
5. 核心看点	15
5.1. 定位：聚焦中高端领域，盈利领先且韧性较强	15
5.2. 客户：掌握优质客户资源，合作时间长粘性强	16
5.3. 产品：重视产品质量与创新，ODM 占比有望进一步提升	18
5.4. 生产：募投项目助力产能扩张，加速全球化产能布局	20
6. 风险提示	22

1. 核心结论

投资建议: 公司为中高端户外制造龙头, 近两年在海外品牌去库背景下订单承压, 短期伴随海外品牌去库逐步结束, 公司订单有望反转; 中长期公司绑定龙头户外品牌, 且研发能力获客户高度认可, ODM 占比持续提升, 订单需求无虞, 伴随募投项目逐步投产, 打开增长空间。我们预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 1.28/1.48/1.75 亿元, 对应 PE 分别为 17/15/13X, 首次覆盖给予“增持”评级。

中高端户外制造龙头, 瞄准欧美帐篷、睡袋市场。 公司以 ODM/OEM 模式为国际知名户外用品品牌代工, 主要产品包括帐篷、睡袋、户外服装、背包等, 其中帐篷、睡袋为公司最核心的两大类产品, 2023 合计贡献公司 70% 左右的收入。公司超过 95% 的收入来自海外市场, 其中北美/欧洲市场的收入占比分别在 50%/20% 以上。

户外行业景气度向上, 公司盈利能力行业领先。 欧美户外用品市场步入成熟阶段, 但疫情仍催化露营等户外运动渗透率进一步提升 (露营渗透率由疫情前 2019 年的 13% 提升至 2023 年的 16.4%)。中国户外运动渗透率对标欧美发达国家仍有较大提升空间 (如美/日/中露营渗透率分别约为 16%/6%/3%), 伴随疫情催化及经济发展, 户外发展值得期待。我国为全球主要的户外用品生产国与出口国, 市场参与者众多, 公司盈利能力行业领先。

短期订单逐步转好, 中长期产能扩张打开增长空间。 短期, 我们认为海外户外品牌去库逐步结束, 公司订单有望逐步转好。中长期, 公司在客户端绑定中高端海外龙头户外品牌, 实现高盈利且订单韧性较强; 在产品端, 公司具备较强的创新研发能力, ODM 占比持续提升, 并带动盈利能力进一步改善; 在产能端, 目前公司公司 IPO 募投项目年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目预计将于 2026 年逐步投产, 打开成长空间。

风险提示: 产能扩张不及预期, 关税加征超预期

2. 盈利预测与估值

2.1. 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 8.58/9.84/11.31 亿元, 分别同比增长 1.4%/14.7%/15.0%; 归母净利润分别为 1.28/1.48/1.75 亿元, 分别同比 -44.0%/+16.3%/+18.0%。

表 1: 预计 2024-2026 年公司收入分别同比增长 1.4%/14.7%/15.0%

单位: 亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8.46	8.58	9.84	11.31
yoy	-25.0%	1.4%	14.7%	15.0%
帐篷收入	4.64	4.83	5.36	6.23
yoy	-20.9%	4.0%	11.1%	16.2%
睡袋收入	1.20	1.15	1.63	1.97
yoy	-56.9%	-4.1%	41.4%	21.2%

背包收入	0.41	0.41	0.50	0.58
yoy	-14.7%	1.0%	21.2%	16.2%
服装收入	1.81	1.73	1.84	1.95
yoy	-0.7%	-4.1%	6.1%	6.1%
营业成本	5.95	6.09	6.99	8.02
毛利率	29.6%	29.0%	29.0%	29.1%
归母净利润	2.28	1.28	1.48	1.75
yoy	-4.9%	-44.0%	16.3%	18.0%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 估值

➤ PE 估值

根据公司的业务类型,我们选取浙江自然、浙江正特、牧高笛、开润股份作为可比公司,考虑到公司所处户外用品行业尤其是户外露营装备赛道高景气度有望持续提升,公司作为国际知名露营装备代工龙头,客户粘性较强,给予公司 2025 年行业平均水平的 20 倍 PE,合理价为 43.7 元人民币。

表 2: 可比公司 2025 年平均 PE 为 20X

代码	简称	货币	股价	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603908.SH	牧高笛	CNY	23.27	1.05	1.21	1.38	22	19	17
001238.SZ	浙江正特	CNY	28.03	0.58	0.92	1.27	48	30	22
605080.SH	浙江自然	CNY	27.94	1.30	1.77	2.28	22	16	12
300577.SZ	开润股份	CNY	25.15	1.59	1.64	2.04	16	15	12
	平均						27	20	15
603307.SH	扬州金泉	CNY	32.60	1.88	2.18	2.58	17	15	13

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 股价对应为 2025 年 1 月 16 日收盘价)

➤ DCF 估值

由于公司现金流较为充裕,同时可预测性较强,适用于 DCF 估值。我们假设公司未来发展分为三个阶段: 1) 2024-2026 年: 预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 8.58/9.84/11.31 亿元,分别同比增长 1.4%/14.7%/15.0%; 2) 2027-2033 年: 假设公司收入增速为 5%; 3) 2034 年及之后: 永续增长阶段,假设增速为 0%。

无风险利率取十年期国债收益率 1.7%, β 系数为 1.2, 假设债务结构维持当前水平, 债务成本为 5.00%, 计算公司的股权成本 k_e 为 9.3%, WACC 为 9.3%。

估值结果: FCFE 结果显示, 公司股权价值 30 亿元人民币, 公司每股合理估值为 44.1 元人民币。

表 3: 公司现金流预测

(单位: 百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	206	161	190	225	247		273	286	300	316	331
息前税后利润(NOPLAT)	176	138	162	192	211	221	233	244	256	269	283
加: 非现金调整	18	36	42	47	43	48	54	59	65	70	76
减: 营运资金的增加	19	62	1	25	5	13	10	12	12	13	13

减：资本性投资	26	110	110	109	109	109	109	109	109	109	109
公司自由现金流量 FCFF	149	2	94	105	140	147	168	182	200	217	236

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 4: DCF 每股合理估值结果对永续增长率 (TV) 和加权平均资本成本 (WACC) 的敏感性分析

	WACC=8.76%	WACC=9.26%	WACC=9.76%
TV=-0.5%	45.06	43.16	41.45
TV=0%	46.15	44.10	42.28
TV=0.5%	47.38	45.16	43.19

数据来源：国泰君安证券研究

出于谨慎性考虑，综合 PE 估值与 DCF 估值两种估值方法，取二者平均值 43.90 元人民币作为公司目标价，给予“增持”评级。

3. 中高端户外制造龙头，帐篷睡袋快速放量

3.1. 瞄准欧美户外市场，聚焦帐篷与睡袋品类

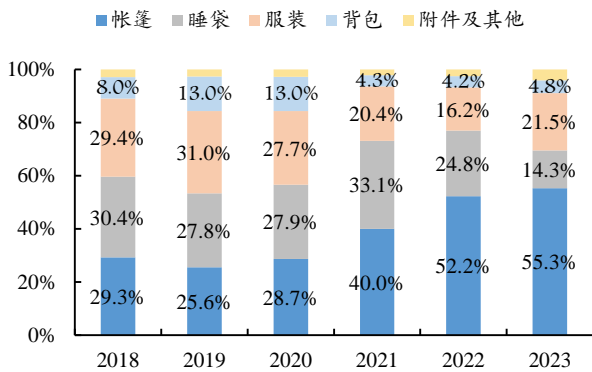
国内知名户外装备制造厂商，主营帐篷与睡袋等产品。公司于 1998 年在江苏扬州成立，专注于户外用品的研发、设计、生产和销售，采用 ODM/OEM 模式为国际知名户外用品品牌代工，主要产品包括帐篷、睡袋、户外服装、背包等，其中帐篷、睡袋为公司最核心的两大类产品，2023 合计贡献公司 70% 左右的收入，且近年来增速亮眼。

表 5: 公司主要产品包括帐篷、睡袋、户外服装、背包等户外用品

主营产品	产品图片	主要客户
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

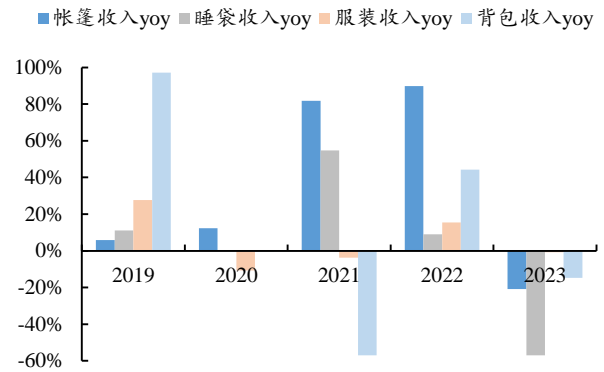
数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图 1: 2021-2023 年帐篷、睡袋营收占比超 70%



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

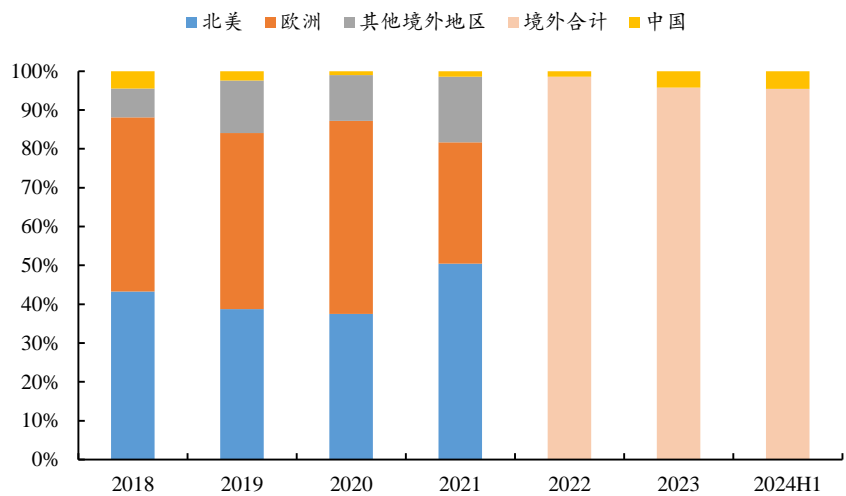
图 2: 2023 年公司各类产品收入增速均承压



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

半数以上产品外销北美市场。公司超过 95% 的收入来自海外市场, 其中北美/欧洲市场的收入占比分别在 50%/20% 以上 (根据 2021 年数据), 主要由于欧美地区经济发达, 户外活动普及度高。

图 3: 公司外销收入占比高达 95% 以上



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

子公司长期代理 Fenix 集团中国业务, 目前投资收益规模尚小。公司于 2008 年与 Fenix Outdoor AB 成立合营公司江苏飞耐时 (公司持股比例为 50%), 获得包括知名品牌 Fjallraven (瑞典北极狐) 在内的部分国际品牌在中国境内的独家经营权。2023/2024H1 年, 江苏飞耐时的净利润分别约为 2315.38/1196.94 万元, 逐渐对公司整体业绩产生较大贡献, 品牌代理业务加深了公司与 Fenix Outdoor AB 的合作深度, 有利于公司争取其更多的代工订单, 同时在品牌代理过程中, 公司得以更为紧密的追踪终端销售趋势, 助力公司更好地为客户提供符合市场需求的代工产品。

表 6: 2023/2024H1 子公司江苏飞耐时净利润分别约 2315.38/1196.94 万元

	2021	2022	2023	2024H1
总资产 (万元)	6813.32	7,294.93	10,544.03	11,369.59
净资产 (万元)	4735.14	5,113.38	7,428.76	8,705.08

净利润(万元)	513.62	378.24	2,315.38	1,196.94
---------	--------	--------	----------	----------

数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

3.2. 聚焦户外行稳致远, 稳步扩张久久为功

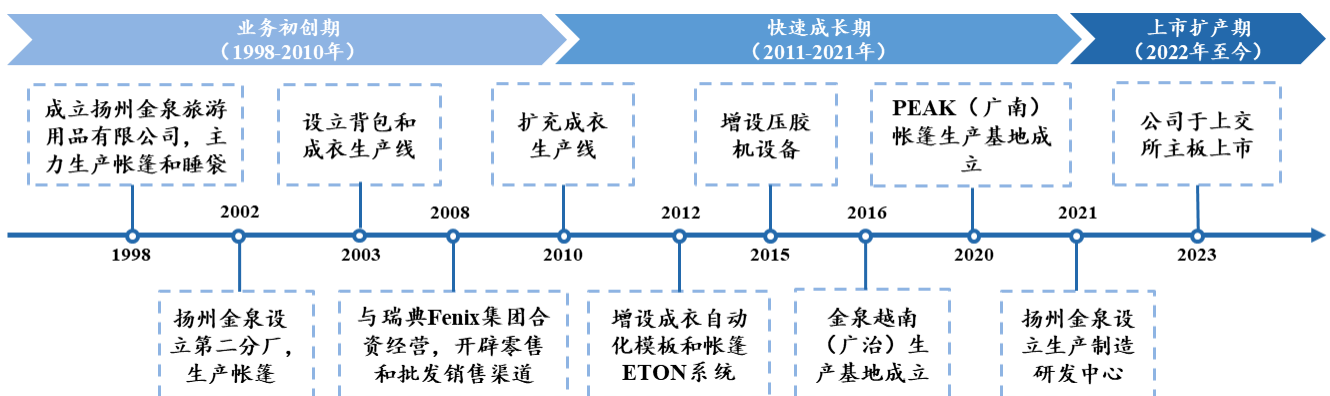
自 1998 年成立以来, 公司始终坚持以制造创新为核心理念, 在技术层面上突破, 革新生产流程, 其发展历程可大致分为三个阶段:

第一阶段——业务初创期 (1998-2010 年): 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。在随后逾十年的时间里, 公司凭借不懈的努力持续拓展产品类别, 2003 年设立背包和成衣生产线, 2010 年进一步扩充成衣生产线。此外, 公司于 2008 年获得 Fenix 集团旗下品牌或其关联方所拥有部分国际品牌在中国市场的独家经营权。

第二阶段——快速成长期 (2011-2021 年): 本阶段公司聚焦生产工艺的精进及海外生产基地的布局。一方面, 公司先后增设成衣自动化模板、帐篷 ETON 系统与压胶机设备, 提升自动化水平; 另一方面, 公司分别于 2016 年、2020 年战略性建设越南广治、广南生产基地, 将部分产能转移至越南, 得以享受东南亚国家在关税等方面的成本优势。得益于户外行业的稳健发展及自身的不懈努力, 公司规模持续扩大。

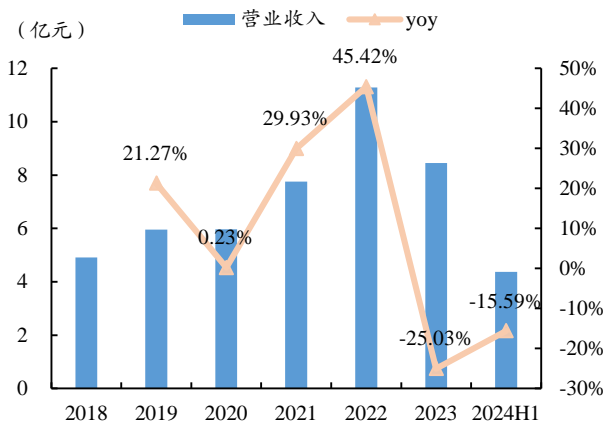
第三阶段——上市扩产期 (2022 年至今): 疫情带动全球户外运动热情进一步提升, 公司主营产品中与户外行业发展相关性显著的装备类产品 (帐篷、睡袋等) 需求显著增加, 进而推动公司整体收入规模扩大。2023 年 2 月, 公司于上交所上市, 但上市后, 受海外品牌去库影响, 公司订单开始承压, 2023Q1-2024Q2 连续 6 个季度收入下滑, 2024Q3 伴随下游去库尾声, 公司收入重启正增。展望未来, 需求端有望逐步转好, 产能端公司上市募集资金计划主要用于帐篷、睡袋的产能改造, 相关产能有望大幅提升, 助力公司开启规模化发展阶段。

图 4: 公司发展历程大致可分为三个阶段



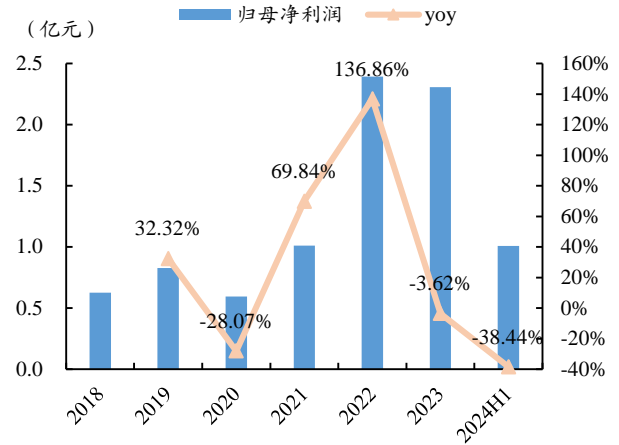
数据来源: 公司官网, 公司招股书

图 5: 2018-2023 年营业收入 CAGR 为 11.48%



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 2018-2023 年归母净利润 CAGR 为 29.84%

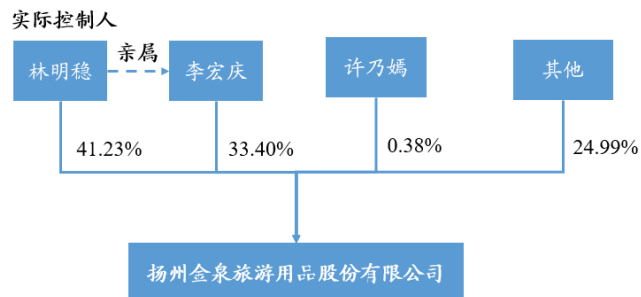


数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

3.3. 股权结构集中, 股权激励绑定高管利益

公司股权结构集中, 实控人持股超 40%。截至 2024Q3, 公司实际控制人林明稳持有公司 41.23% 的股份, 林明稳的亲属李宏庆为公司第二大股东, 持有公司 33.40% 的股份, 股权结构集中。

图 7: 公司实际控制人林明稳持有公司 41.23% 的股份 (截至 2024Q3)



数据来源: 公司公告 (注: 林明稳的配偶与李宏庆的兄弟为父女关系)

公司管理层及核心技术人员经验丰富, 长期陪伴公司成长。公司核心管理团队包括董事长林明稳、总经理李宏庆等, 核心技术人员包括王永林、周业武、张美琴等, 在公司任职时间均超过 20 年, 从业背景资深, 行业经验丰富。

表 7: 公司核心管理层及技术人员经验丰富

高管	出生年份	职位	简历
林明稳	1973 年	董事长	1992 年至 1998 年，任扬州久盟旅游用品有限公司销售经理；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；2018 年至 2021 年 5 月，任北京鹤鸣祥参茸科技有限公司监事；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。2020 年 4 月至今，任公司董事长。
李宏庆	1968 年	总经理	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；1998 年至 2020 年 4 月，历任金泉有限生产经理、董事、总经理；2011 年至 2022 年 10 月，任深圳核达利电子有限公司执行董事；2005 年至今，任江苏奥力威传感高科股份有限公司董事长；2008 年至今，任江苏飞耐时监事；2011 年至今，任扬州市邗江区宝盈资产管理有限公司董事；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。2020 年 4 月至今，任公司董事、总经理。
赵仁萍	1979 年	财务总监、 董事会秘书、 董事	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，任江苏飞耐时董事。2020 年 4 月至今，任公司董事、董事会秘书、财务总监。
胡明燕	1984 年	营销部经理、 监事	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，任发行人营销部经理、监事会主席。
王永林	1970 年	核心技术人员	2000 年至今，担任公司帐篷版师。
周业武	1970 年	核心技术人员	2002 年至今，担任公司睡袋版师。
张美琴	1979 年	核心技术人员	历任扬州五泉制衣厂缝纫员、扬州友谊服装厂服装版师；2004 年至今，担任公司服装版师。

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

推出股权激励，激发核心管理层动力。2024 年 10 月公司发布限制性股票激励计划，向 33 名激励对象授予的限制性股票数量为 87.70 万股，授予价格为 15.97 元/股，授予对象包括公司董事、高级管理人员及核心骨干人员。首次授予的限制性股票解除限售业绩条件为：1) 2025 年营业收入或净利润的同比增长率不低于 10%；2) 以 2024 年营业收入为基数，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) 以 2024 年营业收入为基数，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%。

表 8: 公司首次授予的限制性股票解除限售业绩条件主要针对营收和净利润

解除限售期	对应考核时间区间	业绩考核指标
第一个解除限售期	2025 年	以 2024 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 10%; 或者以 2024 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 10%
第二个解除限售期	2025-2026 年	以 2024 年营业收入为基数, 2025 年和 2026 年合计实现的营业收入增长率不低于 120%; 或者以 2024 年净利润为基数, 2025 年和 2026 年合计实现的净利润增长率不低于 120%
第三个解除限售期	2025-2027 年	以 2024 年营业收入为基数, 2025 年至 2027 年合计实现的营业收入增长率不低于 230%; 或者以 2024 年净利润为基数, 2025 年至 2027 年合计实现的净利润增长率不低于 230%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 9: 本次股权激励计划授予对象共 33 人

职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占公司目前总股本的比例
赵仁萍 (董事、董事会秘书、财务总监)	4.50	4.18%	0.07%
核心骨干人员 (32 人)	83.20	77.25%	1.24%
预留份额	20.00	18.57%	0.30%
合计	107.70	100.00%	1.61%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 户外赛道高景气, 公司盈利能力领先

4.1. 户外用品行业方兴未艾, 露营子板块表现突出

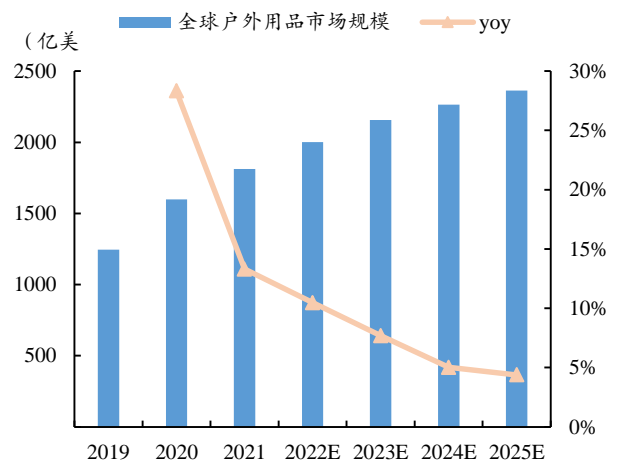
户外运动兴起催生户外用品行业蓬勃发展。户外运动同时具备旅游休闲、运动健身、社交娱乐等多重属性, 是大众健身、亲近大自然的一种生活方式, 近年来疫情加速户外运动兴起, 带动户外用品行业快速发展。根据使用用途, 户外用品分为户外服装、户外用鞋及户外装备三大类别。根据 Statista 数据, 2021 年全球户外用品行业规模约 1812 亿美元, 预计到 2025 年市场规模将达到 2500 亿美元, 2022-2025 年的 CAGR 约为 5.69%。

图 8: 户外用品分为户外服装、户外用鞋及户外装备

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

数据来源: 公司招股书

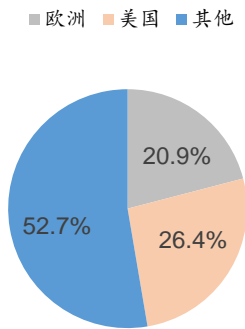
图 9: 全球户外用品市场规模持续增长



数据来源: Statista, 国泰君安证券研究

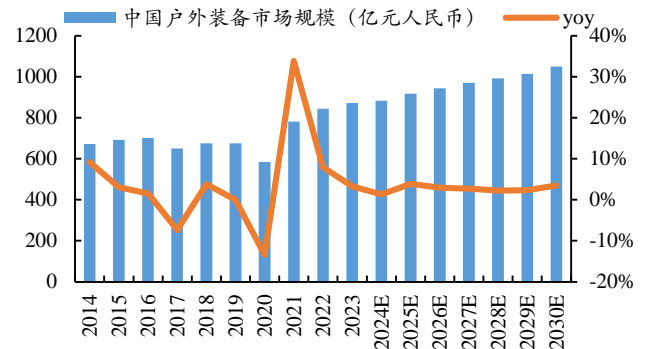
欧美户外用品市场步入成熟阶段，国内户外用品市场增长可期。1) 欧美：目前欧美户外运动市场规模处于全球领先地位，具有庞大的用户基础和良好的发展前景，2021年欧美户外用品电商市场规模合计占全球市场的47.33%。2) 国内：国内户外用品市场起步相对较晚，从20世纪50年代开始萌芽，近年来发展迅速。根据Euromonitor，2023年中国户外用品市场规模约872亿元，预计到2030年市场规模将达到1049亿元。

图 10: 欧美户外用品电商市场规模合计占全球市场的 47.33%



数据来源: Statista, 国泰君安证券研究 (注: 数据为 2021 年)

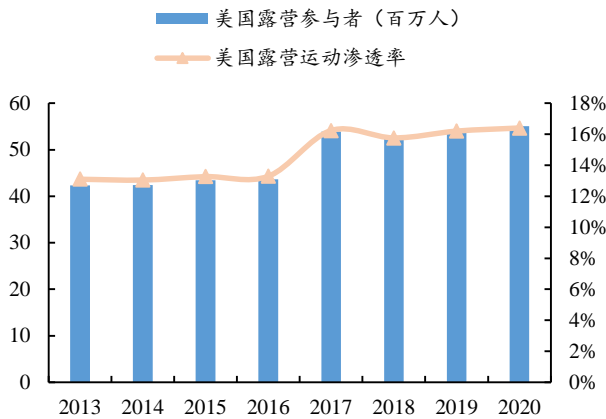
图 11: 预计到 2030 年中国户外用品市场规模将达到 1049 亿元



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究 (注: 图中统计口径包括冰雪运动、水上运动、垂钓运动及其他运动户外装备)

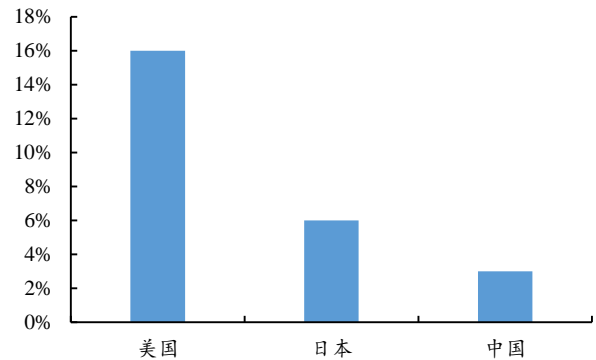
疫后欧美露营参与率显著提升，国内露营运动仍存在较大渗透空间。1) 欧美：疫情催化人们对于身体健康关注度及亲近大自然的需求提升，进而加速露营等户外运动渗透。2019年及之前，美国露营参与者人数基本稳定在0.45亿人左右，疫后美国露营参与人数稳居0.5亿人以上，露营渗透率由疫情前2019年的13%提升至2023年的16.4%。2) 国内：除疫情带来的短期催化之外，我国露营渗透率仍偏低，仅为3%左右，相较于欧美日等发达国家有较大提升空间。近年来，国务院、国家体育总局等部分陆续出台多项政策，支持露营行业发展，我国露营行业在政策推动扶持下发展前景广阔。

图 12: 疫情后美国参与露营运动渗透率显著提升



数据来源: Statista, 国泰君安证券研究

图 13: 美国、日本、中国露营渗透率分别为 16%/6%/3%



数据来源: Statista, 智研咨询, KOA, 国泰君安证券研究
(注: 数据为 2021 年口径)

表 10: 多项政策支持我国露营行业发展

时间	政策名称	颁布主体	主要内容
2015 年	《休闲露营地建设与与服务规范》	国家标准化管理委员会	规范了休闲露营地的术语和分类, 并从露营地选址、规划、基础设施和服务设施建设、环境保护选标识导引、安全保障、管理与服务等角度提出了原则性的要求。
2016 年	《山地户外运动产业发展规划》	工信部	大力推动山地户外运动装备制造向研发、设计、销售等高端环节发展, 提高自主研发生产能力, 培育一批具有自主知识产权的高端健身休闲装备知名品牌。
2017 年	《关于促进交通运输与旅游融合发展的若干意见》	交通部等六部门	推广精品旅游公路自驾游线路, 引导自驾车房车旅游发展, 培育自驾游和营地连锁品牌企业。
2019 年	《进一步促进体育消费的行动计划(2019-2020 年)》	国家体育总局	积极推动航空飞行营地、汽车自驾运动营地、山地户外营地等建设, 打造体育综合体。
2021 年	《全民健身计划(2021-2025 年)》	国务院	通过普及推广冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松等户外运动项目, 建设完善相关设施, 拓展体育旅游产品与服务供给。
2022 年	《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》	国家体育总局	鼓励开放郊野公园提供露营服务, 满足群众就近就便露营需求推动露营地完善配套服务设施, 鼓励在营地周边配套登山、徒步、骑行等户外运动设施及服务, 加快建设露营旅游相关基础设施, 鼓励户外装备企业立足群众露营需求, 研制多系列满足不同人群的露营装备。
2022 年	《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》	国家体育总局等十四部门	做大做强露营旅游休闲上下游产业链, 提升全产业链整体效益; 引导露营地规模化、连锁化经营, 孵化优质营地品牌, 培育龙头企业; 鼓励支持旅居车、帐篷、服装、户外运动、生活装备器材等国内露营行业相关装备生产企业丰富产品体系, 优化产品结构; 创新研发个性化、高品质露营装备, 打造国际一流装备品牌。
2023 年	《关于恢复和扩大消费的措施》	国家发展改革委	支持经营主体开发森林人家、林间步道、健康氧吧、星空露营、汽车旅馆等产品, 因地制宜打造一批美丽田园、景观农业、农耕体验、野外探险、户外骑行等新业态, 拓展乡村生态游、休闲游。
2023 年	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	国务院	利用城市公园、草坪广场等开放空间打造创意市集、露营休闲区。创新开展“旅游中国 美好生活”国内旅游宣传推广。

2024年 《关于促进服务消费高质量发展发展的意见》 国务院

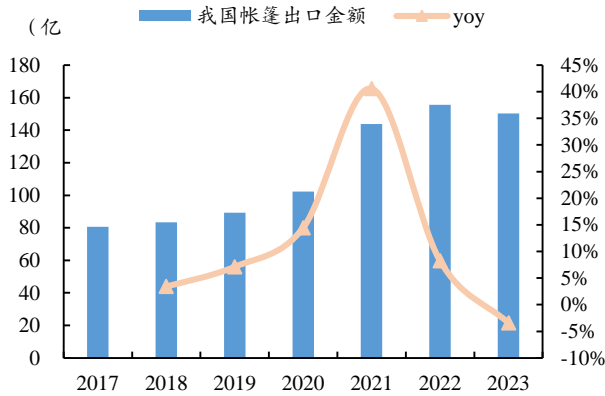
鼓励邮轮游艇、房车露营、低空飞行等新业态发展，支持“音乐+旅游”“演出+旅游”“赛事+旅游”等融合业态发展，推进商旅文体健康融合发展，提升项目体验性、互动性，推出多种类型特色旅游产品。

数据来源：中国政府网，工信部，交通部，国家体育总局，国务院，国泰君安证券研究

4.2. 竞争格局：户外用品制造商众多，公司盈利能力突出

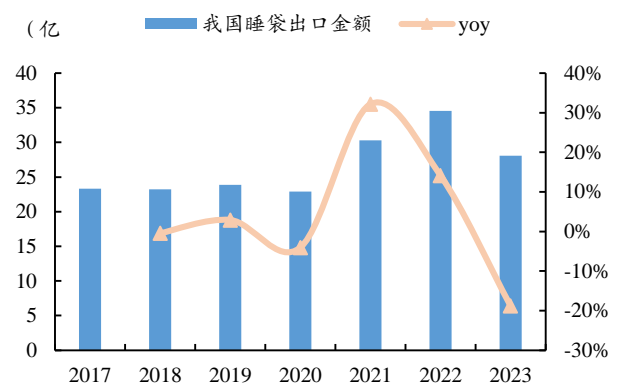
我国为全球主要的户外用品生产国与出口国。经过多年的发展与沉淀，我国已成为全球主要的户外用品生产国与出口国，产能主要集中在江浙、青岛等区域。以典型的户外用品为例，2023年我国帐篷/睡袋的出口额分别为150.3/28.1亿元，均占全球总出口的70%以上，2023年两者出口额略有下降。

图 14: 2017-2023 年我国帐篷出口金额的 CAGR 为 10.9%



数据来源：海关总署，国泰君安证券研究（注：帐篷品类包括合成纤维制、棉制、其他纺织材料制帐篷）

图 15: 2017-2023 年我国睡袋出口金额的 CAGR 为 3.1%



数据来源：海关总署，国泰君安证券研究（注：睡袋品类包括羽毛或羽绒填充的睡袋及其他睡袋）

国内户外用品制造领域市场参与者众多，牧高笛与扬州金泉相似度较高。目前我国户外用品制造行业的主要玩家包括扬州金泉、浙江自然、浙江正特、牧高笛、浙江永强、开润股份等。具体来看，各公司业务存在一定差异，其中牧高笛与扬州金泉相似度较高，两者均主要销售帐篷类产品，但在销售市场方面，扬州金泉主攻北美市场（收入占比约 50%），而牧高笛聚焦欧洲市场（收入占比 35%以上）。

表 11: 我国户外用品制造市场参与者众多

公司名称	主营业务结构	CR5	销售市场分布	产能布局
扬州金泉	2023 帐篷、睡袋、服装、背包营收占比分别为 53%/23%/14%/6%。	超 60%	外销收入占比超 95%（北美为主）	五大生产基地：扬州、越南广治省、越南广南省、缅甸仰光市
浙江自然	2023 年充气床垫、户外箱包、头枕坐垫营收占比分别为 63%/19%/7%。	约 50%	外销收入占比约 80%（欧洲为主）	浙江天台（负责供应面料）、上海（负责少量研发和生产）、越南、柬埔寨
浙江正特	2023 年遮阳制品、户外休闲家具营收占比分别为 86%/8%。	超 50%	占比超 90%（北美为主）	浙江临海台州
牧高笛	代工业务：帐篷及装备 自有品牌运营：主要品牌为大牧（Mobi）	约 35%	外销收入占比约 35%（欧洲为主）	国内、越南、孟加拉

	Garden)、小牧(Mobi Garden Urban)及山系(MOBI VILLA)。		
浙江永强	2023年户外休闲家具、遮阳制品营收占比分别为63%/34%。	超50%	外销收入占比超90% (北美、欧洲为主) 临海、宁波、河南、山东
开润股份	代工业务: 休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰及相关配件等。 自有品牌运营: 90分 合作品牌运营: 小米 被授权品牌运营: 大嘴猴	超50%	内销、外销占比较均衡,外销占比总体呈上升趋势(2023年外销占比超70%)。 滁州、海外产能分别占比35%/65%

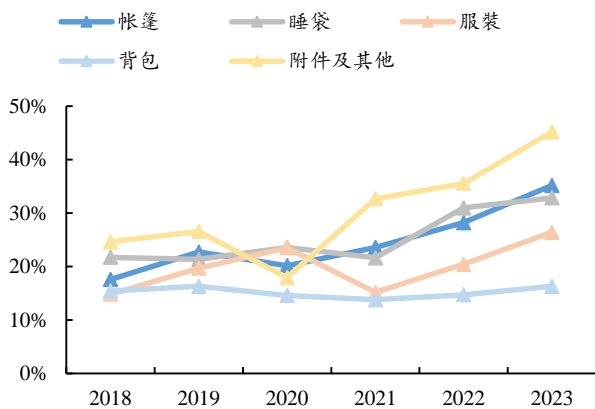
数据来源: 各公司招股书, 各公司公告, 各公司官网, 国泰君安证券研究

5. 核心看点

5.1. 定位: 聚焦中高端领域, 盈利领先且韧性较强

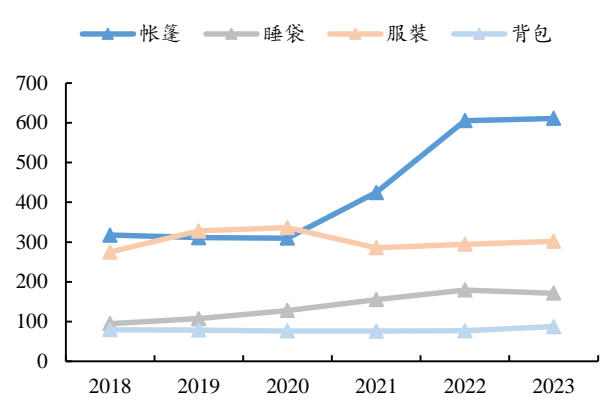
差异化定位中高端, 2021年至今毛利率显著提升。公司定位于中高端领域, 2021年至今帐篷、睡袋产品毛利率显著提升, 带动公司整体毛利率提升, 主要得益于Newell Brands等品牌的高单价帐篷订单占比提升, 以及VF的高端睡袋产品、Recreational Equipment的高单价羽绒睡袋产品订单占比提升。

图 16: 帐篷、睡袋毛利率稳步提升



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

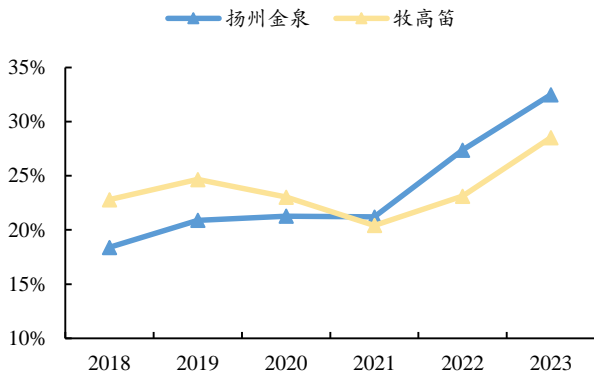
图 17: 2023年帐篷单价同比增长0.93%



数据来源: 公司招股书, 公司公告, 国泰君安证券研究

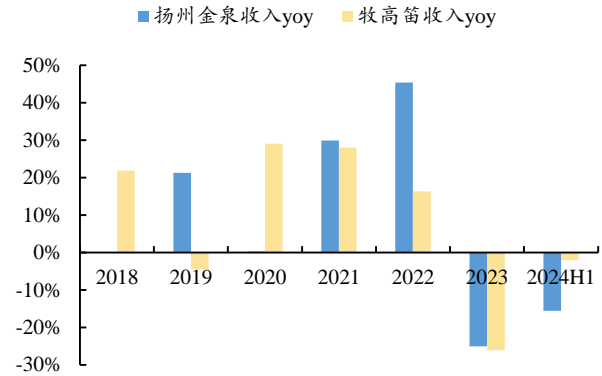
对比牧高笛, 公司盈利能力领先, 且订单韧性较强。公司服务于中高端品牌客户(如Coleman、The North Face等), 该类客户价格敏感性较低, 且在外部环境扰动下, 终端需求韧性相对较强; 而牧高笛主要服务于迪卡侬等大众品牌, 价格敏感性较高, 且终端需求较易受到宏观环境影响。因此在盈利能力及收入增速方面, 公司2021-2023领先于牧高笛(代工业务)。

图 18: 2021 年至今公司毛利率高于牧高笛



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 牧高笛为代工业
务毛利率)

图 19: 2021-2023 年公司收入增速高于牧高笛



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 牧高笛为代工业
务收入增速)

5.2. 客户: 掌握优质客户资源, 合作时间长粘性强


携手知名户外品牌, 客户结构集中, 近年核心客户表现亮眼。公司主要客户为国际知名户外用品企业, 包括 Newell Brands、VF Corporation、Recreational Equipment、Oberalp AG-SPA、Bergans 等, 2021 年前五大客户合计收入占比接近 80% (2023 年前五大客户收入占比 62%)。其中部分客户近年来表现亮眼:








1) **Newell:** 2018 年至今公司来自 Newell 的订单毛利率逐年上升, 主要得益于其旗下 Coleman、Marmot Mountain 等高端帐篷品牌的新款大规格帐篷在欧洲、日本热销, 公司该部分订单数量有所增加, 高价产品订单占比提升带动 Newell 整体订单毛利率提升。

2) **VF:** 2018 年至今公司来自 VF 的订单毛利率始终领跑其他客户, 主要得益于 VF 旗下拥有 The North Face 等高端知名品牌, 其终端销售价格较高, 因此对定价敏感度较低。

3) **Recreational Equipment:** 2021 年至今, Recreational Equipment 先后赶超 Fenix Outdoor、Bergans 跻身公司前五大客户, 且毛利率显著增长, 主要得益于毛利率较高的羽绒睡袋销售占比提升。

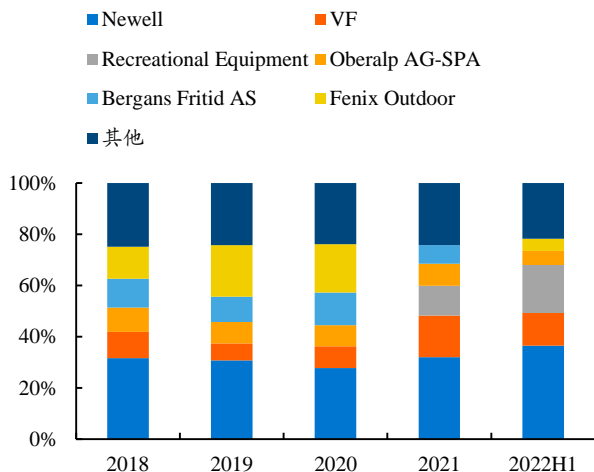
表 12: 公司主要客户为国际知名户外用品企业

公司客户 关联集团	国家	对应品牌	主要销售 产品	收入规模	集团/品牌简介
Newell Brands Inc.	美国		帐篷、 睡袋等	2022 年收入 94.6 亿美元	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、隔温系列及水上运动产品等。

VF Corporation	美国		帐篷、睡袋等	2022 年收入 118.4 亿美元, 其中户外用品收入 53.3 亿美元	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, 致力于为户外运动员的探险提供专业装备。
Recreational Equipment, Inc.	美国		帐篷、睡袋等	2021 年收入 37.4 亿美元	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。
Oberalp Group	意大利		服装、帐篷、睡袋等	/	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。
Bergans Fritid AS	挪威		服装、帐篷等	/	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。
Fenix Outdoor International AG	瑞典		背包、服装等	/	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。
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。
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, 商品涵盖多个类别, 包括服装、配饰、背包和箱包等。

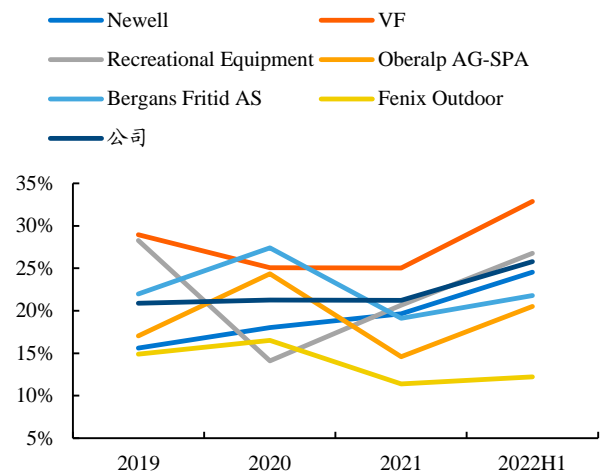
数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

图 20: 公司前五大客户合计收入占比近 80%



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究 (注: 2018 年 Recreational Equipment 收入未披露)

图 21: 公司核心客户 VF 毛利率领跑



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

深度绑定客户, 合作时间久且粘性高。国际知名户外用品品牌对商品质量、供应链稳定性及售后服务等方面要求较高, 在首次合作时, 需要对供应商进行“验厂”, 全方位考察供应商能力, 不仅认证流程复杂, 而且成本较高。因此在合格供应商认证通过后, 品牌方通常会与其保持长期稳定的合作关系。经过多年经营, 公司已经与诸多国际知名客户形成了长期、稳定的合作关系, 与主要客户合作时间均超过 10 年。

图 22: 国际知名客户对供应商评价维度较多且标准严格

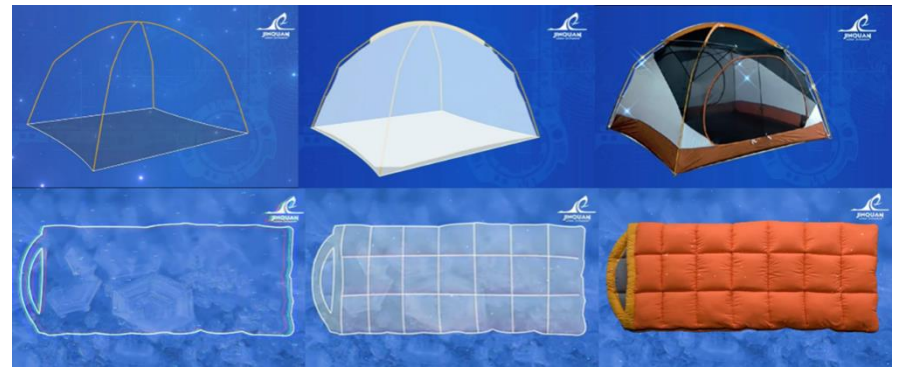


数据来源: 公司招股书

5.3. 产品: 重视产品质量与创新, ODM 占比有望进一步提升

产品结构搭建技术成熟, 具备较强的产品创意到成型产品的转化能力。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。其中, 产品设计理念主要由品牌商基于自身品牌风格并结合市场偏好提出, 包括产品外观要求、尺寸要求、功能要求等; 在产品结构搭建方面, 公司拥有丰富的经验, 可以根据品牌方提出的创意理念结合实际的生产工艺, 制定出满足防水、透气、耐寒、防晒、防风等功能性要求的产品, 在帮助客户实现设计理念的同时, 提供相应的技术支持和可行性建议。

图 23: 公司对产品结构进行三维试模



数据来源: 公司官网

严格管控产品质量。公司自设立以来,建立了成熟的质量管理体系,从原材料采购、产品生产直至出货,公司全程进行严格的质量管理,通过设立实验室在原料端、半成品和产成品都执行相应的性能测试,以此在前端及时发现问题并快速解决。作为高新技术企业,公司已通过相应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”。

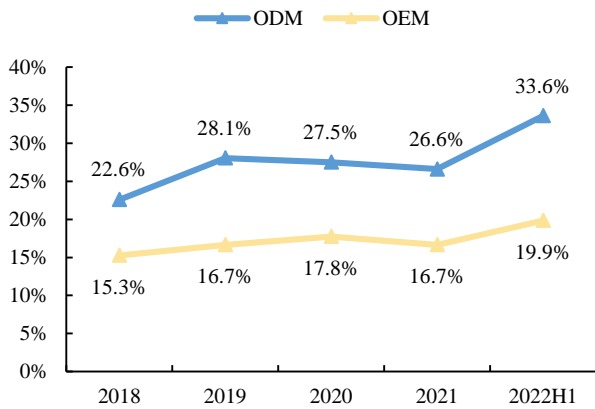
图 24: 公司自设实验室进行原材料端、半成品、产成品性能测试



数据来源: 公司官网

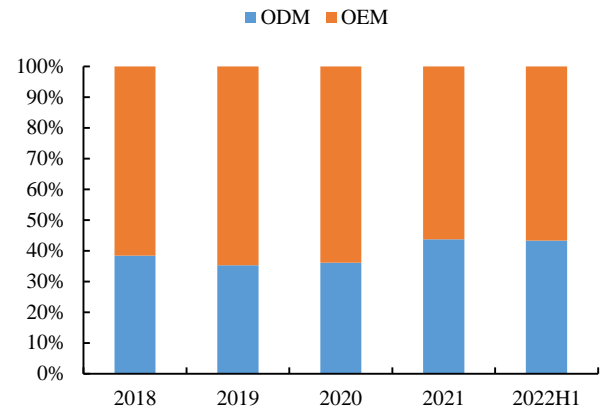
近年来高盈利能力的 ODM 模式占比提升, IPO 募投项目有望加强公司研发创新能力,进而助力 ODM 模式占比进一步提升。与 OEM 模式相比, ODM 模式的毛利率更高。2021 年公司设立生产制造研发中心,新产品研发设计能力得以提升,产品自主研发能力得到国际知名客户的认可, ODM 模式 2022H1 收入占比同比提升 1.3%至 43.3%。公司 IPO 募资资金中将有 5992.5 万元用于投资户外用品研发中心技术改造项目,研发中心的升级改造将对公司产品质量及产品创新研发提供更加有力的保障,预计未来 ODM 模式占比有望进一步提升,进而带动公司整体毛利率提升。

图 25: ODM 业务模式毛利率较高



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

图 26: 2021 年公司 ODM/OEM 收入占比分别为 43.7%/56.3%



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

5.4. 生产: 募投项目助力产能扩张, 加速全球化产能布局

采用以销定产模式, 产能利用率、产销率趋于饱和。公司主要采用“以销定产”的生产模式, 生产部门根据订单情况制定生产计划实施生产。为解决公司产能和淡旺季订单量匹配关系的矛盾, 公司将部分工艺可控、技术含量较低的非关键工序委托外协厂商加工生产。具体来看:

- **帐篷:** 公司帐篷自产比例保持在 30-40%区间, 部分成熟型号帐篷主要由镇江蓝深负责外包生产。2018 年公司帐篷的产能利用率及产销率均在 95%以上的高水平, 2019 年受中美贸易摩擦影响, 2020-2022 年受疫情及欧美通胀影响。
- **睡袋:** 2018 年公司睡袋的产能利用率及产销率均在 97%以上的高水平, 2019-2022 年产能利用率同样受到中美贸易摩擦、疫情及通胀等外部因素影响。

表 13: 2022H1 帐篷、睡袋、服装产品产能利用率、产销率趋于饱和




	2018	2019	2020	2021	2022H1	2023
帐篷						
自产产能 (万顶)	19.00	21.00	24.00	38.00	22.00	/
产能利用率	96.98%	92.24%	72.55%	77.73%	87.39%	/
自产产量 (万顶)	18.43	19.37	17.41	29.54	19.23	/
委外加工及外包生产产量 (万顶)	28.41	29.70	39.45	47.92	34.34	/
总产量 (万顶)	46.84	49.07	56.86	77.46	53.57	75.96
产销率	96.01%	99.08%	96.45%	93.98%	105.87%	96.41%
睡袋						
自产产能 (万条)	105.00	135.00	135.00	160.00	80.00	/
产能利用率	98.55%	81.62%	73.30%	73.90%	85.40%	/
自产产量 (万条)	103.48	110.18	98.96	118.23	68.32	/
委外加工及外包生产产量 (万条)	56.81	37.04	36.10	46.71	32.27	/

总产量 (万条)	160.29	147.22	135.06	164.94	100.59	60.73
产销率	97.22%	103.94%	95.40%	99.62%	99.21%	115.30%
背包						
自产产能 (万件)	57.00	105.00	120.00	110.00	55.00	/
产能利用率	93.68%	87.80%	85.15%	35.39%	51.16%	/
自产产量 (万件)	53.40	92.19	102.18	38.93	28.14	/
委外加工及外包生产产量 (万件)	3.05	0.51	0.49	0.61	0.70	/
总产量 (万件)	56.45	92.70	102.67	39.54	28.84	40.75
产销率	86.47%	104.98%	97.63%	109.80%	81.15%	113.95%
服装						
自产产能 (万件)	28.00	32.00	27.00	26.00	14.00	/
产能利用率	99.37%	92.48%	72.15%	84.32%	99.49%	/
自产产量 (万件)	27.82	29.59	19.48	21.92	13.93	/
委外加工及外包生产产量 (万件)	25.15	28.78	29.67	30.18	14.94	/
总产量 (万件)	52.97	58.37	49.15	52.10	28.87	53.29
产销率	98.60%	95.79%	98.98%	105.98%	93.48%	112.41%

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

IPO 募投项目助力产能扩张。目前公司在中国、越南和缅甸一共建立了五个生产基地。2023 年 2 月，公司 IPO 上市，募集资金 4.12 亿元，其中 0.9 亿元将用于年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目；同时 2023 年 9 月公司利用募集资金 1.3 亿元收购江苏省阿珂姆野营用品有限公司 50.50% 股权，助力公司掌握充气帐篷的人才、技术、市场等资源，丰富公司帐篷品类，扩充产能，进一步提升公司市场份额及竞争力。

表 14: 公司目前在中国、越南、缅甸拥有五大生产基地

基地	成立时间	地点	面积	图片
基地一-总部开发中心	1998 年	中国江苏省扬州市	4.2 万平方米	
基地二	2002 年	中国江苏省扬州市	4.4 万平方米	
基地三	2016 年	越南广治省东河市	3.7 万平方米	

基地四 2020年 越南广南省升平县 3万平方米



基地五 2024年 缅甸仰光市 / /

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

表 15: 帐篷生产线技术改造项目、阿珂姆收购项目助力产能扩张

项目名称	投资金额(万元)	项目达到预定可使用状态日期	预计新增营收(万元/年)	预计新增利润总额(万元/年)
年产 25 万顶帐篷生产线技术改造项目	9,308.02	2026	7,500	1,353.13
户外用品研发中心技术改造项目	5,992.50	2025	/	/
扬州金泉旅游用品股份有限公司物流仓储仓库建设项目	4,136.43	2025	/	/
收购江苏省阿珂姆野营用品有限公司 50.50% 股权项目	12,774.21	/	/	/
合计	41,211.16	/	/	/

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

6. 风险提示

海外需求不及预期。公司大客户多为海外知名品牌，若未来欧美地区终端需求不及预期，主要大客户订单流失，公司业绩将受到不利影响。

行业竞争加剧风险。户外运动行业参与者较多，随着户外运动兴起，或有较多参与者进入导致行业竞争加剧，对公司市场份额造成挑战。

汇率波动风险。公司 OEM/ODM 代工业务以境外销售为主，外销收入占比高达 95% 以上，多以美金结算，若未来汇率发生较大波动，将影响公司毛利率及汇兑损益，从而影响公司业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjarsearch@gtjas.com		