

轻工制造

浙江自然（605080.SH）

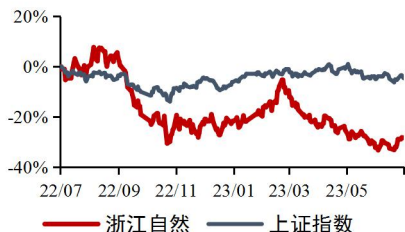
买入-B(首次)

垂直一体化户外运动用品制造龙头，扩品类打开成长空间

2023年7月7日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2023年7月6日

收盘价（元）：	30.14
总股本（亿股）：	1.42
流通股本（亿股）：	0.47
流通市值（亿元）：	14.19

基础数据：2023年3月31日

每股净资产（元）：	18.32
每股资本公积（元）：	9.41
每股未分配利润（元）：	7.29

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **浙江自然：户外运动用品垂直一体化生产制造商。**公司成立于1992年，专注于运动、户外用品的研发、生产。目前公司已与全球40多个国家200多个品牌建立了良好稳定的合作关系。充气床垫为公司最大的收入来源，2022年营收占比72.8%，其次是保温箱包、头枕坐垫，营收占比分别为13.5%、7.9%。公司主要合作客户包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI等国际知名户外运动用品公司。在发展至今的30余年时间里，公司完成了产品由PVC向TPU材料的升级、多项户外运动用品品类的拓展、与下游客户合作程度的不断深化、产能的出海布局。2021年，公司在上交所主板上市，同年，公司正式成为迪卡侬45家战略合作伙伴之一。2022年，公司实现营业收入9.46亿元，同比增长12.27%，实现归母净利润2.13亿元，同比下降2.98%。2016-2022年，公司营业收入、归母净利润CAGR分别为18.7%、21.8%，毛利率由36.1%提升至36.6%。

➤ **国外户外运动用品市场发展成熟，国内户外运动方兴未艾。**国外：2022年，全球户外用品电商规模为751.5亿美元，Statista预计2027年市场规模达到1207.0亿美元，2022-2027年CAGR为9.9%。欧美地区户外用品行业成熟，2021年美国户外运动人群渗透率达到54%，欧洲超过50%。从品类角度看，相比充气床垫，SUP水上用品、保温箱产品的市场规模更高，空间更广阔。2021年全球充气床垫市场规模为1.63亿美元，2015年SUP水上用品全球市场规模为49.6亿美元，2020年全球保温箱市场规模为19.05亿美元。国内：截至2021年末，我国户外运动参与人数超4亿人，参与率约28%，在消费者可支配收入提升、健康意识增强及国家政策支持下，我国户外运动人数及人均消费金额均有较大提升空间。**材料趋势：**TPU材料相比于PVC材料，兼具性能与环保优势，同时产品价格更高。我国是全球最大的TPU生产国，公司进行原材料国产化有益于节约成本，进而提升盈利能力。**竞争格局：**国外户外运动用品品牌如始祖鸟、猛犸象、攀山鼠等占据行业高端市场，我国户外运动用品品牌如挪客、探路者、原始人等定位中高端及大众市场。从中游制造商的竞争格局来看，公司与其它上市户外运动用品制造商的代工业务营收规模接近，但盈利能力更强。

➤ **TPU产品垂直一体化生产工艺，拓展新品类丰富优质客户资源。****垂直一体化生产工艺：**公司掌握TPU薄膜生产、TPU与面料复合、聚氨酯软泡发泡、高周波熔接、热压熔接技术，具备自主生产TPU薄膜、海绵原材料的能力，垂直一体化生产工艺能够有效降低原材料成本、保障公司盈利稳定性、提升交付产品的质量。**与迪卡侬深度合作，拓品类丰富客户矩阵：**迪卡侬为公司第一大客户，2010-2022年迪卡侬营收CAGR为8.2%。迪卡侬占公司收入比重约3成，公司与其合作超过10年的时间，并在2021年成为其战略合



作伙伴，2018-2021 年公司来自迪卡侬的收入 CAGR 约 30%。此外，公司通过不断提升研发能力，进行新品类的拓展，丰富合作客户矩阵。海内外产能扩张，目前，公司在浙江天台、越南、柬埔寨均有产能布局，越南主要负责 SUP 水上用品、少部分防水软包的生产，柬埔寨将主要负责硬质保温箱、防水软包的生产，国内侧重传统充气床垫等产品的生产。我们预计在“改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设”、“户外用品自动化生产基地改造”两个募投项目达产后，公司年产 TPU 面料 2100 万平方米、充气床垫 900 万件、头枕坐垫 600 万件、防水箱包 380 万件和 100 万件其它产品。在海外产能方面，根据公司 2022 年报，公司将利用越南大自然户外用品生产基地、柬埔寨美御塑胶科技的新增产能，谋求防水箱包、保温箱品类更高的市场占有率。

➤ **投资建议：** 预计公司 2023-2025 年营业收入为 9.60/11.29/13.09 亿元，同比增长 1.5%/17.6%/16.0%，归母公司净利润为 2.27/2.67/3.11 亿元，同比增长 6.6%/17.8%/16.2%，EPS 为 1.60/1.89/2.19 元，公司 7 月 4 日收盘价 30.26 元对应 23-25 年 PE 为 18.9/16.0/13.8 倍。公司为垂直一体化户外运动用品制造龙头，长期合作迪卡侬等国际户外运动用品优质公司，在传统充气床垫产品方面，营收占有绝对优势，且盈利能力稳定。同时，公司积极拓展市场规模更大的硬质保温箱、SUP 水上用品、家用充气床垫等产品，在东南亚建设产能，加深现有客户合作广度，丰富合作客户矩阵，打开自身成长空间。首次覆盖，给予公司“买入-B”评级。

➤ **风险提示：** 原材料价格大幅波动，汇率大幅波动，核心客户订单下达不及预期，行业竞争加剧。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	960	1,129	1,309
YoY(%)	44.9	12.3	1.5	17.6	16.0
净利润(百万元)	220	213	227	267	311
YoY(%)	37.6	-3.0	6.6	17.8	16.2
毛利率(%)	38.8	36.6	36.2	36.3	36.4
EPS(摊薄/元)	1.55	1.50	1.60	1.89	2.19
ROE(%)	13.6	11.7	11.3	11.9	12.3
P/E(倍)	19.5	20.1	18.9	16.0	13.8
P/B(倍)	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7
净利率(%)	26.1	22.5	23.6	23.7	23.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 浙江自然：户外运动用品垂直一体化生产制造商.....	7
1.1 发展历程：TPU 产品生产工艺突破，跻身迪卡侬战略合作伙伴.....	9
1.2 股权结构：夏永辉夫妇为实际控制人，公司股权结构清晰.....	10
1.3 财务分析：公司营收规模快速增长，盈利水平表现优异.....	11
2. 国外户外运动用品市场发展成熟，国内户外运动方兴未艾.....	14
2.1 国外户外运动用品行业发展成熟，需求稳定可持续.....	15
2.2 国内户外运动正兴起，渗透率及人均消费金额提升空间广阔.....	17
2.3 行业趋势：TPU 材料兼具性能及环保优势，我国为 TPU 最大生产国.....	21
2.4 竞争格局：国外品牌占据户外用品高端市场，中游制造商规模接近.....	23
3. TPU 产品垂直一体化生产工艺，拓展新品类丰富优质客户资源.....	25
3.1 垂直一体化生产工艺，公司盈利能力及产品交付质量得到保证.....	25
3.2 跻身迪卡侬战略合作伙伴，推出新品类丰富客户矩阵.....	27
3.3 募投项目保障国内产能持续扩张，越南/柬埔寨建厂开启全球化布局.....	30
4. 盈利预测与估值.....	31
5. 风险提示.....	33

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	9
图 2：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）.....	10
图 3：公司营业收入及同比增速.....	11
图 4：公司各产品营收同比增速.....	11
图 5：公司收入结构——分产品.....	12
图 6：公司收入结构——分区域.....	12

图 7: 公司销售毛利率及各项产品毛利率.....	12
图 8: 公司各项期间费用率.....	12
图 9: 公司各项产品的成本结构 (2021 年) .....	13
图 10: 公司 TPU 与 PVC 类床垫收入占充气床垫收入比重.....	13
图 11: 公司归母净利润及同比增速.....	13
图 12: 公司归母净利润率.....	13
图 13: 公司存货、应收账款、应付账款周转天数.....	14
图 14: 公司回款情况良好.....	14
图 15: 中国户外用品市场结构 (2019) .....	15
图 16: 户外用品产业链.....	15
图 17: 全球户外运动用品电商市场收入规模及同比增速.....	16
图 18: 美国户外运动参与率.....	16
图 19: 全球户外休闲产品市场规模分类 (2016) .....	16
图 20: 全球充气床垫市场规模.....	16
图 21: 美国 SUP 运动参与者及渗透率.....	17
图 22: 全球保温箱包行业市场规模.....	17
图 23: 我国户外用品市场规模 (单位: 亿元) 及同比增速.....	18
图 24: 疫情结束后是否会经常去露营 (2022 年 8 月发布) .....	18
图 25: 各国户外运动参与率.....	18
图 26: 全球各区域露营市场规模比较 (单位: 十亿美元) .....	20
图 27: 我国/美国/欧洲露营人数 (百万人) 及渗透率.....	20
图 28: 2021 年露营渗透率前十国家及中国露营渗透率.....	20
图 29: 2022 年中国露营消费者会购买的露营装备.....	20

图 30: 人均单次露营可接受的消费区间.....	20
图 31: 露营地点偏好.....	20
图 32: 我国新能源汽车销量（万辆）及渗透率.....	21
图 33: 新能源汽车放置充气床垫.....	21
图 34: 我国 TPU 产量及占全球比重.....	22
图 35: 我国 TPU 产能分布（2021 年）.....	22
图 36: 公司特殊聚酯型 TPU 粒子采购价格高于美瑞新材销售均价（万元/吨）.....	23
图 37: 户外品牌竞争格局及代表性品牌.....	23
图 38: 公司生产工艺.....	25
图 39: 公司采购 TPU 膜金额及占原材料采购比重.....	26
图 40: TPU 膜与 TPU 粒子采购单价.....	26
图 41: 公司前五大客户收入占比.....	27
图 42: 公司来自迪卡侬的收入及同比增速.....	27
图 43: 公司对迪卡侬分产品销售收入.....	28
图 44: 迪卡侬充气足球门产品.....	28
图 45: 迪卡侬营业收入及同比增速.....	28
图 46: 迪卡侬全球门店数量.....	28
图 47: 90%以上户外运动用品收入由公司负责或参与设计.....	29
图 48: 公司研发费用金额及研发费用率.....	29
表 1: 公司主要产品.....	7
表 2: 公司管理层履历.....	10
表 3: 户外用品分类.....	15

表 4: 我国户外运动产业相关政策.....	18
表 5: TPU 材料的性能优势.....	22
表 6: 公司与主要户外运动用品企业.....	24
表 7: TPU 复合面料主要生产工艺.....	26
表 8: 公司掌握的两种熔接工艺.....	27
表 9: 公司合作客户.....	29
表 10: 公司 IPO 募集资金使用情况.....	30
表 11: 公司各产品生产情况汇总（年产规模单位：TPU 面料为“万平米”，其它产品为“万件”）.....	31
表 12: 公司盈利预测拆分（营收单位：万元；销售数量单位：万件；销售单价单位：元/件）.....	32
表 13: 可比公司估值.....	33

## 1. 浙江自然：户外运动用品垂直一体化生产制造商

公司成立于 1992 年，30 余年来专注于运动、户外用品的研发、生产，已成为户外运动行业知名的充气床垫、户外箱包供应商，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，主要产品包括自动充气垫、充气床、防水包、冰包、枕头、坐垫等，广泛应用于户外运动领域的多项场景中。公司充气床垫类产品按防水材料分为 TPU 和 PVC 系列产品，按充气方式分为自动充气产品和非自动充气产品。同时，根据产品设计需求，公司为客户提供不同海绵厚度、不同尺寸、不同复合方式以及不同颜色的产品。户外箱包系列产品主要包括冰包、肩包背包、防水桶袋等；公司头枕坐垫系列产品包括头枕和靠垫。

表 1：公司主要产品

产品系列	产品名称	产品图示	终端应用场景
充气床垫	PVC 单人/双人 自动充气床垫		
	TPU 单人/双人、 自动/非自动充气床垫		
户外箱包	冰包/保温箱		
	肩包背包		

防水桶袋



溯溪

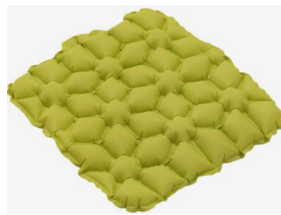
漂流

头枕



头枕坐垫

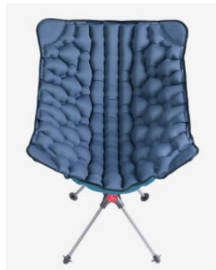
坐垫



天幕



椅子



其它产品

户外洗漱包



水上用品



资料来源：公司招股说明书，公司官网，天猫，山西证券研究所



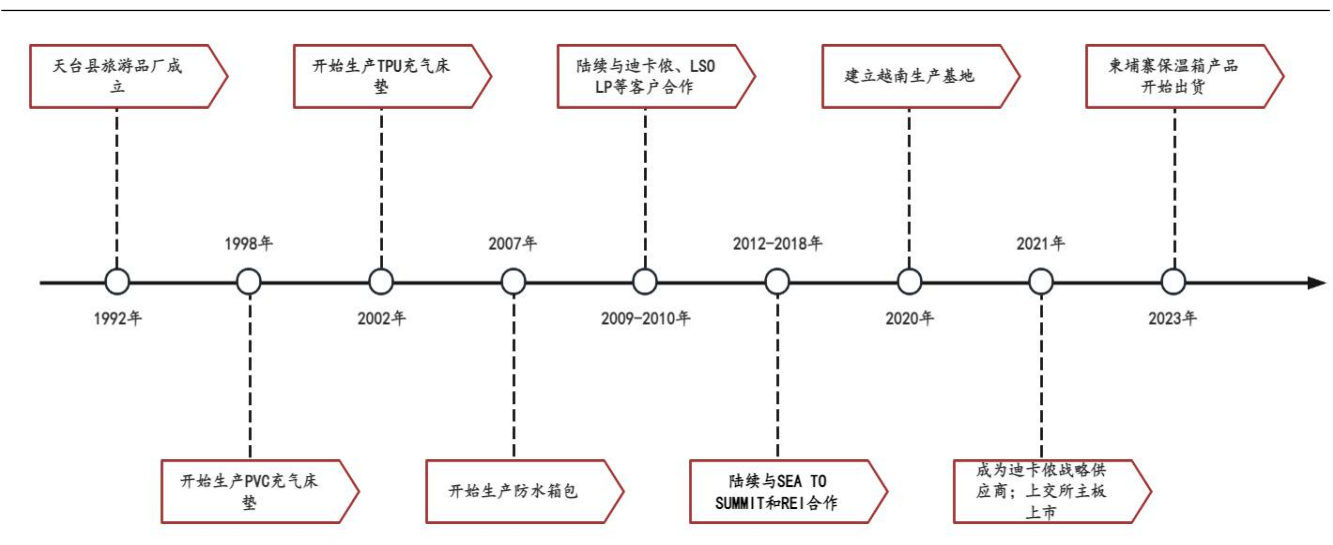
## 1.1 发展历程：TPU 产品生产工艺突破，跻身迪卡依战略合作伙伴

**公司前身天台县旅游品厂成立，PVC 充气床垫起家（1992-1999 年）：**1992 年，公司创始人夏积标先生结束海带绳厂经营后，拿出毕生积蓄在 58 岁再次创业，成立天台县旅游品厂，企业性质是乡办集体所有制，开始生产橡胶棉充气床。1998 年，建立海绵发泡车间和高周波熔接成型生产线，生产出第一批 PVC 自动充气床垫出口欧洲、成功转型。

**掌握 TPU 产品生产工艺，客户拓展持续取得突破（2000-2019 年）：**2000 年，锚定户外野营领域，成立浙江大自然旅游用品有限公司，企业性质由乡办集体所有制转变为有限责任公司，在总经理夏永辉先生的带领下，公司驶入发展快车道。2002 年，建立 TPU 涂层面料车间和热压成型生产线，投入生产 TPU 自动充气垫，向市场进军。2007 年，TPU 防水箱包车间建成投产，公司跨入户外运动箱包领域。2009 年，与 Balluck Outdoor Gear Corp（为美国高端户外品牌采购各类产品）建立合作，2010 年，公司经过迪卡依两年时间的审查，正式签约合同并开始合作。同年，与 LSO LP（为 Costco、Walmart、Dick’s、LLbean 等美国超市采购各类产品）建立合作。2012 年，在上海设立户外用品研发中心，与澳大利亚知名户外品牌 SEA TO SUMMIT 建立合作。2013 年与美国户外用品零售商 REI 建立合作，2018 年，公司完成股份制改造，浙江大自然户外用品股份有限公司成立。

**产能全球化布局开启，成为迪卡依战略合作伙伴（2020 年-至今）：**2020 年，成立越南大自然户外用品有限责任公司，越南工厂动工建设。2021 年，公司在上交所主板上市。同年，公司通过迪卡依严格的体系考核，正式同迪卡依签订战略合作协议，为公司品类拓展工作开启了新的发展节奏。2023 年，公司柬埔寨生产基地的新款硬质保温箱产品开始出货。

图 1：公司发展历程

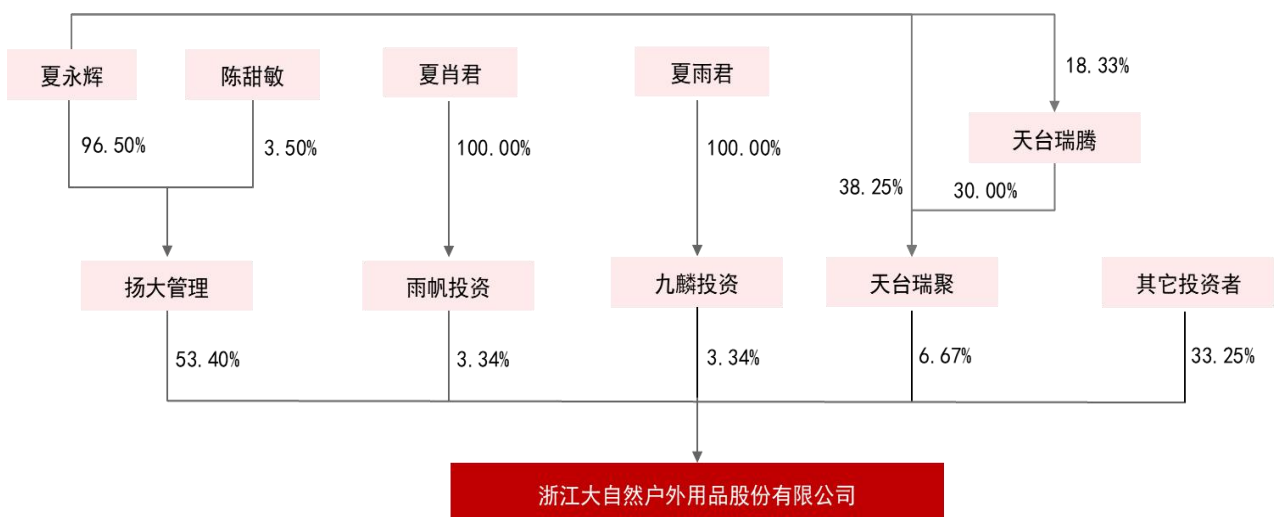


资料来源：公司官网，公司招股说明书，山西证券研究所

## 1.2 股权结构：夏永辉夫妇为实际控制人，公司股权结构清晰

公司股权结构清晰，管理团队稳定且经验丰富。截至 2023 年 3 月 31 日，上海扬大企业管理有限公司持有公司 53.4% 的股份，为公司的控股股东，公司董事长夏永辉先生和妻子陈甜敏女士为扬大管理的实际控制人。天台瑞聚股权投资中心（有限合伙）、上海雨帆投资有限公司、上海九麟投资有限公司分别持有公司 6.67%、3.34%、3.34% 的股份。天台瑞聚为公司员工持股平台，雨帆投资实际控制人为夏永辉之姐夏肖君，九麟投资实际控制人为夏永辉之妹夏雨君。公司董事长夏永辉先生直接和间接共持有公司 54.5% 的股份，公司股权集中。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

表 2：公司管理层履历

姓名	职务	年龄（岁）	履历
夏永辉	董事长、总经理	53	1993 年 1 月至 2000 年 8 月，担任天台县旅游品厂副厂长；2000 年 9 月至 2004 年 12 月，担任大自然有限监事；2004 年 12 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限执行董事、经理；2018 年 6 月至今，担任公司董事长。
陈甜敏	董事、副总经理	42	1999 年 1 月至 2000 年 8 月，担任天台县旅游品厂销售员；2000 年 9 月至 2012 年 10 月，担任大自然有限销售经理；2012 年 10 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限副总经理；2018 年 6 月至今，担任本公司董事、副总经理。
董毅敏	董事、副总经理、董事会秘书	50	1992 年 5 月至 2001 年 6 月，历任浙江九州药业有限公司技术员、生产调度、销售主管。2001 年 6 月至 2018 年 6 月，历任大自然有限车间主任、

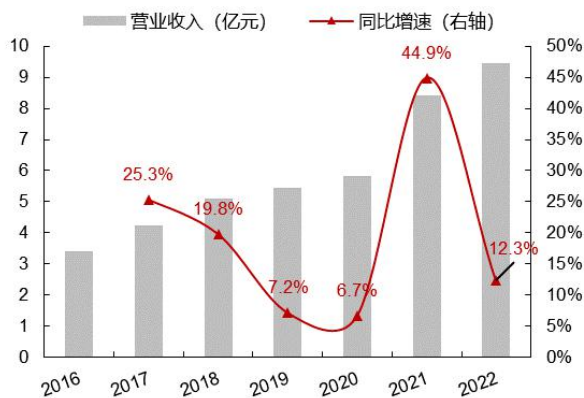
姓名	职务	年龄(岁)	履历
			副总经理；2018年6月至今，担任本公司董事、副总经理；2018年10月至今，担任本公司董事会秘书。
俞清尧	董事	52	1994年8月至2014年2月，历任百威英博(台州)啤酒有限公司技术员、研发科科长、质量部经理、酿造部经理、工厂厂长。2014年2月至2018年6月，担任大自然有限副总经理；2018年6月至今，担任公司董事、总经理。
夏秀华	董事、财务总监	52	2000年10月至2008年4月，担任慈溪市劳特电器有限公司会计。2008年4月至2018年6月，担任大自然有限财务总监；2018年6月至今，担任公司财务总监；2018年10月至今，担任公司董事。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，山西证券研究所（注：年龄数据为截至2022年年报）

### 1.3 财务分析：公司营收规模快速增长，盈利水平表现优异

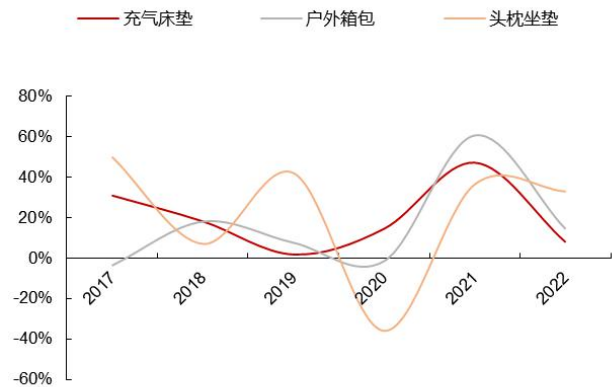
充气床垫为公司最大收入来源，内销业务发展迅速。公司营业收入从2016年的3.39亿元增长至2022年的9.46亿元，期间复合增速为18.7%，2019年营收增速放缓主要因为公司转型TPU充气床垫，PVC充气床垫出货量大幅减少。2020年营收增速放缓主要受到全球疫情影响。2022年，公司实现营收9.46亿元，同比增长12.3%，22Q1-Q4营收同比分别增长46.61%、13.16%、-1.19%、-19.79%，受到客户库存积压、海外通胀影响，下半年公司营收同比下滑。分产品看，2016-2022年公司充气床垫、户外箱包、头枕坐垫营收CAGR分别为19.3%、14.3%、17.7%。充气床垫产品为公司最大收入来源，2022年营收占比为72.8%，其次为户外箱包产品、头枕坐垫产品，2022年营收占比分别为13.5%、7.9%。分区域看，公司以外销为主，欧洲和北美洲分别为公司前两大区域市场，2020年营收占比为43.7%、17.4%，但内销市场发展迅速，2022年外销、内销业务收入占比74.3%、25.6%，2016-2022年外销与内销营收CAGR分别为16.4%、27.6%。

图3：公司营业收入及同比增速



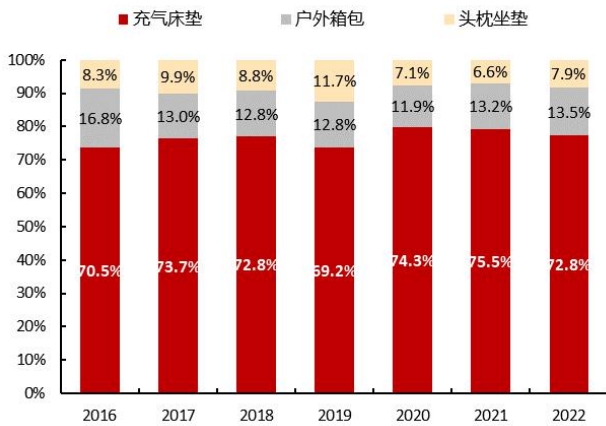
资料来源：Wind, 山西证券研究所

图4：公司各产品营收同比增速



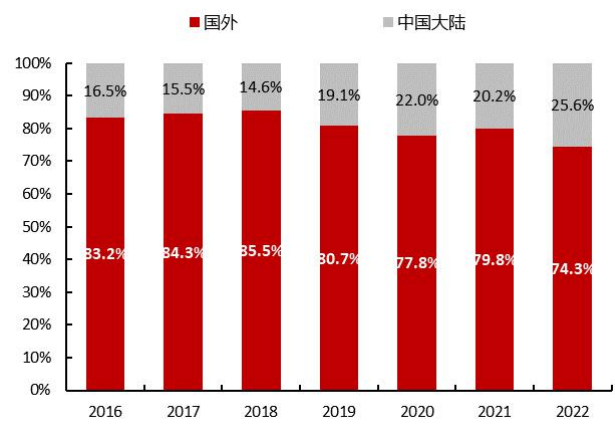
资料来源：Wind, 山西证券研究所

图 5：公司收入结构——分产品



资料来源：Wind, 山西证券研究所

图 6：公司收入结构——分区域



资料来源：Wind, 山西证券研究所

充气床垫品类升级推动毛利率提升，期间费用率持续优化。在公司优化产品结构、提升生产效率趋势下，毛利率由 2016 年的 36.1% 上升至 2022 年的 36.6%。2019 年公司毛利率同比显著提升，主要受益于高毛利率的 TPU 充气床垫产品占比提升，2019 年 TPU 类充气床垫占公司充气床垫收入的比重从 2018 年的 55.8% 提升至 66.4%，叠加美元兑人民币升值，TDI、聚酯多元醇等原材料价格下滑幅度较大。2022 年公司毛利率同比下滑 2.1pct，主要由于产能利用率下降、原材料价格上涨、人力成本持续上升、疫情期间物流成本增加等因素影响。从各项产品的盈利能力看，目前公司充气床垫产品毛利率最高，2022 年为 41.7%，头枕坐垫毛利率次之，2022 年为 28.5%，户外箱包为 20.6%，我们预计一方面与各产品的成本结构有关，充气床垫的人工成本占比最低；另一方面，公司持续深耕充气床垫产品，具备规模效应及议价能力。费用方面，公司期间费用率持续下行，2017 年管理费用率提升较大主要由于公司向员工支付股份费用 2766 万元，剔除后，当年管理费用率为 5.6%。2022 年公司期间费用率为 8.65%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/5.3%/3.7%/-1.7%，同比变化+0.1/+0.1/+0.1/-1.7pct。

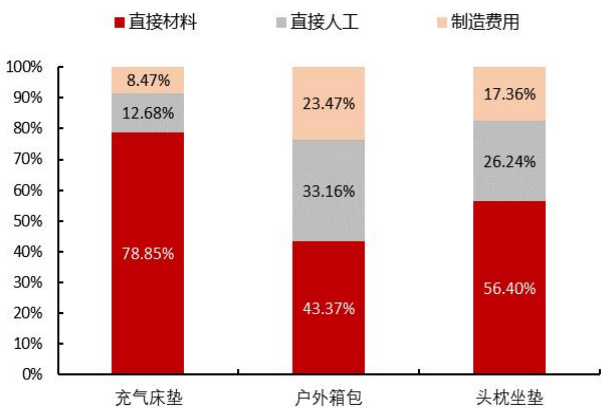
图 7：公司销售毛利率及各项产品毛利率

图 8：公司各项期间费用率



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 9: 公司各项产品的成本结构 (2021 年)



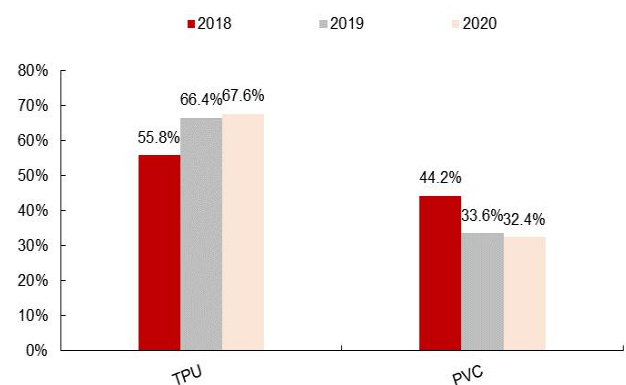
资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

图 11: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 10: 公司 TPU 与 PVC 类床垫收入占充气床垫收入比重



资料来源: 公司招股说明书, 山西证券研究所

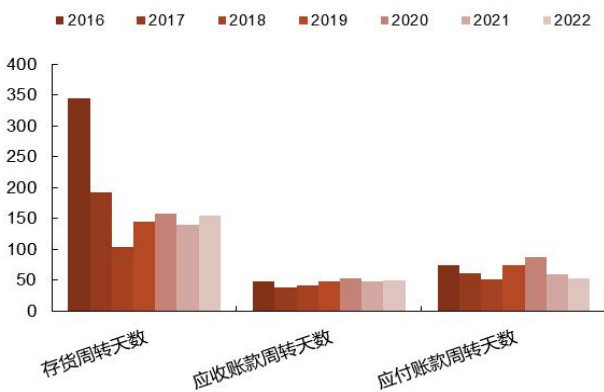
图 12: 公司归母净利润率

归母净利润率处于 20% 以上水平, 各项营运指标保持稳定。2016-2022 年, 公司归母净利润由 0.65 亿元增长至 2.13 亿元, CAGR 为 21.8%, 2022 年, 归母净利润同比下降 3.0% 至 2.13 亿元, 归母净利润率为 22.5%, 同比下滑 3.5pct, 一方面由于毛利率下滑 2.1pct, 另一方面由于公司资产减值损失增加 (2022 年公司上海众大户外用品有限公司确认商誉减值损失 1683 万元), 以及非经常性损益减少。根据公司招股书, 公司给予客户 30-90 天不等的信用期, 主要客户多为户外运动用品行业内知名企业, 客户商业信誉及实力情况良好且和公司与其建立了较为稳定、稳固的合作关系, 公司收现能力好, 同时, 公司重视存货管理, 采购、生产及交付环节良好衔接, 近年来存货周转天数在 150 天左右, 公司与主要供应商维持稳定的合作关系, 凭借良好的商业信誉获得合理的付款信用期限。



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 13: 公司存货、应收账款、应付账款周转天数



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 14: 公司回款情况良好



资料来源: Wind, 山西证券研究所

## 2. 国外户外运动用品市场发展成熟，国内户外运动方兴未艾

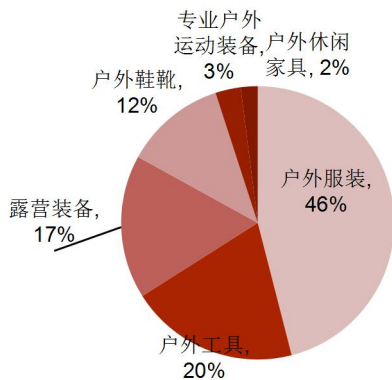
户外服装为户外运动用品第一大品类，公司主要产品涉及户外背包、装备、器材类。户外运动是指在自然场地（非专用场地）或人工模拟的自然场地开展的体育活动，户外用品行业与户外运动发展息息相关，产业链上游是原材料，主要包括金属、棉布、橡胶硅胶以及其它辅料，产业链中游是户外服饰、户外装备、户外机械及配件的生产制造环节，下游是户外用品销售渠道主要包括专业户外店、商场店及网上销售。根据公司招股说明书，COCA（中国纺织品商业协会户外用品分会）将户外用品分为服装类、鞋类、背包类、装备类、配件类、器材类。根据观研天下，2019年我国户外用品市场中，户外服装占据46%的市场份额，户外工具、露营装备和户外鞋靴分别占比20%、17%、12%。

表 3：户外用品分类

户外用品分类	具体产品	定义
服装类	衣、裤、袜等	为户外运动专门制作的穿着于人体起保护和装饰作用的纺织产品
鞋类	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等	为户外运动专门制作的穿着于脚上直接与地面接触的产品
背包类	登山包、旅行包、骑行包、背架包等	为户外运动专门制作的用于容纳物品的单体独立的包裹类产品
装备类	帐篷、睡袋、衬垫、帷帐、家具等	为户外运动专门制作的在露营时提供保护的可折叠的产品
配件类	岩点、冰锥、眼镜、手表、GPS、炉具、灯具、刀具、绳索、锁具、登山杖、头盔、冰爪、安全带等	为户外运动专门制作的用于辅助运动的各种配件
器材类	自行车、船舶、滑翔伞等	为户外运动专门制作的大型机械性器具

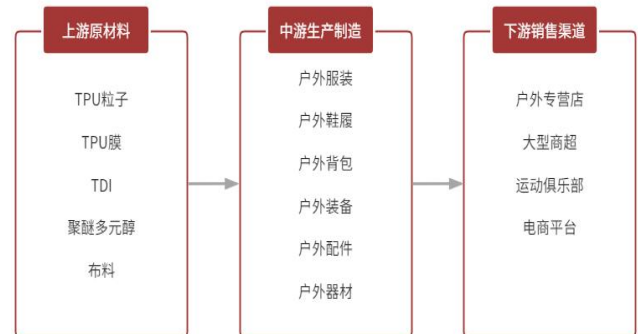
资料来源：公司招股说明书，COCA，山西证券研究所

图 15：中国户外用品市场结构（2019）



资料来源：COCA，观研天下，山西证券研究所

图 16：户外用品产业链



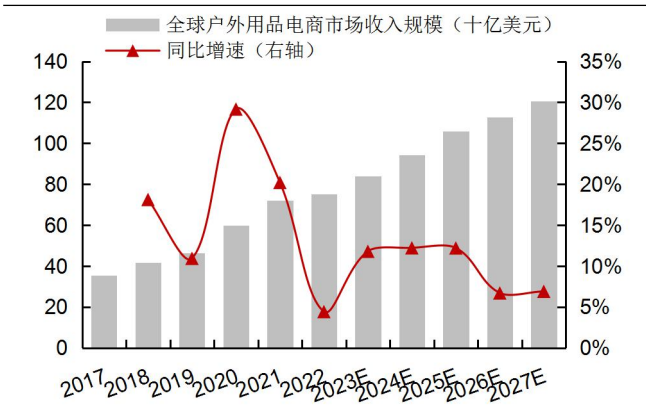
资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

## 2.1 国外户外运动用品行业发展成熟，需求稳定可持续

国外户外运动发展历史悠久，全球户外运动用品未来五年预计较快增长。欧洲户外运动历史悠久，最早诞生于 18 世纪，其户外产业发展具备得天独厚的优势，具体包括：1) 地形多样，户外运动资源丰富；2) 气候宜人，适合户外运动。欧洲大部分地区气候温和湿润、温带海洋性气候分布广；3) 户外运动起源早，群众基础良好。美国是全球户外体育运动发展最为成熟的国家之一，根据美国户外协会，2007-2021 年，美国 6 岁以上的居民中户外运动参与人数由 1.37 亿人增加至 1.64 亿人，参与率由 50%提高至 54%，户外运动的普及率已达到较高水平。根据 Statista，2022 年全球户外运动用品电商市场规模为 751.5 亿美元，2017-2022 年 CAGR 为 16.3%，预计 2027 年市场规模将达到 1207.0 亿美元，2022-2027 年 CAGR 为 9.9%，全球户外运动用品市场将以较高的复合增速继续增长。2022 年，美国、欧洲户外运动用品电商市场规模占全球比重

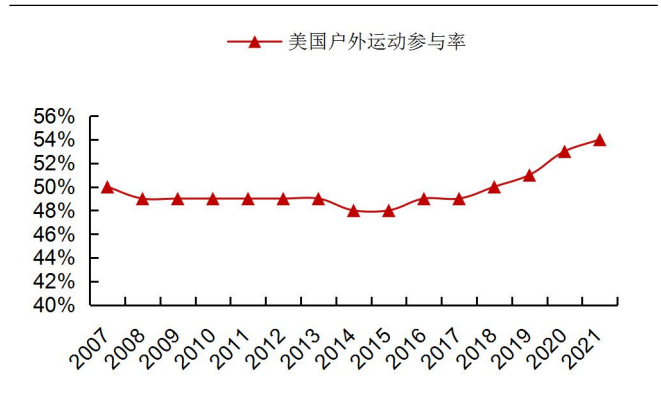
分别为 26.2%、25.0%。

图 17: 全球户外运动用品电商市场收入规模及同比增速



资料来源: Statista, 山西证券研究所

图 18: 美国户外运动参与率



资料来源: 美国户外产业协会, 山西证券研究所

陆地为户外运动主要场景，SUP 和保温箱包市场空间广阔。根据荣威国际招股说明书，2016 年，地上及山上休闲产品占全球整体户外休闲产品市场的 71.5%，水上用品占 18.4%，空中休闲产品占比 10.1%。公司产品主要涉及地上与水上户外运动场景。充气床垫方面，根据荣威国际招股说明书，2016 年，充气式户外休闲产品（包括气垫床、漂浮式产品、弹跳充气城堡、休闲船、便携移动式 spa、戏水池、滑水布，及其他相关玩具及产品）占整体户外休闲产品市场约 2%。根据 Statista，2021 年，全球充气床垫市场规模为 1.63 亿美元，预计到 2025 年达到 2.27 亿美元，CAGR 为 8.6%，充气床垫产品市场空间较小。SUP 浆板方面，根据 Statista，2015 年，全球 SUP 市场规模为 49.6 亿美元，2021 年，美国 SUP 参与者为 374 万人，参与率为 1.13%。SUP 浆板市场规模与充气床垫市场相比，空间更加广阔。保温箱包方面，保温箱即在户外用餐时使用的具有保温性能的箱包，国外的保温箱主要用于户外露营、垂钓、冷链运输等。根据中研网，2020 年，全球保温箱市场规模为 19.05 亿美元，中国保温箱市场规模为 2.3 亿美元。根据 QYRESEARCH，2020 年，全球保温箱市场规模为 124 亿元，预计 2026 年将达到 174 亿元，年均复合增速为 5.0%。

图 19: 全球户外休闲产品市场规模分类 (2016)

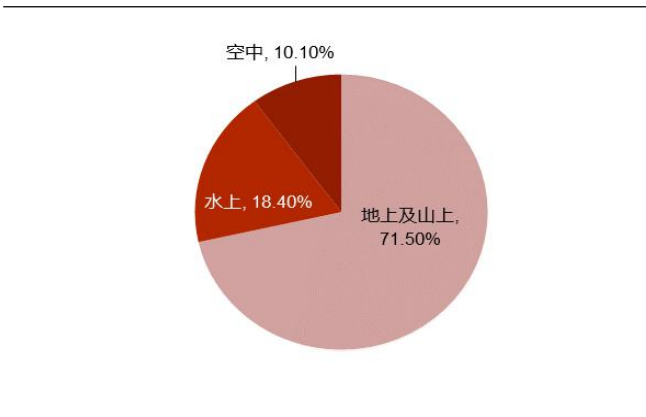
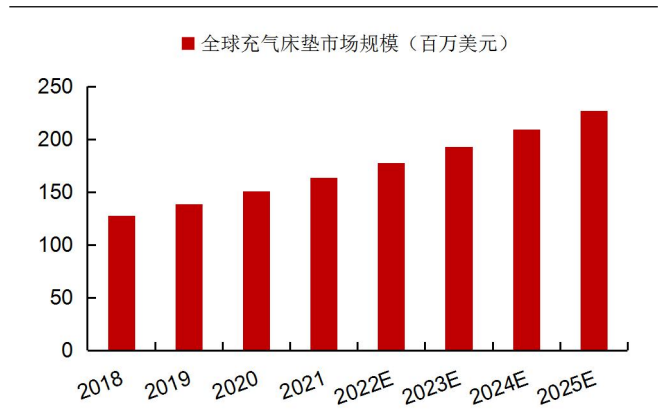


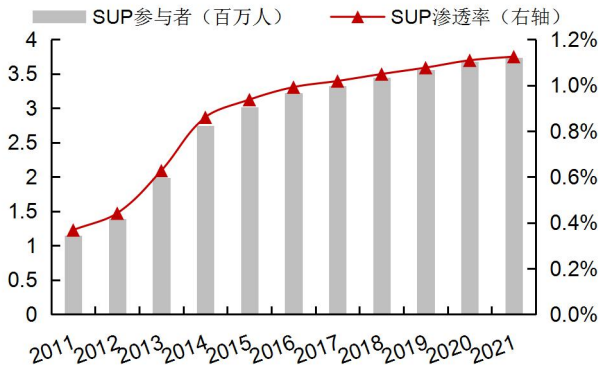
图 20: 全球充气床垫市场规模





资料来源：荣威国际招股说明书，山西证券研究所

图 21：美国 SUP 运动参与者及渗透率



资料来源：Statista, Wind, 山西证券研究所

资料来源：Statista，山西证券研究所

图 22：全球保温箱包行业市场规模

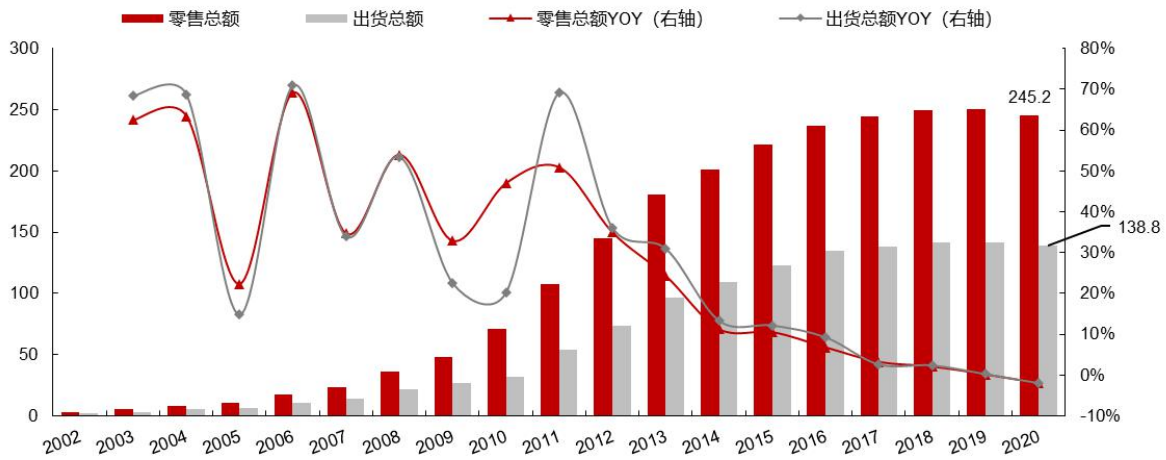


资料来源：中研网，QYRESEARCH，山西证券研究所

## 2.2 国内户外运动正兴起，渗透率及人均消费金额提升空间广阔

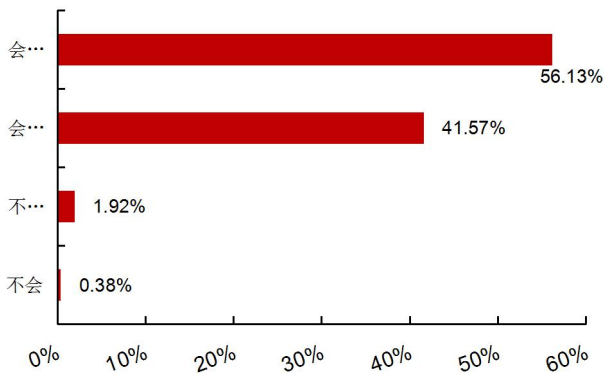
我国户外运动用品市场近年来平稳增长，人均收入/健康意识提升叠加政策催化助力市场扩容。根据 COCA，我国户外用品市场在 2002-2013 年期间高速增长，零售市场规模从 2002 年的 3.2 亿元增长至 2013 年的 180.5 亿元，期间复合增速为 44.3%。2014 年以来，行业增速开始放缓，进入稳定增长期，2014-2019 年零售市场规模复合增速为 4.5%，2020 年受疫情影响，户外用品零售市场规模同比下滑 2.0%至 245.2 亿元，出货总额同比下滑 2.0%至 138.8 亿元。我们持续看好我国户外运动需求的持续性，短期来看，根据南都民调中心 2022 年 7 月发布的《户外运动消费调查报告（2022）》，疫情后会继续参加户外运动的受访者占比超 9 成，其中接近 3 成表示会进入相关行业工作，接近 5 成表示会养成兴趣爱好。根据闻道网络《2022 精致露营行业市场洞察》，疫情结束后会继续经常去露营的受访者占比 56%，会继续去露营但频次下降的受访者占比 42%。中长期来看，我国户外运动参与人数与人均消费金额与欧美国家相比，均有较大的提升空间。根据《户外运动产业发展规划（2022—2025 年）》，截至 2021 年底，我国户外运动参与人数已超过 4 亿人，估算我国户外运动参与率超过 28%；根据扬州金泉招股说明书，我国户外活动年度人均消费额不足 20 元，欧美和亚洲发达国家的人均消费额在 300-800 元之间。伴随我国人均收入水平提升，居民健康意识提升，叠加国家政策鼓励与支持，我国户外运动的参与率与人均消费金额都具备提升空间。

图 23：我国户外用品市场规模（单位：亿元）及同比增速



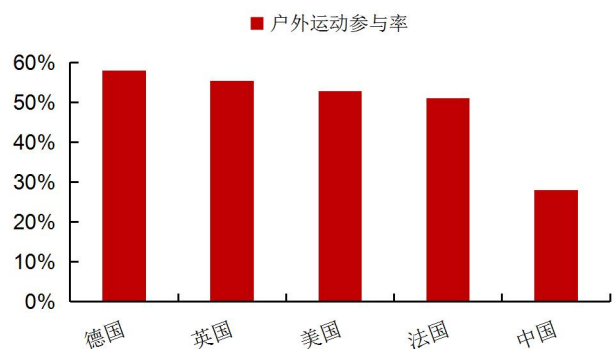
资料来源：COCA，公司招股说明书，前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 24：疫情结束后是否会经常去露营（2022 年 8 月发布）



资料来源：闻道网络《2022 精致露营行业市场洞察》，山西证券研究所（N=1500）

图 25：各国户外运动参与率



资料来源：观研报告，网易，山西证券研究所

表 4：我国户外运动产业相关政策

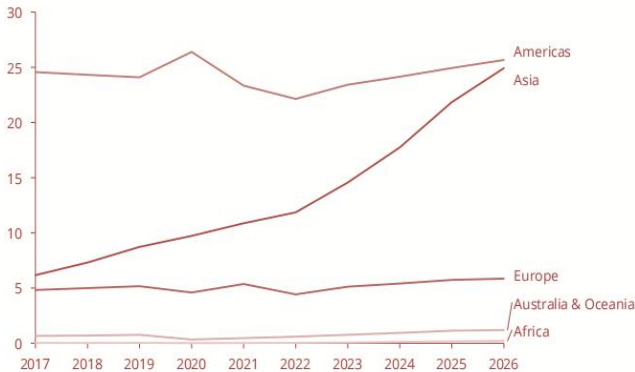
发布时间	发布机构	政策	主要内容
2019 年 9 月	国务院	《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	以资源禀赋为依托，引导足球、冰雪、山地户外、水上、汽车摩托车、航空等运动项目产业合理布局。分项目制定新一轮产业发展规划，加强相关基础设施建设，鼓励各地开发一批以攀岩、皮划艇、滑雪、滑翔伞、汽车越野等为代表的户外运动项目。
2021 年 10 月	国家体育总局	《“十四五”体育发展规划》	组织实施全民健身场地设施补短板工程，利用中央资金支持地方重点推进体育公园、全民健身中心、公共体育场、社会足球场、健身步道、户外运动公共服务设施建设。编制户外运动产业发展规划，重点发展冰雪、山地户外、水上、汽车摩托车、航空、自行车、马

发布时间	发布机构	政策	主要内容
2022年10月	国家体育总局、 发改委、工信部 等八部委	《户外运动产业发展规划 (2022-2025年)》	拉松、铁人三项等户外运动产业。 优化露营产品供给。鼓励开放郊野公园提供露营服务,在城市郊野、农村地区等建设更多露营基地,满足群众就近就便露营需求。推动露营基地完善配套服务设施,开展多种户外运动项目,鼓励在营地周边配套登山、徒步、骑行、垂钓、冰雪、赛车、马术、航空、水上等户外运动设施及服务,提高露营消费粘性。
2022年11月	文旅部、中央文 明办、发改委等 14家部委	《关于推动露营旅游休闲健 康有序发展的指导意见》	鼓励有条件的旅游景区、旅游度假区、乡村旅游点、环城游憩带、郊野公园、体育公园等,在符合相关规定的前提下,划出露营休闲功能区,提供露营服务。鼓励城市公园利用空闲地、草坪区或林下空间划定非住宿帐篷区域,供群众休闲活动使用。大力发展自驾车旅居车露营地、帐篷露营地、青少年营地等多种营地形态,满足多样化露营需求。
2023年3月	国家体育总局	《2023年群众体育工作要 点》	大力实施“新时代全民健身场地设施提升工程”,着力破解“健身去哪儿”难题;以举办全民健身大会、社区运动会和主题示范活动为引领,深入推动全民健身活动广泛开展;广泛调动各方力量,进一步推动“三大球”普及与发展等。
2023年5月	国家体育总局、 发改委、财政 部、住建部、人 民银行	《全民健身场地设施提升行 动工作方案(2023-2025年)》	到2025年,与城乡人民群众需求相适应、与人口要素相匹配的县(市、区)、乡镇(街道)、行政村(社区)三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖。常住人口20万以上的县级行政区至少建有一个公共体育场,或田径场、全民健身中心、体育公园、公共体育馆(以下简称五个一),乡镇(街道)全民健身场地器材短板得到补齐,行政村(社区)等公共场所全民健身器材进一步优化提升,健身步道、体育公园、户外运动设施等绿色便捷的全民健身新载体大幅增加。

资料来源:中国政府网,山西证券研究所

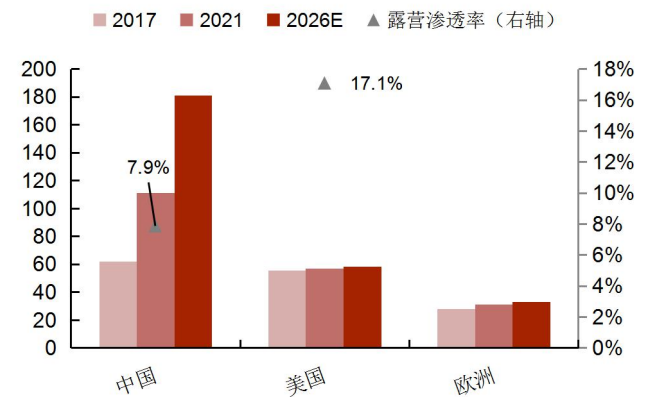
**我国为全球第二大露营市场,露营需求开启露营装备全盛时代。**根据 Statista, 2021 年全球露营市场规模为 400.7 亿美元, 预计 2026 年达到 578.5 亿美元, CAGR 为 7.6%, 分区域看, 目前美国为全球最大的露营市场, 2021 年市场规模为 228.5 亿美元, 占比 57.0%, 其次为我国, 市场规模为 98.1 亿美元, 占比 24.5%, 欧洲为 53.7 亿美元, 占比 13.4%。展望后续, 预计美国、欧洲 2017-2026 年露营市场规模以 0.1%、2% 的复合增速增长, 2026 年我国露营市场规模有望达到 178.2 亿美元, 2021-2026 年 CAGR 为 12.7%, 主要是量的贡献, 即露营渗透率的提升, 我国露营人数预计到 2026 年达到 1.81 亿人, 2021-2026 年 CAGR 为 10.3%。露营需求的持续增长开启露营装备全盛时代, 根据艾媒咨询 2022 年 5 月的调研, 41.9% 的受访者露营时会购买充气垫。根据闻道网络, 露营用户几乎都能接受单次超过 200 元以上的消费, 超过 7 成的用户露营可接受的消费处于 500 元以上的水平。我国露营整体还处于初级阶段, 渗透率不足 8%, 主要以公园、湖畔河边、城市近郊露营为主, 以家庭、亲子人群为主, 自带多类简单设备。

图 26：全球各区域露营市场规模比较（单位：十亿美元）



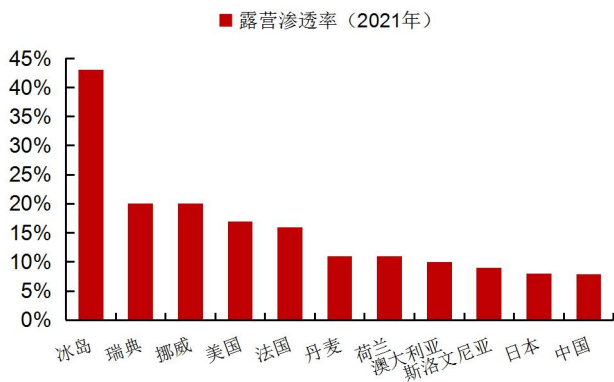
资料来源：Statista，山西证券研究所

图 27：我国/美国/欧洲露营人数（百万人）及渗透率



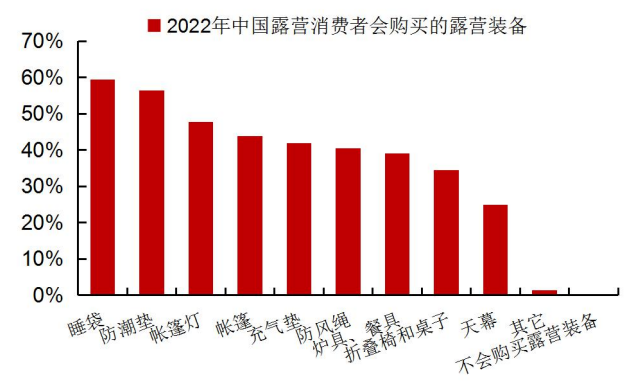
资料来源：Statista，山西证券研究所

图 28：2021 年露营渗透率前十国家及中国露营渗透率



资料来源：Statista，山西证券研究所

图 29：2022 年中国露营消费者会购买的露营装备



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所（注：N=2036，调查时间为 2022 年 5 月）

图 30：人均单次露营可接受的消费区间

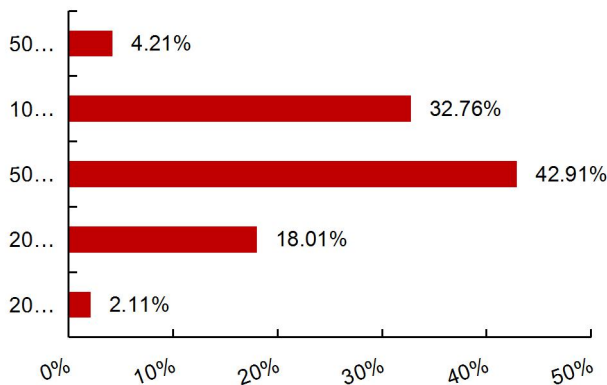
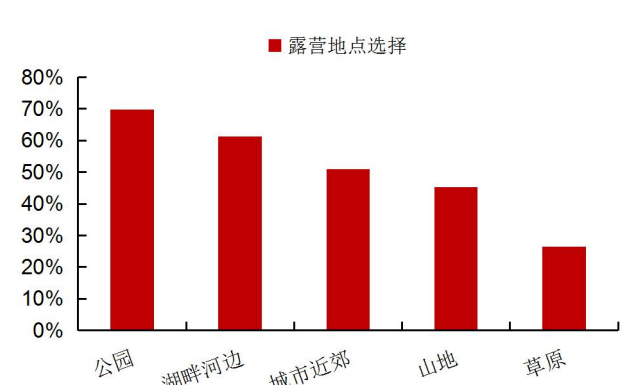


图 31：露营地点偏好

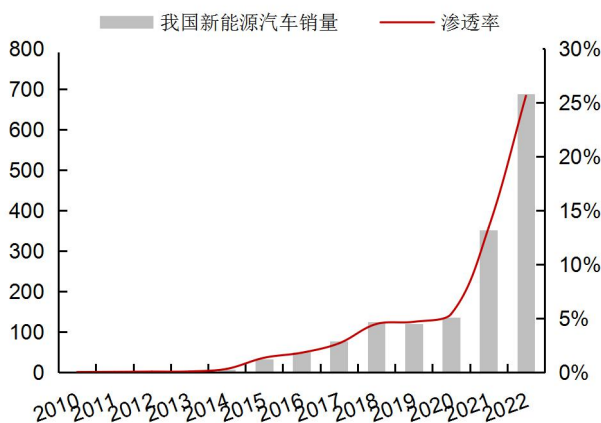


资料来源：闻道网络《2022 精致露营行业市场洞察》，山西  
证券研究所（N=1500）

资料来源：易观智库，山西证券研究所（2022 年 5 月调研，  
N=2000）

**新能源汽车“露营模式”，配套户外用品销售新渠道。**近两年来，我国新能源汽车产业快速发展，根据中国汽车工业协会，2022 年新能源汽车销量达到 688.7 万辆，同比增长 95.6%，占汽车新车总销量的 25.6%。2022 年 9 月，财政部、税务总局、工信部公告“对购置日期在 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间内的新能源汽车，免征车辆购置税”。2022 年 12 月 29 日，商务部新闻发言人表示，将着力稳定汽车消费，支持新能源汽车购买使用。工信部预计我国今年新能源汽车产销仍将保持较快增长态势。目前新能源汽车普遍具有“露营模式”，用于露营过夜、工作午休等场景。新能源汽车配套的户外用品主要通过“买车赠送”，车商城积分兑换，进入终端消费者。公司已合作多家新能源汽车企业，提供配套户外用品。

图 32：我国新能源汽车销量（万辆）及渗透率



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，山西证券研究所

图 33：新能源汽车放置充气床垫



资料来源：小红书，山西证券研究所

## 2.3 行业趋势：TPU 材料兼具性能及环保优势，我国为 TPU 最大生产国

**TPU 材料性能优于 PVC，兼具绿色环保优势。**根据美瑞新材招股说明书，TPU，中文名称为热塑性聚氨酯，最早由德国拜耳公司于 1958 年研制成功，中国大陆从 20 世纪 80 年代开始接触 TPU 生产技术，但一直未实现研发与工艺上的突破。90 年代以后，随着市场对 TPU 材料的需求增长，在欧、美、台资企业进入大陆后，大陆一些企业开始进行 TPU 的生产、销售，从产业生命周期看，国内 TPU 行业正处于成长期。与通用的塑料与橡胶材料相比，TPU 既有橡胶材料的高弹性，又有工程塑料的高强度，是一种绿色环保的新型高性能弹性体材料。TPU 具有其它塑料材料所无法比拟的耐高/低温、耐油/耐水、高透明等特性，使得它可用于众多户外用品，如防晒服、冲锋衣、运动鞋材、充气户外用品等。自 2011 年国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2011 年本）》以来，TPU 产业持续受到国家政策支持，2018 年国家统计局发布《战略

性新兴产业分类（2018）》，将 TPU 列入重点产品和服务领域。

表 5：TPU 材料的性能优势

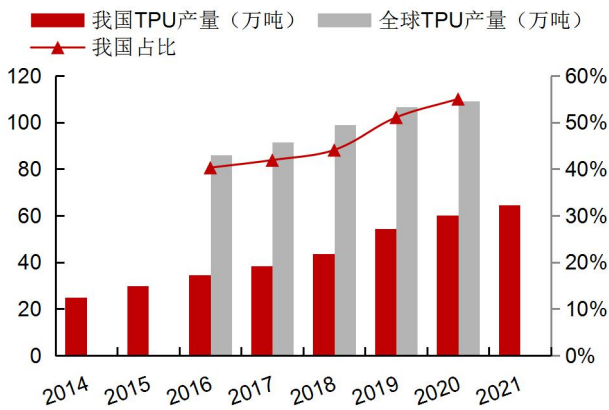
性能	具体优势
硬度	TPU 的硬度范围相当宽，通过改变 TPU 各反应组分的配比，可以得到不同硬度的产品，从邵氏 A50~D85，跨越了橡胶和塑料的硬度，并且在整个硬度范围内具有高弹性和耐磨性
机械性能	TPU 制品具有热塑性弹性体中较高的抗张强度、良好的弹性和抗冲击性能，以及优异的耐磨性能，综合机械性能在热塑性弹性体中较为突出，优势明显
耐高温/耐低温	TPU 的玻璃化转变温度低，特别是聚酯型 TPU 的玻璃化转变温度可达-60℃ 以下，可以在低至-40℃ 环境中依然保持良好的柔顺性和其他物理性能；常规聚酯型 TPU 可在-25℃ 环境中长期使用。同时，TPU 具有非常好的耐热稳定性，常规 TPU 可在 80℃ 以下环境中长期使用，部分产品可在 120℃ 环境中长期使用
加工性能好	TPU 可采用常规的热塑性材料的加工方法进行加工，如注塑、挤出、压延、流延、吹塑、粉末烧结等
环保性能突出	TPU 从化学构成角度主要分为聚酯、聚醚两种类型。聚醚型 TPU 具有较强的抗水解性和抗微生物性，而聚酯型 TPU 因有较强的水解性和微生物降解性，其自然降解性和环保特征较为明显，在特定条件下可在数月内完全分解。
高透明	在所有热塑性弹性体材料中，热塑性聚氨酯弹性体在透明度方面性能优异，这一透明度特性赋予了 TPU 材料更多的可设计特色，用于制备透明的玩具、装饰品、鞋服等个人消费品以及管材、薄膜等工业透明品等领域，透明性优势明显。
耐油、耐水性能	相比传统的丁腈橡胶和其它弹性体材料，TPU 具有优异的耐油性能，可应用于对耐油性有高要求的汽车、工业输送、液压、传动、密封等领域，具有极好的耐油寿命；同时，聚醚型 TPU 具有优异的耐水、耐菌性能，可以用于输送或者储运等有水的工作环境中，以及户外用品等高湿度工作环境中。
耐候性能	TPU 材料良好的耐高、低温性能和耐水、耐菌、抗老化和抗 UV 性能，统称为耐候性能，可用于众多户外消费品和工业品的生产

资料来源：美瑞新材招股说明书，山西证券研究所

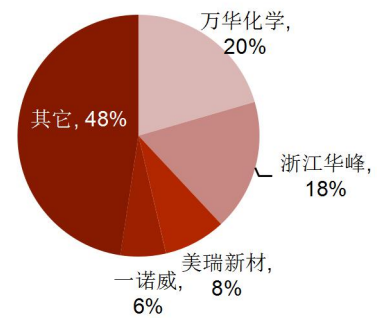
我国为 TPU 最大生产国，行业呈现“二超多强”格局。目前，我国为全球最大的 TPU 生产国，2020 年我国 TPU 产量为 60.1 万吨，占全球 TPU 产量比重的 55%。我国 TPU 上游生产环节呈现“二超多强”竞争格局，从产能分布看，根据一诺威招股说明书，2021 年我国 TPU 产能为 102.5 万吨，其中万华化学 21 万吨/年，占比 20%，华峰化学 18 万吨/年，占比 18%，美瑞新材 8.5 万吨/年，占比 8%，一诺威 6.2 万吨/年，占比 6%，公司上游原材料环节行业集中度偏低。公司采购的 TPU 粒子中，以耐水解性、机械强度更好的特殊聚酯型 TPU 粒子为主，通用聚酯型粒子为辅，2018-2020 年特殊聚酯型 TPU 粒子采购均价为 2.45、2.09、1.89 万元/吨。此前公司主要向路博润公司采购 TPU 粒子，出于成本优化考量，开始转向国内 TPU 厂商采购，以美瑞新材特殊聚酯型销售均价为例，成本预计下降 2000-3000 元/吨。

图 34：我国 TPU 产量及占全球比重

图 35：我国 TPU 产能分布（2021 年）

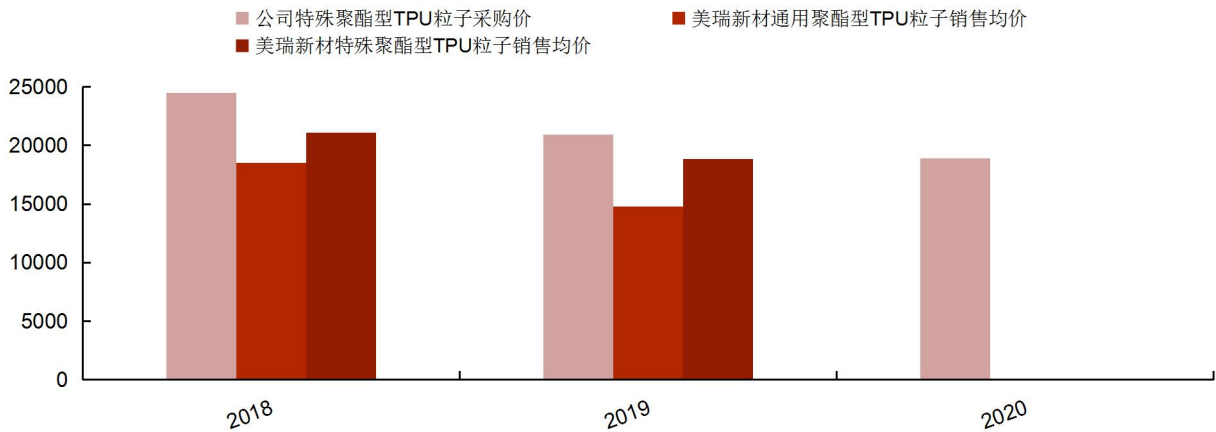


资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所



资料来源：一诺威招股说明书，山西证券研究所

图 36：公司特殊聚酯型 TPU 粒子采购价格高于美瑞新材销售均价（万元/吨）



资料来源：公司招股说明书，美瑞新材招股说明书，山西证券研究所

## 2.4 竞争格局：国外品牌占据户外用品高端市场，中游制造商规模接近

**品牌竞争格局：国外品牌占据户外用品高端市场。**目前国内户外用品市场上国内品牌和国际品牌众多，呈现出金字塔的竞争格局，顶级高端市场几乎被国外一线品牌垄断，主要代表品牌包括始祖鸟、猛犸象、攀山鼠等，高端品牌包括科勒曼、北极狐、SEA TO SUMMIT 等，中端品牌主要有哥伦比亚、狼爪、北面等；而其它品牌定位在大众市场，如迪卡侬、探路者、乐途、挪客等。

图 37：户外品牌竞争格局及代表性品牌



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

**中游制造商竞争格局：营收规模接近。**目前，公司主要产品包括充气床垫、防水箱包等，国内和公司业务接近的主要是牧高笛制造业务/扬州金泉/开润股份制造业务，整体而言，国内户外用品生产企业的营收规模接近，但是公司的毛利率较友商更高，盈利水平相对更好。

表 6：公司与主要户外运动用品企业

公司名称	地区	成立时间	业务	合作客户	营收规模	生产基地	产品
浙江自然	中国浙江	1992 年	制造	迪卡侬、SEA TO SUMMIT 等	2021 年 8.42 亿元	中国、越南、柬埔寨	充气床垫、防水箱包、头枕坐垫、水上用品等
牧高笛	中国浙江	2003 年	品牌+制造	迪卡侬、Go outdoors 等	2021 年 6.15 亿元	中国、越南、孟加拉	帐篷及装备类产品
扬州金泉	中国江苏	1998 年	制造	Coleman、VF 等	2021 年 7.76 亿元	中国、越南	帐篷、睡袋、户外服装、背包
开润股份	中国安徽	2005 年	品牌+制造	耐克、迪卡侬、惠普等	2021 年 14.6 亿元	中国、印尼、印度	背包、IT 包、拉杆箱
荣威国际	中国上海	1994 年	品牌+制造	全球连锁大型超市、体育用品专卖店等	2017 年 7090 万美元	中国、越南	地上水池及配件、水上运动产品、充气床/床垫、户外野营装备等
Therm-a-Rest	美国	1972 年	品牌	-	-	-	充气床垫、睡袋、枕头等
FENGYI	中国台湾	1994 年	制造	-	1800 万美元	-	充气床垫、枕头等

资料来源：公司招股说明书，各公司官网，山西证券研究所（注：牧高笛、开润股份营收规模为其 ODM/OEM 制造业务营收规模，荣威国际营收规模为客户品牌产品收入）

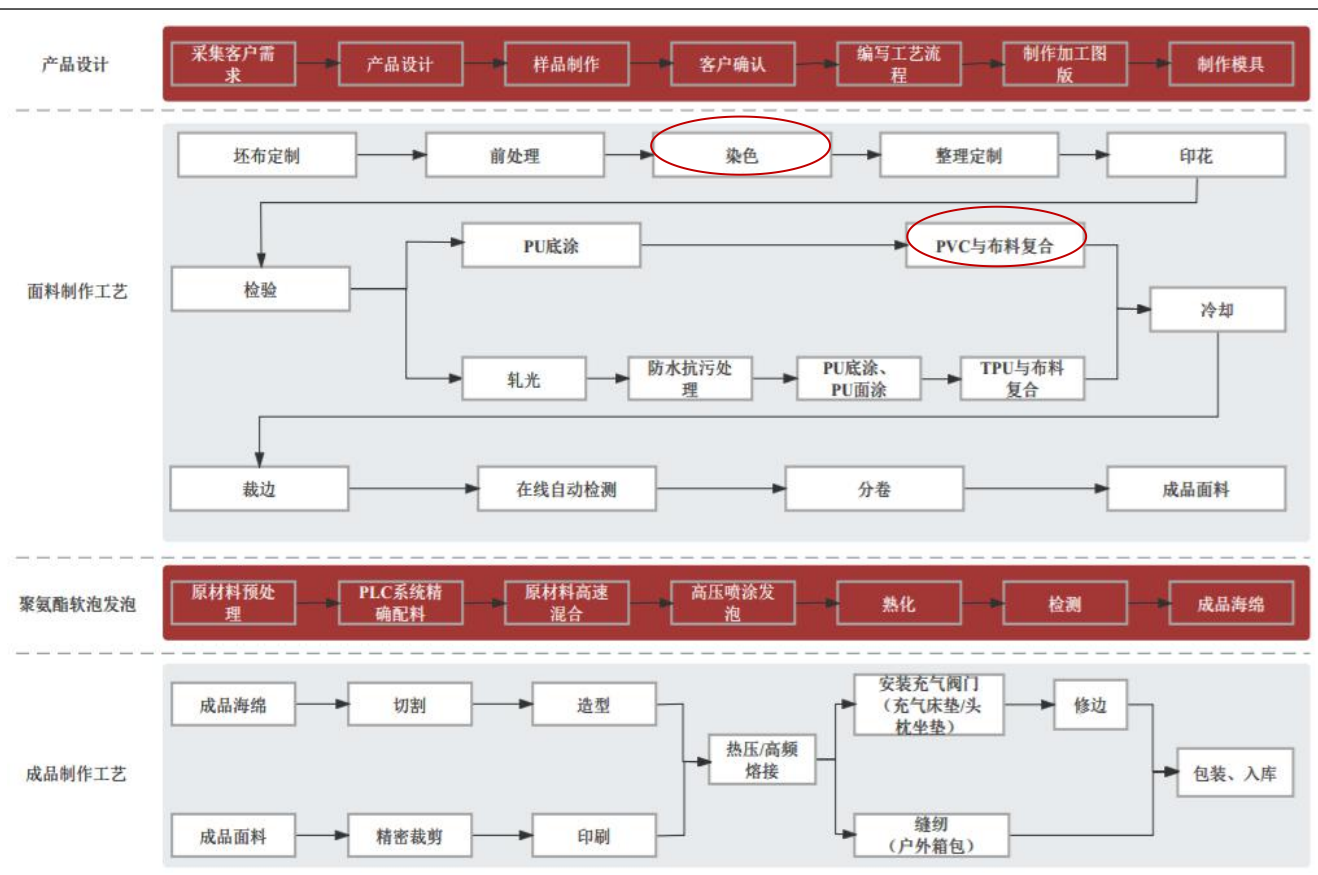


### 3. TPU 产品垂直一体化生产工艺，拓展新品类丰富优质客户资源

#### 3.1 垂直一体化生产工艺，公司盈利能力及产品交付质量得到保证

具备 TPU 膜生产能力向上游延伸，掌握熔接技术提升产品质量。公司充气床垫、户外箱包、头枕坐垫三项主要产品生产工艺基本相同，生产工艺分为四个阶段，产品设计、面料制作、聚氨酯软泡发泡、成品制作。在长期的生产经营过程中公司掌握了 TPU 薄膜生产、TPU 与面料复合技术、聚氨酯（PU）软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术，生产流程保持从源头开始介入，实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制。公司为国家高新技术企业，被认定为“浙江省高新技术企业研究开发中心”、“浙江省企业技术中心”。

图 38：公司生产工艺

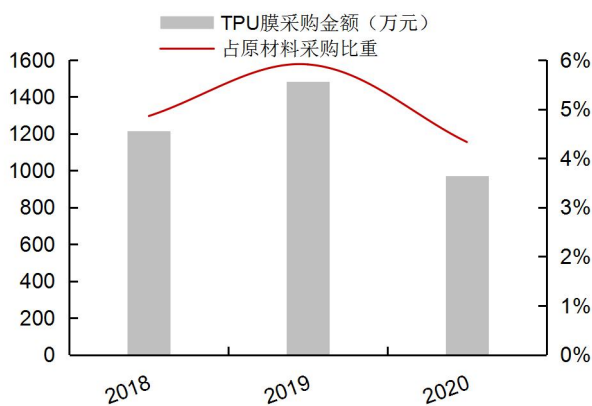


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所（注：染色、PVC 与布料复合为外协加工方式，其它工序为自主生产）

**TPU 面料制作：**首先，公司按客户需求定制好各种坯布，并对其进行前处理、染色、整理定型、印花等工序操作，检验后的布料经轧光、防水抗污处理、底涂、面涂后与 PVC 或 TPU 在线复合、冷却、裁边、

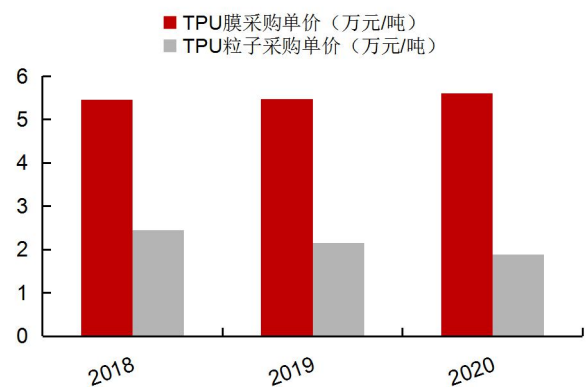
在线自动检测、分卷后成为成品面料。公司 2002 年开始生产 TPU 充气床垫,此前对外采购 TPU 膜,2018-2020 年 TPU 膜采购均价为 5.51 万元/吨,采购价格显著高于 TPU 粒子,2021 年上半年开始能够自主生产 TPU 膜(TPU 膜是在 TPU 粒子作为原材料的基础上,经过压延、流延、吹膜、涂覆等特殊工艺制成的成熟的环保材料),目前具备 4 条 TPU 膜生产线。公司具备两类 TPU 与面料复合技术工艺,根据不同的产品,采用不同的复合工艺。

图 39: 公司采购 TPU 膜金额及占原材料采购比重



资料来源: 公司招股说明书, 山西证券研究所

图 40: TPU 膜与 TPU 粒子采购单价



资料来源: 公司招股说明书, 山西证券研究所

表 7: TPU 复合面料主要生产工艺

	含义	劣势	优势
后贴	先制作 TPU 薄膜, 再与面料上胶复合	要对 TPU 薄膜再次加高温高压, 工艺控制不当会对薄膜产生损伤, 甚至出现细小破孔。国内很多小厂从薄膜厂购买 TPU 薄膜, 自身只完成上胶贴合的过程。	-
在线复合	在面料上涂胶水或不涂胶水, 直接把 TPU 流延在面料上	复合设备投资大, 技术要求高	将流体 TPU 薄膜一次性复合在面料上, 避免对薄膜损伤, 表面形状美观, 可以做出不同的线条。技术要求高。

资料来源: 搜狐网, 山西证券研究所 (注: 流延: 借助于辊筒间强大的剪切力, 并配以相应的加工温度使黏流态的物料多次受到挤压和延展作用, 最终成为具有宽度和厚度的薄片制品的一种加工方法)

**聚氨酯软泡发泡:** 聚氨酯软泡也是影响户外充气床垫质量的主要因素, 公司在 20 多年的生产中, 通过自身经验积累和自主研发, 形成了一系列提高回弹率及抗撕裂强度、降低压缩永久变形率的领先技术及工艺。公司自主生产海绵原材料, 有华东地区最大的海绵原材料 TDI 存储仓。

**成品制作:** 复合面料按图版进行精密裁剪、印刷, 成品海绵经过切割、造型后, 再通过高周波熔接、热压熔接等关键技术, 将复合面料或填充海绵块的面料经模具多重熔接成型。充气床垫、头枕坐垫产品安

装充气阀门后，最终经修边后检验、包装入库。户外箱包类产品经过缝纫、修边、检验、包装等工序后入库，公司根据选用面料不同选用不同的复合方式。

表 8：公司掌握的两种熔接工艺

	技术描述	公司优势
高周波熔接	高周波是指频率大于 100KHz 的电磁波，高周波贴合的原理是指利用高频电磁场使物料内部分子间互相激烈碰撞产生高温达到面料边缝贴合目的。	高周波熔接是公司主要的成品生产技术之一。公司有 20 余年的高周波加工经验，能自主开发制作各类高周波熔接模具并培养了一批熟练掌握高周波加工工艺的技术骨干。
热压熔接	利用热压机将填充海绵块的面料上下贴合在一起。	热压熔接成型是公司核心的成品生产技术之一。公司对热压的工艺、性能拥有较深的理解。掌握从热压产品开发设计、热压机设计、热压模具设计、制造到热压成型等全体系的技术。

资料来源：公司招股说明书，天台县人民政府，山西证券研究所

### 3.2 跻身迪卡侬战略合作伙伴，推出新品类丰富客户矩阵

深度合作第一大客户迪卡侬，合作规模快速增长。2008 年迪卡侬通过公开网络搜索了解到公司并开始接触，通过长期且严格的资质、能力等方面审查，双方于 2010 年正式签约合同并开始合作，公司主要通过 ODM 及 ODM 与 OEM 相结合的方式与迪卡侬进行合作。目前迪卡侬已成为公司第一大客户，2021 年收入占比为 28.98%，合作规模为 2.4 亿元，2018-2021 年公司来自迪卡侬的收入 CAGR 为 29.9%。公司与迪卡侬合作品类包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等，同时积极参与客户产品的设计与开发工作，利用自身多年的设计、开发和生产经验协助客户开发新产品，2019 年公司为迪卡侬推出足球门、30 升防水桶类产品，2020 年推出 3D 包边床、PVC 冲浪板。

图 41：公司前五大客户收入占比



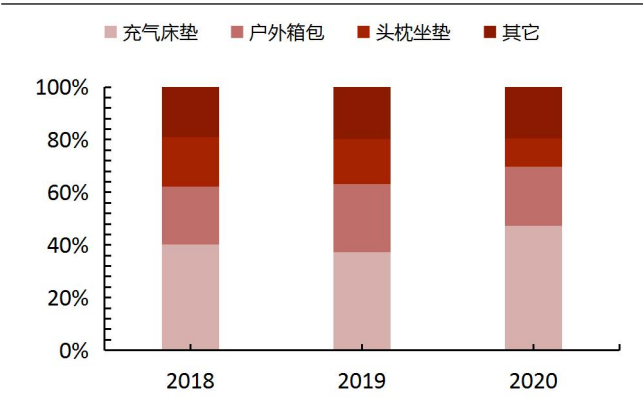
资料来源：公司招股说明书，公司公告，山西证券研究所

图 42：公司来自迪卡侬的收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，山西证券研究所

图 43：公司对迪卡侬分产品销售收入



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

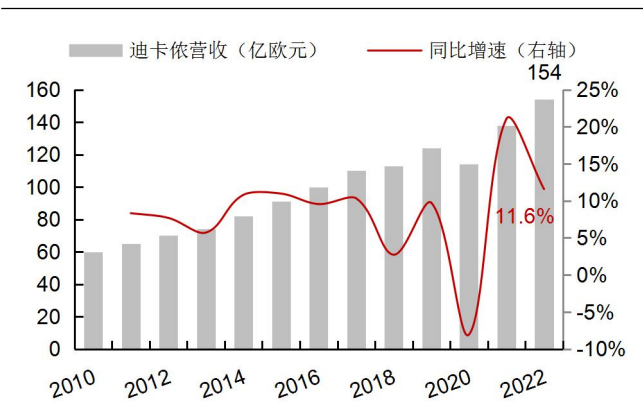
图 44：迪卡侬充气足球门产品



资料来源：迪卡侬官网，山西证券研究所

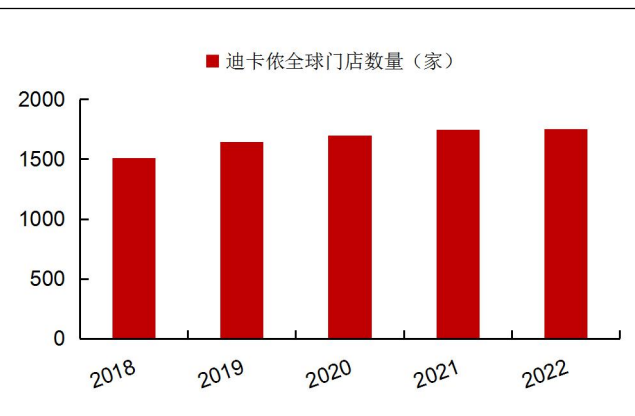
**迪卡侬营收增速稳健，公司为其熔接加工技术唯一战略合作伙伴。**迪卡侬 1976 年成立于法国，是全球知名综合体育用品集团，集运动用品研发、设计、生产、品牌、物流及全渠道销售为一体的全产业链公司，专注大众运动市场，已成为 2024 年巴黎奥运会官方合作伙伴。根据《迪卡侬 2022 年业绩报告》，2022 年公司营业额 154 亿欧元，同比增长 11.6%，净利润 9.23 亿欧元，同比增长 1.1%，2010-2022 年营收 CAGR 为 8.2%。截至 2022 年末，全球门店数量 1751 家，迪卡侬在全球运动市场的领先地位和持续的扩张节奏，为其扩大对供应商的产品采购规模奠定了坚实的基础。根据《迪卡侬 2020 年可持续发展报告》迪卡侬在全球共有 1339 个供应商，包括 45 个战略合作伙伴，采购量排名前 100 的供应商的平均合作时间为 11.2 年，公司是其唯一掌握热熔接加工技术的战略合作伙伴，预计与迪卡侬合作 SKU 数量超过 100 个，占迪卡侬熔接产品采购比例 10%以上。

图 45：迪卡侬营业收入及同比增速



资料来源：Statista，迪卡侬集团资讯中心，山西证券研究所

图 46：迪卡侬全球门店数量

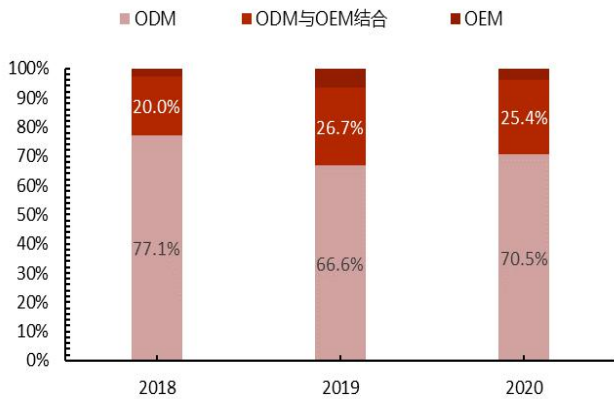


资料来源：迪卡侬集团资讯中心，山西证券研究所

**坚持研发投入，新品类研发能力支撑公司新客户拓展。**公司在多年的经营中，与全球 200 多个品牌建立了良好的合作关系，前五大客户收入占比历年来在 40%以上，2022 年由于内销业务发展迅速，CR5 客户

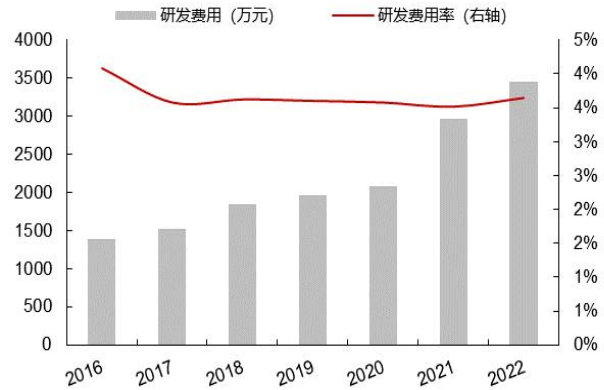
集中度同比提升 7.8pct。公司坚持以基础材料、产品、自动化设备为三个研发方向，研发费用占收入比重持续处于 3.5%以上，90%以上的产品由公司独立设计（ODM）或参与设计（ODM 与 OEM 结合），2022 年公司围绕 TPU 复合箱包面料、车用充气床垫、充气水上用品、硬质保温箱等重点项目展开工作，取得了显著的成绩，为新客户拓展与老客户新品类打下基础。2023 年，硬质保温箱产品开始量产出货。

图 47：90%以上户外运动用品收入由公司负责或参与设计



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 48：公司研发费用金额及研发费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 9：公司合作客户

客户名称	客户性质	合作品类	公司地位	合作时间	客户简介
SEA TO SUMMIT	品牌商	充气床垫、头枕坐垫	前十大供应商	2012 年	澳大利亚运动户外品牌
REI	零售商	充气床垫、头枕坐垫、户外箱包	供应商排名 15 名左右	2013 年	美国户外用品零售商，产品包括各类户外运动用品，产品种类齐全，拥有 1900 万会员
Exxel	品牌商	充气床垫	前五十大供应商	2013 年	全球领先的创新户外娱乐用品生产及品牌商。其拥有多个自有品牌及丰富的产品结构，主要产品包括睡袋、帐篷、气床等
Super Retail Group	零售商	充气床垫、头枕坐垫、户外箱包、其它	前一百大供应商	2016 年	澳大利亚最大的零售商之一，主要产品包括户外休闲用品、运动用品和汽车零部件及配件等。
LSO LP	买手	充气床垫	前十大供应商	2010 年	为 Costco、Walmart、Dick's、LLbean 等美国超市采购各类产品
Balluck Outdoor Gear Corp.	买手	充气床垫、头枕坐垫	前十大供应商	2009 年	为美国高端户外品牌采购各类产品
Flextrade	零售商	充气床垫、头枕坐垫	前一百大供应商	2011 年	德国知名户外运动产品贸易商，为全球客户提供户外、运动、健身等设备

客户名称	客户性质	合作品类	公司地位	合作时间	客户简介
Coleman	品牌商	-	-	-	美国户外品牌
IGLOO	品牌商	硬质保温箱	-	-	美国保温箱领域知名品牌
历德超市	零售商	-	供应商排 名一百以 上	2006年	欧洲知名的连锁零售企业，在全 球拥有 1,000 家以上门店
Kathmandu	品牌商	-	-	-	新西兰专业户外运动品牌
INTERSPORT	零售商	-	-	-	瑞士体育用品零售集团

资料来源：公司招股说明书，公司公告，山西证券研究所

### 3.3 募投项目保障国内产能持续扩张，越南/柬埔寨建厂开启全球化布局

**越南、柬埔寨建厂，全球化产能布局。**2021年5月公司在上交所主板上市，为满足公司在产能扩张、研发实力提升、拓展海外布局、补充流动资金方面的需求，募集资金总额 7.88 亿元，募集资金净额 7.24 亿元，用于：改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目、户外用品自动化生产基地改造项目、户外用品技术研发中心建设项目、越南户外用品生产基地建设项目和补充流动资金项目。目前，公司在浙江天台、越南、柬埔寨均有产能布局，越南主要负责 SUP 水上用品、少部分防水软包的生产，柬埔寨主要负责硬质保温箱、防水软包的生产，国内侧重传统充气床垫产品的生产。

表 10：公司 IPO 募集资金使用情况

募投项目	建设期	总投资	爬坡期	位置	项目进度	预定可使用 状态日期	用途
改性 TPU 面料及户外用品 智能化生产基地建设项目	42	4.75	36	浙江省台州市 天台县	54.92%	2024 年 10 月	生产 TPU 面 料及充气 床等产品
户外用品自动化生产基地 改造项目	44	1.88	36	浙江省台州市 天台县	36.10%	2024 年 12 月	生产防水 包、防水 袋、充气垫 等产品
户外产品技术研发中心建 设项目	42	1.11	-	暂未确定	0.0%	-	提升公司 研发实力
越南户外用品生产基地建 设项目	18	0.68	-	越南河南省 平陆区	100.00%	2022 年 10 月	发挥国内 外生产协 同效应
补充流动资金项目	-	1.50	-	-	-	-	

资料来源：公司公告，山西证券研究所（注：建设期和爬坡期单位均为“月”，总投资单位为“亿元”，项目进度为截至 2022 年末情况）

2022 年，公司充气床垫、防水箱包、头枕坐垫、其它产品的产量分别为 445.4、246.5、234.4、130.1 万

件。根据天台县人民政府 2019 年 11 月披露的建设项目环境影响表，**改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目**采用自主研发的 TPU 膜配方和先进的 PID 恒温控制系统，通过在线淋膜、高周波熔接等技术或工艺，购置多层聚氨酯薄膜高精全自动生产线、TPU 面料涂层机、复合机、热压机等国内外先进设备，预计达产后可形成年产 TPU 复合面料 2100 万米、TPU 充气床（无海绵）300 万条的生产能力。**户外用品自动化生产基地改造项目**主要采用高周波熔接、缝纫等技术或工艺，购置高周波机、热压机等设备。在原有土地上拆除原有老旧厂房，新建高频及缝纫厂房等，新增建筑面积合计 53768m<sup>2</sup>，新增年产 100 万张自动充气垫、180 万只防水包/防水袋、100 万只枕头、100 万只坐垫、70 万套眼罩/足球门/手机袋等产品的生产能力。我们预计上述两个项目达产后，公司年产 TPU 面料 2100 万平方米、充气床垫 900 万件、头枕坐垫 600 万件、防水箱包 380 万件和 100 万件其它产品。在海外产能扩充方面，根据公司 2022 年报，公司将利用越南大自然户外用品生产基地、柬埔寨美御塑胶科技的新增产能，谋求防水箱包、保温箱品类更高的市场占有率。

表 11：公司各产品生产情况汇总（年产规模单位：TPU 面料为“万米”，其它产品为“万件”）

产品名称	产量（万件）			募投项目达产后 年产规模	涉及项目
	2020	2021	2022		
TPU 面料				2100	改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目
自动充气床（垫）				600	户外用品自动化生产基地改造项目
TPU 充气床（无海绵）	325.49	454.64	445.45	300	改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目
坐垫				300	户外用品自动化生产基地改造项目
枕头	139.63	195.4	234.36	300	户外用品自动化生产基地改造项目
防水箱包	110.35	196.60	246.47	380	户外用品自动化生产基地改造项目
其它产品	59.86	116.45	130.09	100	户外用品自动化生产基地改造项目

资料来源：天台县人民政府，公司招股说明书，公司公告，山西证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

**营业收入：**预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 9.60、11.29、13.09 亿元，同比增长 1.5%、17.6%、16.0%。其中，预计充气床垫产品营收 6.66、7.75、8.84 亿元，同比下降 3.2%、增长 16.3%、增长 14.1%；防水箱包营收 1.51、1.94、2.46 亿元，同比增长 18.5%、28.8%、26.7%；预计头枕坐垫产品营收 0.82、0.90、0.99 亿元，同比增长 10.0%、10.0%、10.0%；预计其它主营产品营收 0.60、0.70、0.80 亿元，同比增长 10.0%、15.0%、15.0%。

**毛利率：**结合 2023 年公司产能利用率下滑、2023-2025 年柬埔寨硬质保温箱产品产能爬坡、公司原材

料国产化、推进降本增效措施因素影响，预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 36.2%、36.3%、36.4%。

**费用率：**2023-2025 年，考虑公司在户外运动用品细分领域的领先地位，叠加持续开拓新客户，预计公司销售费用率为 1.50%/1.48%/1.46%。考虑公司柬埔寨生产基地硬质保温箱、防水软包产能陆续投产，管理半径扩大，但随着公司产能扩张，规模效应仍有释放空间，预计管理费用率为 5.24%/5.23%/5.22%。考虑公司持续加大研发投入，响应客户新品开发需求，提升客户合作粘性，预计研发费用率分别为 3.68%/3.70%/3.72%。

**归母净利润：**综上，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.27/2.67/3.11 亿元，同比增长 6.6%/17.8%/16.2%。

表 12：公司盈利预测拆分（营收单位：万元；销售数量单位：万件；销售单价单位：元/件）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>充气床垫营收</b>	<b>37029</b>	<b>37662</b>	<b>43203</b>	<b>63566</b>	<b>68811</b>	<b>66623</b>	<b>77469</b>	<b>88415</b>
YOY		1.7%	14.7%	47.1%	8.3%	-3.2%	16.3%	14.1%
占比	72.8%	69.1%	74.3%	75.5%	72.8%	69.4%	68.6%	67.5%
<b>销售数量</b>	<b>380</b>	<b>353</b>	<b>381</b>	<b>423</b>	<b>435</b>	<b>408.54</b>	<b>465.74</b>	<b>526.29</b>
YOY		-7.1%	8.1%	11.0%	2.7%	-6.0%	14.0%	13.0%
<b>销售单价</b>	<b>97.56</b>	<b>106.80</b>	<b>113.30</b>	<b>150.15</b>	<b>158.32</b>	<b>163.07</b>	<b>166.33</b>	<b>168.00</b>
YOY		9.5%	6.1%	32.5%	5.4%	3.0%	2.0%	1.0%
毛利率	36.4%	42.0%	44.7%	42.7%	41.7%	42.0%	42.2%	42.4%
<b>户外箱包营收</b>	<b>6529</b>	<b>6984</b>	<b>6930</b>	<b>11059</b>	<b>12737</b>	<b>15087</b>	<b>19424</b>	<b>24608</b>
YOY		7.0%	-0.8%	59.6%	15.2%	18.5%	28.8%	26.7%
占比	12.8%	12.8%	11.9%	13.1%	13.5%	15.7%	17.2%	18.8%
<b>销售数量</b>	<b>119</b>	<b>116</b>	<b>119</b>	<b>185</b>	<b>229</b>	<b>263</b>	<b>329</b>	<b>405</b>
YOY		-3.1%	2.8%	55.9%	23.5%	15.0%	25.0%	23.0%
<b>销售单价</b>	<b>54.73</b>	<b>60.43</b>	<b>58.32</b>	<b>59.69</b>	<b>55.65</b>	<b>57.32</b>	<b>59.04</b>	<b>60.81</b>
YOY		10.4%	-3.5%	2.4%	-6.8%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	25.6%	27.2%	28.6%	26.4%	20.6%	21.0%	22.0%	23.5%
<b>头枕坐垫营收</b>	<b>4535</b>	<b>6415</b>	<b>4054</b>	<b>5571</b>	<b>7455</b>	<b>8201</b>	<b>9021</b>	<b>9923</b>
YOY		41.5%	-36.8%	37.4%	33.8%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	8.9%	11.8%	7.0%	6.6%	7.9%	8.5%	8.0%	7.6%
<b>销售数量</b>	<b>212</b>	<b>209</b>	<b>134</b>	<b>188</b>	<b>235</b>	<b>259</b>	<b>285</b>	<b>313</b>
YOY		-1.3%	-36.0%	40.1%	25.4%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>销售单价</b>	<b>21.39</b>	<b>30.64</b>	<b>30.24</b>	<b>29.67</b>	<b>31.66</b>	<b>31.66</b>	<b>31.66</b>	<b>31.66</b>
YOY		43.3%	-1.3%	-1.9%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.5%	43.0%	39.7%	28.7%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
<b>其他主营业务营收</b>	<b>2755</b>	<b>3419</b>	<b>3836</b>	<b>4015</b>	<b>5498</b>	<b>6048</b>	<b>6955</b>	<b>7998</b>
YOY		24.1%	12.2%	4.7%	36.9%	10.0%	15.0%	15.0%
占比	5.4%	6.3%	6.6%	4.8%	5.8%	6.3%	6.2%	6.1%
毛利率	40.7%	35.1%	19.6%	24.7%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%



总营收	50852	54495	58134	84244	94580	95958	112869	130944
YOY		7.2%	6.7%	44.9%	12.3%	1.5%	17.6%	16.0%
毛利率	35.1%	39.8%	40.7%	38.8%	36.6%	36.2%	36.3%	36.4%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

基于以上假设及盈利预测，公司 7 月 4 日收盘价 30.26 元对应 2023-2024 年 PE 为 18.9/16.0 倍。公司为垂直一体化户外运动用品制造龙头，长期合作迪卡侬等国际户外运动用品优质公司，在传统充气床垫产品方面，营收占有绝对优势，且盈利能力稳定。同时，公司积极拓展市场规模更大的硬质保温箱、SUP 水上用品、家用充气床垫等产品，在东南亚建设产能，加深现有客户合作广度，丰富合作客户矩阵，打开自身成长空间。首次覆盖，给予公司“买入-B”评级。

表 13：可比公司估值

公司名称	证券代码	总市值 (亿元)	收盘价(元)	EPS (元)			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
牧高笛	603908.SH	32.00	47.99	2.11	2.51	3.34	28.9	19.1	14.4
扬州金泉	603307.SH	32.24	48.12	4.76	3.91	4.49	-	12.3	10.7
开润股份	300577.SZ	39.78	16.59	0.20	0.64	0.86	81.6	26.0	19.2
浙江自然	605080.SH	42.84	30.26	2.11	1.60	1.89	22.4	18.9	16.0

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：时间截至 2023 年 7 月 4 日，浙江自然 EPS 为本报告预测，其它公司为 Wind 一致预期）

## 5. 风险提示

### 原材料价格大幅波动的风险

公司生产所用的主要原材料包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等，原材料价格受国际经济形式、石油价格、各国进出口政策、供求关系等多方面因素影响，2021 年，直接材料占公司营业成本比重为 69.35%，原材料采购价格大幅波动对公司盈利能力影响较大。

### 汇率大幅波动的风险

公司以外销业务为主，2022 年外销业务收入占比为 74.34%，外销业务主要以美元结算，人民币相较于美元的大幅升值将对公司出口产品的价格竞争力和汇兑损益带来不利影响。

### 核心客户订单不及预期风险

公司以 OEM、ODM、OEM/OED 相结合方式的业务为主，2022 年公司前五大客户营收占比为 51.97%，若

核心客户订单下达不及预期，对公司销售收入及产能利用率均带来不利影响。

### 行业竞争加剧的风险

伴随全球户外运动用品市场的快速发展，一方面，国外户外运动用品企业逐步加大对本地市场的开发与投入；另一方面，随着中国社会经济的不断进步及户外运动用品行业的进一步发展，未来将有更多国有及民营企业和资本进入户外运动用品领域，利用自身优势积极开拓国内外市场，使公司在国内外面临较为激烈的市场竞争。公司可能因行业竞争加剧出现盈利能力下滑的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1300	1350	1592	1755	2034
现金	542	451	889	848	1067
应收票据及应收账款	131	134	137	175	192
预付账款	4	6	5	7	8
存货	255	258	253	338	359
其他流动资产	368	500	307	387	409
<b>非流动资产</b>	527	640	647	705	761
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	361	353	395	441
无形资产	114	172	192	204	219
其他非流动资产	63	107	102	106	100
<b>资产总计</b>	1826	1990	2239	2460	2795
<b>流动负债</b>	188	184	231	219	288
短期借款	0	0	4	1	2
应付票据及应付账款	136	116	174	148	223
其他流动负债	52	68	53	70	63
<b>非流动负债</b>	19	21	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	21	20	20	20
<b>负债合计</b>	207	205	251	238	308
少数股东权益	0	-2	-3	-5	-9
股本	101	101	142	142	142
资本公积	952	952	911	911	911
留存收益	567	734	936	1164	1436
归属母公司股东权益	1620	1787	1991	2227	2496
<b>负债和股东权益</b>	1826	1990	2239	2460	2795

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	143	228	269	153	338
净利润	220	209	225	265	307
折旧摊销	25	34	34	37	43
财务费用	0	-16	-9	-16	-21
投资损失	-25	-8	-13	-15	-12
营运资金变动	-89	-23	31	-122	18
其他经营现金流	12	33	1	4	4
<b>投资活动现金流</b>	-458	-395	182	-175	-99
<b>筹资活动现金流</b>	714	-44	-14	-18	-20
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.50	1.60	1.89	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.61	1.90	1.08	2.39
每股净资产(最新摊薄)	11.44	12.62	14.07	15.73	17.63

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	842	946	960	1129	1309
营业成本	516	600	613	719	832
营业税金及附加	6	10	8	10	12
营业费用	12	14	14	17	19
管理费用	43	50	50	59	68
研发费用	30	34	35	42	49
财务费用	0	-16	-9	-16	-21
资产减值损失	-3	-18	-4	-5	-5
公允价值变动收益	-7	-6	-0	-4	-4
投资净收益	25	8	13	15	12
<b>营业利润</b>	252	240	259	305	355
营业外收入	5	12	8	8	9
营业外支出	1	5	2	3	4
<b>利润总额</b>	256	246	264	310	360
所得税	36	38	38	45	53
<b>税后利润</b>	220	209	225	265	307
少数股东损益	0	-4	-2	-2	-4
<b>归属母公司净利润</b>	220	213	227	267	311
EBITDA	265	266	277	321	375

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	44.9	12.3	1.5	17.6	16.0
营业利润(%)	39.7	-4.9	7.9	18.1	16.2
归属于母公司净利润(%)	37.6	-3.0	6.6	17.8	16.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.8	36.6	36.2	36.3	36.4
净利率(%)	26.1	22.5	23.6	23.7	23.7
ROE(%)	13.6	11.7	11.3	11.9	12.3
ROIC(%)	12.7	11.0	10.4	10.9	11.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.3	10.3	11.2	9.7	11.0
流动比率	6.9	7.3	6.9	8.0	7.1
速动比率	5.5	5.9	5.8	6.4	5.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.5	7.1	7.1	7.2	7.1
应付账款周转率	4.4	4.8	4.2	4.5	4.5
<b>估值比率</b>					
P/E	19.5	20.1	18.9	16.0	13.8
P/B	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.8	12.5	11.2	9.5	7.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

