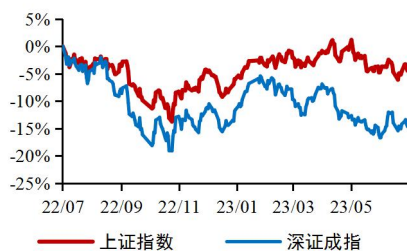


信义山证汇通天下

研究早观点

2023 年 7 月 7 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【山证轻纺】浙江自然深度报告-垂直一体化户外运动用品制造龙头，扩品类打开成长空间

【宏观策略】库存周期

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,205.57	-0.54
深证成指	10,968.37	-0.55
沪深 300	3,842.75	-0.67
中小板指	7,156.70	-0.52
创业板指	2,192.19	-0.91
科创 50	1,002.11	-0.36

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,922.26	-1.07
纳斯达克综合	13,679.04	-0.82
标普 500	4,411.59	-0.79
巴黎 CAC40	7,082.29	-3.13
德国法兰克福 DAX	15,528.54	-2.57
日经 225	32,773.02	-1.70
恒生指数	18,533.05	-3.02

资料来源：最闻



【今日要点】

【山证轻纺】浙江自然深度报告-垂直一体化户外运动用品制造龙头，扩品类打开成长空间

王冯 wangfeng@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。

【宏观策略】库存周期

张治 zhangzhi@sxzq.com

- 我们认为，A 股市场 4 月中旬以来重心下移的格局尚未改变，在缺乏增量资金的条件下，大盘指数过去一个月的努力反弹，始终受制于投资者的平均持仓成本。
-
- 6 月份我们指出，下半年 A 股市场向上弹性的修复和增强，主要来自库存周期的演绎，并且市场在结构上的高度偏离，会有所弱化。
-
- 我们判断，本轮库存周期始于 2022 年底，大约可以延续到 2023 年一季度。但由于需求不足，上半年主要表现为降价去库存。其中，最大的库存压力在房地产，但一线城市出现 30% 的跌幅后，杀跌动能至少短期趋缓；新能源产能过剩较为普遍，但上游原材料已跌至现金成本，下游需求可望修复。
-
- 制造业，去库存相对领先的是家电、家居、汽车、纺服；消费电子、半导体滞后；食品饮料、医疗服务的估值系统性下修计入后半程，预期主要通过业绩来填估值。
-

- 去库存阶段，高分红策略依然有效，继续相对看好三大运营商、两桶油、核电。周期及金融弹性的增强主要在补库存阶段，电力与之负相关。
-
- 政策方面，一致预期今年以稳为主。未来破局点的排序，判断地方财政优先级高于地产和消费，由此带来对银行股的忧虑，可能有利于底部的最终完成和确认。
-
- 市场比较，维持春节以来，美股>A股>港股的判断，中小成长未来3-5年主导性风格不变。
-
- 风险提示：经济增长继续低于预期走弱

值周研究员:

李召麒 执业登记编码: S0760521050001 电话: 010-83496307 邮箱: lizhaoqi@sxzq.com

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。本报告清晰准确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。

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

