



# 浙江自然 (605080.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 八问八答详解浙江自然本轮增长驱动

### 报告亮点

本报告通过分析市场关注的八个问题剖析本轮公司增长驱动，市场普遍认为本轮周期主要依靠补库驱动，力度有限且持续性存疑。我们认为目前公司处于新一轮上行周期的开始，美元逐步宽松或推动海外需求恢复超预期，叠加公司依托面料优势拓展多品类获得良好成效，在公司产能快速扩张的背景下未来成长性值得期待。

### 公司亮点

公司是户外气床、保温箱行业的领先代工生产商。核心竞争力主要为 1) **TPU 面料技术优势**。公司深耕户外用品生产，形成了从 TPU 粒子到产成品的产业垂直一体化的生产能力，其中 TPU 材料的加工及复合技术是核心壁垒。随着公司掌握 TPU 膜自主生产工艺，毛利率从 2016 年 33.8% 提升至 2020 年 44.7%，显著领跑其他代工企业。2) **海外产能享有关税优势**。公司在越南拥有充气床垫和水上用品产能，在柬埔寨亦布局了较大规模的箱包产能，公司扩展东南亚产能有助于提升市占率并享有关税优势。

### 投资逻辑：

**短期需求支撑强：**当前公司位于第四轮周期的上行阶段，迪卡侬等海外大客户库存逐步回到健康水平，叠加美联储降息开启后海外需求逐步恢复，2024 年 10/11 月中国充气褥垫出口金额同比增长 12%/42%，短期维度看好公司订单弹性。

**长期多品类空间大：**公司依托 TPU 面料技术优势持续扩展箱包、坐垫、SUP 等产品，新品类行业空间大且公司市占率处于快速提升的过程中，箱包/其他产品营收 6 年 CAGR 分别为 19%/38%。

**产能持续扩张：**从前期募投产能来看，户外用品自动化生产基地改造项目已于 24 年 12 月投产，户外用品智能化生产基地建设项目（二期中德厂区）仍在建设过程当中，若完全投产，预计分别增加气床/保温箱/背包产能 44%/111%/200%，以及新增 SUP 等产能，看好公司在扩产的带动下实现快速增长。

### 盈利预测、估值和评级

当前股本下，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.31/1.95/2.68 元，我们选取代工领域开润股份、通达创智、扬州金泉做为可比公司。当前市值对应公司 2025 年 PE 为 15 倍，考虑到公司技术优势带来的低成本与较高的盈利能力，且 25/26 年营收和业绩复合增速或达 40% 以上，我们认为当前估值有所低估，并给予公司 2025 年 20 倍估值，目标价 39.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

海外需求波动、汇率波动风险、产能爬坡不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

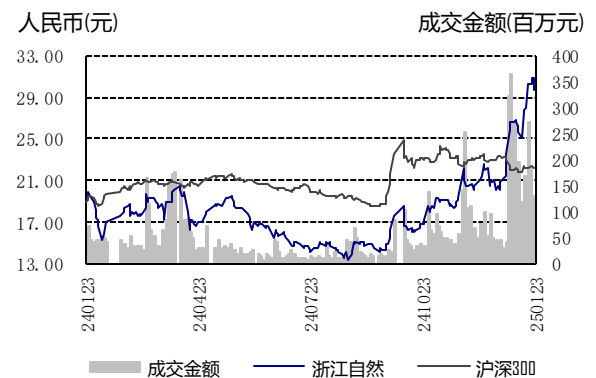
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：29.76 元

目标价 (人民币)：39.00 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	823	989	1,390	2,003
营业收入增长率	12.27%	-12.95%	20.11%	40.61%	44.07%
归母净利润(百万元)	213	131	185	275	379
归母净利润增长率	-2.98%	-38.64%	41.58%	48.86%	37.53%
摊薄每股收益(元)	2.106	0.923	1.307	1.945	2.675
每股经营性现金流净额	2.25	1.69	0.67	1.45	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.92%	7.00%	9.22%	12.68%	15.79%
P/E	22.41	22.93	22.77	15.30	11.12
P/B	2.67	1.60	2.10	1.94	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

问题一、公司基本情况介绍与近年变化？	4
问题二、箱包/水上用品所在的行业空间有多大？	5
问题三、户外产业链价值分配情况如何？代工 vs 品牌哪个更优？	6
问题四、公司在气床、保温箱行业中的地位怎么样，竞品有哪些？	7
问题五、从历史周期来看，当前时点户外代工行业位于什么位置？	8
问题六、公司当下的核心优势是什么？	10
问题七、公司营收增长的量价拆分？	12
问题八、公司未来扩产规划？	13
盈利预测与投资建议	13
投资建议及估值	14
风险提示	15

## 图表目录

图表 1： 公司营业收入、归母净利润及其增长（亿元）	4
图表 2： 各类产品收入及占比（亿元）	4
图表 3： 本次股权激励目标高远，彰显发展信心	4
图表 4： 限售解除规则	5
图表 5： 本次费用摊销情况（万元）	5
图表 6： 全球户外用品市场规模	5
图表 7： 全球户外保温箱市场规模(亿美元)	6
图表 8： 全球 SUP 市场规模(亿元)	6
图表 9： 户外用品产业链布局	6
图表 10： 我国体育服饰 CR5(%)	7
图表 11： 我国户外家居 CR5(%)	7
图表 12： 充气床垫主要竞争对手	7
图表 13： 国内保温箱生产商对比	8
图表 14： 2001 年到 2014 年我国服装出口快速发展	8
图表 15： 2016 年开始公司充气床垫产能快速增长(万件)	9
图表 16： 第三轮周期依靠海外需求驱动	9
图表 17： 2021Q1 开始海外需求高增长	9
图表 18： 大客户补库驱动第四轮周期	10
图表 19： 近期我国出口充气床垫增速逐步走高	10



图表 20: 公司 TPU 产品占比提升带动单价增长(元)	11
图表 21: 生产工艺优化驱动毛利率显著提升	11
图表 22: 对比其他代工公司, 公司毛利率处于较高水平	11
图表 23: 公司各类产品产能(含在建)	12
图表 24: 公司主要客户	12
图表 25: 公司产品单价(单位: 元)	12
图表 26: 公司各类产品产能(含在建)	13
图表 27: 公司收入拆分表(亿元)	13
图表 28: 公司各产品产量(万件)	14
图表 29: 公司财务数据预测表(亿元)	14
图表 30: 可比公司估值比较(市盈率法)	14



## 问题一、公司基本情况介绍与近年变化？

公司是户外运动设备代工龙头。公司专注于户外运动装备的研发、设计、制造及销售，主要产品为充气床垫、户外箱包、头枕坐垫和水上用品等，掌握包括 TPU 薄膜及面料复合技术在内的多项工艺技术，收入体量在 2022 年达到 9.46 亿元。从最新情况看，2024 前三季度公司营业收入为 7.91 亿元，同比增长 17.74%，归母净利润为 1.63 亿元，同比增长 21.81%。

图表1：公司营业收入、归母净利润及其增长（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
营业收入	5.45	5.81	8.42	9.46	8.23	7.91
yoy	7.16%	6.68%	44.91%	12.27%	-12.95%	17.74%
归母净利润	1.31	1.60	2.20	2.13	1.31	1.63
yoy	60.86%	21.44%	37.59%	-2.98%	-38.64%	21.81%

来源：公司公告，国金证券研究所

近两年公司充气床垫外产品占比提升。充气床垫是公司主要产品品类，在 23 年前营收占比总体保持在 70% 以上，2023 年随着海外大客户去库存充气床垫收入增长有所承压。于此同时，公司户外箱包、SUP（浆板）等其他产品持续发力，凭借越南、柬埔寨等基地新增产能，快速占领市场。2023 年户外箱包营收为 1.56 亿元，同比增长 22.53%，销售占比提升至约 19%，开启第二成长曲线，2023 年子公司越南大自然 SUP 等水上用品开始批量出货，多元业务共驱营收增长。

图表2：各类产品收入及占比（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
充气床垫	3.70	3.77	4.32	6.36	6.88	5.15
Yoy	18.16%	1.71%	14.71%	47.13%	8.25%	-25.19%
占比	72.82%	69.11%	74.32%	75.45%	72.75%	62.52%
户外箱包	0.65	0.70	0.69	1.11	1.27	1.56
Yoy	19.01%	6.97%	-0.77%	59.57%	15.17%	22.53%
占比	12.84%	12.82%	11.92%	13.13%	13.47%	18.96%
头枕坐垫	0.45	0.64	0.41	0.56	0.75	0.60
Yoy	7.85%	41.45%	-36.80%	37.42%	33.82%	-19.29%
占比	8.92%	11.77%	6.97%	6.61%	7.88%	7.31%
其他	0.28	0.34	0.38	0.40	0.55	0.90
Yoy	107.02%	24.07%	12.22%	4.66%	36.94%	64.35%
占比	5.42%	6.27%	6.60%	4.77%	5.81%	10.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

发布股权激励计划，目标远超市市场预期，彰显强大发展信心。公司 12 月 30 日发布股权激励计划草案，拟向 61 位公司中层管理人员授予的限制性股票数量为 128.5 万股，约占总股本的 0.91%，授予价格为 10.62 元。考核目标为 25/26 年营收不低于 13.89/20 亿元，即同比增长 41%/44%，归母净利润不低于 2.75/3.74 亿元，同比增长 51%/36%（24 年采用 wind 一致预期，营收 9.82 亿元，归母净利润 1.81 亿元），彰显强大发展信心。预计未来三年每年摊销费用不超过 900 万元。

图表3：本次股权激励目标高远，彰显发展信心

考核指标	指标权重	第一个解除限售期	第二个解除限售期
净利润	40%	2025 年度不低于 2.747 亿元	2026 年度不低于 3.74 亿元



考核指标	指标权重	第一个解除限售期	第二个解除限售期
营业收入	60%	2025 年度不低于 13.89 亿元	2026 年度不低于 20.00 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：限售解除规则

考核年度	绩效系数 (X)	解除限售比例 (M)
2025 年度	A 与 B 均小于 (不含) 90%	0
	A 与 B 任一项大于或等于 90%，且 $X < 100%$	X
	$X \geq 100%$	100%
2026 年度	A 与 B 均小于 (不含) 85%	0
	A 与 B 任一项大于或等于 85%，且 $X < 100%$	X
	$X \geq 100%$	100%

公司考核年度净利润目标的实际完成率为 (A)，营业收入目标的实际完成率为 (B)，单个指标的完成率封顶值为 100%。各年度公司层面绩效系数 (X)，计算公式为  $X = A \times 40\% + B \times 60\%$ ；净利润目标的实际完成率 (A) 为考核年度实际达到的净利润占考核当年所设净利润目标值的比例，营业收入目标的实际完成率 (B) 为考核年度实际达到的营业收入占考核当年所设营业收入目标值的比例。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：本次费用摊销情况 (万元)

需要摊销的总费用	2025	2026	2027
1312	820	437	55

来源：公司公告，国金证券研究所

## 问题二、箱包/水上用品所在的行业空间有多大？

整体来看，全球户外用品是万亿级市场。广义上来看，户外用品包括鞋服类、装备类、器材类等，涵盖徒步、垂钓、骑行、露营、滑雪、水上运动等多个垂类赛道。2022 年全球户外用品行业规模为 2002 亿美元，同比增长 10.49%，从地区来看，欧美地区户外运动普及率达 53%，规模占全市场的 50%，人均户外用品消费额为 92 美元，中国户外市场规模大概占比 13.5%，人均户外用品消费额为 19 美元。我们分析户外行业发展的驱动主要来自于人均可支配收入的提升，以及健康意识增强和阶段社交潮流驱动下各垂类赛道普及率提升。

图表6：全球户外用品市场规模

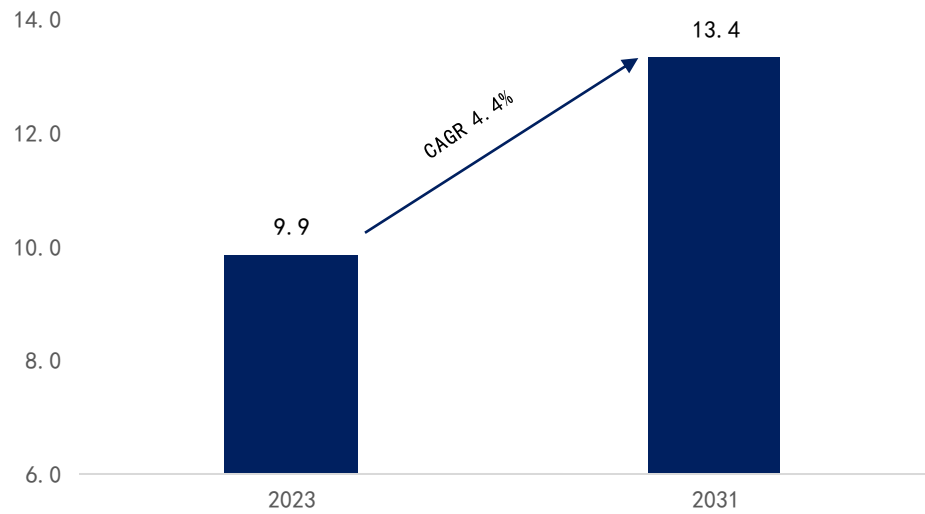
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球户外用品市场规模(亿美元)	1600	1812	2002	2156	2264	2363
yoy	-	13.25%	10.49%	7.69%	5.01%	4.37%
中国户外用品市场规模(亿元)	1693	1831	1971	2116	2245	2400
yoy	6.41%	8.15%	7.65%	7.36%	6.10%	6.90%

来源：《2023 年全球户外用品行业白皮书》，国金证券研究所

聚焦到箱包、SUP 等品类，2023 年全球露营保温箱行业市场规模为 9.9 亿美元，预计到 2030 年达到 13.4 亿美元，期间 CAGR 为 4.4%，保温箱主要用于户外露营，垂钓等，作为长时间保持食物和饮料温度的装备，随着露营、垂钓等户外运动整体渗透率的提升有望保持稳健增长。此外随着国内和全球水上运动热度提升，SUP 需求快速增长，2023 年全球 SUP 市场规模为 44 亿元，预计到 2030 年达到 65 亿元，期间 CAGR 达 9.7%，公司 SUP 产品有望充分受益于行业需求增长。

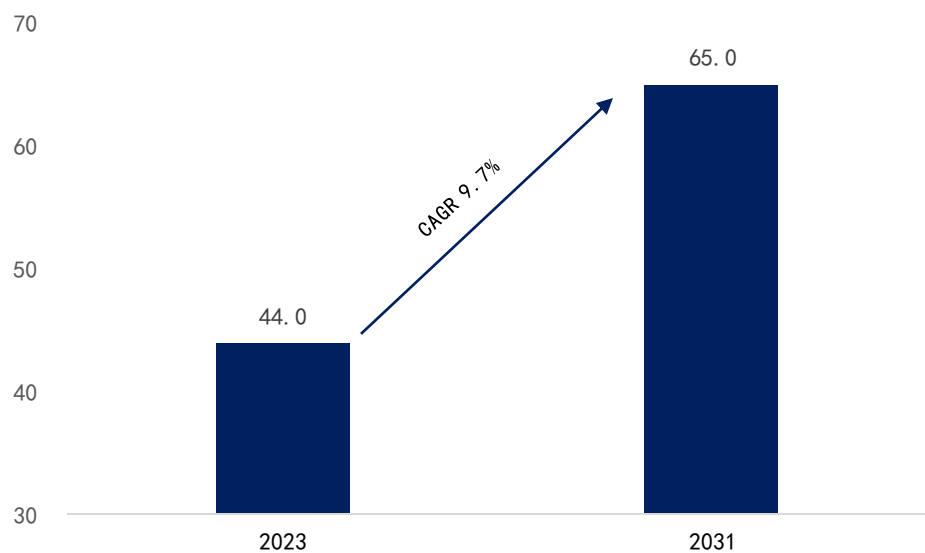


图表7: 全球户外保温箱市场规模(亿美元)



来源: Global Info Research, 国金证券研究所

图表8: 全球 SUP 市场规模(亿元)



来源: 央视财经, 国金证券研究所

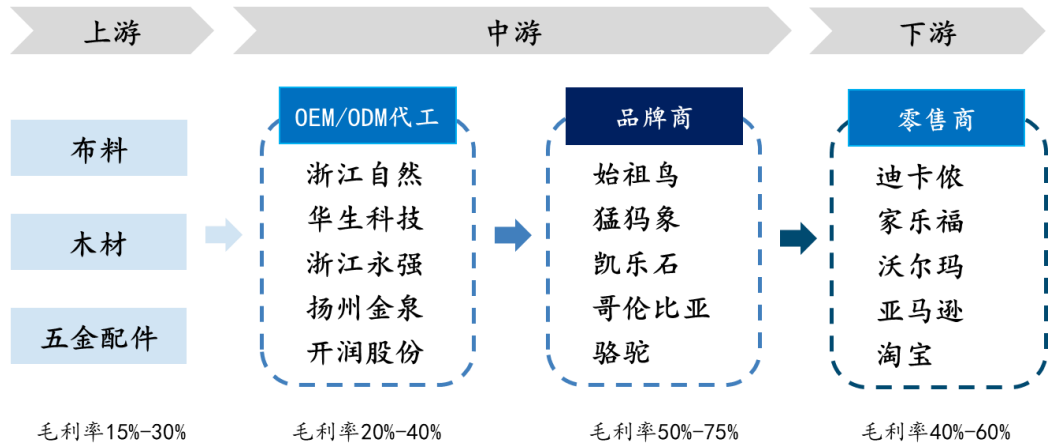
### 问题三、户外产业链价值分配情况如何? 代工 vs 品牌哪个更优?

从户外整个产业链来看主要分为四个环节: 上游原料生产、中游代工和品牌商环节以及下游零售商环节。上游包括面料、木材、金属材料等生产, 整体偏向红海竞争, 毛利率水平相对较低, 部分面料生产企业如戈尔公司凭借 Gore-Tex 拥有更高的盈利空间。代工企业主要采用 ODM/OEM 的模式, 整体毛利率略高于上游原材料, 综合来看, 原材料与产品代工环节的主要竞争力来源于产品技术带来的成本或价格优势。

品牌商是产业链中价值量相对最高的环节, 毛利率根据品牌力带来的加价倍率以及运营能力在 50%-75%之间, 核心竞争力主要来自于品牌认知的建立以及对运营的把握。而下游零售商包括专门户外零售商如迪卡侬等和综合性零售商如家乐福等, 毛利率略低于品牌。品牌与零售环节和代工企业整体构成稳定的合作关系。

图表9: 户外用品产业链布局

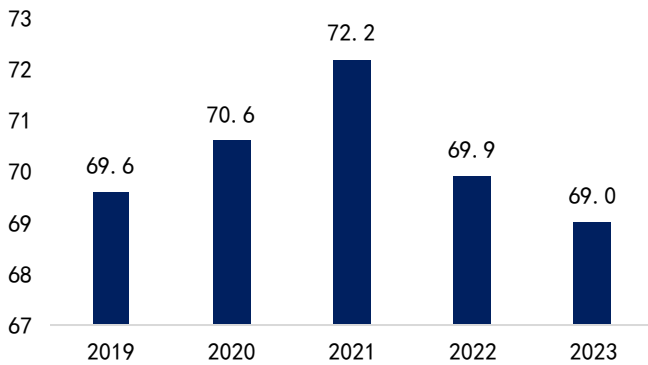




来源：公司公告，国金证券研究所

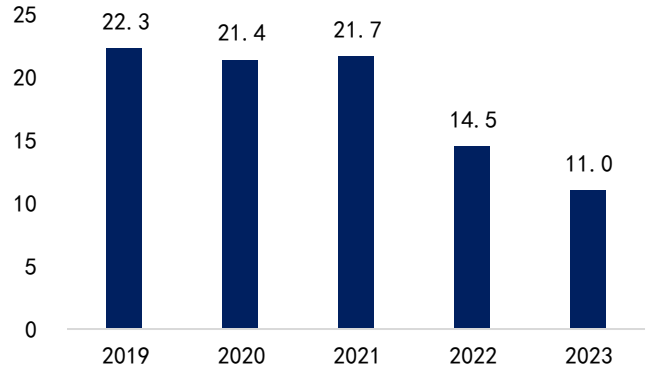
鞋服代工竞争较为激烈，功能类产品产业链价值分布更平均。针对不同垂类赛道，产业链价值分配呈现不同情况，鞋服类产品除了功能外更多的是社交属性，因此消费者追求品牌带来的社会价值的心态更容易催生行业的大公司，如耐克、始祖鸟等，因此品牌端集中度更高。而其他户外用品如充气床垫、保温箱、帐篷等产品更适用家庭生活场景，社会属性相对弱，消费者对产品质量要求更高，因此品牌端更为分散，产业链价值分布更平均。

图表10：我国体育服饰 CR5 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表11：我国户外家居 CR5 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

#### 问题四、公司在气床、保温箱行业中的地位怎么样，竞品有哪些？

公司充气床垫产品主要竞争对手包括 Therm-a-Rest、TRANGOWORD、台湾 FENGYI 等。公司无论是从历史技术积淀还是业务规模上都处于相对领先的地位，叠加充气床垫行业规模相对稳定，我们预计充气床垫稳定格局仍将延续。

图表12：充气床垫主要竞争对手

公司名称	主营业务	气床规模	所属地区
浙江自然	户外气床、保温箱代工等	5亿元以上	中国
Therm-a-Rest	主要生产便携的睡垫、枕头和座垫等	-	美国
TRANGOWORD	主要产品包括冲锋衣、鞋、裤子、手套、背包、充气床垫等产品	-	西班牙
台湾 FENGYI	主要从事自动充气床垫、空气床垫、床垫特制气嘴、防水袋和其他轻型户外用品的设计和生	约 1.3 亿元	中国台湾

来源：招股说明书，各公司官网，国金证券研究所



公司在保温箱品类主要竞争对手包括宁波华盛、浙江嘉特、K2 coolers、Bison Coolers、IRIS 和 Roloo 等。消费者针对保温箱主要关注点是轻便、耐磨性和保温性，而 TPU 材质相对 PVC 等材料更轻便和耐磨，在户外保温箱大行业小公司的格局下，公司保温箱依托自身面料优势仍有较大增长空间。

图表13: 国内保温箱生产商对比

公司名称	相关业务	2023 年营收	2023 毛利率
浙江自然	户外保温箱	1.56 亿元	33.84%
宁波华盛	户外保温箱、保温桶等	-	-
嘉特股份	保温及非保温容器	0.98 亿元	26.21%

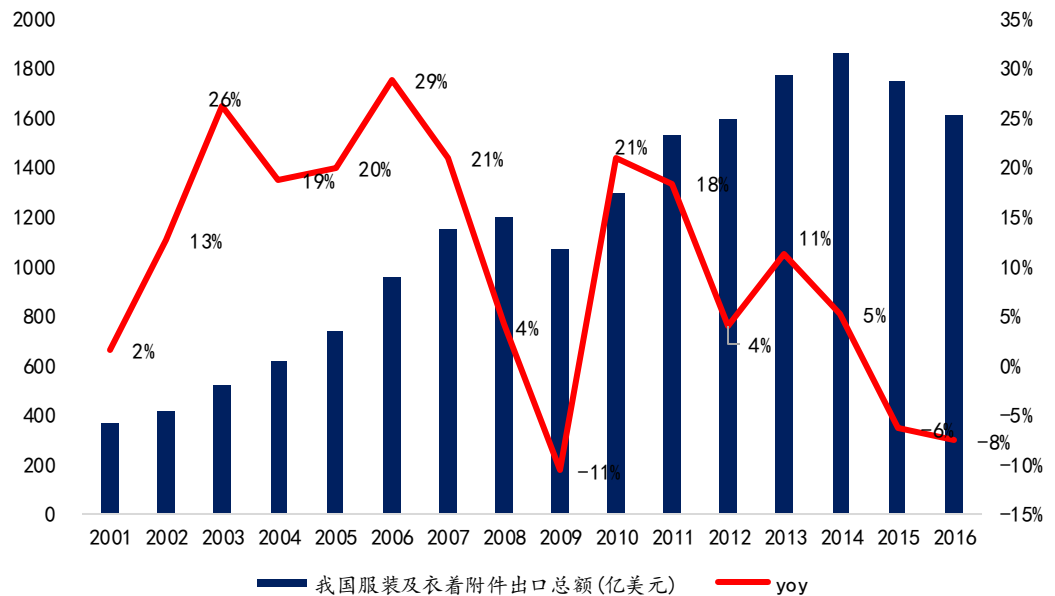
来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

### 问题五、从历史周期来看，当前时点户外代工行业位于什么位置？

拆解户外代工行业 30 多年的发展历史，整体可以分为 4 个周期，当前时点位于第四轮周期的上行阶段，这四轮周期的特点、驱动因素有所不同：

**第一个周期（2001-2016）：合作海外大客户，需求驱动行业增长。**随着我国 2001 年加入 WTO，更多国外工厂引入中国制造，比如浙江正特在 2003/2006 年与家乐福/好市多建立合作，公司在 2006/2010 年与历德超市/迪卡侬合作，通创智达在 2009/2014 年与迪卡侬/宜家合作等，各代工企业绑定海外大客户带来的海外订单陡增带动服装出口快速发展，2001 年到 2014 年，我国服装及衣着附件复合增速达 13.3%。随着国际大宗商品价格下跌以及逆全球化导致国际需求低迷，2015/2016 年我国服装出口有所回落。

图表14: 2001 年到 2014 年我国服装出口快速发展



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

**第二轮（2017-2020）：产能扩张，供给驱动行业增长。**从 2016 年开始，随着户外运动需求快速增长，加上国内企业产能进入瓶颈，国内企业陆续进行产能扩建。如公司充气床垫产能从 2016 年 250 万件提升至 2020 年的 400 万件，期间增长 60%，产能扩张带动收入快速提升，公司 16-20 年收入 CAGR 约为 15%。





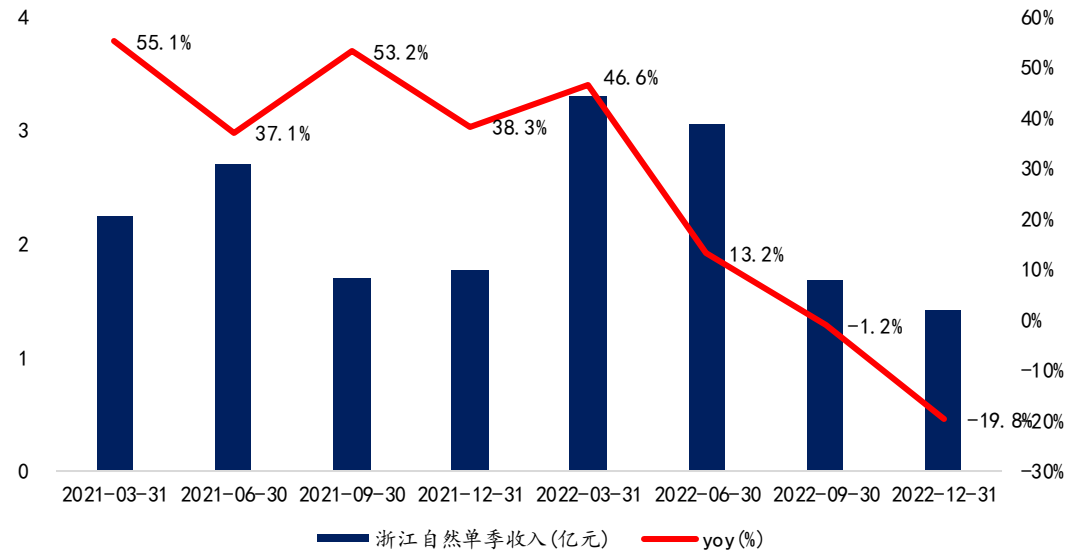
图表15: 2016年开始公司充气床垫产能快速增长(万件)

	2016	2017	2018	2019	2020
公司充气床垫产能	250	330	350	360	400
yoy	-	32.00%	6.06%	2.86%	11.11%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

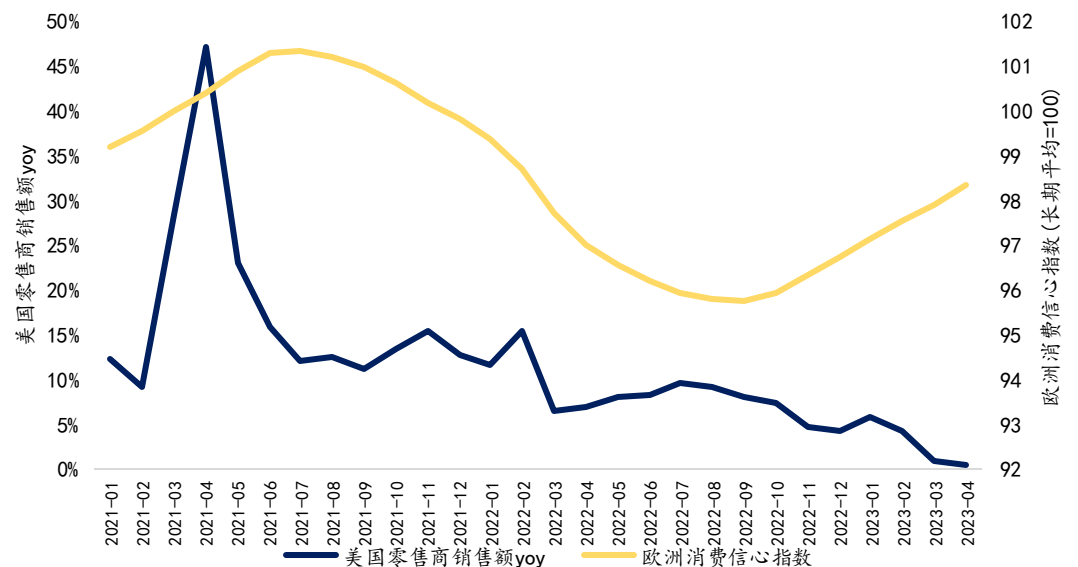
第三轮(2021-2023)国际公共卫生事件后需求暴增, 需求驱动行业增长。在国际公共卫生事件后海外需求复苏, 加上货物运输不畅, 海外大客户订单激增, 2021Q1-2022Q1公司营收高速增长。

图表16: 第三轮周期依靠海外需求驱动



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

图表17: 2021Q1开始海外需求高增长



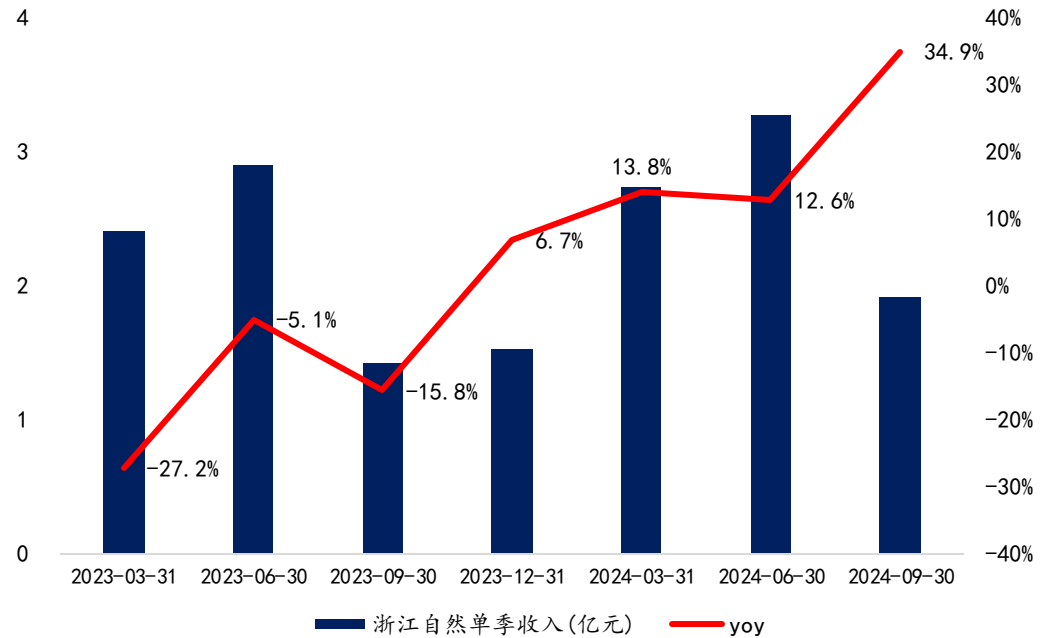
来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

第四轮(2024年初至今): 大客户开始补库, 叠加高利率环境有所缓解, 行业需求逐步回暖。23年海外大客户库存普遍高企, 海外订单趋于保守, 随着迪卡侬等库存逐步回到健康



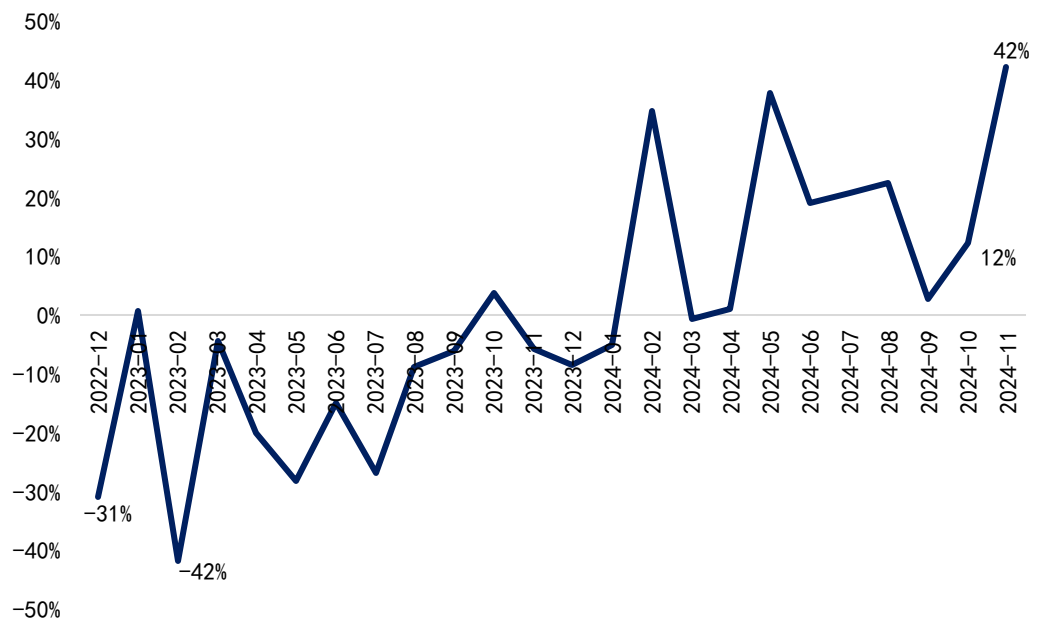
水平，叠加降息周期开启后高利率环境有所缓解，海外需求逐步回暖，我国 2024 年 10/11 月充气床垫出口同比增长 12%/40%，呈现逐步加速的趋势，订单回暖驱动公司营收展现弹性。我们认为第四轮上行周期预计不会很快结束，当前美元仍处于降息过程，带动全球流动性改善与需求回暖，美国消费需求回暖有望改善海外大客户备货信心，提升对供应商下单意愿，未来国内代工企业仍有望保持良好的业绩增长。

图表18: 大客户补库驱动第四轮周期



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表19: 近期我国出口充气床垫增速逐步走高



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

## 问题六、公司当下的核心优势是什么？

优势一：TPU 产品占比提升+一体化生产优势带来高盈利水平



公司是国内较早研发 TPU 复合面料的企业之一。当前充气床垫材质主要分为 TPU 和 PVC 复合材料，TPU 凭借弹性、耐磨性、耐寒性以及环保性等方面的比较优势逐步取代 PVC。截至 2020 年公司 TPU 类产品收入比例已超 70%，带动床垫平均单价显著增长。随着公司改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地的建设，公司 TPU 类产品比例有望长期稳步提升。

图表20：公司 TPU 产品占比提升带动单价增长(元)

	2017	2018	2019	2020
公司 TPU 产品占比	54.13%	63.02%	73.38%	70.52%
公司 TPU 充气床垫平均单价	-	131.52	125.96	147.85
公司充气床垫平均单价	85.41	97.56	106.80	113.31

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司凭借三十年的户外用品生产经验及持续研发投入，形成了从 TPU 粒子到产成品的产业垂直一体化的生产能力，其中 TPU 材料的加工及复合技术是公司一体化生产的核心壁垒。此前公司采购的原材中 TPU 膜采购单价为 TPU 粒子的 2 倍以上，随着公司掌握 TPU 膜自主生产工艺，TPU 膜采购量逐渐减少，公司充气床垫毛利率从 2016 年 33.8% 提升至 2020 年 44.7%。2023 年公司毛利率为 44.0%，依然维持在较高的水平。

图表21：生产工艺优化驱动毛利率显著提升

	2016	2017	2018	2019	2020
TPU 粒子采购量	-	460	570	744	811
TPU 粒子平均单价(万元/吨)	-	2.29	2.45	2.16	1.89
TPU 膜采购量	-	224	226	354	180
TPU 膜平均单价(万元/吨)	-	5.05	5.46	5.47	5.60
充气床垫销量(万件)	-	367	380	353	381
公司充气床垫毛利率	33.8%	37.7%	36.4%	42.0%	44.7%

来源：招股说明书，国金证券研究所

对比其他代工公司，公司盈利处于较高水平。我们对比了公司与浙江正特、扬州金泉、浙江永强等公司的毛利水平，公司毛利率显著高于其他代工公司。我们认为在户外代工行业针对下游品牌的公司议价能力没有显著优势的情况下，公司的高盈利水平得益于优质生产工艺，因此某一个具体产品空间受限并不会决定公司发展的天花板，公司可以依托 TPU 面料技术优势横向拓品类，进一步打开成长空间。

图表22：对比其他代工公司，公司毛利率处于较高水平

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
浙江自然	35.06%	39.83%	40.68%	38.76%	36.61%	33.84%
浙江正特	22.60%	27.52%	27.14%	20.20%	20.98%	24.32%
扬州金泉	18.39%	20.90%	21.27%	21.21%	27.38%	32.50%
浙江永强	20.26%	28.31%	28.31%	14.13%	17.20%	23.60%

来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

### 优势二：布局东南亚产能，享有成本/关税优势。

公司在产能位于浙江天台、越南和柬埔寨。截至 2024 年 12 月，我们估计越南产能共有 75 万件充气床垫和约 20 万件水上用品产能，柬埔寨拥有约 200 万件箱包产能。公司扩展东南亚产能有望充分享有订单以及关税优势，未来仍可能进一步扩大海外产能。



图表23: 公司各类产品产能 (含在建)

	天台曹村厂区	天台中德厂区	越南	柬埔寨	总产能
改性 TPU 面料 (万平米)	2100				2100
充气床垫 (万件)	400	100	75		575
防水箱包 (万件)	180			约 200	380
枕头 (万件)	100				100
坐垫 (万件)	100				100
其他 (眼罩、足球门、手机袋等) (万件)	30	70			100
背包系列产品	40	80			120
水上运动 SUP (万件)			约 20		20

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 问题七、公司营收增长的量价拆分?

我们认为公司未来主要依靠量增驱动, 公司主要大客户为迪卡侬 (营收占比 20%以上) 以及历德超市等, 产品定位为高性价比, 其主要目标客群均为大众消费者, 对产品定价较为敏感。公司与下游客户保持多年稳定合作, 同一产品价格更多跟随原材料变化, 未来价格的变化更多反映了产品结构的调整。从公司历史产品价格来看, 近年充气床垫随着 TPU 占比提升保持稳健增长, 目前 TPU 床垫占比已达到 70%以上, 未来充气床垫价格整体趋于稳定。箱包方面公司积极扩张柬埔寨高单价硬箱, 带动 23 年箱包单价有较大幅度增长, 随着柬埔寨硬箱占比的提升, 箱包单价有望维持增长趋势。

图表24: 公司主要客户

2018		2019		2020	
客户名称	营收占比	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比
迪卡侬	21.93%	迪卡侬	28.87%	迪卡侬	32.52%
LSO LP	7.55%	SEA TO SUMMIT	7.02%	Balluck Outdoor Gear Corp.	4.43%
历德超市	6.00%	LSO LP	6.24%	SEA TO SUMMIT	3.78%
SEA TO SUMMIT	4.76%	Balluck Outdoor Gear Corp.	4.35%	Super Retail Group	3.04%
Flextrade	4.50%	际华集团	3.72%	REI	2.92%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表25: 公司产品单价 (单位: 元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
充气床垫	97.56	106.80	113.30	150.01	158.32	167.21
yoy	-	9.47%	6.09%	32.40%	5.54%	5.61%
箱包	54.73	60.43	58.32	59.69	55.65	68.35
yoy	-	10.42%	-3.51%	2.36%	-6.77%	22.81%
头枕坐垫	38.02	55.51	30.24	29.67	31.66	30.41
yoy	-	46.02%	-45.52%	-1.89%	6.71%	-3.97%

来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

从量增的角度看, 主业充气床垫依靠下游大客户补库叠加海外需求回暖订单快速增长, 同时公司积极开拓新客户, 依托海外产能优势持续扩大市占率。此外公司依托 TPU 面料技术



优势持续扩展箱包、水上用品 SUP 等产品，新品类未来空间大且公司市占率处于快速提升的过程中，箱包/其他产品营收 6 年 CAGR 分别为 19%/38%。

## 问题八、公司未来扩产规划？

从前期募投产能来看，户外用品自动化生产基地改造项目已于 24 年 12 月投产，户外用品智能化生产基地建设项目(二期中德厂区)仍在建设过程当中，海外基地亦保持扩张趋势，若完全投产，预计分别增加气床/保温箱/背包/其他产能 44%/111%/200%/100%，以及新增 SUP 产能 20 万件，看好公司在扩产叠加订单需求高增的带动下实现快速成长。

图表26：公司各类产品产能（含在建）

	当前总产能	达产后总产能	增长率
改性 TPU 面料（万平米）	2100	-	-
充气床垫（万件）	400	575	44%
防水箱包（万件）	180	380	111%
枕头（万件）	100	100	0%
坐垫（万件）	100	100	0%
其他（眼罩、足球门、手机袋等）（万件）	50	100	100%
背包系列产品（万件）	40	120	200%
水上运动用品（SUP）（万件）	0	20	-

来源：公司公告，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

**充气床垫：**随着充气床垫订单向好以及公司产能爬坡，我们预计 24-26 年充气床垫产量分别为 369/450/569 万件，驱动充气床垫收入达 5.80/7.71/10.44 亿元，同比增长 12.67%/32.93%/35.36%。预计未来 3 年毛利率持平。

**户外箱包：**随着柬埔寨硬箱产能持续建设，我们预计 24-26 年户外保温箱产量分别为 252/342/432 万件，驱动收入达 2.07/3.28/4.81 亿元，同比增长 32.43%/58.79%/46.53%。随着柬埔寨产能逐步爬坡，盈利向好，预计未来三年毛利率分别为 20.86%/22.21%/22.88%。

**其他：**其他产品包括水上产品 SUP 等，客户需求高增驱动越南工厂快速爬坡，我们预计 24-26 年其他业务营收达 1.45/2.31/4.16 亿元，同比增长 60%/60%/80%。随着越南等基地产能逐步爬坡，盈利向好，预计未来三年毛利率分别为 16.00%/23.00%/23.00%。

图表27：公司收入拆分表（亿元）

	2022	2023	2024	2025	2026
主营收入	9.46	8.23	9.89	13.90	20.03
yoy	12.27%	-12.95%	20.11%	40.61%	44.07%
充气床垫	6.88	5.15	5.80	7.71	10.44
yoy	8.35%	-25.19%	12.67%	32.93%	35.36%
毛利率	41.70%	43.96%	43.96%	43.96%	43.96%
户外箱包	1.27	1.56	2.07	3.28	4.81
yoy	15.17%	22.53%	32.43%	58.79%	46.53%
毛利率	20.63%	14.44%	20.86%	22.21%	22.88%
头枕坐垫	0.75	0.60	0.58	0.60	0.62
yoy	33.82%	-19.29%	-4.23%	4.12%	4.11%
毛利率	28.53%	26.68%	27.39%	28.10%	28.10%
其他	0.56	0.90	1.45	2.31	4.16
yoy	38.92%	62.01%	60.00%	60.00%	80.00%



	2022	2023	2024	2025	2026
毛利率	21.13%	13.97%	16.00%	23.00%	23.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表28：公司各产品产量（万件）**

	2022	2023	2024	2025	2026
充气床垫	445.45	276.48	369.00	450.00	569.25
yoy	-2.02%	-37.93%	33.46%	21.95%	26.50%
户外箱包	246.47	199.83	252.00	342.00	432.00
yoy	25.37%	-18.93%	26.11%	35.71%	26.32%
头枕坐垫	234.36	183.85	184.00	186.00	188.00
yoy	19.94%	-21.55%	0.08%	1.09%	1.08%

来源：公司公告，国金证券研究所

**总毛利率：**公司凭借 TPU 面料优势，享有较高毛利率水平，未来在天台、越南、柬埔寨工厂产能爬坡的情况下盈利水平将进一步优化，短期毛利率可能受到收入结构变动的影响有波动。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 34.08%/34.66%/34.05%。

**费用率：**随着公司产能扩张，规模效应增加，我们预计会摊薄销售及管理费用率，同时公司保持着稳定的研发节奏，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 2.30%/2.10%/2.00%，管理费用率分别为 6.40%/6.10%/6.00%，研发费用率分别为 3.20%/3.10%/3.00%。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.89/13.90/20.03 亿元，同比增长为 20.11%/40.61%/44.07%；归母净利润为 1.85/2.75/3.79 亿元，同比增长 18.71%/19.81%/18.91%。

**图表29：公司财务数据预测表（亿元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	9.46	8.23	9.89	13.90	20.03
yoy	12.27%	-12.95%	20.11%	40.61%	44.07%
毛利率	36.61%	33.84%	34.08%	34.66%	34.05%
销售费用率	1.47%	2.41%	2.30%	2.10%	2.00%
管理费用率	5.26%	7.14%	6.40%	6.10%	6.00%
研发费用率	3.65%	4.33%	3.20%	3.10%	3.00%
营业利润率	25.34%	17.92%	21.46%	22.71%	21.68%
所得税率	15.23%	13.40%	12.80%	12.80%	12.80%
归母净利润	2.13	1.31	1.85	2.75	3.79
净利润率	22.52%	15.87%	18.71%	19.81%	18.91%
yoy	-2.98%	-38.64%	41.58%	48.86%	37.53%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 投资建议及估值

当前股本下，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.31/1.95/2.68 元，户外运动行业各上市公司在细分领域等方面具有一定差异，我们选取代工领域开润股份、通达创智、扬州金泉做为可比公司。当前市值对应公司 2025 年 PE 为 15 倍，考虑到公司技术优势带来的低成本与较高的盈利能力，且 25/26 年营收和业绩复合增速或达 40%以上，我们认为当前估值有所低估，并给予公司 2025 年 20 倍估值，目标价 39.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表30：可比公司估值比较（市盈率法）**





代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300577	开润股份	26.00	1.59	1.64	2.04	16.26	15.74	12.66
001368	通达创智	19.70	1.13	1.39	1.74	17.43	14.20	11.30
603307	扬州金泉	33.29	2.04	2.41	3.01	16.32	13.82	11.08
<b>平均值</b>						<b>16.67</b>	<b>14.59</b>	<b>11.68</b>
605080	浙江自然	30.68	1.31	1.95	2.68	22.77	15.30	11.12

来源：同花顺 ifind，国金证券研究所（可比公司数据来自 25 年 1 月 23 日同花顺一致预期）

## 风险提示

**海外需求波动：**目前户外代工订单更多依靠下游客户补库驱动，当前国际局势面临不确定性，若海外利率或需求出现波动，可能会对公司客户下单意愿造成影响。

**汇率波动风险：**公司主要产品销往海外，账面有外汇头寸，若汇率波动超预期，可能对公司经营数据产生影响。

**产能爬坡不及预期：**公司当前产能处于在建或爬坡过程，若进度不及预期，可能影响未来营收增长的速度。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>842</b>	<b>946</b>	<b>823</b>	<b>989</b>	<b>1,390</b>	<b>2,003</b>	货币资金	542	451	342	222	214	311
增长率		12.3%	-13.0%	20.1%	40.6%	44.1%	应收款项	147	138	148	312	439	632
主营业务成本	-516	-600	-545	-652	-909	-1,321	存货	255	258	215	197	275	400
%销售收入	61.2%	63.4%	66.2%	65.9%	65.3%	65.9%	其他流动资产	355	503	609	610	615	623
毛利	327	346	279	337	482	682	流动资产	1,300	1,350	1,315	1,341	1,543	1,967
%销售收入	38.8%	36.6%	33.8%	34.1%	34.7%	34.1%	%总资产	71.2%	67.8%	61.0%	58.5%	58.2%	61.1%
营业税金及附加	-6	-10	-9	-10	-13	-18	长期投资	8	7	6	6	6	6
%销售收入	0.7%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	固定资产	361	439	611	678	841	995
销售费用	-12	-14	-20	-23	-29	-40	%总资产	19.8%	22.0%	28.3%	29.6%	31.7%	30.9%
%销售收入	1.4%	1.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	无形资产	131	174	175	240	234	228
管理费用	-43	-50	-59	-63	-85	-120	非流动资产	527	640	841	952	1,107	1,255
%销售收入	5.1%	5.3%	7.1%	6.4%	6.1%	6.0%	%总资产	28.8%	32.2%	39.0%	41.5%	41.8%	38.9%
研发费用	-30	-34	-36	-32	-43	-60	<b>资产总计</b>	<b>1,826</b>	<b>1,990</b>	<b>2,156</b>	<b>2,293</b>	<b>2,650</b>	<b>3,222</b>
%销售收入	3.5%	3.6%	4.3%	3.2%	3.1%	3.0%	短期借款	0	2	4	0	97	286
息税前利润 (EBIT)	236	238	156	209	312	444	应付款项	137	127	180	200	278	404
%销售收入	28.0%	25.2%	18.9%	21.2%	22.5%	22.2%	其他流动负债	51	55	50	55	77	110
财务费用	0	16	9	-7	-9	-21	流动负债	188	184	234	255	452	800
%销售收入	0.0%	-1.7%	-1.1%	0.7%	0.6%	1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-18	-16	-4	-2	-3	其他长期负债	19	21	41	18	13	9
公允价值变动收益	-7	-6	-12	0	0	0	负债	207	205	275	273	465	810
投资收益	25	8	7	14	14	14	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,620</b>	<b>1,787</b>	<b>1,867</b>	<b>2,006</b>	<b>2,172</b>	<b>2,399</b>
%税前利润	9.8%	3.3%	4.6%	6.5%	4.3%	3.2%	其中：股本	101	101	142	142	142	142
营业利润	252	240	148	212	316	434	未分配利润	503	670	765	876	1,041	1,268
营业利润率	29.9%	25.3%	17.9%	21.5%	22.7%	21.7%	少数股东权益	0	-2	13	13	13	13
营业外收支	4	7	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,826</b>	<b>1,990</b>	<b>2,156</b>	<b>2,293</b>	<b>2,650</b>	<b>3,222</b>
税前利润	256	246	148	212	316	434	<b>比率分析</b>						
利润率	30.3%	26.0%	18.0%	21.5%	22.7%	21.7%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-36	-38	-20	-27	-40	-56	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.1%	15.2%	13.4%	12.8%	12.8%	12.8%	每股收益	2.171	2.106	0.923	1.307	1.945	2.675
净利润	220	209	128	185	275	379	每股净资产	16.016	17.672	13.191	14.173	15.340	16.945
少数股东损益	0	-4	-2	0	0	0	每股经营现金净流	1.410	2.252	1.693	0.674	1.448	1.842
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>220</b>	<b>213</b>	<b>131</b>	<b>185</b>	<b>275</b>	<b>379</b>	每股股利	0.450	0.220	0.094	0.523	0.778	1.070
净利率	26.1%	22.5%	15.9%	18.7%	19.8%	18.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.55%	11.92%	7.00%	9.22%	12.68%	15.79%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	12.02%	10.70%	6.06%	8.07%	10.39%	11.76%
净利润	220	209	128	185	275	379	投入资本收益率	12.44%	11.26%	7.12%	9.04%	11.93%	14.34%
少数股东损益	0	-4	-2	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	29	54	59	51	52	62	主营业务收入增长率	44.91%	12.27%	-12.95%	20.11%	40.61%	44.07%
非经营收益	-16	-11	0	-15	-12	-9	EBIT增长率	40.32%	1.00%	-34.74%	34.58%	49.09%	42.11%
营运资金变动	-89	-23	53	-125	-111	-170	净利润增长率	37.59%	-2.98%	-38.64%	41.58%	48.86%	37.53%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>143</b>	<b>228</b>	<b>240</b>	<b>95</b>	<b>205</b>	<b>261</b>	总资产增长率	112.52%	8.98%	8.32%	6.34%	15.59%	21.57%
资本开支	-138	-152	-178	-163	-206	-206	<b>资产管理能力</b>						
投资	-321	-245	-13	0	0	0	应收账款周转天数	48.5	50.5	59.4	109.0	109.0	109.0
其他	0	2	0	14	14	14	存货周转天数	142.1	156.1	158.6	112.8	112.8	112.8
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-458</b>	<b>-395</b>	<b>-191</b>	<b>-149</b>	<b>-193</b>	<b>-193</b>	应付账款周转天数	60.2	53.3	64.1	83.8	83.8	83.8
股权募资	742	3	6	28	0	0	固定资产周转天数	151.5	139.4	207.3	158.0	127.2	97.0
债权募资	-15	0	0	-12	97	189	<b>偿债能力</b>						
其他	-13	-46	-52	-75	-112	-156	净负债/股东权益	-55.11%	-52.90%	-49.43%	-40.31%	-32.46%	-25.61%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>714</b>	<b>-44</b>	<b>-45</b>	<b>-59</b>	<b>-15</b>	<b>33</b>	EBIT利息保障倍数	2,476.9	-14.6	-16.6	30.2	36.6	21.6
<b>现金净流量</b>	<b>395</b>	<b>-201</b>	<b>4</b>	<b>-112</b>	<b>-2</b>	<b>101</b>	资产负债率	11.33%	10.29%	12.77%	11.91%	17.55%	25.13%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	17	25	40	62
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.06</b>	<b>1.04</b>	<b>1.05</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究