

扬州金泉(603307.SH): 国内领先的户外用品制造商

郭彬 研究院

guobin@tpyzq.com

执业资格证书编号:

S119051909001

2023年2月25日

目录

- 公司简介：国内领先的户外用品制造商
- 户外用品行业：千亿户外用品市场，下游需求带动中游制造业快速发展
- 竞争优势：优质客户稳定，产线灵活调整，研发能力强

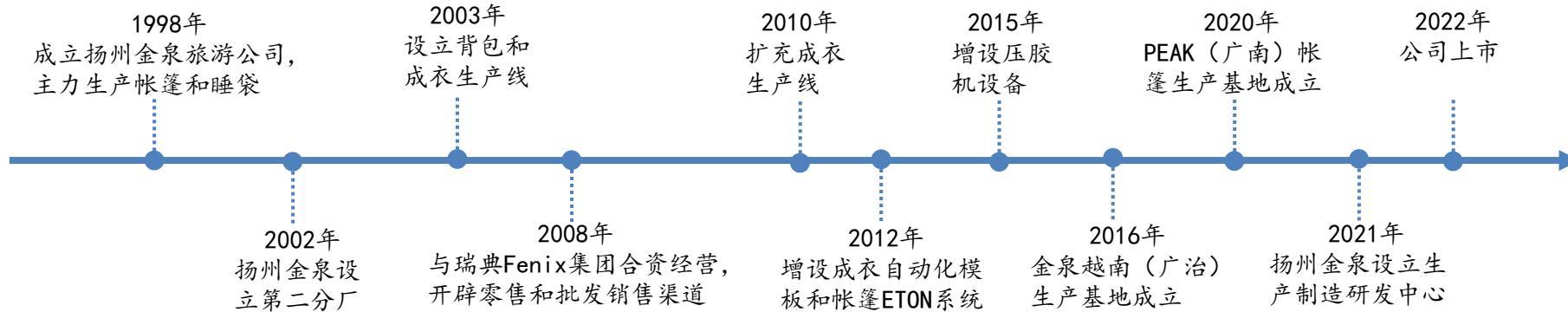
第一部分 公司简介

国内领先的户外用品制造商

1. 国内领先的户外用品制造商

公司作为全国领先的户外用品制造商，深耕帐篷和睡袋的制造近25年，具备丰富的制造经验。公司成立于1998年，以帐篷和睡袋的生产起家，之后逐步向户外背包和服饰等品类拓展。现在主要以ODM/OEM的模式为全球客户提供高品质的户外用品，客户旗下的品牌包括Coleman（科勒曼）、The North Face（北面）、Fjallraven（瑞典北极狐）、Salewa（沙乐华）、Bergans（博根斯）等。**4个生产基地保证交付能力。**目前在中国和越南共建立4个生产基地，拥有帐篷、睡袋、背包、羽绒服、户外夹克等品类的生产线。

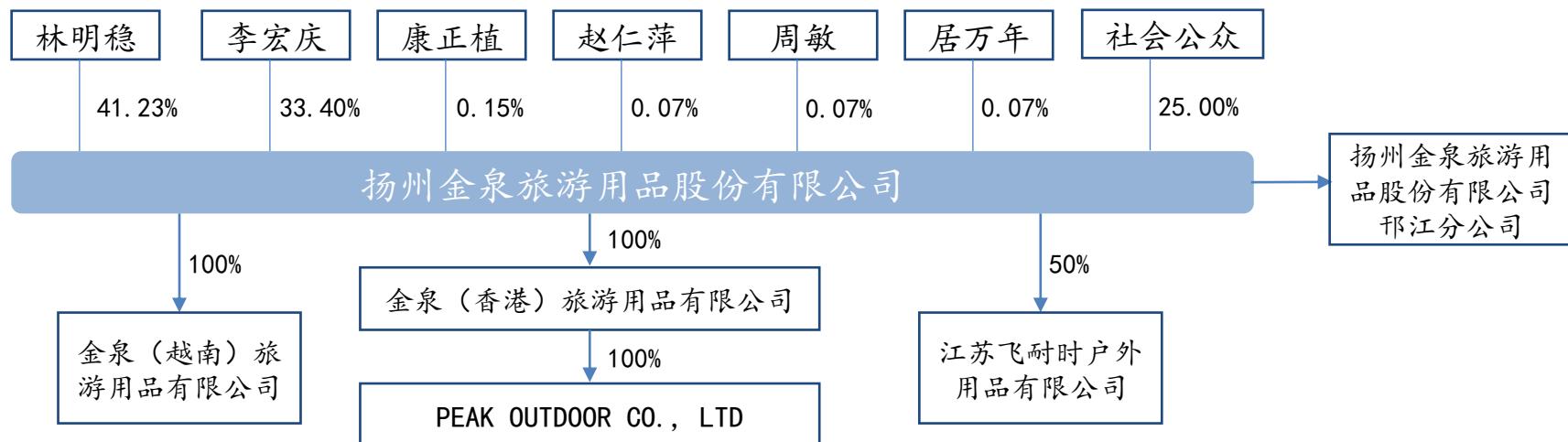
图表：公司的发展历程



2. 股权结构稳定且高度集中，实际控制人持股41.23%

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

图表：公司的股权结构（截至2023年2月25日）



3. 管理团队经验丰富，技术人员平均任职时间超过20年

公司管理团队行业背景深厚，技术人员伴随公司成长。董事长林明稳先生历任金泉有限经理、总经理、董事长，同时也担任多家公司的高管，管理经验丰富。总经理李宏庆历任金泉有限的生产经理、董事和总经理，具备多家公司的管理经验。三名技术人员在公司的平均任职时间均超过20年，与公司共同成长。

图表：公司的管理团队和核心技术人员

姓名	职务	履历
林明稳	董事长	生于1973年11月，大专学历。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	总经理	生于1968年7月，大专学历。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	董事、财务总监、董事会秘书	生于1979年5月，女，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。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
王永林	核心技术人员	生于1970年12月，高中学历，2000年至今，担任公司帐篷版师
周业武	核心技术人员	生于1970年11月，大专学历，2002年至今，担任公司睡袋版师
张美琴	核心技术人员	生于1979年10月，中专学历，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

4. 财务分析：营收规模稳步提升，盈利能力强，费用管控好

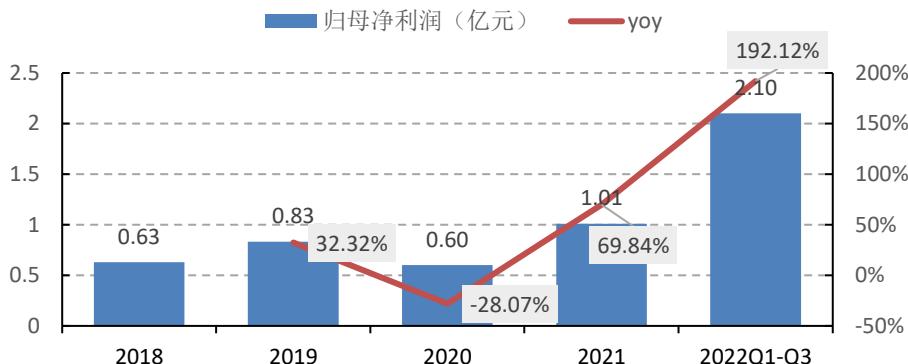
营收规模稳步提升，22Q1-Q3同增54.44%至8.61亿元；

盈利能力强，费用管控好。22Q1-Q3归母净利润同增192.12%至2.10亿元，毛利率和净利率稳步提升，2020年净利率小幅下滑主要系美元兑人民币汇率大幅下降，导致汇兑损失增加较多，进而财务费用率大幅增加。

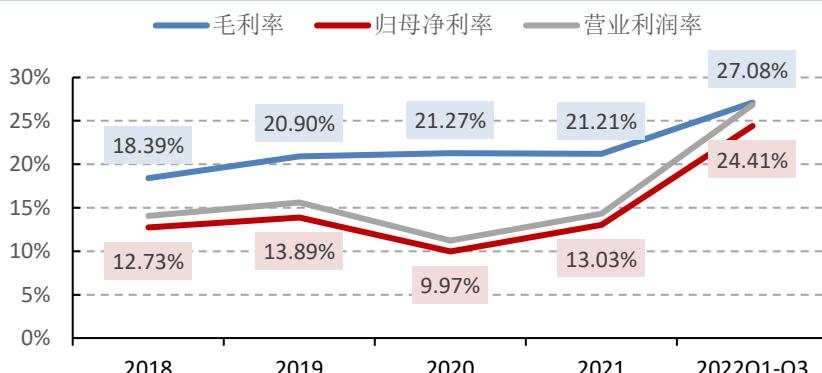
图表：公司的营收（亿元）及增速



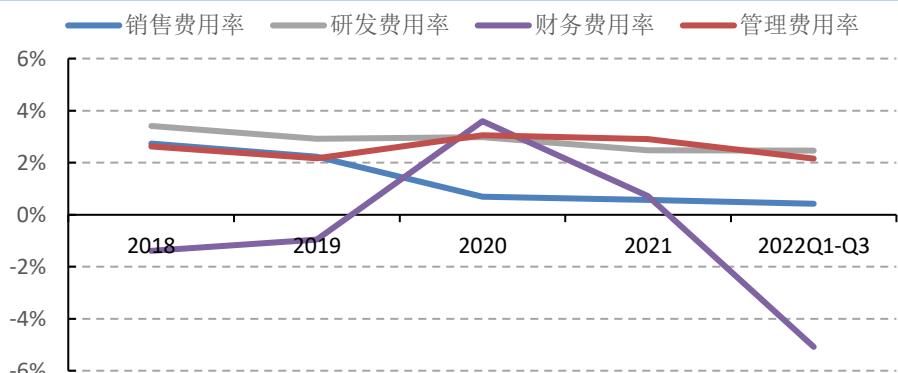
图表：公司的归母净利润（亿元）及增速



图表：公司的盈利能力情况



图表：公司的期间费用率

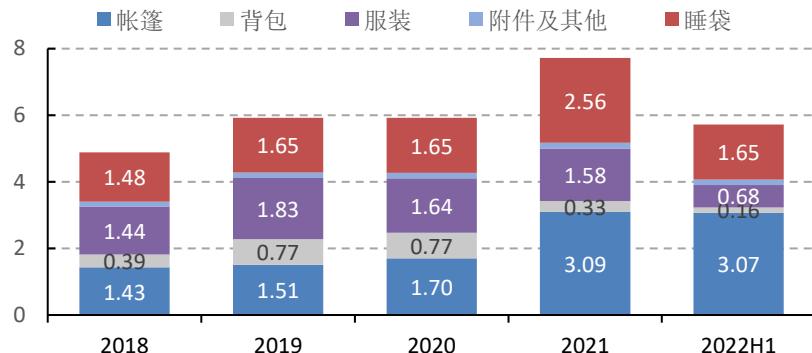


4. 财务分析：帐篷收入占比增加，各品类毛利率均稳步提升

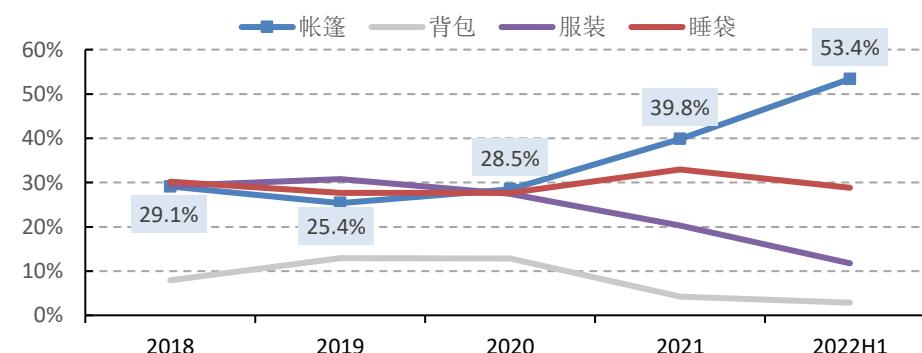
帐篷收入占比稳步提升，帐篷毛利率由21年的23.59%提升3.32pct至26.91%主要系高单价帐篷订单增加。

其他品类：睡袋、服装和背包的占比逐渐减少。睡袋毛利率由21年的21.64%提升5.05pct至26.69%主要系高毛利的核心客户Recreational Equipment Inc. 的销售占比提升；背包毛利率由21年的13.80%提升0.21pct至14.01%，服装毛利率由21年的15.17%提升3.67pct至18.84%主要系客户Oberalp AG-SPA的销售占比提高，毛利率较高的新款增加和产品结构变化。

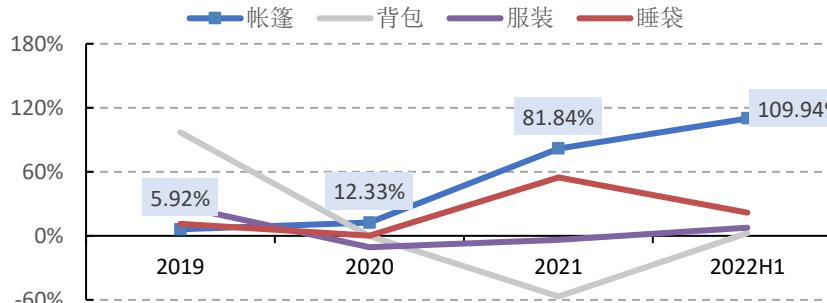
图表：公司分产品的营收（亿元）



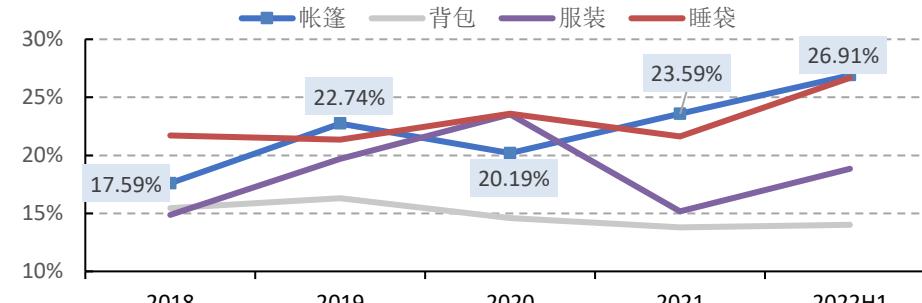
图表：公司分产品的营收占比



图表：公司分产品的营收增速



图表：公司分产品的毛利率

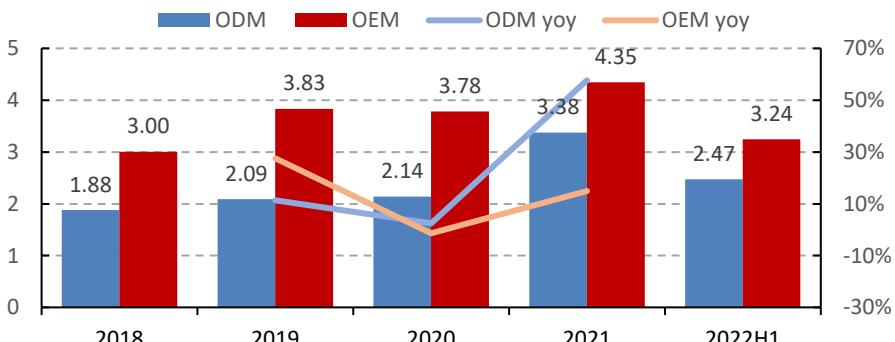


4. 财务分析：高毛利的ODM业务占比增加至43.3%，北美地区收入占比为56.45%

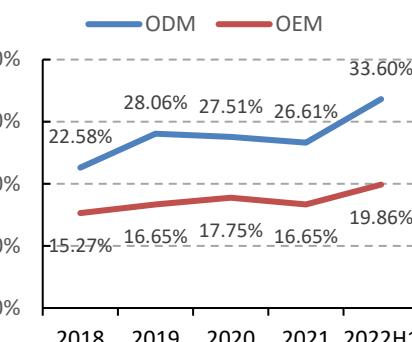
分业务，高附加值高毛利的ODM业务占比提升。

分地区，北美收入占比持续提升。

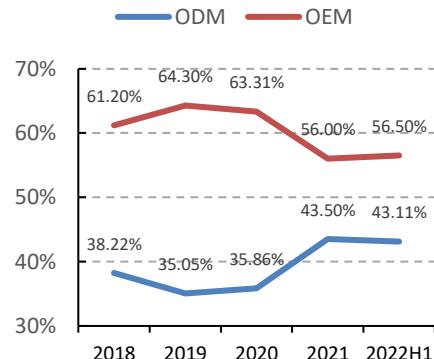
图表：公司分业务的营收（亿元）及增速



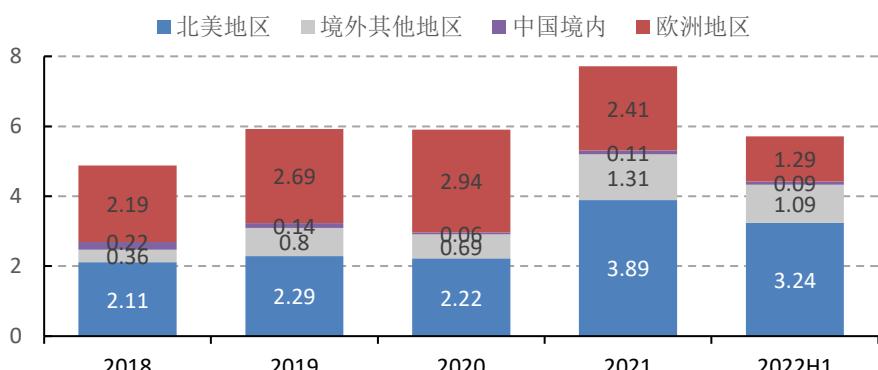
图表：公司分业务的毛利率



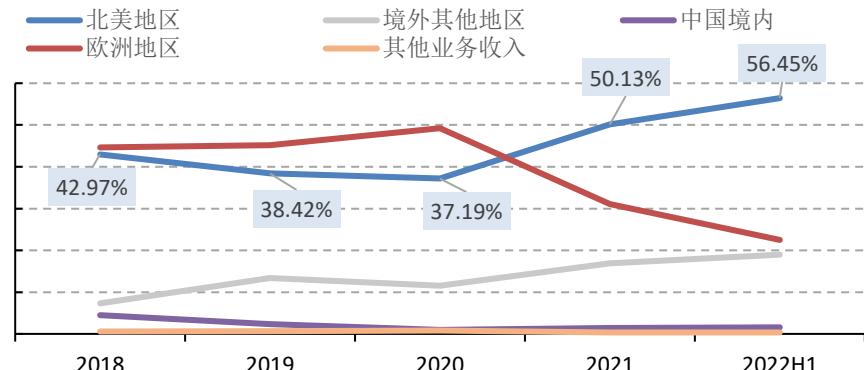
图表：公司分业务的占比



图表：公司分地区的营收（亿元）

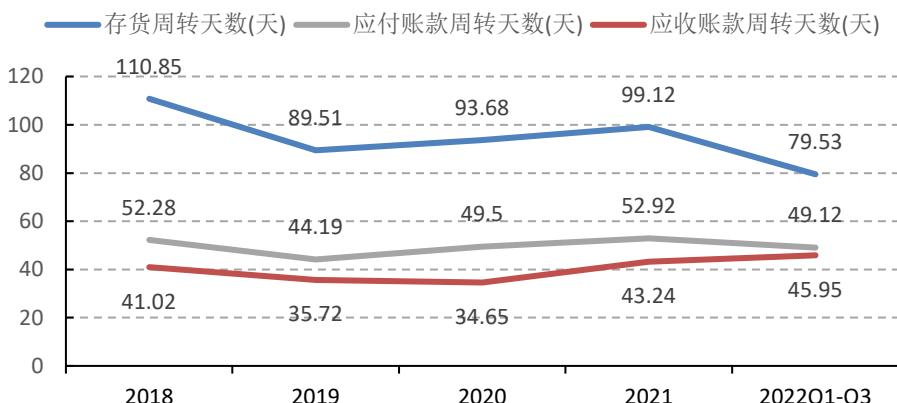


图表：公司分地区的营收占比

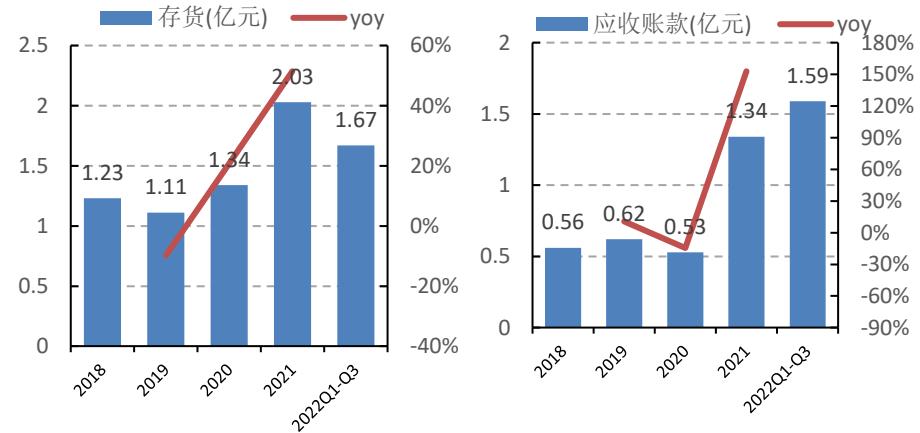


4. 财务分析：存货周转边际改善，应收账款天数下降

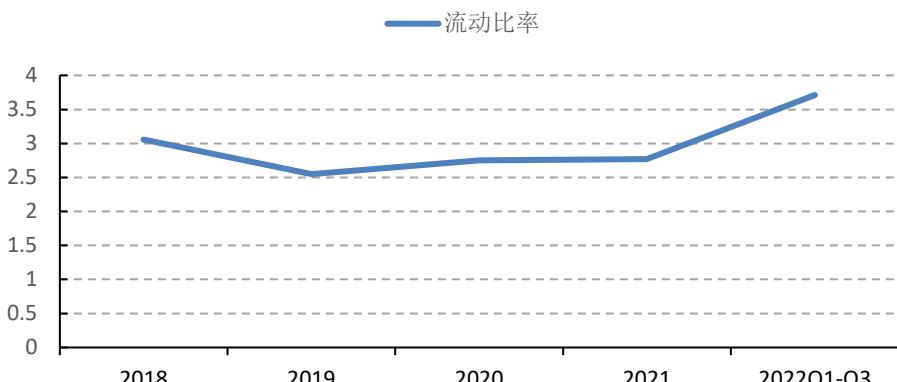
图表：公司的营运能力



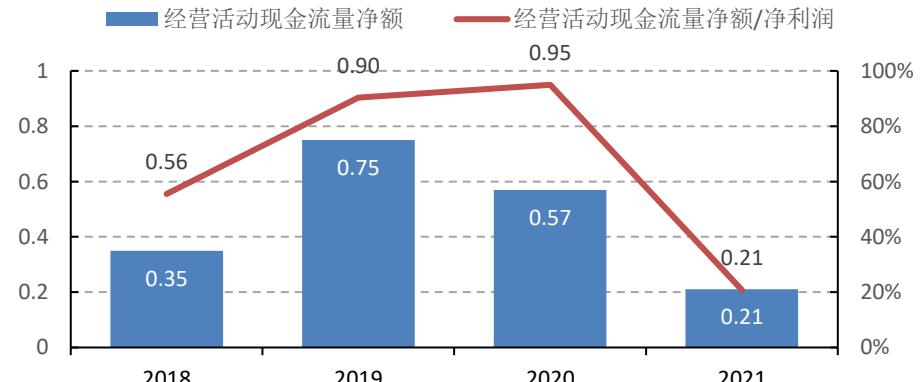
图表：公司的应收账款和存货的变动情况



图表：公司的流动比率



图表：公司的经营活动现金流和净现比



第二部分 户外用品行业

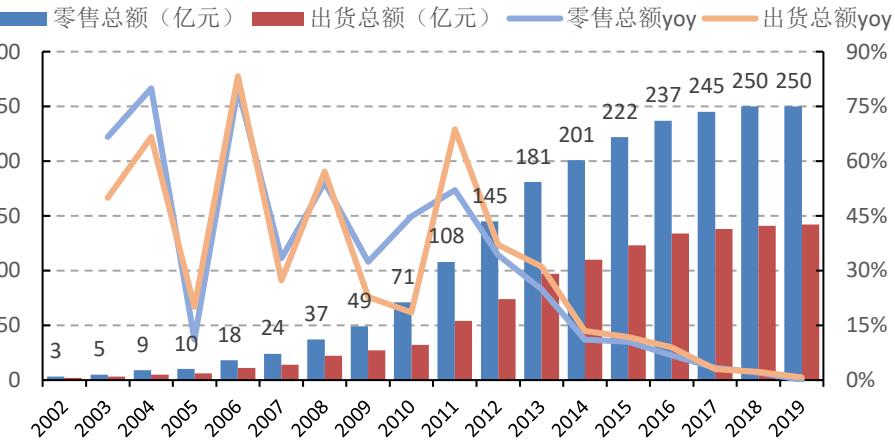
千亿户外用品市场，下游需求带动中游制造业快速发展

1. 千亿户外用品市场，欧美步入成熟期，中国尚处于快速发展期

图表：全球户外用品市场规模（亿美元）



图表：中国户外用品市场规模（亿元）



图表：美国户外用品电商市场规模（亿美元）



图表：欧洲户外用品电商市场规模（亿美元）



2. 产业链角度：上游充分竞争，下游需求带动中游制造业快速发展

上游：我国纺织行业已形成较为成熟的产业链，行业拥有众多的面、辅料供应商；由于上游企业众多，市场处于充分竞争状态；上游行业新技术和新材料的研发应用也将对本行业带来积极的影响。

中游：部分品牌商由自身生产所有产品，部分品牌商则全部或部分通过ODM/OEM方式委托供应商为其制造相应产品。我国户外用品制造企业多以OEM/ODM起家，具备丰富的代工经验，海外客户稳定。

下游：行业内高端品牌主要为国外品牌，欧美等境外发达国家有较长时间的户外运动发展历史，户外运动在欧美已经逐渐形成相对成熟的产业；随着我国居民可支配收入的增长，居民消费能力、消费意愿有所增强，带动了国内户外行业的发展。

上游

面辅料制造企业

南山智尚：超高分子量聚乙烯，适用于军用防弹、绳缆、手套等；
台华新材：PA66纱线，适用于降落伞、户外轻量冲锋衣等；
超盈国际：超弹运动面料，适用于户外服饰；
聚杰微纤：超细复合纤维面料，适用于户外运动装备和服饰；

中游

产品制造企业+品牌商

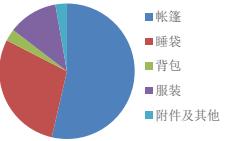
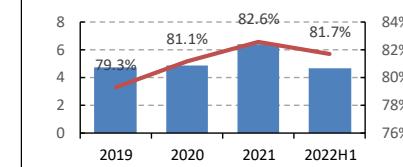
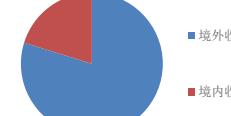
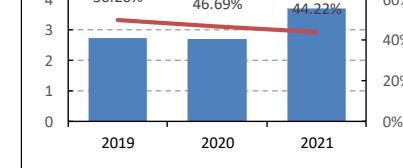
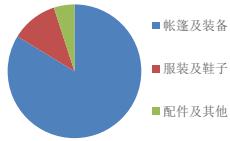
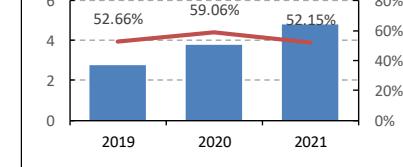
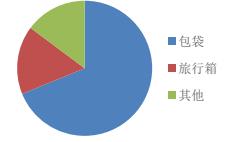
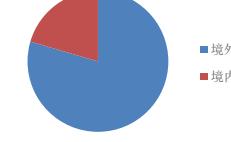
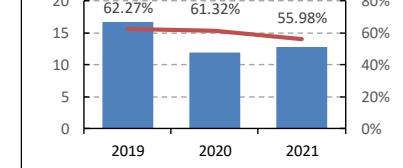
牧高笛：从事露营帐篷的OEM/ODM业务和品牌运营业务；
浙江自然：从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品的研发、设计、生产和销售；
扬州金泉：从事帐篷、睡袋、服装、背包的研发、设计、生产和销售；
浙江正特：从事遮阳制品、户外休闲家具的研发、生产和销售；
浙江永强：从事户外休闲家具、遮阳伞和帐篷的研发、设计、生产和销售；
开润股份：从事休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰和配件的研发、设计、生产和销售；

下游

零售商及终端消费者



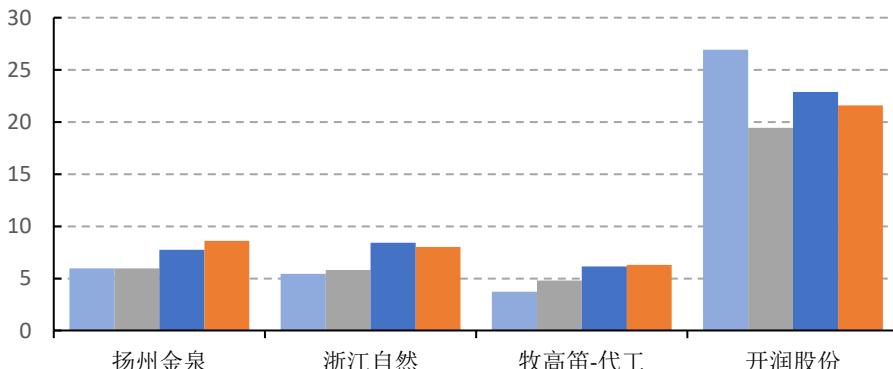
3. 扬州金泉 vs 牧高笛 vs 浙江自然 vs 开润股份

公司	公司简介	收入分品类	收入分地区	前五大客户占比															
扬州金泉 (数据为2022H1)	<p>主营业务为户外用品的研发、设计、生产和销售。公司的主要产品为帐篷、睡袋、服装、背包。公司具有丰富的行业经验及成熟的生产体系，经过多年的经营与发展，公司已在户外用品制造领域具备较强的市场竞争力和发展优势。</p> <p>主要出口国为美国，2022H1北美营收占比为56.45%。核心产品为帐篷，2022H1收入贡献在53.4%。</p>	 <ul style="list-style-type: none"> 帐篷 睡袋 背包 服装 附件及其他 	 <ul style="list-style-type: none"> 北美地区 欧洲地区 境外其他地区 中国境内 	 <table border="1"> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>前六大客户收入 (亿元)</th> <th>占比 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>4.0</td> <td>79.3%</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>4.5</td> <td>81.1%</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>5.5</td> <td>82.6%</td> </tr> <tr> <td>2022H1</td> <td>4.8</td> <td>81.7%</td> </tr> </tbody> </table>	年份	前六大客户收入 (亿元)	占比 (%)	2019	4.0	79.3%	2020	4.5	81.1%	2021	5.5	82.6%	2022H1	4.8	81.7%
年份	前六大客户收入 (亿元)	占比 (%)																	
2019	4.0	79.3%																	
2020	4.5	81.1%																	
2021	5.5	82.6%																	
2022H1	4.8	81.7%																	
浙江自然 (数据为2021年)	<p>主要从事充气床垫、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。公司产品被广泛应用在沙滩、山地、草原、沙漠等休闲度假场景，是户外运动用品产品种类相对较齐全的企业之一。</p>	 <ul style="list-style-type: none"> 充气床垫 户外箱包 头枕坐垫 其他 	 <ul style="list-style-type: none"> 境外收入 境内收入 	 <table border="1"> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>前五大客户收入 (亿元)</th> <th>占比 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>3.0</td> <td>50.20%</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>2.8</td> <td>46.69%</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>3.5</td> <td>44.22%</td> </tr> </tbody> </table>	年份	前五大客户收入 (亿元)	占比 (%)	2019	3.0	50.20%	2020	2.8	46.69%	2021	3.5	44.22%			
年份	前五大客户收入 (亿元)	占比 (%)																	
2019	3.0	50.20%																	
2020	2.8	46.69%																	
2021	3.5	44.22%																	
牧高笛 (数据为2021年)	<p>主要从事品牌运营业务(自有品牌牧高笛MOBIGARDEN)与露营帐篷OEM/ODM业务。公司的主要产品包括帐篷、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。</p>	 <ul style="list-style-type: none"> 帐篷及装备 服装及鞋子 配件及其他 	 <ul style="list-style-type: none"> 境外收入 境内收入 	 <table border="1"> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>前五大客户收入 (亿元)</th> <th>占比 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>2.5</td> <td>52.66%</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>3.5</td> <td>59.06%</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>4.5</td> <td>52.15%</td> </tr> </tbody> </table>	年份	前五大客户收入 (亿元)	占比 (%)	2019	2.5	52.66%	2020	3.5	59.06%	2021	4.5	52.15%			
年份	前五大客户收入 (亿元)	占比 (%)																	
2019	2.5	52.66%																	
2020	3.5	59.06%																	
2021	4.5	52.15%																	
开润股份 (数据为2022H1)	<p>主营业务为休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰及相关配件等产品的研发、设计、生产和销售。公司主要产品为：商务包袋、户外休闲包袋、平板电脑与手机保护套等。</p>	 <ul style="list-style-type: none"> 包袋 旅行箱 其他 	 <ul style="list-style-type: none"> 境外收入 境内收入 	 <table border="1"> <thead> <tr> <th>年份</th> <th>前五大客户收入 (亿元)</th> <th>占比 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>16.0</td> <td>62.27%</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>13.0</td> <td>61.32%</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>14.0</td> <td>55.98%</td> </tr> </tbody> </table>	年份	前五大客户收入 (亿元)	占比 (%)	2019	16.0	62.27%	2020	13.0	61.32%	2021	14.0	55.98%			
年份	前五大客户收入 (亿元)	占比 (%)																	
2019	16.0	62.27%																	
2020	13.0	61.32%																	
2021	14.0	55.98%																	

3. 扬州金泉营收体量处于中游，盈利能力稳步提升

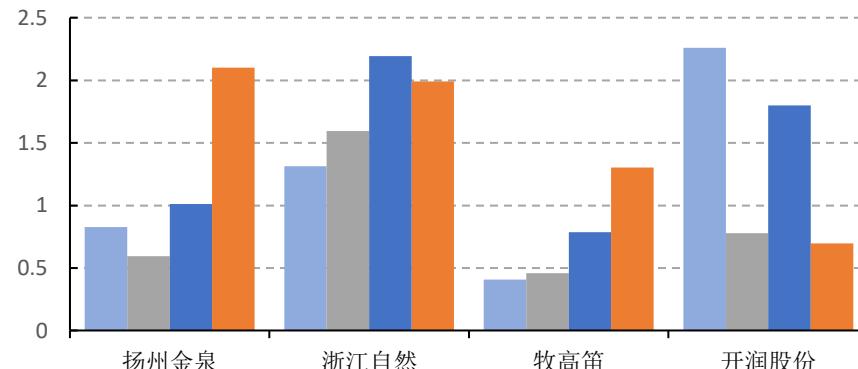
图表：可比公司营收体量对比（亿元）

■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022Q1-Q3



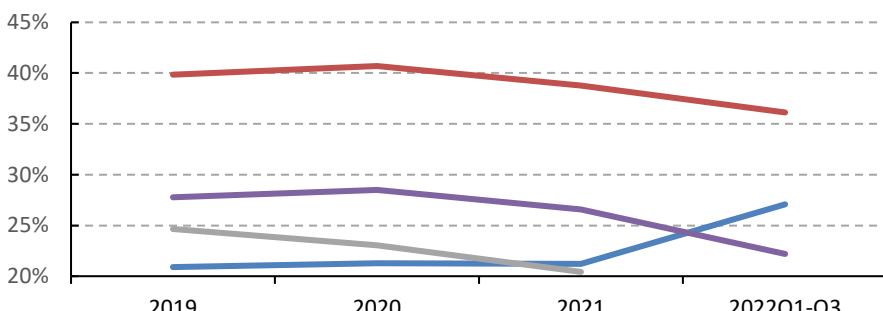
图表：可比公司归母净利润体量对比（亿元）

■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022Q1-Q3



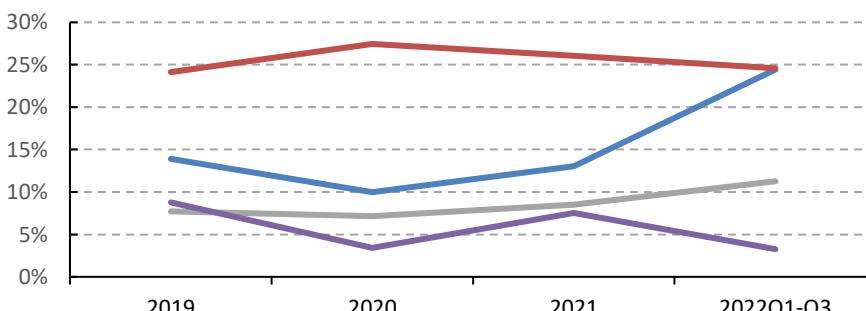
图表：可比公司毛利率对比

——扬州金泉 —— 牧高笛-代工 —— 开润股份 —— 浙江自然



图表：可比公司净利率对比

——扬州金泉 —— 牧高笛 —— 开润股份 —— 浙江自然



第三部分 竞争优势

优质客户稳定，产线灵活调整，研发能力强

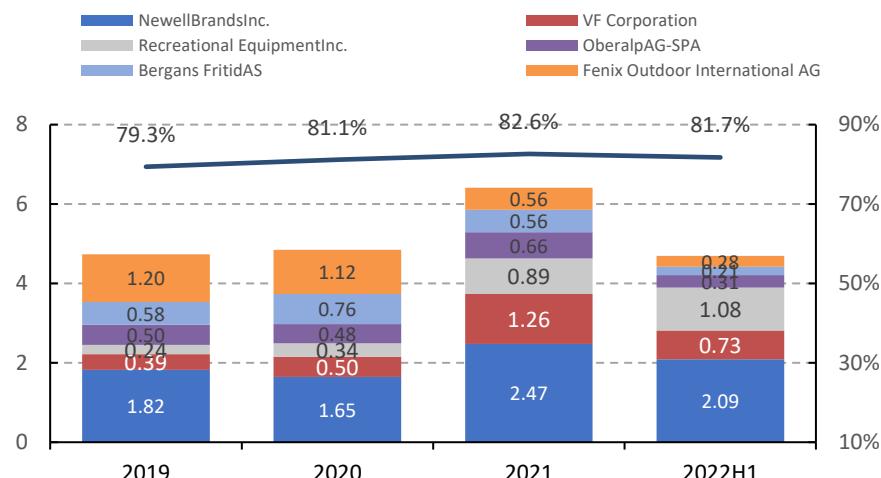
1. 客户：知名客户的粘性高，合作时间长且关系稳定

图表：公司的客户均为国际知名品牌商和零售商

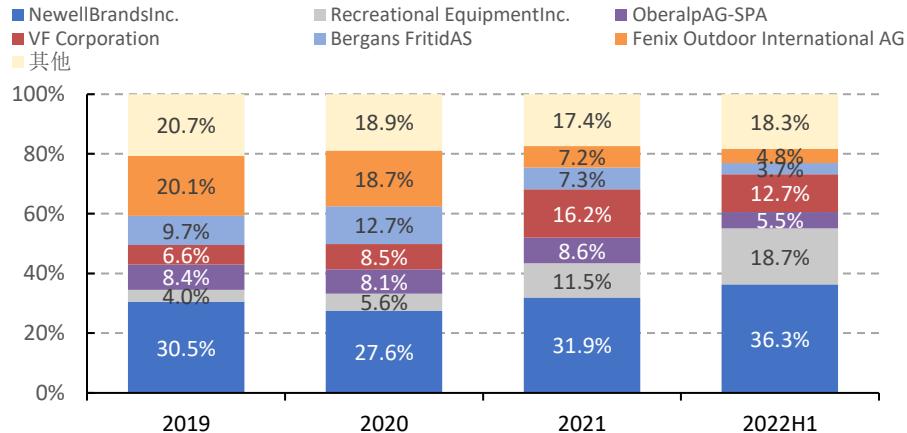
公司客户关联集团	国家	对应品牌	集团/品牌简介
NewellBrands Inc.	美国		NewellBrands Inc. 是一家全球性的消费品和商品营销商，主要从事设计、制造、包装和销售家用、商用产品，在纳斯达克主板上市。Coleman（科勒曼）品牌创立于1901年，是美国知名的户外运动休闲品牌。科勒曼的产品品类丰富，有超过一万种户外产品，涵盖户外照明、露营用品、燃具和炊具、隔温系列及水上运动产品等。
VFCorporation	美国		VFCorporation成立于1899年，全球知名牛仔裤和羽绒服生产商，在纽约证券交易所主板上市。TheNorthFace（北面）是国际知名户外运动品牌，成立于1966年，是美VFCorporation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。
FenixOutdoor InternationalAG	瑞典		FenixOutdoor InternationalAG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。
BergansFritidAS	挪威		Bergans（博根斯）是一家专业生产户外装备的挪威品牌，是北欧知名的户外用品品牌商。该品牌创建于1908年，其产品以面料质地优良，设计理念领先见长，可适用于坚硬的冰层、凛冽的寒风、低温和极浓的大雾等极端情况。
MontBell 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理念，设计出不少饱受赞誉之产品，在野外用品界开拓出新天地。
OberalpGroup	意大利		Salewa（沙乐华）创始于1935年，是欧洲知名的户外运动品牌。Salewa（沙乐华）是一个充满活力的登山运动品牌，致力于不断地为登山运动员及登山爱好者提供创造性的优质装备。
RecreationalEquipment, Inc.	美国		REI（安伊艾）是全球知名的户外用品连锁零售商，涉及的产品类别从登山、露营、健身、徒步旅行、骑自行车、划船运动、到滑雪和旅游。
SpotlightGroup HoldingsPtyLtd	澳大利亚		SpotlightGroupHoldings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。MountainDesigns目前是SpotlightGroupHoldings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。
KlattermusenAB	瑞典		Klattermusen（攀山鼠）是一个国际户外运动服装品牌，成立于1975年，致力于研发、销售高性能户外装备。品牌总部位于瑞典，产品主要销往瑞典、德国、挪威、日本、韩国、中国等国家与地区。
BystronicAG	瑞士		BystronicAG成立于1986年，在瑞士证券交易所上市。Mammut（猛犸象）是BystronicAG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。
EquipOutdoor TechnologiesUK 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。
ElevenateAB	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。
TheWarehouse GroupLimited	新西兰		TheWarehouseGroupLimited，创立于1982年，在新西兰证券交易所主板上市。Torpedo7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。
CampSpa	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。
HelisportA/S	挪威		Helisport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。

1. 客户：前六大客户占比80%+, 客户结构持续优化

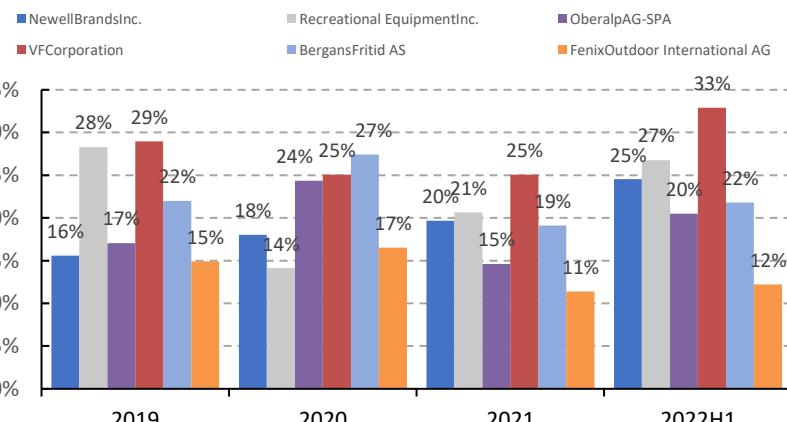
图表：公司前六大客户的营收（亿元）及前六大的占比



图表：公司前六大客户的营收占比



图表：公司主要客户销售产品的毛利率 (%)



- 前六大客户营收贡献稳定在80%+, 客户集中度高且稳定。
- 优质客户的份额持续提升：公司向Newell Brands Inc.、VF Corporation和Recreational Equipment Inc.销售的产品毛利率较高，相应地提高上述客户的销售份额占比，客户结构持续优化。

注：向Newell Brands Inc.、VF Corporation和Recreational Equipment Inc.销售帐篷、睡袋等，向Oberalp AG-SPA销售服装、帐篷、睡袋等，向Bergans FritidAS销售服装、帐篷等，向Fenix Outdoor International AG销售背包、服装等。

2. 生产：全球产能布局+产线灵活调整+外包生产

全球产能布局，产线灵活调整以匹配客户需求：2018-2020年公司通过在中国和越南布局生产基地以提升产能。2021年客户帐篷和睡袋的订单需求大幅增加，公司将越南金泉部分用于生产背包和服装的设备调整用于生产帐篷和睡袋。

外包生产平稳过渡淡旺季：户外用品行业的季节性明显，通过采取委外生产方式过渡淡旺季以提升公司盈利水平。

***与镇江蓝深的合作：**从最开始的外协加工逐渐过渡到外包生产，主要为公司代工Coleman牌（Newell集团旗下品牌）部分款式的帐篷，款式较为集中。

图表：公司各季度的营收（亿元）及增速



图表：公司各业务的产能、产量和销量（万件/套/条/顶）

项目		2018	2019	2020	2021	2022H1
帐篷	产能	19	21	24	38	22
	自产产量	18.43	19.37	17.41	29.54	19.23
	产能利用率	96.98%	92.24%	72.55%	77.73%	87.39%
	总产量	46.84	49.07	56.86	77.46	53.57
	外协占比	60.65%	60.53%	69.38%	61.86%	64.10%
	销量	44.97	48.62	54.85	72.8	56.72
	产销率	96.01%	99.08%	96.45%	93.98%	105.87%
睡袋	产能	105	135	135	160	80
	自产产量	103.48	110.18	98.96	118.23	68.32
	产能利用率	98.55%	81.62%	73.30%	73.90%	85.40%
	总产量	160.29	147.22	135.06	164.94	100.59
	外协占比	35.44%	25.16%	26.73%	28.32%	32.08%
	销量	155.83	153.03	128.85	164.32	99.79
	产销率	97.22%	103.94%	95.40%	99.62%	99.21%
背包	产能	57	105	120	110	55
	自产产量	53.4	92.19	102.18	38.93	28.14
	产能利用率	93.68%	87.80%	85.15%	35.39%	51.16%
	总产量	56.45	92.7	102.67	39.54	28.84
	外协占比	5.40%	0.55%	0.48%	1.54%	2.43%
	销量	48.81	97.32	100.23	43.41	23.4
	产销率	86.47%	104.98%	97.63%	109.80%	81.15%
服装	产能	28	32	27	26	14
	自产产量	27.82	29.59	19.48	21.92	13.93
	产能利用率	99.37%	92.48%	72.15%	84.32%	99.49%
	总产量	52.97	58.37	49.15	52.1	28.87
	外协占比	47.48%	49.31%	60.37%	57.93%	51.75%
	销量	52.23	55.92	48.65	55.21	26.99
	产销率	98.60%	95.79%	98.98%	105.98%	93.48%

2. 生产：募投产能加快建设以满足下游需求

现有产能：帐篷44万顶，睡袋160万条，背包110万件，服装28万套。

新增产能：帐篷25万顶，睡袋35万条

募投建设完成后的产能：

■ **24年**：帐篷64万顶，睡袋188万条，背包110万件，服装28万套；

■ **25年**：帐篷69万顶，睡袋195万条，背包110万件，服装28万套；

注：产线设备可以进行灵活调整用以应对下游的需求变动

图表：募投项目计划

序号	项目名称	投资金额（万元）	拟投入募集资金（万元）	投产计划
1	年产25万顶帐篷生产线技术改造项目	9308.02	9308.02	本项目计划建设期为1年，第2年开始投产，生产负荷为80%，第3年开始满负荷生产。
2	年产35万条睡袋生产线技术改造项目	9774.21	9774.21	本项目计划建设期为1年，第2年开始投产，生产负荷为80%，第3年开始满负荷生产。
3	户外用品研发中心技术改造项目	5992.5	5992.5	本项目计划建设期为1年
4	扬州金泉旅游用品有限公司物流仓储仓库建设项目	7136.43	7136.43	本项目计划建设期为1年
5	补充流动资金	9000	9000	
合计		41211.16	41211.16	

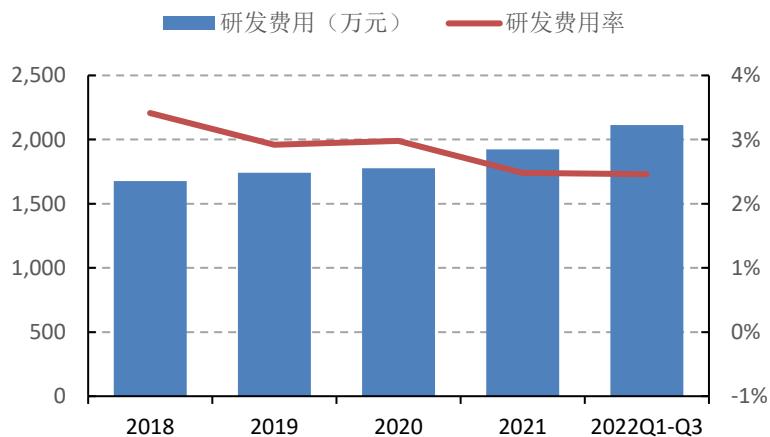
3. 研发：研发能力强，核心技术成熟

深耕户外多年具备成熟的产品结构搭建技术和制造工艺。

户外用品的设计和成型主要分为产品理念设计和产品结构搭建，公司能够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。

重视研发，研发费用率保持在3%左右。公司在研发上持续投入，为新品提供强有力的保障。

图表：公司的研发费用及研发费用率



图表：公司的核心技术及在研项目

公司主要的核心技术			
序号	技术名称	技术介绍	所处阶段
1	产品结构搭建技术	产品结构搭建是指确定完成产品设计理念后，结合实际生产工艺，制定出满足防水、透气、耐寒、防晒、防风等性能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。公司自设立以来一直从事户外用品的研发和生产，已经拥有了成熟的产品结构搭建技术，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。	大批量生产阶段
2	拼缝薄料双针技术	公司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。	大批量生产阶段
3	睡袋保暖技术	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。	大批量生产阶段
4	产品绗缝特殊花型工艺	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。	大批量生产阶段
5	产品充绒挂纱工艺	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。	大批量生产阶段
公司在研项目			
序号	项目	拟达到的目标	进展情况
1	被动式相变保温睡袋的研发	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。	研究阶段
2	多场景适用的气垫睡袋的研发	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。	研究阶段
3	新型充气支撑帐篷的研发	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。	研究阶段
4	适用于沙漠旅行的防风驻扎帐篷的研发	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。	研究阶段
5	散热减负背包的研发	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。	研究阶段

风险提示

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

太平洋纺织服装&商贸团队介绍

郭彬 纺织服装&商贸零售行业 首席分析师

中南财经政法大学工商管理学学士，悉尼大学金融学，经济学硕士。2019年加入太平洋证券，从事纺织服装及商贸零售行业研究。先后就职于国金证券，国泰君安证券，天风证券。多次作为团队核心成员获得金牛奖，水晶球，第一财经等卖方分析师评比奖项。擅长捕捉高景气度子行业的边际变化，从产业研判等多方角度综合验证，长期跟踪挖掘行业优质公司，深度覆盖电商，品牌服饰，化妆品，超市珠宝等子行业。

龚书慧 纺织服装&商贸零售行业 助理研究员

复旦大学经济学硕士，2022年6月加入太平洋证券。

销售团队

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com

投资评级说明及重要声明

➤ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

➤ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间



研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远企业号D座

投诉电话: 95397

投诉邮箱: kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，
、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。