

云旅游系列行业深度报告（一）

露营需求爆发，详解露营产业

- 疫情防控要求使居民跨省流动受限，住酒店花费不菲且可能增加风险暴露，周边游形式的户外活动热度增加，露营成为家庭聚会、朋友出行、接触户外的经济首选。供给端逐步优化，露营体验感提升，精致露营与“露营+”产品走俏。
- **户外市场规模近千亿元，精致露营推动帐篷等品类高增长。**露营热度带动户外相关产品需求快速增长，我们预计泛户外市场大约4000亿元，其中鞋服占比超6成，户外用品约3成，旅游产品等不足1成。
- **新露营者年轻化，中国正处于步入露营需求持续增长阶段：**中国户外运动参与度较低，不足10%，露营参与度不足1%。欧美户外参与度超50%，露营参与度超15%。千禧一代为主力军，年轻人尝新需求高且出行预算低，是露营主力用户；女性参与者快速增加，以朋友出行为主，亲子游占比仅3成，较海外占比较低。高线城市贡献超7成客流，露营集中于华东、西南地区，华北增速快。受气候与地形限制，露营旺季集中于春秋，海外旺季在夏天。“看山看海”仍是露营主力需求，草地、湖畔等营地受追捧。
- **复盘美国户外运动发展历程，我们认为户外运动规模化发展需要具备以下条件：**消费端：1)人均GDP超1万美元，具备经济基础，我们19年已突破1万美元；2)GDP增速承压，期内人们工作压力较大，高线城市消费者更向往“一夕乌托邦”，且偏好低成本的旅行方式；3)户均汽车保有量较高，每千人汽车保有量达300辆左右；4)政策推动重视户外运动教育；供给端：1)城市公园、郊区露营地、景区露营场景增加，连锁化露营地，标准化管理；2)户外设备快速适应中国市场需求，提高露营体验感。
- **露营地：低投入，利润率较低，依赖出租率。**露营地经营市场约300亿元，现存露营地远少于海外，不到2000家，但注册露营相关企业快速增长至3万家。露营地标准化程度低、连锁化率低，成熟企业最多旗下40个营地，且不稳定性高，途居露营旗下营地利润率波动大。我们认为，中国市场露营地淡旺季明显、消费者持续性略低，造成盈利模式不稳定，推广较慢。露营地capex相对低，投资额10万/亩，小规模露营地回本周期6个月左右。露营地经营模式相对灵活，营地利润率3-8%，低于海外连锁营地，主要系单个营位周转50次/年，远低于海外出租率。
- **户外用品偏功能性，中高端产品市场规模大，但国货快速崛起。**我们认为户外产品生产能力差异小，渠道与生产优势成关键。目前相关上市公司都是从生产或者渠道端跑出，或更注重打造户外鞋服品牌：1)牧高笛：帐篷OEM龙头，自有品牌Mobi Garden内销快速增长，具备渠道与品牌优势；2)浙江自然：以充气床垫为代表的户外用品ODM龙头，与迪卡侬合作12年，6成营收来自于欧美市场；3)浙江永强：户外休闲家具制造龙头，海外跨境品牌高速增长；4)探路者：帐篷起家覆盖户外鞋服，构建差异化品牌矩阵，跨界收购打造第二增长曲线。5)三夫户外：300+品牌代理商，拥有48家连锁门店，覆盖全渠道。
- **风险提示：**疫情缓解后露营需求留存率低，露营地缺乏标准，海外露营需求下滑等。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993
邮箱：wangweina@hcyjs.com
执业编号：S0360517040002

联系人：姚婧

邮箱：yaojing@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	23	0.00
总市值(亿元)	4,864.46	0.54
流通市值(亿元)	4,768.41	0.71

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	15.9%	-7.1%	-34.1%	
相对表现	7.9%	8.5%	-14.8%	



相关研究报告

《旅游及休闲行业行业跟踪报告：酒旅复苏正在路上》

2022-02-13

投资主题

报告亮点

本篇报告详细对比美国与日本露营行业发展驱动力，判定中国休闲户外行业正处于供需双震，未来的可持续化发展仍需依赖供给端的标准化、需求端亲子游等高粘性需求。

对比多数据口径，我们认为现今中国泛户外市场已超 4000 亿元，户外用品市场已达 1200 亿元。国货品牌正在快速增长。户外用品属于功能性更强产品，品牌增长更依赖渠道力。

拆解露营地经营模型，提出较海外经营模型中国营位出租率偏低的问题，深入分析背后供给差异；我们认为线上营地 OTA 或加盟形式复制营地将更具备规模化盈利优势。

投资逻辑

本篇报告提出产业趋势即将形成，中国泛户外产业具备美国、日本发展的经济基础。消费端：1) 经济基础：人均 GDP 超 1 万美元，我国 19 年已突破 1 万美元；2) GDP 增速承压，期内人们工作压力较大，高线城市消费者更向往“一夕乌托邦”，且偏好低成本的旅行方式；3) 户均汽车保有量较高，每千人汽车保有量达 300 辆左右。4) 政策重视户外运动教育；供给端：1) 城市公园、郊区露营地、景区露营场景增加，资本推动连锁化露营地建设、标准化管理；2) 户外设备快速适应中国市场需求，提高露营体验感。

梳理露营产业投资链，我们认为露营地模型不稳定性较高，ROI 较低。相比之下户外运动品牌在长期 OEM、ODM 过程中积累生产优势，功能性不输海外中高端品牌；早期线下开店铺货积累渠道优势，线上形成品牌力转化，近年迎合中国户外行业发展、海外疫情下露营需求提升，或将获持续性增长。

目 录

一、户外市场大众化，需求快速爆发.....	7
（一）疫情带动近郊户外运动，中国户外市场持续增长.....	7
（二）中国露营市场现状：小荷才露尖尖角.....	9
1、露营消费者：年轻人尝鲜需求为主，亲子游具有持续性.....	10
2、高线城市露营需求旺，华东为主，华北增速快.....	10
3、露营需求集中于春秋，地形与距离偏好限制.....	11
二、露营地：缺乏行业标准，低 capex 且利润率较低.....	13
（一）户外需求承载地：帐篷营地取代房车营地，如日方生.....	13
1、中国营地数量不断攀升，格局分散，缺乏标准.....	13
2、露营地轻资产，利润率较低，缺乏稳定性.....	14
3、中国露营地连锁率较低，资本与景区助推行业发展.....	16
（二）参考海外户外行业发展，中国处于短期供需双震.....	17
1、美国户外行业发展成熟，经济与政策双向促进.....	17
2、中国户外行业基础已固，逐步走向爆发.....	19
三、户外用品：精致露营，“精致”设备.....	22
（一）牧高笛：帐篷 OEM 龙头，三大品牌覆盖全渠道.....	23
（二）浙江自然：户外用品代工龙头，大客户资源稳定.....	26
（三）浙江永强：户外休闲家具制造龙头，海外跨境品牌高增长.....	28
（四）探路者：布局多品牌矩阵，跨界收购打造第二增长曲线.....	29
（五）三夫户外：300+品牌代理商，收购 X-BIONIC 补充自有高端品牌线.....	31
四、风险提示.....	32

图表目录

图表 1	2021.01-2022.03 露营搜索热度及同比涨幅	7
图表 2	2021-2022 年节假日露营热度	7
图表 3	中国泛户外线上市场规模	8
图表 4	户外消费市场结构	8
图表 5	中美日欧人口户外参与度	8
图表 6	日本户外运动参与度较稳定	8
图表 7	中国户外运动偏好	9
图表 8	日本休闲户外项目、美国运动项目参与人数	9
图表 9	4 种主要露营方式	9
图表 10	2021 中国露营消费者性别与年龄分布	10
图表 11	中国与日本露营伴侣对比	10
图表 12	2021 露营消费者客源城市水平分布	11
图表 13	2021 露营消费者客源城市分布	11
图表 14	2020-2021 露营出游人群与营地分布	11
图表 15	2021 中国露营地分布	11
图表 16	2021 年中国露营景观偏好	12
图表 17	2021 露营消费者客源城市分布	12
图表 18	美国在夏季露营持续有需求	12
图表 19	日本露营旺季在夏天	12
图表 20	中国营地数量对比	13
图表 21	中国与海外营地、房车数量对比	13
图表 22	中国露营地市场规模	14
图表 23	中国“露营”相关注册企业	14
图表 24	露营地投资运营模型	14
图表 25	途居露营主要露营地营收与利润	15
图表 26	露营地营位价格	16
图表 27	中国消费者露营地选择	16
图表 28	21-22 年露营相关公司融资	16
图表 29	2007-2020 年美国户外运动参与人数和参与率	17
图表 30	2012-2020 年美国参与户外运动家庭收入结构	17
图表 31	美国户外运动发展阶段	18
图表 32	美国户外运动发展	18
图表 33	美国国家公园分布	19

图表 34	1910-2020 年美国汽车保有量情况	19
图表 35	中美日人均 GDP 对比	19
图表 36	2013-2021 人均消费支出中教育、文化和娱乐	19
图表 37	2007-2020 中国每千人汽车保有量	20
图表 38	中国自行式房车总销售数量	20
图表 39	中国促进户外运动等发展的相关政策	20
图表 40	中国户外用品品牌数量	22
图表 41	中国户外市场用品市场集中度	22
图表 42	中国户外用品市场品牌金字塔	22
图表 43	精致露营用具	23
图表 44	牧高笛主要销售品类	23
图表 45	牧高笛主要品类毛利率	23
图表 46	牧高笛代工与品牌业务营收	24
图表 47	牧高笛品牌各渠道毛利率	24
图表 48	牧高笛各渠道营收以及增速	24
图表 49	牧高笛线下门店数量	24
图表 50	牧高笛自有品牌各渠道毛利率	25
图表 51	牧高笛季度收入，上半年为旺季	25
图表 52	露营产品对比	25
图表 53	牧高笛费用率	26
图表 54	牧高笛净利润及净利率	26
图表 55	18-21 年浙江自然营收、归母及增速	26
图表 56	18-21 年浙江自然主要产品收入	26
图表 57	18-21 年浙江自然综合毛利率、净利率	27
图表 58	18-21 年浙江自然主要产品毛利率	27
图表 59	18-20 年浙江自然主要销售地区	27
图表 60	18-21 年浙江自然研发费用率	27
图表 61	19-20 年浙江自然为客户开发的部分新产品	27
图表 62	浙江永强营业收入及毛利率	28
图表 63	浙江永强归母净利润	28
图表 64	浙江永强分地区营业收入（亿元）	29
图表 65	浙江永强主要品类营收贡献	29
图表 66	探路者 21 年营收结构（按产品）	29
图表 67	探路者 21 年营收结构（按品牌）	29
图表 68	探路者主要品牌矩阵	30

图表 69	12-21 年探路者营收变化.....	30
图表 70	12-21 年探路者归母净利润变化.....	30
图表 71	12-21 年探路者毛利率和净利率表现.....	31
图表 72	可比公司研发费用率情况.....	31
图表 73	15-21 年三夫户外营收、归母净利表现.....	31
图表 74	15-21 年主要产品营收及增速.....	31
图表 75	15-21 年三夫户外主要产品毛利率.....	32
图表 76	15-21 年各渠道营收分布.....	32

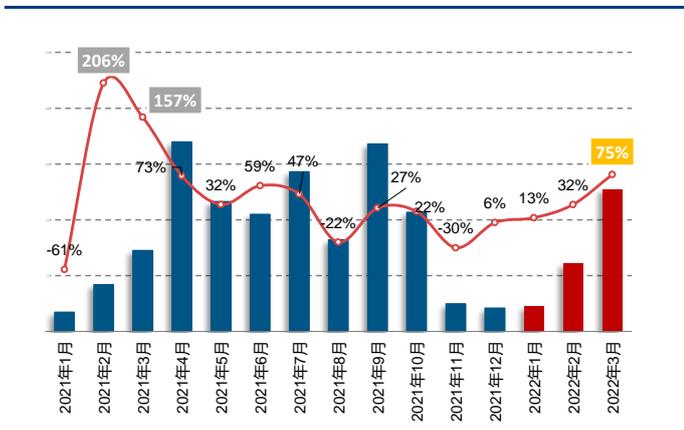
一、户外市场大众化，需求快速爆发

（一）疫情带动近郊户外运动，中国户外市场持续增长

1、疫情防控催化，户外与露营需求大幅提升

疫情防控需求使得居民跨省流动受限，入住酒店花费不菲且可能增加风险暴露，周边游形式的户外活动热度增加，露营成为家庭聚会、朋友出行、接触户外的首选。从21年清明假期开始，根据马蜂窝数据显示，2021年“周边游”的搜索热度同比增长2.5倍，其中3-4月春游旺季搜索热度增长3-5倍。2021年十一假期天猫露营用品销售量同比增长50%。2022年春季综艺《一起露营吧》与小红书等社交平台内容教育下，露营需求再度爆发：小红书关于“露营”笔记数从22年初100万+笔记数，到5月底接近350万+笔记数。根据通联数据，22年1-4月天猫淘宝露营野炊装备累计成交额31.8亿元，环比翻倍增长。2022年1-4月通过携程报名露营游用户是2021年全年5倍以上。

图表 1 2021.01-2022.03 露营搜索热度及同比涨幅



资料来源：马蜂窝《2021年周边游数据报告》，华创证券

图表 2 2021-2022 年节假日露营热度

假期	数据
2022五一假期	携程露营搜索热度周度环比+90%；“露营”酒店、民宿订单量较清明假期增长153%； 同程露营搜索热度环比上涨117%；
2022清明假期	同程露营搜索量环比上涨98%； 1-4月通过携程报名露营游用户是21年全年5倍以上；
2021十一假期	飞猪帐篷、露营搜索量环比涨超14倍； 天猫露营类商品销售同比增长超50%；进口露营用品同比增长近130%；

资料来源：携程旅行《2022五一假期出游报告》，同程旅行《2022“五一”假期旅行消费数据报告》&《2022清明假期旅行消费数据报告》，飞猪&天猫《阿里巴巴2021“十一”假期消费出行趋势报告》，阿里研究院《2021年五一黄金周消费数据》，华创证券

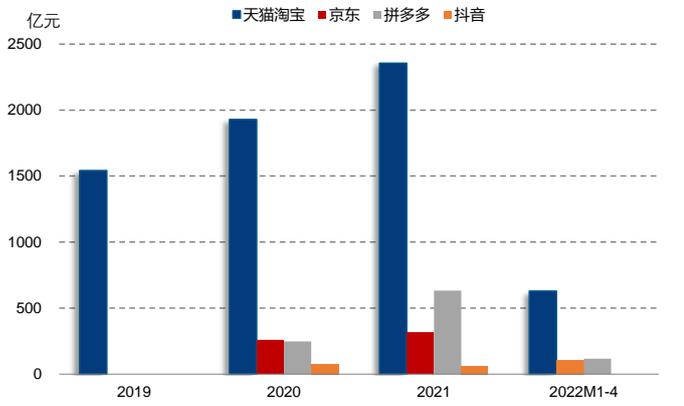
供给端逐步优化，露营体验感提升，精致露营与“露营+”产品走俏。精致露营概念在海外走红，Glamping=Glamorous + Camping，主打远离自然条件恶劣的户外环境，追求享受户外。新增营地以帐篷营地、帐篷酒店为主，例如大热荒野旗下20家连锁露营地，定位野奢；嗨king20家营地更多在景区、特色小镇等开辟特色营地。相比16-17年发展较快的房车营地，帐篷营地与自然融合度更高，在自然资源支持下开辟更多“露营+”活动。

2、中国千亿泛户外市场，户外参与度仍偏低

露营热度带动户外相关产品需求快速增长，中国泛户外市场以鞋服消费为主。我们估算中国泛户外市场近4000亿元。根据通联数据，21年运动户外产品线上成交额共计3382亿元，线下渠道以迪卡侬为代表，我们预计2021年迪卡侬中国贡献营收超125亿元（2017年中国迪卡侬260+家门店实现105亿元收入，目前在中国已分布308家门店）。根据通联数据，以线下为主专业户外市场约410亿元。我们预计泛户外市场中鞋服占比超6成，

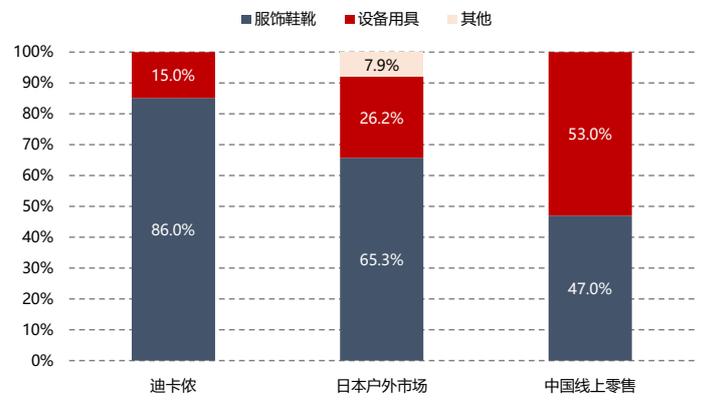
户外用品占比约3成，大约1200亿元，旅游产品等占比低于1成，根据中国钓具网数据2020年中国户外用品市场规模达1693亿元；根据通联数据21年天猫淘宝登山野营旅行用具销售规模达506亿。

图表3 中国泛户外线上市场规模



资料来源：通联数据，华创证券

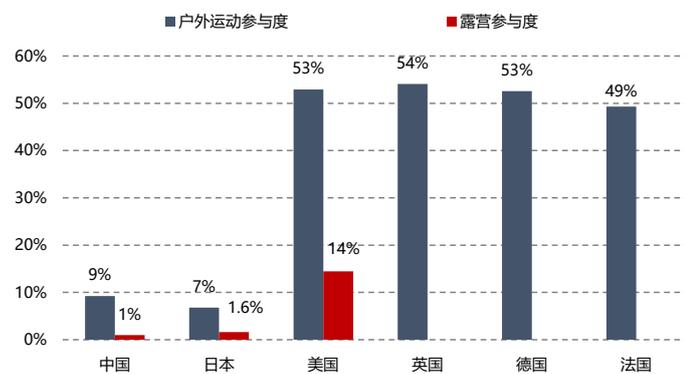
图表4 户外消费市场结构



资料来源：Lectra，矢野经济研究所《户外用品、设施和租赁市场调查》，通联数据，华创证券

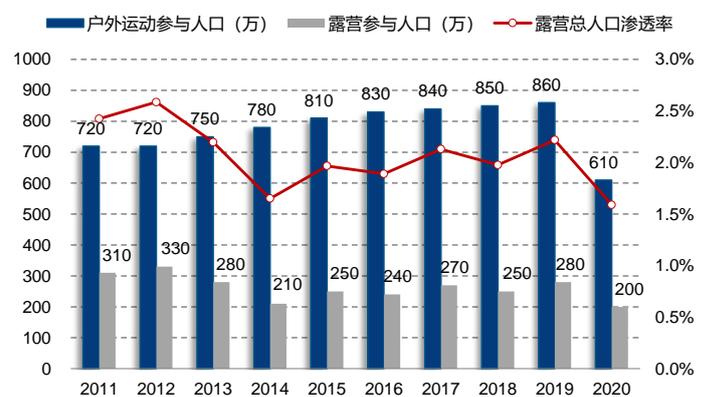
中国运动参与度较低，其中露营渗透率不足1%。中国参与户外运动人口约为1.3亿（2019年），在城镇人口中渗透率为15%，在总人口中渗透率约为9%。欧美由于人文历史背景、对于户外生存教育的重视，所以户外参与度普遍较高。美国户外运动人口1.6亿，参与度为53%；以英国、德国、法国为代表的欧洲国家户外运动参与度也均超5成。相较而言，日本参与户外运动的人口大约有800万，户外参与度为7%（20年略受疫情影响仅有610万人）。美国日本露营活动渗透率分别为14%/1.6%，中国渗透率不足1%。

图表5 中美日欧人口户外参与度



资料来源：中国社会科学院《中国徒步旅游发展报告（2019）》，日本汽车营协会《汽车营白皮书2021》，SOTO《2021休闲白皮书》，Outdoor Foundation，全球健康研究所，OIA，华创证券预测

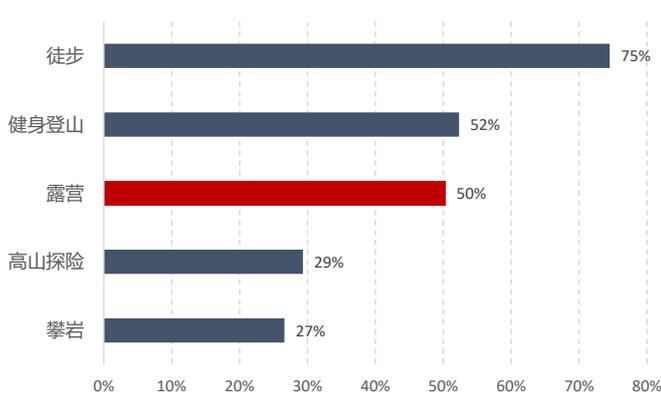
图表6 日本户外运动参与度较稳定



资料来源：SOTO《2021休闲白皮书》，日本汽车营协会《汽车露营白皮书2021》，wind，华创证券

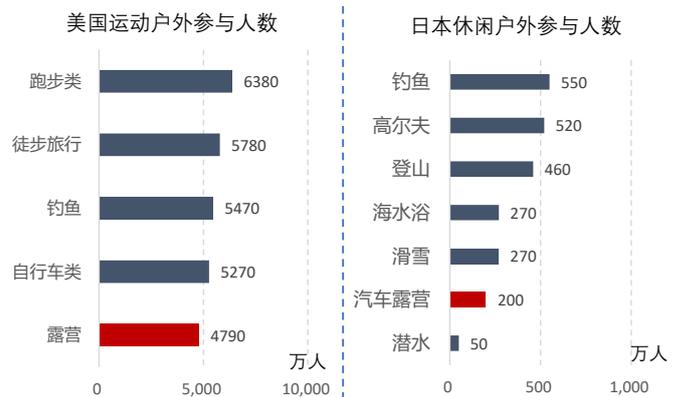
户外运动泛指在自然环境进行的具有体验或探险性质的健身项目，既包含休闲需求，也包含野外生存型运动。中国户外运动更偏好徒步、健身登山、露营，兼具专业与休闲需求，消费粘性偏低但门槛低、潜在参与度高，适合亲子出行、朋友出行。相较海外较长户外运动发展历程，留存大量专业户外运动爱好者。

图表 7 中国户外运动偏好



资料来源：博观致远户外休闲研究院《中国户外运动大数据报告（2019）》，华创证券

图表 8 日本休闲户外项目、美国运动项目参与人数



资料来源：OIA, SOTO《2021 休闲白皮书》，华创证券

我们认为休闲式户外运动发展会先于专业式户外运动，户外运动规模化发展需要具备以下条件：消费端：1) 人均 GDP 超 1 万美元，具备经济基础；2) GDP 增速承压，期内人们工作压力较大，高线城市消费者更向往“一夕乌托邦”，且偏好低成本的旅行方式；3) 户均汽车保有量较高，每千人汽车保有量达 300 辆左右。供给端：1) 城市公园、郊区露营地、景区露营场景增加，资本推动露营地连锁化，标准化管理；2) 户外设备快速适应中国市场需求，提高露营体验感。

（二）中国露营市场现状：小荷才露尖尖角

露营消费是休闲户外消费的典型，露营消费方式主要有四类：1) 公园露营，半日游为主，载体主要为城市公园（缺乏营地规划，密度高，缺乏商业化设施），消费者自带帐篷/天幕，人均消费 0-80 元（门票费）；2) 精致露营/搬家露营，以 2 天 1 夜露营为主，设备全，人均消费 150-200 元（门票+营位租赁费、自备设备），拎包入住则人均 700 元以上，载体主要为商业化露营地（具备必要水电设备，甚至娱乐化项目，帐篷密度较低）；3) 房车露营，过夜需求，载体主要在商业化房车营地，消费者自备/租赁房车，游玩时间 1 天以上，人均 600 元起（房车租赁 550 元~1700 元+门票 50 元/天）；4) 小屋露营，以多日游为主，主要在远离城市的郊区、中西部地区、丘陵/山岭/高原地带，更具特色。16-17 年在政策带动下，开出较多连锁营地的均为汽车/房车露营地，比如曾在新三板挂牌的奇瑞途居营地，旗下有 20+ 汽车营地。

图表 9 4 种主要露营方式

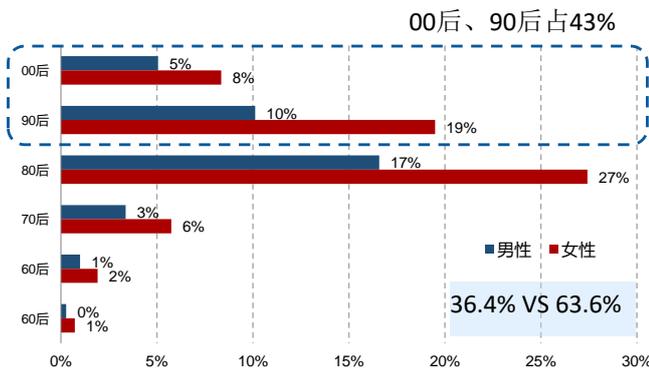
类型	场地	时间	装备	人均消费
公园露营	城市公园	半日游为主	帐篷/天幕+防潮垫/椅子等	门票费（0-80 元/人）
精致/搬家露营	商业化帐篷营地	2 天 1 夜为主	自备设备	门票+营位费（+设备租赁、食物购买） 150+元/人/晚
			拎包入住	700 元左右/人/晚
房车露营	商业化营地、旅途沿线 停车场	多日游	自备/租赁房车	房车租赁 500-1700 元/天 营位费 50 元左右/晚
小屋露营	商业化建筑营地	2 天及以上	拎包入住	1000 元+/人

资料来源：华创证券整理

1、露营消费者：年轻人尝鲜需求为主，亲子游具有持续性

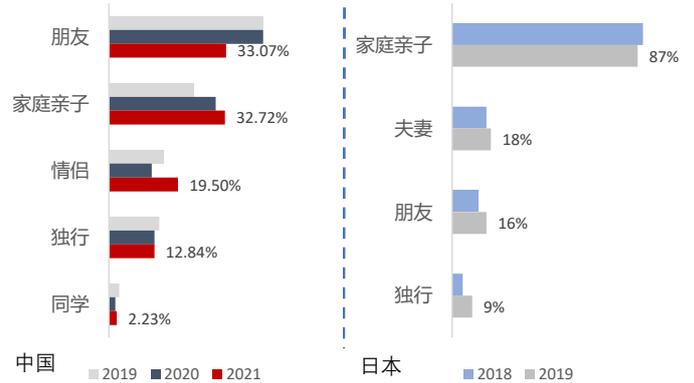
千禧一代为主力军，女性参与者更多，以朋友出行、家庭亲子游为主。根据露营天下数据，2017年预订房车露营的90后、00后仅占9%。根据马蜂窝数据，2021年露营消费者中90后、00后占比攀升至43%，4年间大幅提升28pct；80后占44%，基本维持稳定；70后占比大幅下降，仅占10%（17年占比28.6%）。对比美国OIA数据，露营消费群体各年龄段分布相对均匀，Z世代综合占比32%。中国女性参与者更多，17年房车露营男女比例基本均衡，21年女性消费者均明显超过男性（男性：女性=36%:64%）。而美国则是男性参与者更多，性别比为男性:女性=54%:46%（近8年未改变）。

图表 10 2021 中国露营消费者性别与年龄分布



资料来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，华创证券

图表 11 中国与日本露营伴侣对比



资料来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，华创证券

注：中国数据为2021年，日本数据为2019年，日本数据为问卷调研，选项间有重合

消费人群结构变化与海外形成差异的主要原因：

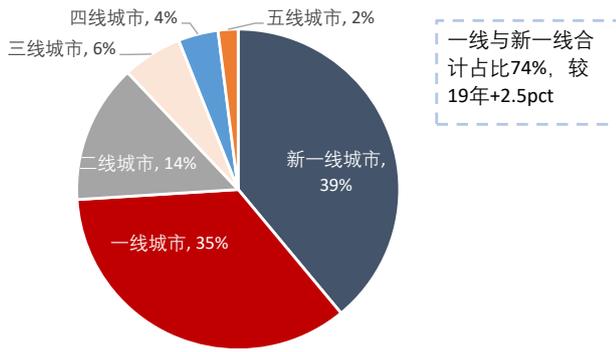
1) 从中国消费需求端看，亲子游占比仅3成。年轻朋友出行“尝新需求为主”，日本露营人群8成以上与家人一同前往，更多追求与家人一起（占比41%）、孩子健康成长（20%）接触大自然（37%）。根据马蜂窝数据，目前中国消露营者更追求“逃离城市”（占比36%）与“新体验”（占比30%），尚未养成长期持续性露营需求。

2) 年轻的Z世代出行预算低，符合露营主要定价区间，愿意尝试过夜露营。根据OTA平台统计数据，Z世代外出住宿每晚消费均价为175元/间（Y世代196元/间；40岁以上235元/间），露营每晚平均租赁费（自带帐篷）大约150-198元左右，符合Z世代可接受价格区间。Z世代更能接纳新生文化，“Z世代”更偏好非标准化住宿类型，比如民宿、露营，且外出群体露营时，8成愿意进行过夜露营。

2、高线城市露营需求旺，华东为主，华北增速快

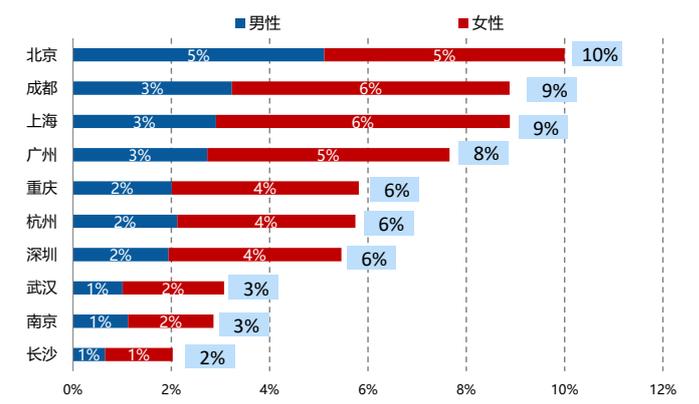
一线、新一线城市贡献超7成客流，且较19年占比提升2.5pct。我们认为1) 高线城市工作生活压力相对更大，公园露营地较少，更向往特色商业化露营地。2) 其次，高线城市汇集年轻中产，高校数量多，均是露营主要消费客群。根据马蜂窝数据，北京、成都、上海、广州为Top4露营消费需求城市，合计贡献露营者超3成。3) 高线城市附近商业化成熟露营地也更多，根据连锁露营地嗨king的选址要求，一般开设在人口体量300万+城市，距离城市80公里以内（驾车时间约1h）。

图表 12 2021 露营消费者客源城市水平分布



资料来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，华创证券

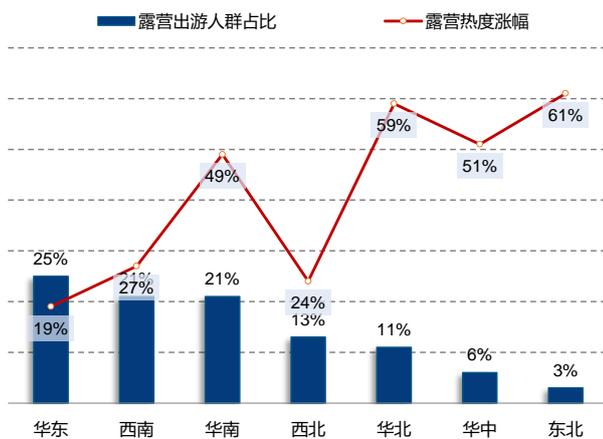
图表 13 2021 露营消费者客源城市分布



资料来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，华创证券

露营主要人群集中于华东、西南地区。2020-2021 露营出游人群华东/西南/华南分别占比为 25%/21%/21%；其他地区出游人群相对较少，但露营搜索热度高，需求正在快速增长。我们认为，华北、东北等地受制于地形与气候，导致其露营需求较低，近期快速增长也受益于冬季冰雪户外活动热，逐步培养消费者定期进行户外活动的需求。

图表 14 2020-2021 露营出游人群与营地分布



资料来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》，华创证券

图表 15 2021 中国露营地分布

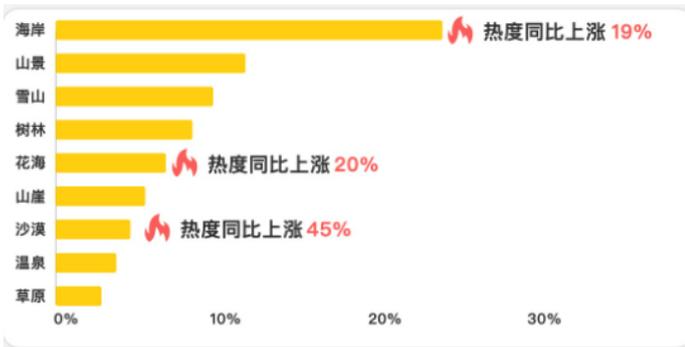


资料来源：露营天下

3、露营需求集中于春秋，地形与距离偏好限制

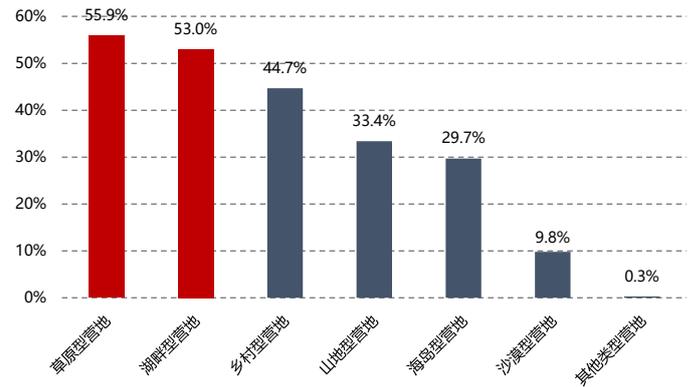
“看山看海”仍是主力需求，草地、湖畔等营地受追捧。在露营活动中 80% 消费者会选择自驾前往，所以营地分布在高线城市 3h 以内（1-2h 选择占比更高），以承接高线城市“逃离城市”、寻求新体验的露营地。景观偏好热度排行中 Top2 分别是海岸、山景，根据艾媒咨询数据，草原、湖畔型营地被更多消费者选择。

图表 16 2021 年中国露营景观偏好



资料来源：马蜂窝《2022 露营品质研究报告》

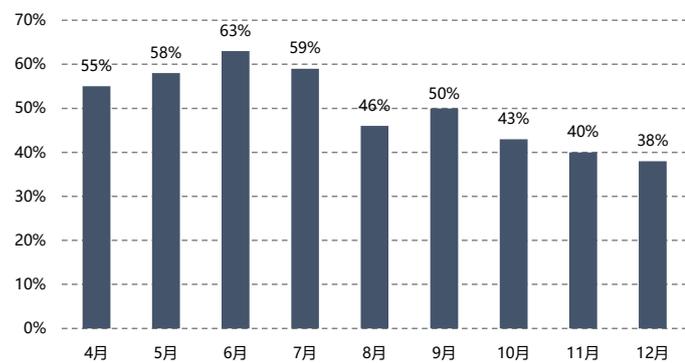
图表 17 2021 露营消费者客源城市分布



资料来源：艾媒咨询《2022-2025 年中国露营经济发展前景与商业布局分析报告》，华创证券

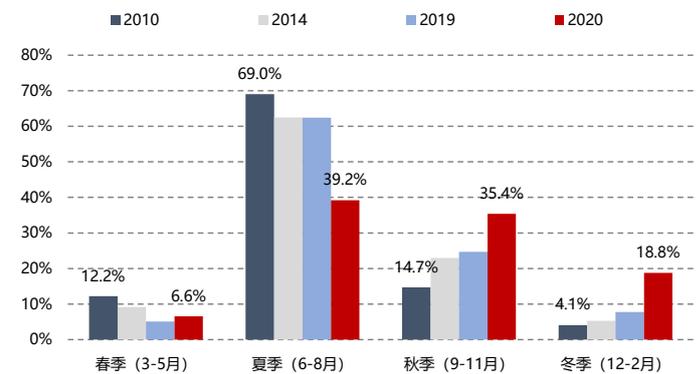
地形、气候与消费人群布局，导致中国露营旺季淡季明显，而海外受益于地形以及亲子游，夏季仍是旺季。中国高线城市大多位于东部平原，此类型营地夏季温度高过热，冬季较冷，均不适宜露营。虽然我国山地、高原、丘陵占地面积 67%，但均位于西部地区，不符合“精致露营”自驾 3h 以内的要求，更多作为长途旅行目的地。夏季露营地大多选择在森林、海边。日本森林覆盖率 67%，美国森林覆盖率 34%，中国约为 23%。

图表 18 美国在夏季露营持续有需求



资料来源：KOA《2022 年露营报告》，露营天下

图表 19 日本露营旺季在夏天



资料来源：日本汽车露营协会《2021 营地白皮书》，华创证券

中国露营地由于淡旺季明确，全年平均出租率低于美国以及国内度假酒店。根据《2017 中国露营地行业投资报告》，中国超 5 成营地淡季出租率仅为 20%，旺季（春秋 3-5 月，9-11 月）6 成营地出租率达 90%，全年平均出租率 38%。相比之下，美国营地数量多且出租率高（平均出租率 69%，其中小屋露营出租率 53%），夏季均为旺季（7-10 月），20 年略受疫情影响，出租率仍达 49%，21 年 4-10 月美国优秀露营地（如 Big Hollow）出租率达到 60%。中国多数度假酒店入住率在 17 年也能达到 60%。我们认为，历史数据中国露营地的年均出租率低于北美和普通度假酒店，但在精致露营的风潮下，提供拎包入住的露营地出租率应能大幅提升。

二、露营地：缺乏行业标准，低 capex 且利润率较低

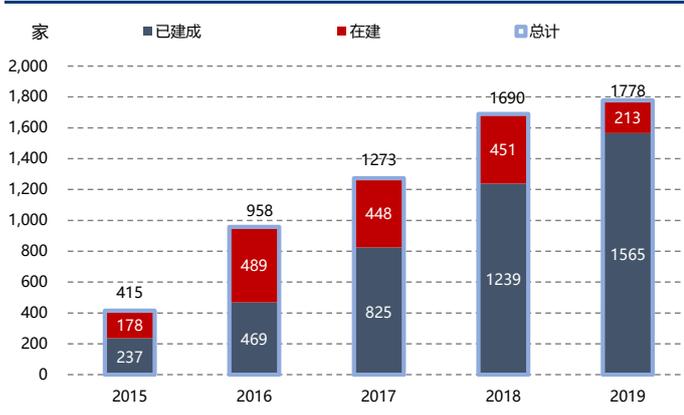
（一）户外需求承载地：帐篷营地取代房车营地，如日方生

目前中国营地供给量以及规范化、连锁化程度均较低，无法满足四季的露营需求；相较于度假酒店、房车营地，帐篷营地 capex 更低，门槛低，故近年开设露营地也越来越多。但目前营地缺乏运营标准、盈利水平波动大，对出租率依赖度高。

1、中国营地数量不断攀升，格局分散，缺乏标准

中国营地数量远少于海外，露营相关企业与营地数量快速攀升。根据企查查、中商产研院数据，截至 2021 年中国共有超 3 万家“露营”相关企业，仅 21 年新增超 2 万家，22 年 1-4 月新增露营相关注册公司超 7000 家。根据露营天下数据，2017 年底已建成 825 个露营地，在建 448 个；同期美国露营地保有量已达 2.7 万家，日本也已建成 1650 家露营地。根据通联数据，近几年美国露营地维持 1.4 万家以上，我们认为，中国市场露营地淡旺季明显、消费者持续性略低，造成盈利模式不稳定，推广较慢。

图表 20 中国营地数量对比



资料来源：露营天下，深圳商报&读创平台，华创证券

图表 21 中国与海外营地、房车数量对比

国家	露营地数量	房车保有量
美国	27210	1130 万
欧洲	30000	744.5 万
加拿大	3000	116 万
澳大利亚	2740	50 万
日本	1650	11.25 万
中国	825	4.8 万

资料来源：露营天下《2017 中国露营地行业投资报告》，日本汽车露营协会，nippon.com，华创证券

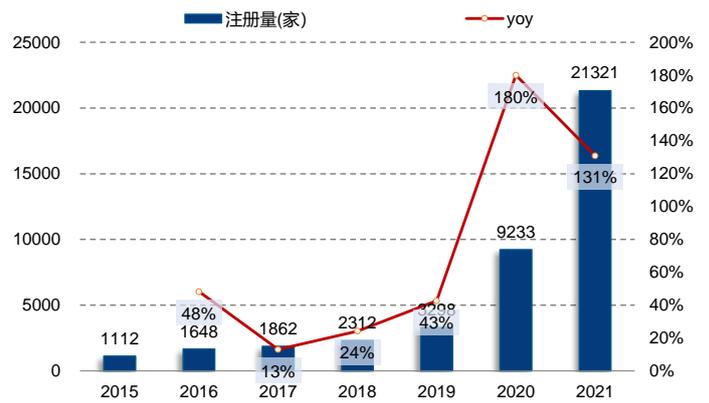
现露营地市场规模小、格局分散，但 21 年录得强劲增长。根据艾媒咨询数据，2020/2021 年中国露营地市场规模约 168/299 亿元，增速分别为 12%/78%。露营地市场格局分散，虽 19 年已建立 1565 家露营地，相关企业超 3 万家；高增速背后是较小的基数和较差的创收能力，根据国家统计局数据，我国露营地法人企业仅 17 家，限额以上住宿业露营地（营收达 200 万元以上）2018/2019/2020 年营业收入分别仅有 0.3/1.02/1.25 亿元，利润分别为 0.1/-0.08/0.14 亿元。

图表 22 中国露营地市场规模



资料来源：艾媒咨询《2022-2025 年中国露营经济发展前景与商业布局分析报告》，华创证券

图表 23 中国“露营”相关注册企业



资料来源：企查查，华创证券

露营地行业标准缺失，与民宿归属同样特种行业。部分营地大多提供过夜食宿，与民宿酒店类似，属于特种行业，需取得经营许可证，办理完备的“六证一书一证”，但大多数露营地缺乏规划，拿证相对混乱。21 年 11 月湖州市也进一步对营地供水、洗漱淋浴等基础设施以及安保等提高标准，但目前行业标准仍不完善。

2、露营地轻资产，利润率较低，缺乏稳定性

露营地 capex 相对低，小规模露营地回本周期更快。根据我们下表的成本测算目前 200 亩营地投资额 2000 万元左右（露营天下数据 17 年单个营地需 4000 万元左右）。每亩投资额 10 万/亩（VS 度假酒店投资额 900 万元/亩）。小规模露营地大多投资现成景点，投资金额 100-200 万，占地面积 60 亩左右，小规模露营地回本周期约 6 个月。

露营地经营模式相对灵活，营地利润率 3-8%。帐篷露营地规划用地相对灵活，旺季可增加出租营位，淡季可撤帐篷出租场地。根据露营天下数据，2017 年优秀露营地年平均营业额为 1068 万元，收入中 57%来自于营地出租（合约 610 万元），43%来自于出租空闲场地、娱乐餐饮等项目，优秀营地平均净利率 8%。根据《2017 中国露营地行业投资报告》，中国优秀露营地平均年接待量大约为 3 万人/年（以单个营地 200 个营位为例，每个营位 3 人，平均每个营位使用 50 次/年）。以营位租赁费 200 元，每个营位出租收入为 3 万元/个/年；帐篷定价 1200 元/晚，每个帐篷出租收入 6 万元/年。

图表 24 露营地投资运营模型

	大规模露营地	小规模露营地
面积	200 亩	60 亩
营位数	200 个	30 个
总投资金额	2000 万元左右	100 万元左右
拿地成本	12 万/年租赁费，20 年起租共计 240 万元	5 万元/年，20 年起租共计 100 万元
设施建设	基础功能性区域投资 550 万元+其他娱乐区约 200 万元，共计 750 万元	约 50 万元
设备成本	帐篷成本 100 万元（使用时间 1.5 年，1.2 万元/个） 房车成本 700 万元（折旧年限 10 年，35 万元/个） 其他相关设备 40 万元，共计 840 万元	30 个帐篷 36 万元，配套设施成本约 20 万元，共计 50 万元左右
销售定价	门票 50-80 元/人；营位出租：150 元/营位/晚	

	帐篷：800元/人/晚；单个帐篷定价1200元/晚 房车：600-1000元/人/晚；房车1500元/晚	
营地年收入	1) 租赁收入：100万元/100个营位；480万元/80个帐篷 150万元/20个房车 2) 其他娱乐餐饮收入200万元左右/年 3) 淡季租赁收入100万元左右/年 合约1000万元/年	1) 帐篷租赁收入180万元 2) 餐饮娱乐、淡季出租20万元左右 合约200万元/年
成本费用率	设备费率47%	设备费率13%
	设施折旧4%	设施折旧1%
	地租费率2%	地租费率2%
	人力费率19%	人力费率25%
	其他费率：维修费率7%；广告费率3%；税费等3%	
利润率	行业平均水平3-8%；理论经营利润率大规模露营地30%+，小规模露营地约50%	
资料来源：途居露营公司公告，大热荒野微信公众号，露营天下，华创证券测算 注：假设大规模营地包含100个空地营位+20个房车+80个帐篷；小规模露营地主要建设绿化、盥洗室等		

营地生意不稳定性较高。主打汽车营地的途居露营14-16年收入、毛利率波动大，龙山露营地毛利率14年/15年利润率分别为91%/46.5%，而16年1-7月降至-5.7%。根据露营天下数据，2017年优秀露营地平均ROI为4%，但有过半露营地ROI低于3%。

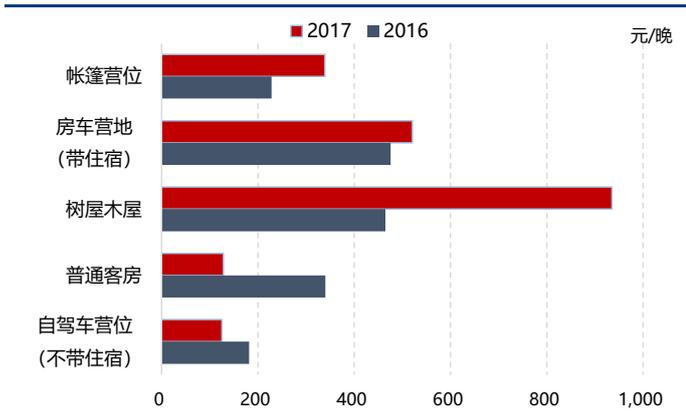
图表 25 途居露营主要露营地营收与利润

	营收（万元）			净利润（万元）			备注
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	
黄山营地	378	1,831	1,798	-253	331	-334	占地33.5亩，371个营地房车+68个自驾房车营位
扬州营地	1,203	1,326	1,466	-367	-269	-366	总占地1000+亩，其中露营地近827亩
芜湖汽车营地	1,030	96	215	-91	-96	-27	510亩，总投资金额1亿，98辆房车+35个自驾房车营位+23个可移动生态木屋

资料来源：公司公告，华创证券

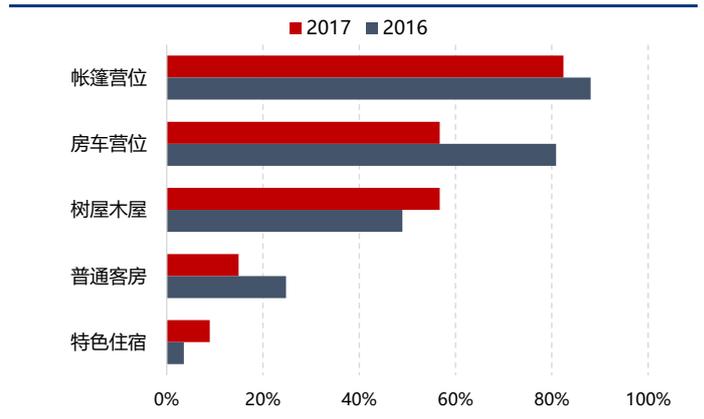
露营地消费门槛较低，人均消费150-200元/天，由半日露营向过夜露营转变，精致露营定价较高，人均600-800元/晚。根据大热荒野微信公众号数据，旗下露营地预定基本需要50元门票（节假日部分露营地80元）+营地帐篷位148元；拎包入住的帐篷人均600-800元/晚；2017年露营者住宿平均消费158元（考虑通胀，现价172元/人/晚）；Glamping高端营地帐篷数量少，定价2000-3000元/晚。

图表 26 露营地营位价格



资料来源：露营天下，华创证券

图表 27 中国消费者露营地选择



资料来源：露营天下，华创证券

3、中国露营地连锁率较低，资本与景区助推行业发展

海外已有成熟连锁露营地公司，中国露营地连锁率低。国内近期获融资，大热荒野旗下仅有 30 个露营地，预计今年将实现 40 家露营地；嗨 king 计划开出 50 个营地。除此之外，旅游景区也在开拓营地作为新的服务项目，如三特索道旗下的内蒙古克什克腾旗黄岗梁国际休闲旅游区已经在提供房车、帐篷营地服务，未来海南猴岛等也有望叠加露营服务。公司也披露其他营地相关投资，如千岛湖田野牧歌牧心谷休闲运动营地（拟投资金额 3.5 亿元）、南漳漫云古村三特营地（拟投资金额 5400 万元）、安吉大竹海三特营地项目（共投资 7.9 亿元）。相较低投入的粗放营地，景区拥有天然自然资源优势和管理经验，拓宽的营地服务具备特色化标签。

图表 28 21-22 年露营相关公司融资

品牌	细分领域	城市	披露时间	融资轮次与金额	投后估值	投资方
大热荒野	露营地品牌	湖北-武汉	2021/11/2	天使轮	-	惟一资本-徽影资本、小恐龙基金、FA(凌波资本)
			2021/11/26	天使轮	1 亿元	惟一资本-徽影资本、小恐龙基金、牧高笛、FA(凌波资本)
嗨 King 野奢营地	精致露营连锁营地	陕西-西安	2022/3/11	天使轮	数百万	博庭旅游
挪客 Naturehike	户外装备品牌	浙江-宁波	2022/4/6	A 轮	近亿元	钟鼎资本
ABC Camping Country	户外生活方式品牌	浙江-杭州	2022/4/12	天使轮	数百万美元	青山资本

资料来源：天眼查，华创证券

海外连锁露营地为露营渗透率攀升提供基础。国家公园、国家森林、政府所拥有的公园，营区多为公共营区；商业化运营的营地中美国最大连锁营地品牌 KOA，1962 年创立，1969 年有 262 家露营地，1972 年有 600 家特许经营点，KOA 率先建立露营地系统，目前在北美共有超 500 个露营地（约 16500 个营位），年均家庭客户超 100 万户。

KOA 旗下露营地形式多样，基本涵盖所有露营需求。KOA 旗下有 KOA Journey（位于公路旁，以房车营地简单停留为主）、KOA Holiday（配备洗护淋浴设备和小屋）、KOA Resort（配备更多娱乐设施）。KOA 旗下露营地的主要收入来自于营地营位出租、会员

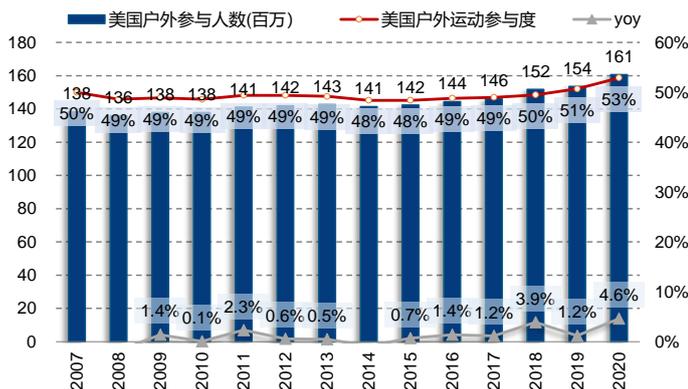
注册、食品销售收入，成本主要是人力成本费用（费用率 20%）、设施折旧（9%）、食品销售成本（7%）、维护费（6%）、设备成本（4%）等，根据 KOA 披露旗下 Holiday 露营地经营利润率基本约 25-30%，符合上文我们对露营地模型拆解，美国露营地稳定的盈利模型背后是稳定的出租率，我们认为在户外行业逐步发展成熟的过程中，露营的需求将持续攀升，不再是类似密室逃脱类的“尝鲜需求”，帐篷营位全年出租率达 14%（约 50 次），可将露营地经营利润率提升至 30%。

（二）参考海外户外行业发展，中国处于短期供需双震

1、美国户外行业发展成熟，经济与政策双向促进

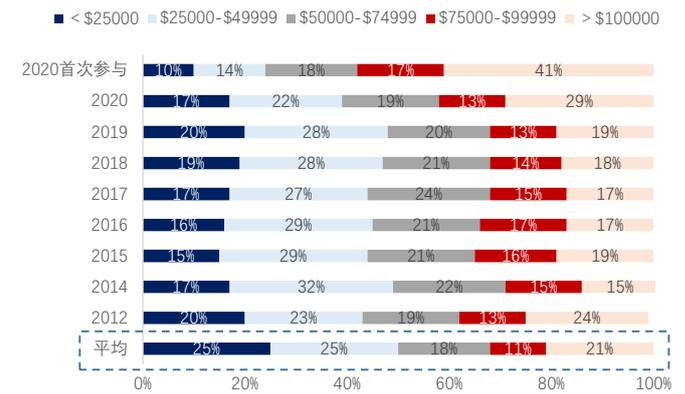
美国户外运动市场发展成熟，现已拥有庞大的用户群体。根据 Outdoor Foundation 的调查报告显示，2020 年美国徒步旅行者新增 810 万，整体参与户外运动的人数达到 1.6 亿，户外参与率高达 52.9%。2020 年，美国户外行业贡献 4%GDP，创造了 430 万个就业岗位，约占美国就业人口 3%。美国户外运动参与度高，除了历史人文背景外，我们认为有以下主要推动因素：人均 GDP 跨入 1 万美元门槛、GDP 增速开始放缓、国家公园保有量高、户均汽车保有量的快速提升、户外用品技术进步。

图表 29 2007-2020 年美国户外运动参与人数和参与率



资料来源: Outdoor Foundation, 华创证券

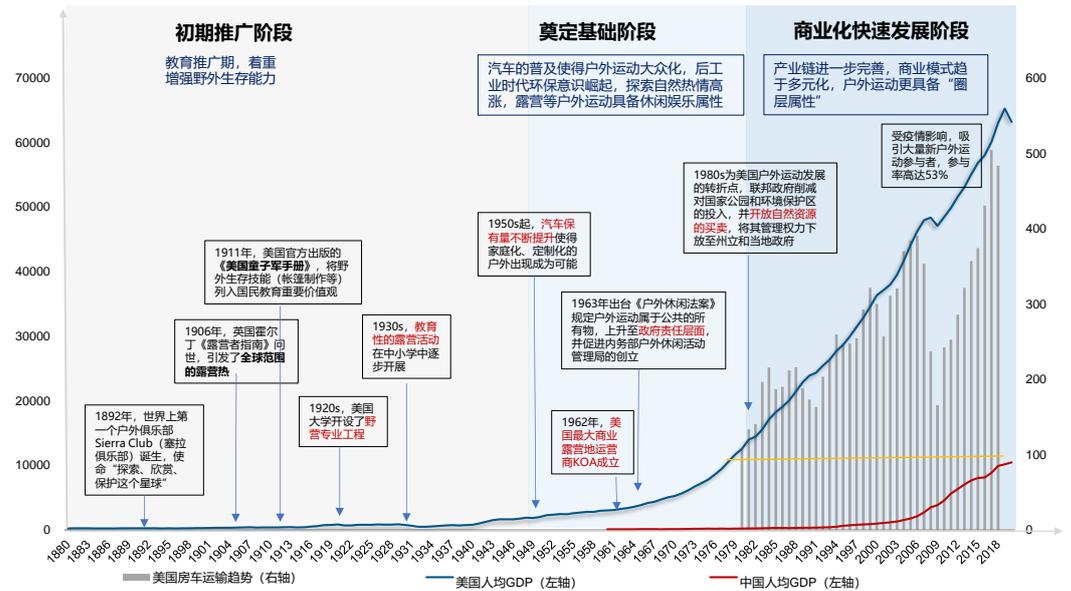
图表 30 2012-2020 年美国参与户外运动家庭收入结构



资料来源: KOA 《2022 年度北美露营报告》，华创证券

美国户外运动产业经历 80 年的教育推广在 1980s 爆发，根据户外运动的作用与属性，大致可将美国户外运动发展分为三个阶段：

图表 31 美国户外运动发展阶段



资料来源: wind, CHM Government Services 《Campground Industry Analysis》, 华创证券整理

I. 正规化推广阶段（1900s-1950s）：重视户外技能教育，保护森林与国家公园。受西欧移民潮与战争影响，专业组织或协会把户外运动技能推广进教育手册，从小培养野外生存能力。1916年《美国国家公园管理法》颁布，此后的不断完善为户外运动的发展提供了天然的环境基础。

图表 32 美国户外运动发展

时间	事件
1892年	世界上第一个户外俱乐部 Sierra Club（塞拉俱乐部）诞生，使命是“探索、欣赏和保护这个星球”
1904年	美国滑雪协会（United States Ski Association）成立
1906年	英国霍尔丁《露营者指南》引发了全球范围的露营热
1911年	美国官方出版《美国童子军手册》，将野外生存技能（帐篷制作等）列入国民教育重要价值观
1920s	美国大学开设了野营专业工程；政府颁布法令指定因应急需要每个家庭必备一套应急物品
1930s	教育性的露营活动在中小学中逐步开展；户外运动基因根植在美国年轻一代

资料来源: 户外资料网 8264.com, 澎湃新闻, KOA, Government.no, 华创证券

II. 奠定基础阶段（1950s-1980s）：政策支持户外休闲运动，汽车保有量持续提升。1963年推出《户外休闲法案》规定促进户外运动属于政府责任，随后内务部户外休闲活动管理局（BOR）创立。连锁化露营地逐步建立，KOA截至1970s已拥有600+个特许经营露营地。1950年汽车保有量突破300台/每千人，1950s公路和旅游设施的大力发展，扩大出行活动半径。

III. 商业化快速发展阶段（1980s-至今）：人均GDP稳定在1万美元以上，营地供给规模大幅提升。1) 受通货膨胀影响，联邦政府削减对国家公园和环境保护区的投入，开放自然资源买卖，将户外活动的管理权力下放至当地政府；截至21年美国共有421个国家公园，州立公园超2000个；2) 政府设立促进户外运动基金，补贴露营企业启动资金的25%-50%。受益于政策支持，私营户外设施与用地快速增长，1982年KOA旗下拥有超900个露营地。

图表 33 美国国家公园分布

排名	州	州立公园数量	国家公园数量	公园面积 (km ²)
Top1	加利福尼亚	270	9	30809
Top2	纽约	215	0	1416
Top3	华盛顿	212	3	7186
Top4	俄勒冈州	195	1	1154
Top5	佛罗里达州	191	3	10306

资料来源: playground equipment, 华创证券

随着欧美户外行业发展成熟，**围绕着户外需求的产业链逐步完善**：1) 户外用地：连锁露营地如 KOA 等、专业高尔夫球场等；2) 专业户外场地预定平台：职业俱乐部、户外 OTA 平台如 Hipcamp、Outdoorsy 等；3) 户外品牌：Columbia、The North Face 等；4) 专业户外用品零售商：迪卡侬、REI 等。

2、中国户外行业基础已固，逐步走向爆发

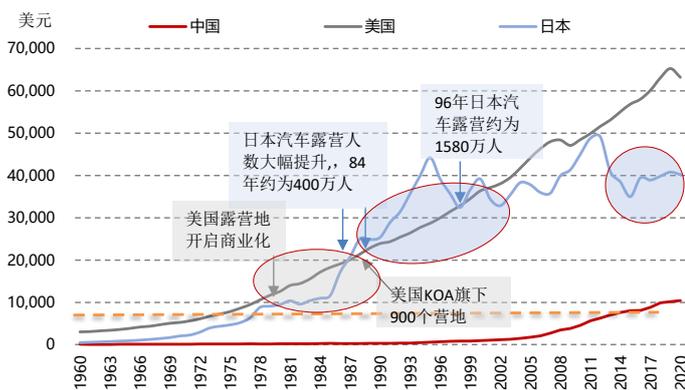
经济基础：中国人均 GDP 已突破 1 万美元，且正在经历增速放缓。2019 年，中国人均 GDP 首次突破 1 万美元，2020 年在疫情的影响下实现同比增长 2.87% 至 10435 美元。复盘美国与日本的户外行业发展历程，我们认为人均 GDP 突破 1 万美元后将迎来户外行业的初步发展时期。据国家统计局数据，2013-2021 年全国居民人均可支配收入从 18311 元增长至 35128 元，剔除疫情影响，人均消费支出中教育、文化和娱乐的占比逐步提升至 11.7%（20 与 21 年略受疫情影响娱乐消费）。随着基础物质需求的满足，人们追求更高层次的精神享受；GDP 增速放缓，工作环境的内卷会驱使人们生活更向往大自然，户外行业有望迎来需求快速增长期。

图表 34 1910-2020 年美国汽车保有量情况



资料来源: 美国公安部, 华创证券

图表 35 中美日人均 GDP 对比



资料来源: wind, 华创证券

图表 36 2013-2021 人均消费支出中教育、文化和娱乐



资料来源: wind, 华创证券

教育政策：“双减双增”，增加家庭参与户外活动时间。2021 年 9 月国家出台了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》通知，教育部表示在落实“双减”同时会推动“双增”，即增加参加户外活动、体育锻炼、艺术、劳动的时间

机会和增加接受体育、美育课外培训的时间机会。上文我们提到重视户外教育是美国发展户外行业的基础；在露营者亲子游复购率与粘性较高，日本露营者9成都是亲子游，露营需求的留存率将进一步提升，更加可持续增长。

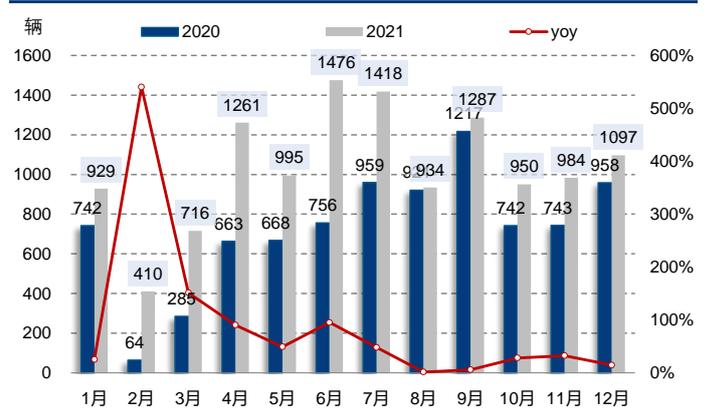
汽车保有量增长，房车销量上升，助力露营行业蓬勃发展。8成露营人群均自驾出行，截止2020年，我国基于城镇人口每千人的汽车保有量突破300辆（已到美国1950s汽车保有量水平）。从路程网和房车行联合发布的数据来看，2021年中国自行式房车的销量大幅增长，其中2021年2-3月分别同比增长540.6%和151.2%。美国数据露营消费人群中近7成会选择房车出行，新能源车后排空间更大，其保有量也在快速提升，露营的需求将进一步被激发。

图表 37 2007-2020 中国每千人汽车保有量



资料来源：wind，华创证券

图表 38 中国自行式房车总销售数量



资料来源：“房车行”微信公众号，华创证券

政策驱动旅游与运动蓬勃发展，利好露营等户外运动。自2016年国家体育总局、国家旅游局共同发布《关于大力发展体育旅游的指导意见》后，国务院、发改委等相关部门就露营地建设、自驾运动、山地户外等不同产业分类发文扶持引导。2019年10月发改委发文对旅游类产业结构进行指导，鼓励户外用品装备的开发营销；2021年8月，国务院发布《全民健身计划（2021-2025年）》，建设完善体旅设施，打造精品示范基地，旨在进一步促进旅游、交通等行业消费复苏进程。

图表 39 中国促进户外运动等发展的相关政策

政策类型	政策名称与发布机构	发布时间	政策内容
顶层健康政策支持	《全民健身计划（2021-2025年）》国务院	2021.08	建设完善相关设施，拓展体育旅游产品和服务供给。打造一批有影响力的体育旅游精品路线、精品赛事和示范基地
	《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》发改委、国家体育总局	2021.04	新增体育公园、健康步道、户外运动公共服务设施三大支持方向
	《产业结构调整指导目录（2019）》发改委	2019.10	鼓励类旅游装备设备、休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务
	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》国务院办公厅	2019.09	将登山、徒步、越野跑等体育运动项目作为发展森林旅游的重要方向
	《关于印发体育强国建设纲要的通知》国务院办公厅	2019.09	增强体育消费的粘性，稳步推进运动休闲特色小镇建设，探索发展乡村健身休闲产业和建设运动休闲特色乡村
分类扶持	露营地基础设施建 《关于促进全程旅游发展的指导意见》国务院	2018.03	要求加快建设自驾车房车旅游营地，推广精品自驾游线路

设	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》国务院	2017.02	积极引导交通运输新消费，大力发展自驾车、房车营地，鼓励规划建设一批航空飞行营地、汽车综合营地、山地户外营地和徒步骑行服务站
自驾汽车营地产业	《加快推动汽车自驾运动营地产业发展的通知》国家体育总局	2019.10	2020年，每省（区、市）建成50家汽车自驾运动营地；2025年，每省（区、市）力争建成300家汽车自驾运动营地。
	《关于促进交通运输与旅游融合发展的若干意见》交通运输部等6部门	2017.03	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
山地户外运动	《山地户外运动产业发展规划》发改委	2016.10	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
“体育+”融合发展	《关于大力发展体育旅游的指导意见》国家旅游局、国家体育总局	2016.12	大力发展体育旅游，引领健身休闲旅游发展，以群众基础、市场发展较好的户外运动旅游为突破口，重点发展冰雪运动旅游、山地户外运动、水上运动旅游、汽车摩托车旅游、等体育旅游新产品、新业态

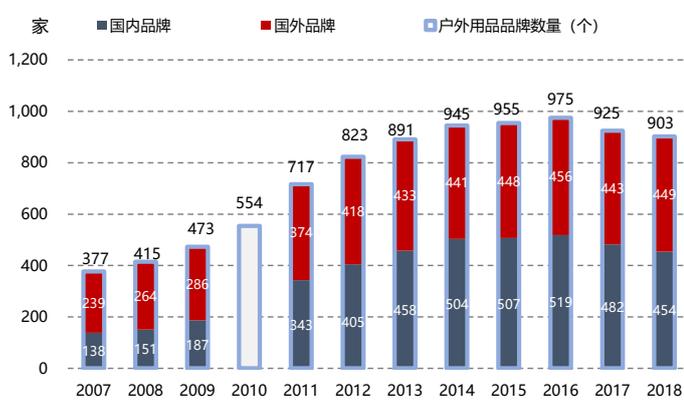
资料来源：国务院，人民网，华创证券

综上，我们认为目前需求端正在发展初期，疫情防控催化短期近郊旅游快速增长，但露营人群长期可持续增长，需要相对高频的亲子游以及喜欢户外的消费者。供给端的持续优化也将提高露营体验：1) 目前露营地业态连锁化率低，标准不统一造成消费者不敢尝试过夜露营。2) 户外用品功能性更强，渠道型产品更具优势，制造门槛较低。

三、户外用品：精致露营，“精致”设备

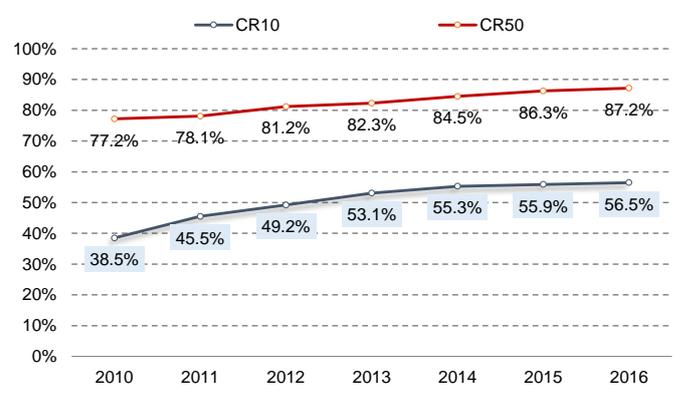
中国千亿泛户外市场，除鞋服消费外户外用品零售额约 1500 亿以上，线上占比超 3 成。根据 COA 数据，户外用品市场格局相对集中，中国户外品牌数量于 2016 年达到最高峰后基本维持稳定，CR10 稳定在 50% 以上，且保持小幅上升。

图表 40 中国户外用品品牌数量



资料来源：Wind，华创证券

图表 41 中国户外市场用品市场集中度



资料来源：COA，华创证券

海外品牌由于发展较早，且定位中高端市场，其中北面、哥伦比亚等品牌稳居销售 TOP10，而国内品牌多定位大众市场，但增长亮眼。Columbia 21Q3 在中国市场仍增长 20%，21 财年亚太地区销售收入 2.5 亿美元（合约 16.3 亿 RMB），增长 10% 以上；The North Face 2021 财年亚太市场销售额同比增长 17%，在中国有 221 家门店。探路者品牌 21 年销售收入 8.3 亿元，同比增长 62%；牧高笛旗下户外产品 21 年内销收入 3.08 亿元，同比增长 90%。中高端户外品牌虽体量较高，但增速低于国货大众品牌。

图表 42 中国户外用品市场品牌金字塔



资料来源：户外资料网，“魔镜市场情报”微信公众号，天猫，通联数据，公司公告，华创证券整理

露营等户外用品一般使用年限较长，复购来源于品类升级型需求。一般露营需要具备以下设备：帐篷/天幕+睡袋+折叠床/充气床垫+折叠桌+折叠椅，单次露营设备合计价格大约 1300 元。每件装备平均 2kg/个，所以消费者也基本自驾出行并会匹配折叠车以搬运用

具。专业户外运动者更偏好专业户外品牌，大众化露营消费则对比主要参考指标选择中等、性价比帐篷。

图表 43 精致露营用具

品类	价格带	炊具品类	价格带
帐篷	500-4000 元	保温箱	260-560 元
天幕	300-500 元	餐具	69-800 元
睡袋	150-1500 元/个	锅具	200-1000 元
折叠床	200-600 元/个	烧烤网架	100-250 元
折叠桌（蛋卷桌）	500-1000	便携炉及气罐	150-300 元
折叠椅（月亮椅）	130-300 元/个	料理台	100 元
充气床垫	200-600 元	焚火台	200 元
吊床	55-200 元	斧头火钳等	100 元
灯具	60-230 元	设备等总价	1300-3500 元（基础需求）
折叠拖车	400-1200 元		3000-4500 元（自己做饭）

资料来源：淘宝，华创证券整理

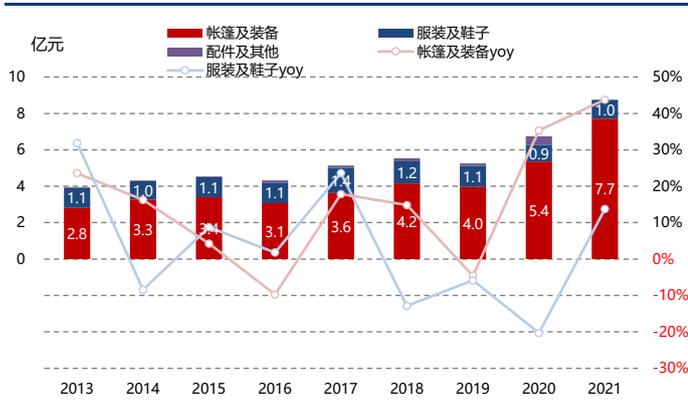
户外产业链相关 A 股上市公司主要有牧高迪、浙江自然、浙江永强、探路者、三夫户外。

（一）牧高笛：帐篷 OEM 龙头，三大品牌覆盖全渠道

牧高笛创立于 2003 年，通过“冷山”露营帐篷及户外用品切入国内市场，2004、2007 陆续建立自主生产基地，采取自主生产+外协加工结合，建立产品研发中心。坚持“露营专业主义”打造出大牧（定位专业露营）、小牧（高性能出行服饰）两个内销品牌，2021 年合计贡献 3.06 亿收入，同比增长 90%，品牌毛利率 33.94%。外销 OEM/ODM 贡献 7 成营收 6.15 亿元。

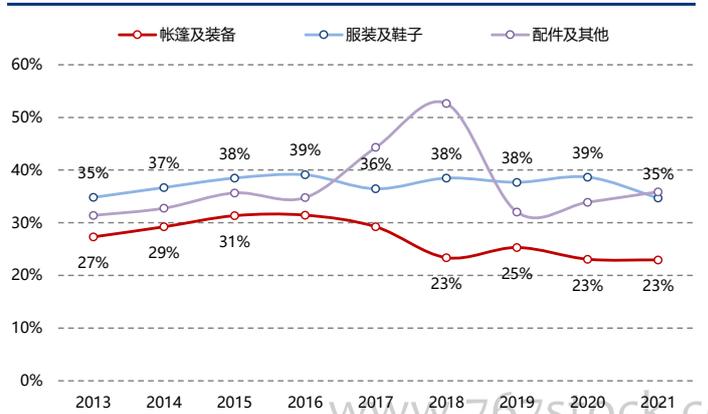
公司 2021 年实现营业收入 9.23 亿元，主营业务收入 9.22 亿元，同比增长 43.56%。综合毛利率 24.9%，较去年略下滑 0.6pct。实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 71%。围绕户外属性，主要销售帐篷及装备、鞋服、配件及其他。21 年生产 239 万件帐篷，销售 221 万件，贡献收入 7.7 亿元，同比增长 44%，毛利率 23%。服装及鞋子贡献 1 亿元收入，同比增长 14%，毛利率 35%。

图表 44 牧高笛主要销售品类



资料来源：公司公告，华创证券

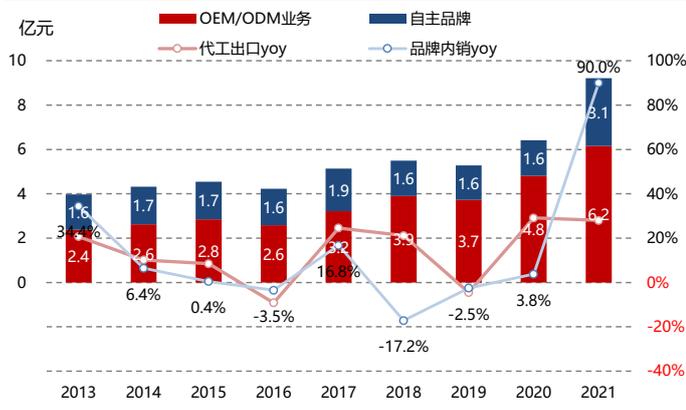
图表 45 牧高笛主要品类毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

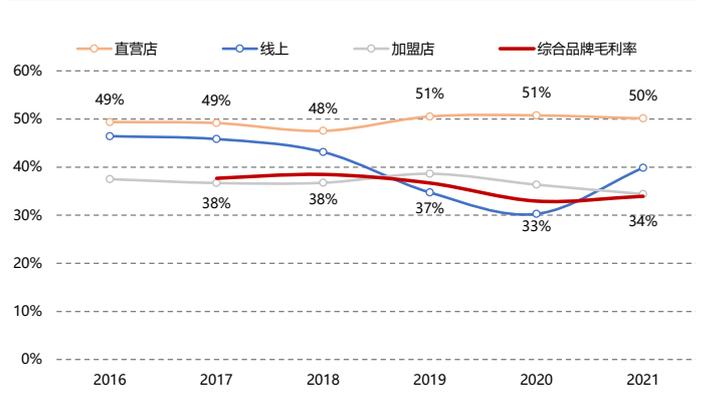
OEM/ODM 外销：占比近 7 成，毛利率略受影响，需求相对稳健。2021 年公司实现 OEM/ODM 代工帐篷出口营收 6.15 亿元，同比增长 28%，毛利率 20.4%，同比下滑 2.54pct（主要系原材料成本、运费成本提升导致）。主要出口至欧洲、大洋洲，分别占比外销 77%/6%。下游客户以迪卡侬等 B 端客户为主（迪卡侬拿货额占年销售额 34.3%，前 5 大客户采购额总占比约 52%）。

图表 46 牧高笛代工与品牌业务营收



资料来源：公司公告，华创证券

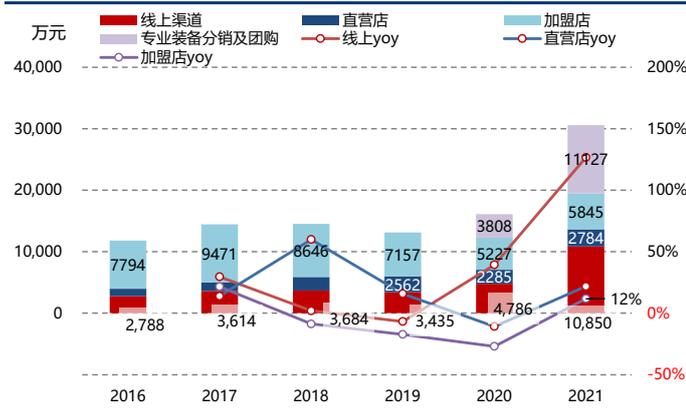
图表 47 牧高笛品牌各渠道毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

内销：品牌立于线下渠道，线上高增长高毛利。21 年公司实现线上销售 1.09 亿元（大牧品牌），同比增长 125.72%。占比品牌销售的 35.45%，毛利率 39.86%，较去年+9.58pct；实现线下（包含大牧团购渠道）销售 1.98 亿元，同比增长 74.52%，专业装备分销及团购渠道贡献 1.1 亿营收（yoy+192%）。公司也在 To B 渠道快速整合，2021 年通过旗下全资子公司认购大热荒野 10% 股权，并委派一名高级管理人员担任大热荒野董事。线下直营店（小牧品牌）年末共计 30 家，新开 10 家/关闭 4 家，贡献 2784 万元收入，同比增长 21.8%；线下加盟店（小牧品牌）仍在调整中，新开 19 家/关闭 70 家，年末共计 196 家门店，贡献营收 5845 万元，同比增长 11.8%。

图表 48 牧高笛各渠道营收以及增速



资料来源：公司公告，华创证券

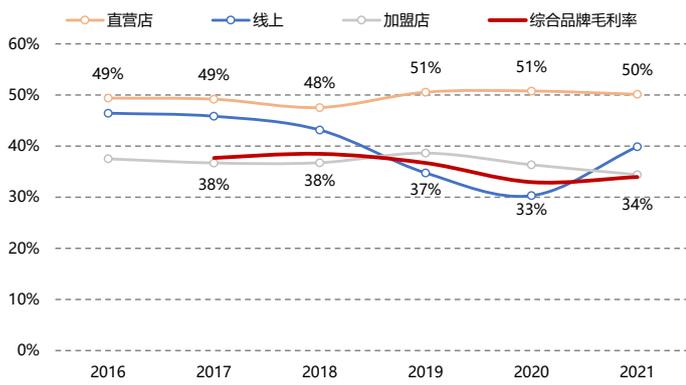
图表 49 牧高笛线下门店数量



资料来源：公司公告，华创证券

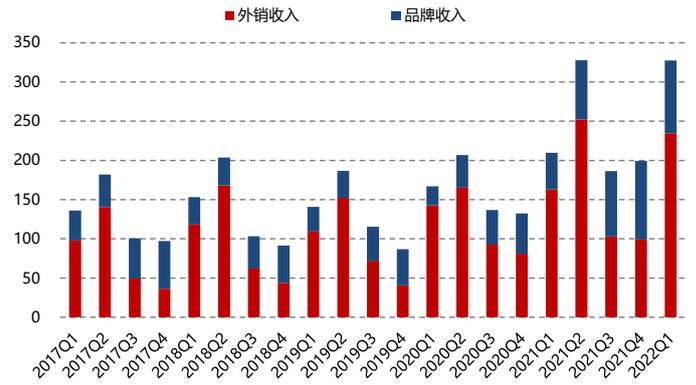
上半年为公司外销旺季，海外/国内户外品牌旺季在下半年。公司上半年确认外销收入约占全年营收 5 成（占全年外销收入 6-7 成，与其他户外产品外销公司相似），下半年是品牌销售旺季，下半年品牌收入约占全年品牌收入 6 成左右。尤其是目前线上与团购渠道快速增长，Q1 大牧品牌贡献 0.74 亿元收入，线上贡献 0.3 亿/团购渠道贡献 0.45 亿元，分别增长 119%/253%；Q1 小牧略受线下渠道影响贡献营收 0.19 亿元，同比下滑 10.6%。

图表 50 牧高笛自有品牌各渠道毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 51 牧高笛季度收入，上半年为旺季



资料来源：公司公告，华创证券

我们认为帐篷消费需求功能属性更明显，对比主要品牌帐篷、天幕、充气气垫的指标，差异度较低，主要在大小与高度、外帐面料（防晒防水材料）、抗风级别（5-6级）、支架材质（铝合金相对贵）有所差异；目前迎合市场有比较多“初露营者”，品牌相继推出“3秒打开式帐篷”定价仅200元左右。牧高笛帐篷定价适中，且新推出的揽胜系列，定价高，颜值高，更符合家庭精致露营需求。

图表 52 露营产品对比

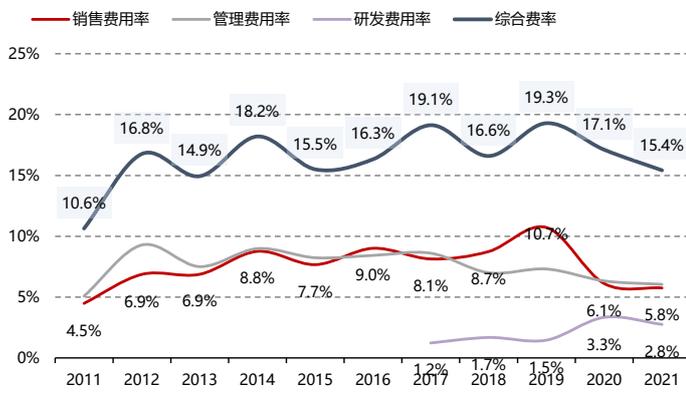
名称	品牌	价格	尺寸	重量	适用人数	结构	外帐面料	外帐防水/mm	支架材质
快开 2 人帐	迪卡侬	499	200*195*120	4.1kg	2-3 人	双层帐	二氧化钛涂层面料，聚酯纤维	2000~3000	玻璃钢
六角帐篷	原始人	198	240*210*135	3.6kg	5-8 人	一居室/单层帐	190T 防晒银胶布	2000mm	全自动纤维支架
四面帐篷（3 秒速开）	南极人	189	240*240*155	4.5kg	4-8 人	一居室/双层帐	外银胶+内加厚黑胶、210T 防水涂丝纺	2000mm	玻璃钢、液压式支架
双层全自动帐篷	骆驼	439	220*200*135	3.4kg	3-4 人	一居室/双层帐	210D 牛津布、PU 防水涂层	2000~3000mm	玻璃纤维
三人速开帐	探路者	379	210*210*130	3.56kg	2-3 人	单层帐	防泼水牛津面料	< 1000mm	玻璃钢
零动空间版 145	Mobi Garden 牧高笛	399	190*190*120	4.4kg	3-4 人	一居室/双层帐	190T 防水涂层涤纶单面挂银	< 1000mm	玻璃钢
Ango 自动三人帐	Naturehike 挪客	559	210*210*160	5.1kg	2-3 人	一居室/单层帐	210T 涤纶布、PU 防水层	1500~2000mm	铁质
隧道帐篷	snowpeak	6280	530*270*220	20.2kg	5-8 人	一室一厅/单层帐	150D 防撕尼龙、铁氟龙防水加工	1500-2000mm	铝合金
金字塔双层帐	DOD	4202	320*270*170	3.1kg	2-3 人	双层帐	150D 聚酯纤维	2000-5000mm	钢+铝合金

资料来源：淘宝，华创证券

公司 2021 年实现归母净利润 7861 万元，同比增长 71%，净利润率 8.5% 同比提升 1.3pct。Wind 显示公司历史估值中枢为 39X PE。根据公司 2022 年一季报，期间实现营收 3.3 亿

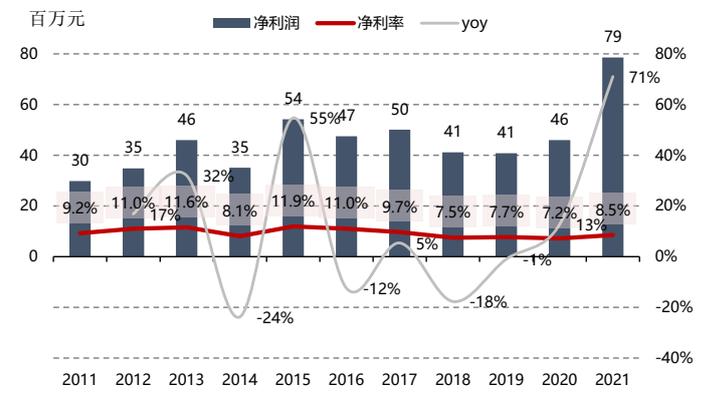
元，同比增长 56.09%，其中外销业务收入 2.34 亿元，同比增长 43.98%；品牌业务收入 9292 万元，同比增长 98.16%，一季度归母净利润实现 3677 万元，同比增长 71.28%。

图表 53 牧高笛费用率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 54 牧高笛净利润及净利率



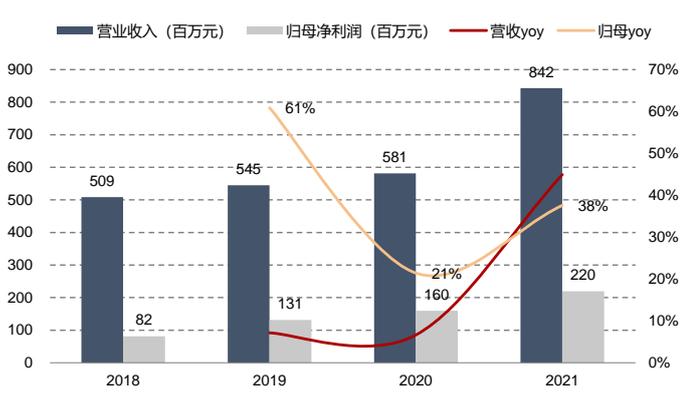
资料来源：公司公告，华创证券

（二）浙江自然：户外用品代工龙头，大客户资源稳定

公司成立于 1992 年，前身是天台县旅游品厂，2021 年 5 月成功上市，主营充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品的研发、设计、生产和销售。

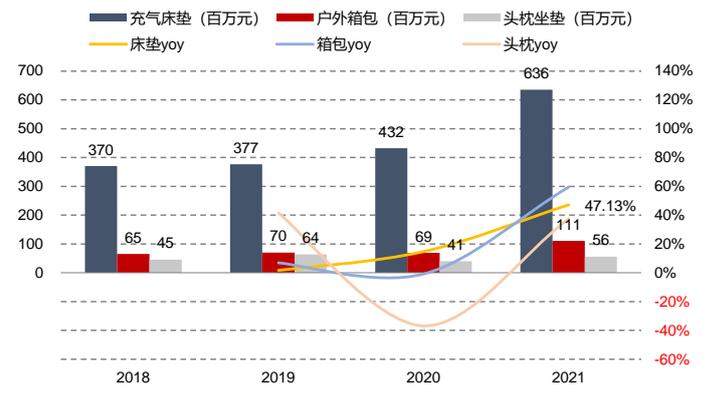
海外需求增长叠加产能释放，业绩高增。 受益于海外户外运动产品的需求增长以及公司产能的逐步释放，2021 年实现营收 8.4 亿元，同比增长 44.9%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 37.6%，增长亮眼。充气床垫为最大品类实现收入 6.4 亿元，同比增长 47.1%，贡献超 7 成；户外箱包 1.1 亿元，同比增长 59.6%，占比 13%；头枕坐垫 0.56 亿元，同比增长 37.4%，占比 7%。

图表 55 18-21 年浙江自然营收、归母及增速



资料来源：公司公告，华创证券

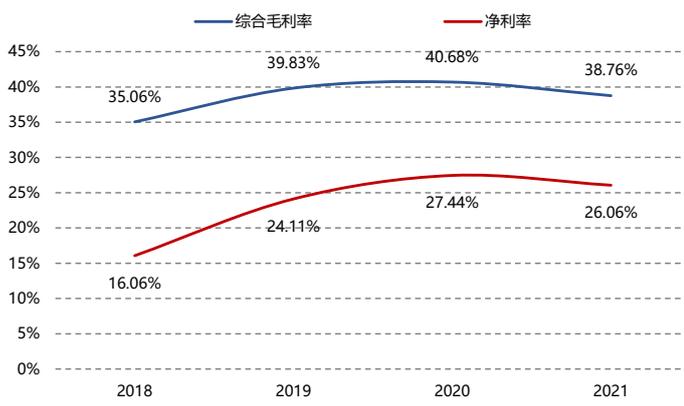
图表 56 18-21 年浙江自然主要产品收入



资料来源：公司公告，华创证券

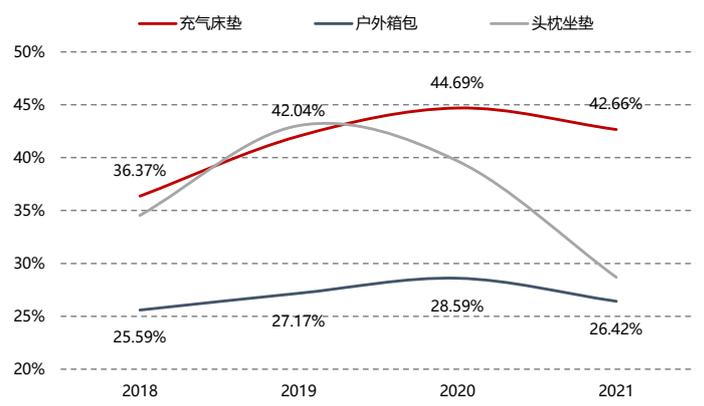
盈利能力维持较高水平。 18-21 年公司综合毛利率 35%-39%，维持较高水平，但受到上游大宗原材料涨价以及会计准则变化（履约成本相关的运输费用调整到营业成本）；净利率 26%，18-21 年增长 10pct，费用管控效果较好。作为公司优势品类，充气床垫毛利率最高，2021 年毛利率 42.7%。

图表 57 18-21 年浙江自然综合毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 58 18-21 年浙江自然主要产品毛利率

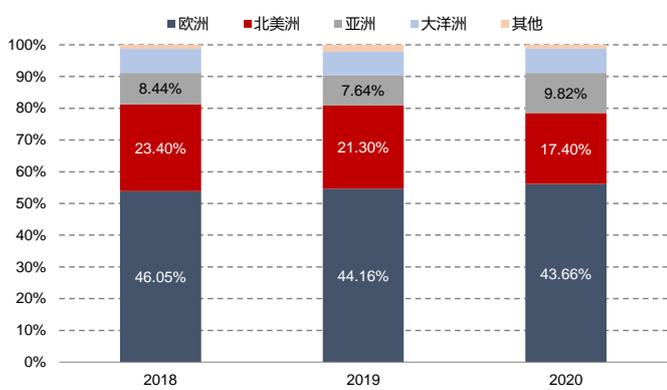


资料来源：公司公告，华创证券

主销欧美地区，占比超 6 成；迪卡侬占比 3 成。公司产品主要销往欧洲（占比 44%）、北美洲（占比 17%）、大洋洲（6%）等户外需求较高国家；前五大客户贡献近五成收入。其中迪卡侬占比 3 成，已合作超 12 年，21 年迪卡侬渠道实现销售额 2.4 亿元，同比增长 29%。

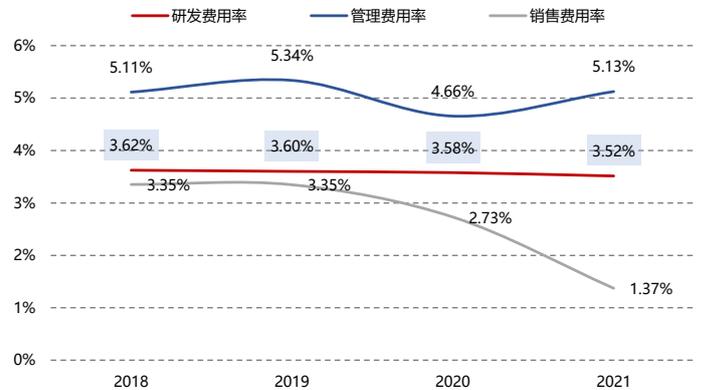
ODM 生产模式为主，研发能力强，持续推陈出新。公司 ODM 贡献七成营收，ODM 与 OEM 相结合的方式占比 25%。公司重视产品设计研发能力的持续提升，18-21 年研发费用率平均值 3.6%，积淀了 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术等关键生产工艺，并能根据对市场需求的把握，设计和开发新产品供客户进行选择。

图表 59 18-20 年浙江自然主要销售地区



资料来源：公司公告，华创证券

图表 60 18-21 年浙江自然研发费用率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 61 19-20 年浙江自然为客户开发的部分新产品

序号	客户名称	产品名称	推出时间	2020 年收入 (万元)	2019 年收入 (万元)
1	迪卡侬	足球门	2019 年 2 月	1,884.42	968.41
2	迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月	2,028.38	-
3	迪卡侬	30 升防水桶	2019 年 1 月	470.98	434.92
4	迪卡侬	PVC 冲浪板	2020 年 4 月	297.72	-
5	REI	包边床	2019 年 1 月	758.09	883.86

6	REI	水袋	2020年5月	101.48	-
7	Igloo Products Corp.	冰包	2020年6月	748.75	-
8	傲基科技	高档双人3D包边床	2020年7月	310.72	-
9	Corinto Co., Ltd	PVC 双人胶粘充气床	2020年7月	106.40	-

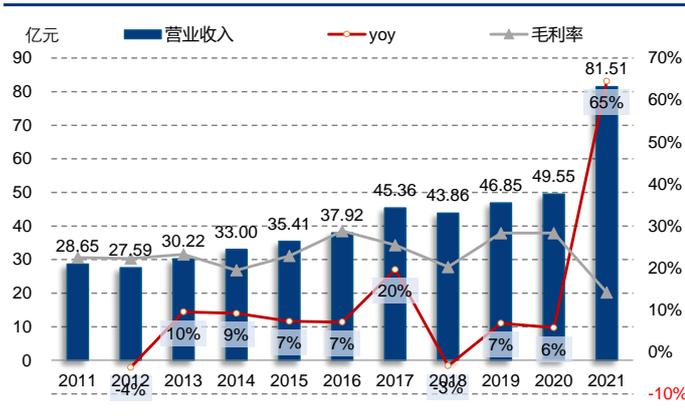
资料来源：公司公告，华创证券

公司 22 年 Q1 实现营收 3.3 亿元，同比增长 46.6%，募投项目带来的产能释放，实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 37.8%。

（三）浙江永强：户外休闲家具制造龙头，海外跨境品牌高增长

浙江永强创建于 1992 年，主要产品包括休闲家具、遮阳伞、帐篷、火炉等，外销占比近 8 成。公司在 2014 年设立检测中心，2015 年成为业内首家通过 CNAS 认证的企业实验室，目前在美国、德国都成立了研发设计团队，在以临海为中心，宁波、河南、山东为副中心区域布局制造基地。公司 2021 年实现营收 81.5 亿元，同比增长 65%，毛利率 14%（19-20 年毛利率约 28%，下滑 14.2pct 主要系会计准则调整、原材料成本提升）。21 年实现归母净利润 1.25 亿元，同比下滑 76%（主要系交易性金融资产投资收益及公允价值变动收益下滑）。

图表 62 浙江永强营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

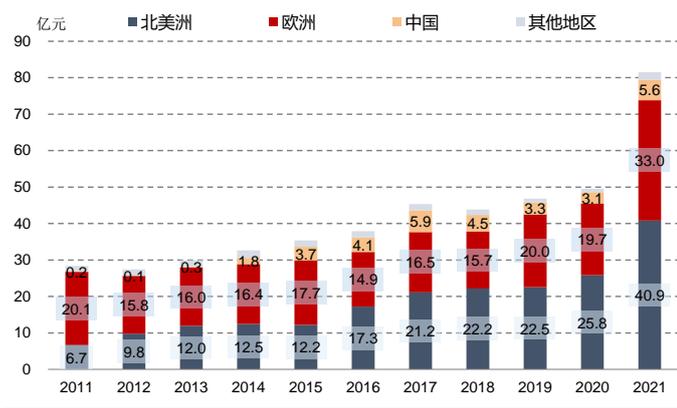
图表 63 浙江永强归母净利润



资料来源：公司公告，华创证券

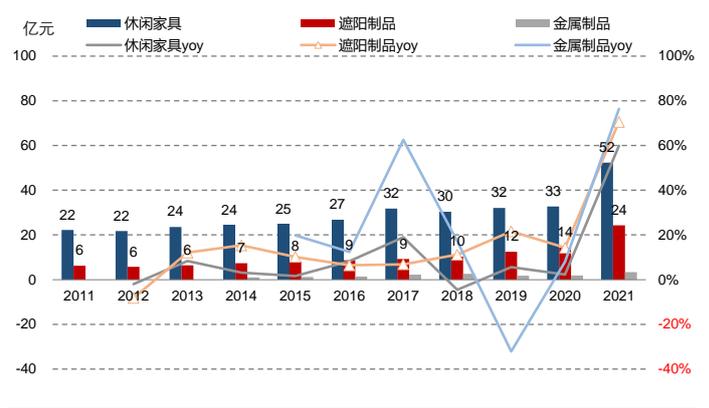
ODM 制造与品牌发展“双循环”。作为国内早期的户外休闲家具制造商之一，浙江永强产品主要出口欧美地区，与家得宝、劳氏、塔吉特、山姆等大型商超及户外专卖店建立了长期的合作关系。公司 2013 年成立美国电商品牌 SUNVILLA，建立海外仓并整合全球供应链，大力发展跨境电商业务。国内渠道：2011 年浙江永强全资收购 MWH，2014 年冠名“曼好家”正式进行国内渠道建设和生产销售。2014 年 4 月浙江永强收购临海永金管业有限公司，切入户外烧烤用具赛道，开始为消费者提供烤炉等金属制品，扩充应用消费场景。金属制品营业收入呈上涨趋势，2021 年销售量为 9.26 万吨，且由于公司销售订单大幅增加导致库存量较去年增长 36.36%。

图表 64 浙江永强分地区营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 65 浙江永强主要品类营收贡献



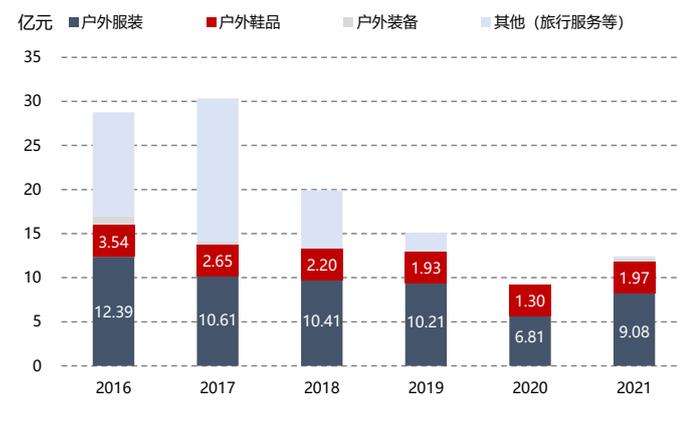
资料来源：公司公告，华创证券

后疫情时代利好户外休闲产业，产品订单大幅增长。受益于防疫常态化，美国及欧洲多国逐渐放宽疫情的出游防控限制，2021年浙江永强户外休闲家具及用品销量达3738万件，同比增长57%；休闲家具贡献营收52.4亿元，同比增长60%；遮阳家具营业收入达24.3亿元，同比增长70%。公司22Q1实现营收31.5亿元，yoy+15%；实现归母净利润1.4亿元，同比下滑41.6%。

（四）探路者：布局多品牌矩阵，跨界收购打造第二增长曲线

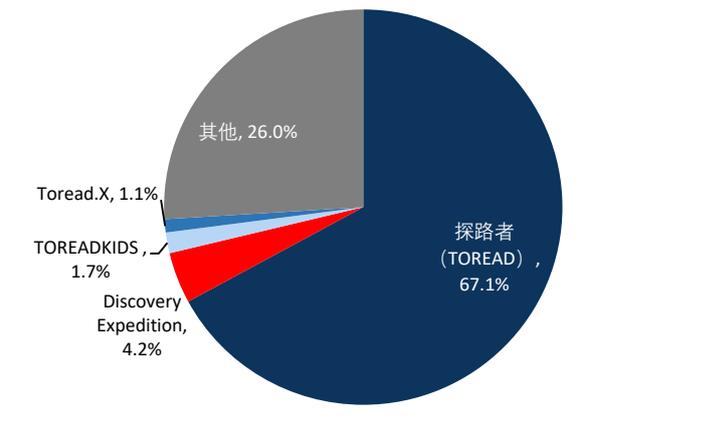
帐篷起家覆盖户外鞋服，构建差异化品牌矩阵。公司成立于1999年，以帐篷产品起家，现业务涵盖户外服装（占比73%）、户外鞋品（占比16%）、户外装备（占比9%）等领域。品牌矩阵差异化定位，旗下拥有探路者TOREAD（贡献7成）、Discovery Expedition、TOREADKIDS、Toread.X四大品牌。21年实现营收12.4亿元，同比增长36%，综合毛利率40%，销售费用率25%，实现归母净利润0.54亿元，业务结构调整导致近年来利润波动较大。

图表 66 探路者 21 年营收结构（按产品）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 67 探路者 21 年营收结构（按品牌）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 68 探路者主要品牌矩阵

品牌	主要产品	目标客群	价格带（元）	销售渠道	特点
探路者 TOREAD 自有品牌	户外鞋服装备	各线城市 20-45 岁喜爱户外运动的人群	300-2000(羽绒服 9k)	线下：覆盖全国主要大中城市 线上：天猫、京东等	以专业、科技、时尚为产品理念
TOREADKIDS 自有品牌	户外儿童鞋服配件	一二线城市中产父母 5-12 岁儿童	200-1000	线下：主要位于京津区域、辽宁、河南、山西、内蒙、广东省等 线上：天猫、京东等	强化舒适性、功能性、防护性、耐穿性等
TOREAD.X 自有品牌	潮流时装与户外服装相结合的全都市机能运动风格的服饰	一二线城市 18-35 岁的都市时尚人群	500-4000	以北京、川渝的主流中高端购物中心为主	将户外服饰的专业性、科技性与潮流时装相结合
Discovery Expedition 被授权品牌	户外运动休闲鞋服配饰等	一二线城市，以 25-35 岁年轻人为核心	500-3000	线下：店铺主要位于华北、华中、华东等区域 线上：天猫、京东等	机能户外与潮流艺术完美结合

资料来源：公司公告，华创证券

公司 2012 年正式开启多品牌运作的战略布局，形成了自有品牌“探路者”+合资授权户外休闲品牌“Discovery Expedition”+电子商务户外品牌“ACANU”的品牌矩阵；2013 年起公司拟转型成为户外旅行综合服务平台，通过并购重组从单一户外产品提供商向户外旅行综合服务提供商的转变，旅行服务板块一度是公司最大的收入来源。17 年起公司主动对与户外用品主业不相关的业务进行剥离和退出，至 2020 年旅行服务仅占比营收 1% 不到，逐步回归传统主业。2021 年公司实现营收 12.4 亿元，同比增长 36.2%，其中户外服装收入 9.1 亿元，yoy+33%，户外鞋品 2 亿元，yoy+52%，户外装备 1.2 亿元，yoy+36%；实现归母净利润 0.54 亿元，扭亏为盈。9 月公告称拟以自有资金 2.6 亿元收购北京芯能 60% 的股权，进军 LED 芯片行业，积极打造第二增长曲线。

图表 69 12-21 年探路者营收变化



资料来源：公司公告，华创证券

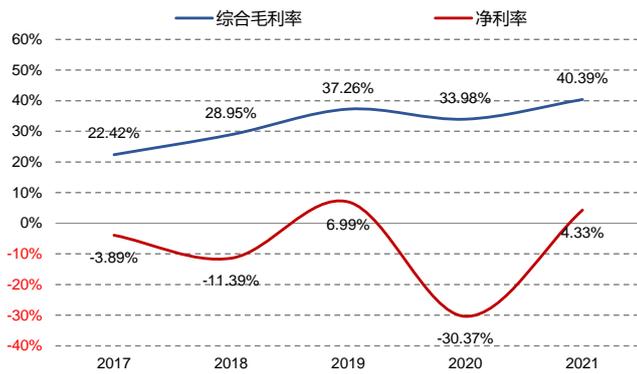
图表 70 12-21 年探路者归母净利润变化



资料来源：公司公告，华创证券

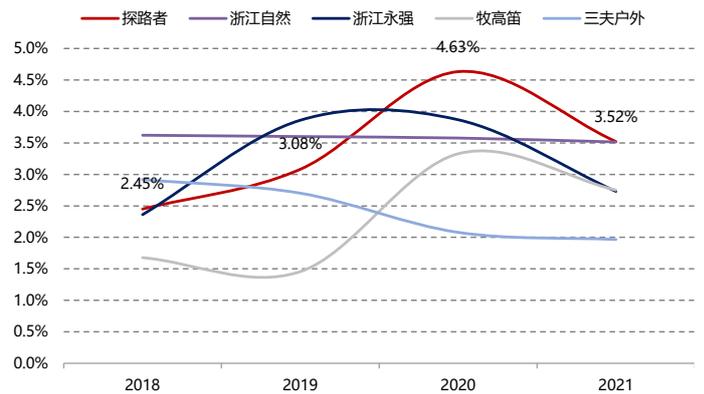
自主研发+外包生产，促进产品竞争力提高。公司采用外包模式进行产品生产，轻资产运作下综合毛利率稳步提升，2021 年为 40.4%，较 20 年增长 6pct。此外，公司注重研发投入，强化在版型结构、材料科技、加工工艺等方面的核心能力，先后为中国南（北）极考察队、珠峰高程测量队、神州十三号载人航天任务等项目提供服装支持。21 年公司拥有 129 位研发人员，研发费用率 3.5%，较行业内其他公司投入比例较大。

图表 71 12-21 年探路者毛利率和净利率表现



资料来源：公司公告，华创证券

图表 72 可比公司研发费用率情况



资料来源：公司公告，华创证券

（五）三夫户外：300+品牌代理商，收购 X-BIONIC 补充自有高端品牌线

户外品牌专业代理商。公司成立于 1997 年，代理、经销国内外 300 多个中高端专业户外运动品牌的零售商，品牌涵盖 TheNorthFace 北面、Columbia 等。2021 年公司实现营收 5.56 亿元，同比增长 18.8%；综合毛利率 50.3%，增长 6.9pct，实现归母净利润-0.26 亿元，亏损收窄。21 年公司自有品牌收入 1.21 亿元，占比主营收入 25%，其中新收购瑞士黑科技高端运动品牌 X-BIONIC（中国区所有权）实现收入 0.93 亿元，yoy+130.09%。

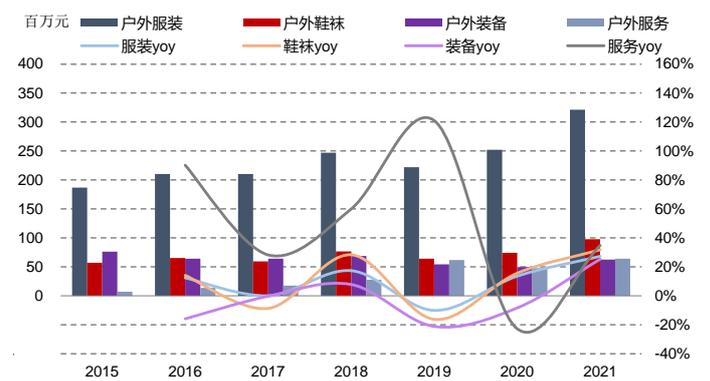
分产品看，户外服装收入 3.2 亿元，同比增长 27.3%，贡献收入近六成，毛利率 56.2%（+9.6pct）；户外鞋袜 0.98 亿元，增长 31.9%，占比 17%，毛利率 50.6%（+8.1pct）；户外装备 0.62 亿元，增长 25.3%，贡献约一成收入，毛利率 38.0%（-4.6pct）；户外服务 0.64 亿元，增长 34.9%，毛利率 36.4%（+6.2pct）。

图表 73 15-21 年三夫户外营收、归母净利表现



资料来源：公司公告，华创证券

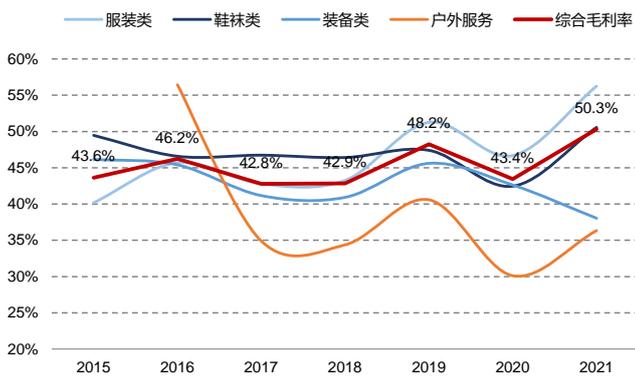
图表 74 15-21 年主要产品营收及增速



资料来源：公司公告，华创证券

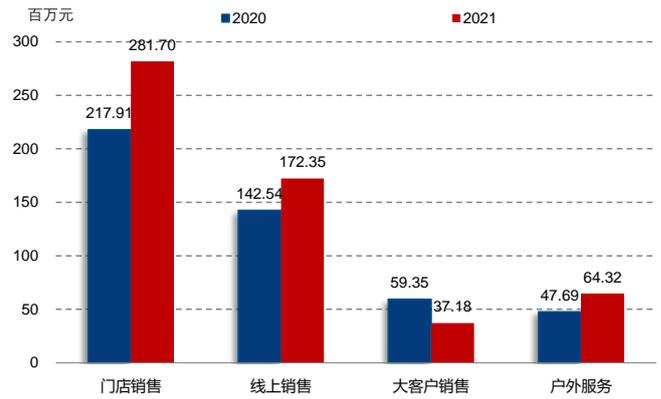
公司以门店销售为主体，截至 2021 年底在全国 18 座城市（北京、上海、南京、杭州、成都、深圳等）拥有 48 家连锁门店，贡献 5 成营收，2.8 亿元，同比增长 29%；线上销售收入 1.7 亿元，贡献 3 成营收，同比增长 21%。22Q1 实现营收 1.3 亿元，同比增长 1.93%，实现归母净利润 239.7 万元，同比增长 8.9%。

图表 75 15-21 年三夫户外主要产品毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 76 15-21 年各渠道营收分布



资料来源：公司公告，华创证券

四、风险提示

疫情缓解后露营需求留存率低，露营地缺乏标准，海外露营需求下滑等。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

高级分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

研究员：姚婧

南京财经大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：尚静雅

意大利博科尼大学管理学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴晓婵

上海财经大学会计学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522