

证券研究报告—深度报告

基础化工

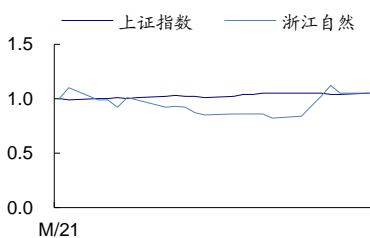
化学制品

浙江自然(605080)
买入

合理估值: 69-80 元 昨收盘: 47.03 元 (首次评级)

2021年06月08日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	101/25
总市值/流通(百万元)	4,756/1,189
上证综指/深圳成指	3,600/14,863
12个月最高/最低(元)	51.35/36.11

证券分析师: 黄盈

 电话:
 E-MAIL: huangying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010003

证券分析师: 姜明

 电话:
 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

户外运动新兴龙头, 开启新一轮成长曲线

● 公司深耕户外用品行业, 主要产品为基于热熔接技术的床垫等产品

公司的产品基于 TPU 几项核心技术: TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等, 公司将以上技术应用于户外运动领域, 当前的主要产品体系包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品, 主要从事其研发、设计、生产与销售。公司主要客户包括迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等海内外著名运动品牌及商超渠道。

● 基于研发与技术实力, 产品类型有望快速扩充

我们认为公司在 TPU 面料核心技术上的积累有望在多个品类上复制, 公司专有的研发团队对于面料、工艺的理解深刻, 积累了多项专利技术, 当前的研发项目并不局限于公司现有的产品。另外, 公司和迪卡侬等海外头部户外用品品牌多年合作, 关系稳定, ODM 行业的特点决定了以销定产的形式更为广泛, 因此新品类的需求风险较小。我们认为其未来的产品线扩充将会快于市场的预期。

● 产能增长有望快于预期, 支撑公司业绩成长

公司过去的成长掣肘为产能扩张速度有限。上市后, 公司多个募投项目将支撑产能进一步加大。我们认为公司的产能扩张可能快于预期, 我们通过分拆过去几年公司的固定资产与在建工程后发现, 已有部分在建工程转固, 2020 年公司固定资产房屋建筑物增加 316%、机器设备增加 125%, 预计 TPU 面料产线已经进入预定可使用状态, 我们相信新增产能有望支持公司的中期成长。

● 风险提示

估值合理性风险; 订单低于预期风险; 产能扩张不及预期风险;

● 首次覆盖给予“买入”评级

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.2、3.0、3.9 亿, 对应当前股价 PE 分别为 22、16、12x, 20-23 年复合增长 35%, 我们认为公司股票价值在 70-81 亿元之间, 2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 37 倍, 相对于公司目前股价有 46%-69% 溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	811	1,137	1,514
(+/-%)	7.2%	6.7%	39.4%	40.3%	33.1%
净利润(百万元)	131	160	220.03	300.51	392.97
(+/-%)	60.9%	21.4%	37.9%	36.6%	30.8%
摊薄每股收益(元)	1.73	1.58	2.18	2.97	3.89
EBIT Margin	30.3%	32.5%	29.4%	29.2%	29.0%
净资产收益率(ROE)	25.5%	23.6%	26.9%	29.6%	31.0%
市盈率(PE)	27.1	29.8	21.6	15.8	12.1
EV/EBITDA	21.2	23.9	18.6	13.6	10.7
市净率(PB)	6.91	7.04	5.81	4.69	3.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司即将迎来产品与产能端的双击，短期业绩与长期空间都超出市场的预期。预计公司 21-23 年净利润 2.2/3.0/3.9 亿元，利润增速分别为 37.9%、36.6%、30.8%。首次覆盖给予“买入”评级。未来一年合理估值区间 70-81 亿元。

核心假设与逻辑

第一，公司的产品线拓展顺利，公司将基于当前的 TPU 面料技术之上，对户外运动所需品类进行大量拓展；

第二，公司多年积累的优质客户群体对公司的产品设计能力认可度高，新品类订单需求旺盛；

第三，产能释放顺利，足以支撑旺盛需求。

与市场的差异之处

第一，市场认为公司的产品线主要集中在户外充气床垫、箱包、头枕领域，市场空间有限，但我们认为，首先在以上领域，TPU 材料作为物理特性更强、更环保的材料，成长空间仍在，另外，公司基于多年对面料技术的深耕、户外运动行业的理解以及与优质客户的合作，品类拓展有望十分顺利；

第二，市场对公司产能的估计较为保守，但我们通过分拆报表中的固定资产与在建工程，认为公司的产能投放可能快于预期，超预期的产能将支撑公司的中短期业绩，开启公司的第二段成长曲线。

股价变化的催化因素

第一，我们认为产能+订单的双击有望在报表中逐步体现；

第二，经营端，随着报表披露，产品端的拓展将逐步体现，验证户外运动 ODM 龙头的逻辑。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，品类拓展不及预期；

第二，产能扩张受到疫情等因素干扰不及预期；

第三，材料成本增长过快。

内容目录

估值与投资建议.....	5
相对法估值：70-81 亿元.....	5
投资建议.....	5
公司历史及股权结构.....	6
公司历史.....	6
股权结构.....	6
公司概况：户外运动产品头部供应商.....	7
公司主要产品.....	7
收入与产品：出口 ODM 户外用品为主，产品基于 TPU 材料.....	8
公司毛利与成本控制.....	10
ODM 为主，渠道费用较低.....	11
户外运动品类扩张在即，长生产链条带来更大利润空间.....	12
研发：专门团队深度介入设计与研发，SKU 扩充基础扎实.....	13
制造：热压成型技术为核心技术环节，可复制在多品类上.....	15
超额收益的另一来源：户外运动品牌的加价率较高.....	17
总结.....	18
募投项目：进度快于预期，有望支撑成长.....	19
盈利预测.....	21
假设前提.....	21
未来 3 年盈利预测.....	21
盈利预测的敏感性分析.....	22
风险提示.....	23
附表：财务预测与估值.....	24
国信证券投资评级.....	25
分析师承诺.....	25
风险提示.....	25
证券投资咨询业务的说明.....	25

图表目录

图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 浙江自然主要产品	7
图 4: 浙江自然 2016-2020 年收入及净利润增长 (百万, %)	8
图 5: 公司收入主要分拆-按产品类型 (%)	9
图 6: 公司收入主要分拆-按设计类型 (%)	9
图 7: 浙江自然 2020 年收入区域结构 (%)	9
图 8: 公司 2016-2020 年毛利率 (%)	10
图 9: 公司主要产品毛利率 (%)	10
图 10: 浙江自然 2018-2020 年成本结构	11
图 11: 浙江自然 2018-2020 年费用率结构 (%)	11
图 12: 2019 年至 2024 年全球户外运动用品电商市场规模 (亿美元)	12
图 13: 小红书上与户外用品相关的内容	13
图 14: 野外露营睡眠系统 1	13
图 15: 野外露营睡眠系统 2	13
图 16: 工序 1: 公司产品设计流程	14
图 17: 公司专利技术分类	14
图 18: 工序 2: 面料制作工艺	16
图 19: 公司过去三年 TPU 粒子与 TPU 膜材料采购数量	16
图 20: 工序 3: 聚氨酯 (PU) 软泡发泡	17
图 21: 工序 4: 成品制作	17
图 22: 公司对主要客户充气床垫销售单价 (人民币元)	18
图 23: 迪卡侬主流床垫	18
表 1: 同类公司估值比较	5
表 2: TPU 材料与 PVC 材料的对比优势	10
表 3: 公司研发团队	14
表 4: 公司当前的主要研发项目	15
表 5: 公司 IPO 募投项目	19
表 6: 公司固定资产变化情况 (万元)	20
表 7: 公司 2021-2023E 收入分拆预测	21
表 8: 公司 2021-2023E 盈利预测表	21
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	22

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

相对法估值：70-81 亿元

我们的估值方法既参照可比公司估值法，也考虑公司 PEG。

- 1) 可比公司选择分为两类，第一类为同为户外运动行业的公司，以探路者和牧高笛为例，但考虑到探路者与牧高笛均为户外运动品牌商，我们再考虑同为优质 ODM 企业的申洲国际与华立集团的估值水平，采用 PE 法估值。品牌中的牧高笛 20 年估值 32x，探路者 21-22 年的估值水平分别为 66x 与 54x，而可比的 ODM 龙头申洲国际、华利集团 21 年的估值水平则均在 36-40x 之间。
- 2) 另外结合我们对于公司未来三年的业绩预测，我们预测之下 2021-2023 年的净利润增速将分别达到 37.9%、36.6%与 30.8%，收入增速分别 39.4%、40.3%、30.8%，处于快速成长区间。公司当前 21 年的 PEG 为 0.57，远远小于申洲国际与华利集团。

结合 PEG 估值与可比公司估值，申洲国际和华利集团作为 ODM 多年头部企业，已经享有一定估值溢价，但基于浙江自然当前阶段更快的成长性，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.2、3.0、3.9 亿，对应当前股价 PE 分别为 22、16、12x，20-23 年复合增长 35%，我们认为公司股票价值在 70-81 亿元之间，2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 37 倍，相对于公司目前股价有 46%-69%溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

表 1：同类公司估值比较

代码	简称	市值 (亿元)		盈利预测 (亿元)			PE			2020-2023 利润复合 增速 (%)	3 年复合增 长 PEG
		2021 年 6 月 7 日	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
605080	浙江自然	47.56	1.60	2.20	3.00	29.81	21.62	15.85	35%	0.62	
同类公司:											
603908	牧高笛	14.87	0.46	0.00	0.00	32.33	-	-	-	-	
300005	探路者	76.09	-2.75	1.14	1.38	-27.68	66.74	55.14	扭亏	-	
2313	申洲国际	2,350.94	51.07	64.26	75.17	46.03	36.58	31.27	20%	1.83	
300979	华利集团	1,114.37	18.79	25.53	32.52	59.32	43.65	34.27	28%	1.56	
均值						-	48.99	40.23	-	-	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

注 1：申洲国际市值已换算为人民币计价

注 2：以上市值估值等数据均以 2021 年 6 月 7 日收盘价计算

注 3：牧高笛、探路者、申洲国际、华利集团盈利预测采用 wind 一致预期

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 70-81 亿元之间，2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 37 倍，相对于公司目前股价有 46%-69%溢价空间。我们认为，公司未来有非常广阔的拓展空间，公司自身深耕行业多年，积极进取，将迎来若干年快速成长，首次覆盖给予“买入”评级。

公司历史及股权结构

公司历史

浙江大自然户外用品股份有限公司成立至今已有 27 年，目前已成为户外运动用品行业知名供应商，主要提供自动充气垫、充气床、防水包、冰包等户外用品，产品远销海内外，颇受用户欢迎。公司前身为 1992 年 9 月设立的天台县旅游用品厂，后于 2000 年由集体所有制改制为有限责任公司，改名浙江大自然旅游用品有限公司，又于 2018 年 6 月变更为股份有限公司，改名浙江大自然户外用品股份有限公司。随着全球户外运动蓬勃发展，户外运动用品的需求日益增加并逐渐多元化，公司锐意创新，专注研发兼备科技实力和人文情怀的户外运动用品，致力于为运动爱好者提供优质环保的户外用品，让用户在享受户外运动的同时更能亲近自然。

图 1：公司历史沿革



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

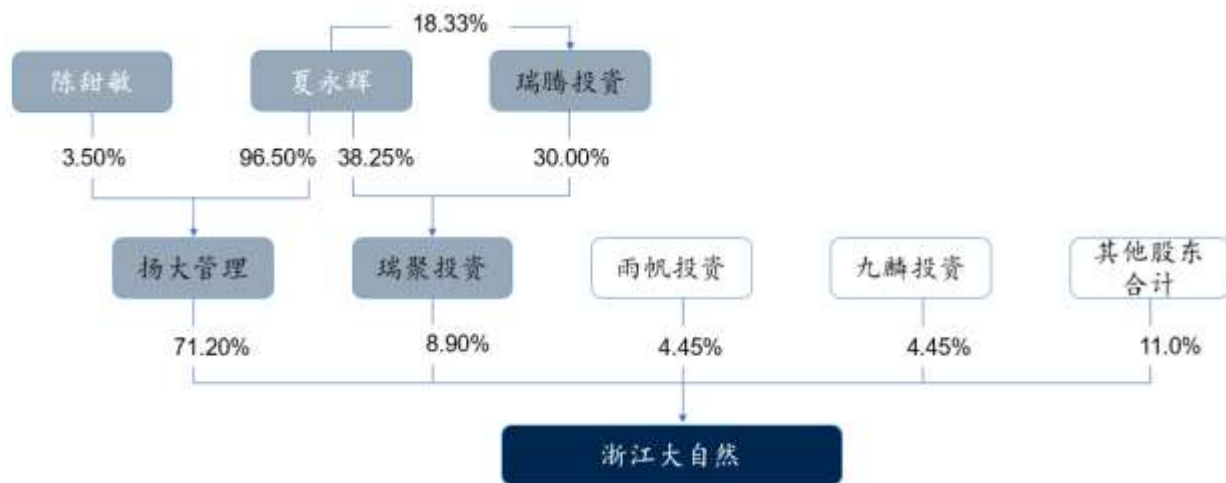
股权结构

公司实际控制人为夏永辉与陈甜敏，夏永辉与陈甜敏为夫妻关系，二人持有公司股份合计占比 75.09%，对公司共同实施控制。

公司实际控制人夏永辉持有公司 72.60% 股份，其中通过扬大管理间接持有公司 68.71% 股份，通过瑞聚投资和瑞腾投资间接持有公司 3.89% 股份；实际控制人陈甜敏通过扬大管理间接持有公司 2.49% 股份。

截止 2018 年四季度，扬大管理直接持有公司 5400.00 万股，占公司股份总额 71.20%；瑞聚投资直接持有公司 675.00 万股，占公司股份总额 8.90%；雨帆投资与九麟投资各自持有公司 337.50 万股，各占公司股份总额 4.45%。

图 2：公司股权结构



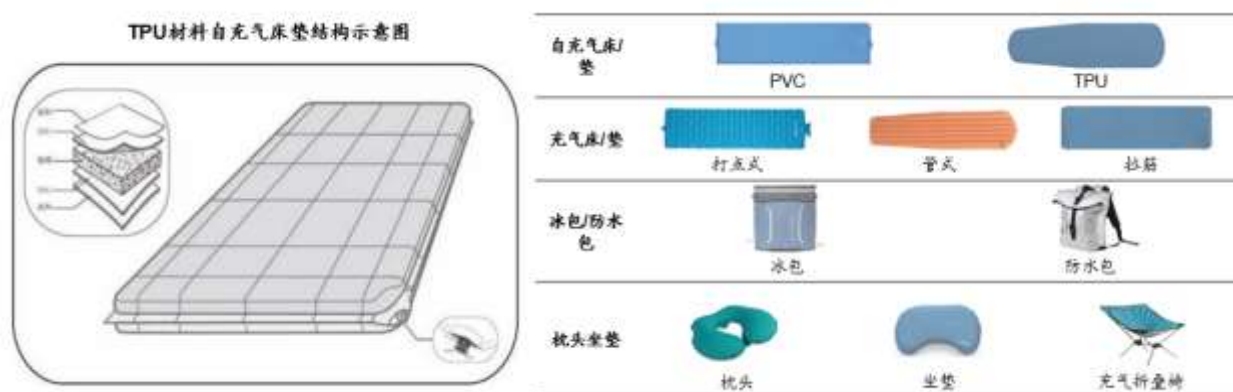
资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外运动产品头部供应商

公司主要产品

公司的产品基于 TPU 几项核心技术：TPU 薄膜及面料符合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等，公司将以上技术应用于户外运动领域，当前的主要产品体系包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品，主要从事其研发、设计、生产与销售。公司主要客户包括迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等海内外著名运动品牌及商超渠道。

图 3：浙江自然主要产品



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

过去几年，公司的收入与净利润增长稳定较快增长，收入端，公司 2017-2020 年增长分别为 25%、20%、7%、7%，利润端，得益于与客户的一体化协同、

全产业链的纵深把握以及规模效应的发挥，公司净利润逐步提升，大部分年份的净利润增长快于收入，2017-2020年净利润增长分别为37%、-9%、61%与21%，净利率由2016年的19%提升至2020年的27%。

图4：浙江自然2016-2020年收入及净利润增长（百万，%）



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

收入与产品：出口 ODM 户外用品为主，产品基于 TPU 材料

拆分公司的收入口径，我们可以按照产品类型、设计类型与客户类型（进出口）这三类口径进行划分，公司以热熔接充气型产品作为主流，主要经营模式为 ODM，即自研开发，主流客户为迪卡侬为典型代表的海外大型户外运动品牌企业。

- 1) **产品类型**：公司的产品类型分为充气床垫、户外箱包、头枕坐垫及其他，其中充气床垫为公司的拳头产品，2020 年收入占比达到 74%，户外箱包与头枕坐垫 20 年收入占比分别为 12%与 7%。公司的产品主要基于热熔接等技术，对材料与设计拥有多年沉淀的经验与技术理解；
- 2) **设计类型**：从设计流程来说，公司的收入可以分为 ODM、ODM 与 OEM 结合、OEM 三种类型，其中公司进行设计的 ODM 为主流，收入占比 71%，ODM 与 OEM 结合占比 25%，纯代工的 OEM 仅占比 4%。2020 年，公司 ODM 产品的毛利率为 44%，ODM&OEM 结合的毛利率为 32%，纯 OEM 为 49%；
- 3) **客户类型与进出口**：公司主要客户包括迪卡侬、Balluck、SEA TO SUMMUIT、等大型户外用品品牌，其中迪卡侬为公司第一大客户，2020 年营收占比为 32.5%。公司的主要销售为出口，2020 年境外销售占比 77.93%，境内销售占比 22.07%。

图 5: 公司收入主要分拆-按产品类型 (%)



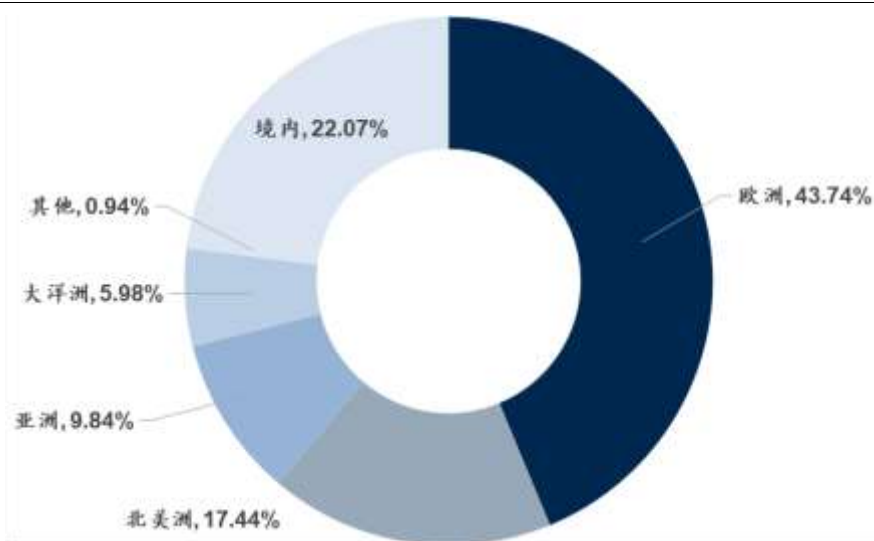
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司收入主要分拆-按设计类型 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 7: 浙江自然 2020 年收入区域结构 (%)



资料来源: 浙江自然招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司产品门类虽多, 但以 TPU 材料为主, TPU 指热塑性聚氨酯弹性体橡胶, 具有硬度范围宽、耐磨、耐油、透明、弹性好、环保可降解、耐低温等优点, 公司少量产品采用 PVC 即聚氯乙烯材料。公司的 TPU 类型产品一般从塑料粒子开始进行加工, 覆盖环节较长, PVC 则有大量外采原料。2018 年和 2019 年, 公司 TPU 类产品产量占比分别为 63.02% 和 73.38%。

对比 PVC 材料, TPU 材料在硬度、机械强度等物理指标上领先, 因此在运动领域, TPU 在运动鞋上的商标、气囊、气垫、油包等方面运用非常广泛, 同时 PVC 不可降解, 环保指标上落后于 TPU。因此 TPU 材料开始在一些高价值行业中逐步对 PVC 进行取代, 如医疗器械、薄膜、电线电缆等。

表 2: TPU 材料与 PVC 材料的对比优势

物理性质	内涵
硬度	通过改变 TPU 各反应组分的配比,可以得到不同硬度的产品,而且随着硬度的增加,其产品仍保持良好的弹性和耐磨性。
机械强度	承载能力、抗冲击性及减震性能突出。
耐寒性	玻璃态转变温度比较低,在零下 35 度仍保持良好的弹性、柔顺性和其他物理性能。
加工性能	可采用常见的热塑性材料的加工方法进行加工,如注塑、挤出、压延等等。同某些高分子材料共同加工能够得到性能互补的聚合物合金。
其他物理性质	耐油、耐臭氧、耐老化、耐辐射、耐低温,透声性好,粘接力强,生物相容性和血液相容性优秀。

资料来源:浙江自然招股书、国信证券经济研究所整理

公司毛利与成本控制

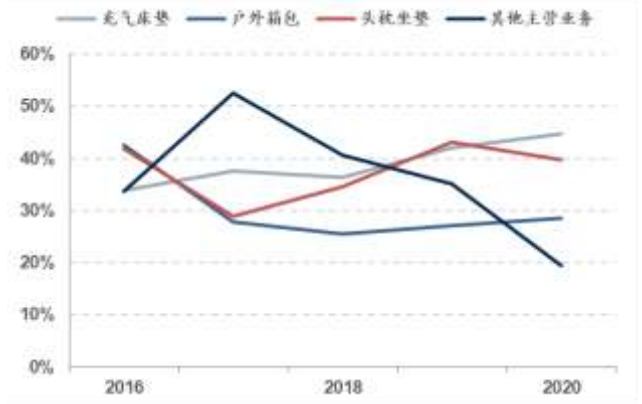
公司历年来毛利率逐步攀升,从 2016 年的 36% 提升至 2020 年的 41%, 拆分其结构,收入占比最高的充气床垫毛利率最高,2020 年达到 45%,户外箱包由于制作工艺相对更为复杂,毛利率低于平均,2020 年为 29%,头枕坐垫毛利率 40%。

图 8: 公司 2016-2020 年毛利率 (%)



资料来源:浙江自然招股书,国信证券经济研究所整理

图 9: 公司主要产品毛利率 (%)



资料来源:浙江自然招股书,国信证券经济研究所整理

公司的主要成本在于直接材料与人工,尤其直接材料占比接近成本比重的 70%,另外 20 年人工费用占比接近 20%,制造费用比重则在 11.4%。近年来公司的成本结构较为稳定。

图 10：浙江自然 2018-2020 年成本结构



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

ODM 为主，渠道费用较低

公司商业模式为以 ODM 为主，不承担自建品牌所需要的高额管理及销售费用，拆分公司历年费用，各项费用率均非常稳定，近三年费用率合计均不超过 13%。其中费用的最大头为管理费用，2020 年达到 4.7%；其次为研发费用，公司专门的研发团队位于上海，2020 年研发开支 2080 万元，费用率 3.6%。另外销售费用率仅 2.7%，该指标符合公司业务特征。

图 11：浙江自然 2016-2020 年费用率结构 (%)



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

户外运动品类扩张在即，长生产链条带来更大利润空间

公司产品服务于户外运动市场。户外运动在发达国家具有非常深厚的消费习惯，既是消费者节假日的休闲娱乐，也是一种强社交属性的生活方式。欧美国家气候湿润、地形以丰富也多平原、同时消费能力最强，因此户外运动盛行，以家庭为单位的户外运动用品消费也呈现出高频次、高客单价的特点。尤其近年来消费向线上迁移的趋势下，户外的线上用品销售开始呈现出高速增长。

同时，公司第一大客户迪卡侬作为业内最大的户外用品品牌商之一，2018 年及 2019 年分别实现销售收入 113 亿欧元及 124 亿欧元，同比分别增长 5%及 9%，营运情况良好。

图 12：2019 年至 2024 年全球户外运动用品电商市场规模（亿美元）

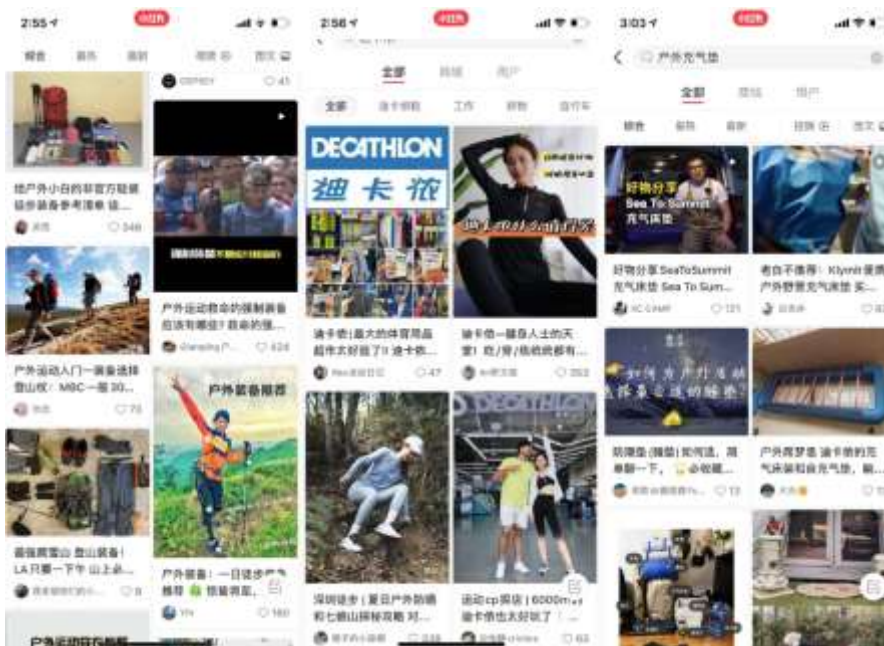


资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

而在国内，户外运动或许即将进入第二次高速发展的曲线。近年来在需求端，人均收入不断提升，东南沿海发达省份的收入水平足够支撑消费者的旅游形式进阶，另外近几年消费者教育逐渐成型，“健康”的概念开始逐步深入人心，尤其是年轻群体，对于户外运动的接受度开始大幅度提升。而提及野外露营，充气床垫、防潮垫、充气密封箱等，均是重点的必备品。

户外运动用品市场正在蓬勃发展，成为在年轻群体中广泛流行的休闲方式。2002 年至 2019 年，我国户外用品市场年均零售总额增长率为 29.23%，年均出货总额增长率为 28.87%，预计未来将持续保持较快增长。

图 13: 小红书上与户外用品相关的内容



资料来源: 小红书, 国信证券经济研究所整理

图 14: 野外露营睡眠系统 1



露营新手买什么 (三) 露营装备怎么用

资料来源: 小红书, 国信证券经济研究所整理

图 15: 野外露营睡眠系统 2



资料来源: 小红书, 国信证券经济研究所整理

研发: 专门团队深度介入设计与研发, SKU 扩充基础扎实

公司的利润率水平略高于其他的 ODM 型企业, 且过去几年的利润率一直处在上升通道之中, 究其原因, 我们认为对 TPU 热熔接技术的多年沉淀有关, 公司近三十年来深耕该领域, 对于整个设计和制造环节可以实现全流程把控, 而不必

对外采购成品进行生产制造,我们认为这是公司获取超额利润的核心来源之一。从生产流程来看,一般客户提出需求后,公司研发部门进行造型设计并制作样品,定样后技术部门根据样品编写工艺流程、制作加工图版并制作模具。公司有专门的研发设计团队位于上海,人数共计 130 人,占到员工总数 11.76%。研发涉及团队分为设计开发小组与加工工艺小组,前者主要负责款式、结构、涉及;后者则主要对生产端的加工工艺及设备进行工序改进。

表 3: 公司研发团队

项目	主要职能
设计开发小组	1、根据客户需求,负责充气床垫及防水包产品的款式、结构、材料设计 2、新产品图纸绘制 3、负责新产品样品制作及性能测试
加工工艺改进小组	1、负责生产工艺、工装夹具、流程布局的改进,如高频、热压、海绵发泡等工序的改进 2、负责主要原材料工艺分析和研究,强度测试、研究、提高,如面料的剥离强度和撕裂强度研究及海绵的配方调整等

资料来源:浙江自然招股书、国信证券经济研究所整理

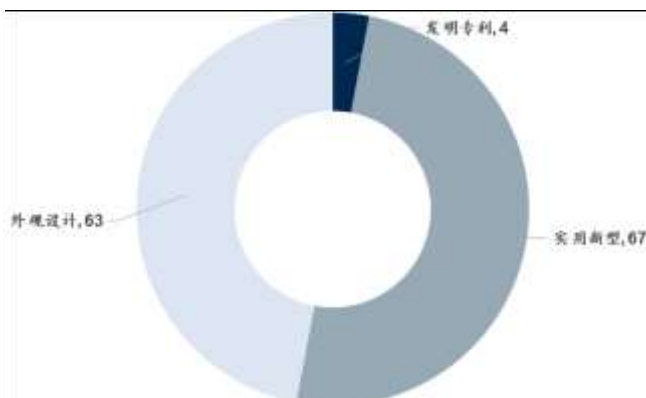
概览公司过去的专利数量,整体专利数量在境内达到 132 个,境外达到 8 个。境内专利中,发明专利 4 个,实用新型专利 67 个,其余为外观设计专利。

图 16: 工序 1: 公司产品设计流程



资料来源:公司招股书,国信证券经济研究所整理

图 17: 公司专利技术分类



资料来源:公司招股书,国信证券经济研究所整理

公司当前亦有研发项目正在推进之中,均为独立研发。我们概览当前推进中的研发项目,涉及到的研发环节与品类均较多,从品类上,涉及**充气家用床、充气沙发、数码产品收纳包、医用的防褥疮 TPU 充气护理床**等,储备研发的 SKU 扩展空间,远大于公司当前的产品领域。我们认为公司所采用的 TPU 面料技术具有普适性,TPU 未来的应用空间都将会是十分广阔的。公司现有优势在于与全球各大户外用品品牌商、商超等渠道建立了多年信任合作。

表 4：公司当前的主要研发项目

项目名称	研究方式
具有保温特性的充气床垫内表面制备工艺改进	独立研发
充气床面料与海绵快干复合工艺研究	独立研发
海绵数控竖打孔机的研发	独立研发
TPU 充气家用床的研发	独立研发
充气床用超高密度半闭孔海绵材料高效切割工艺研究	独立研发
户外充气沙发轻量化技术研究	独立研发
具有气垫保护结构的数码产品收纳包开发	独立研发
具有防褥疮功能的 TPU 充气护理床垫开发	独立研发
基于人机工程学的家用充气床舒适性研究	独立研发

资料来源：浙江自然招股书、国信证券经济研究所整理

制造：热压成型技术为核心技术环节，可复制在多品类上

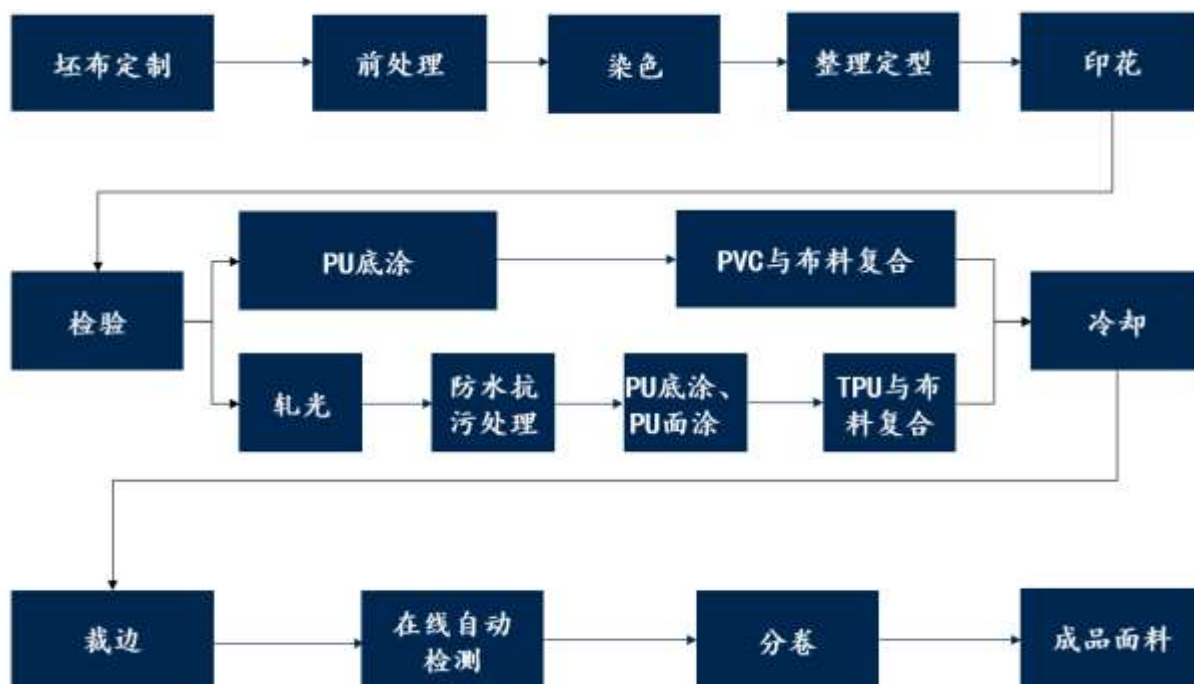
我们之所以认为公司拥有向外进行 SKU 扩张复制的能力，除了公司在研发端的积极进取之外，公司在热压成型技术上的多年深耕，已经成为了公司当前最重要的流程和核心竞争力之一。我们认为热压成型技术便于在各个末端产品上进行复制。

公司产品的主要生产工艺基本类似，具体的生产环节可以分为面料制作工艺、聚氨酯（PU）软泡发泡与成品制作工艺。

■ 面料制作

面料制作与研发是公司的核心竞争力之一。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。公司面料主要分为 PVC 复合面料及 TPU 复合面料，其中用于低端产品的 PVC 面料复合通过委托加工的方式进行生产，而用于高端产品的 TPU 面料复合由公司自行生产完成。

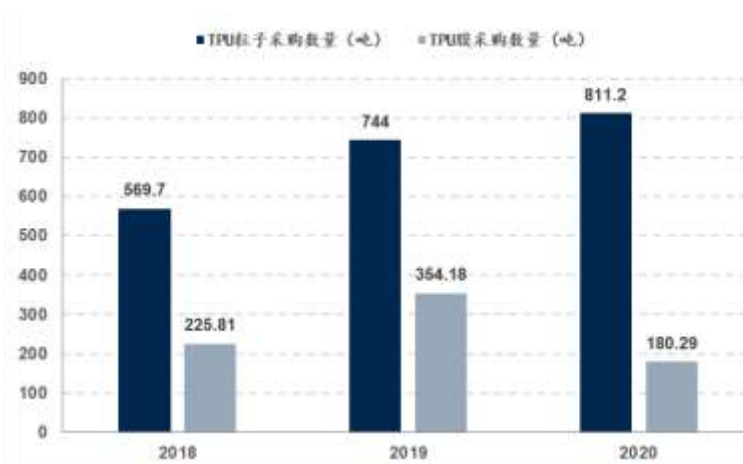
图 18：工序 2：面料制作工艺



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司的 TPU 复合面料由公司自行生产完成，因此 TPU 粒子与 TPU 膜是公司最重要的材料之一，因此过去三年公司大量采购了 TPU 粒子与膜。

图 19：公司过去三年 TPU 粒子与 TPU 膜材料采购数量



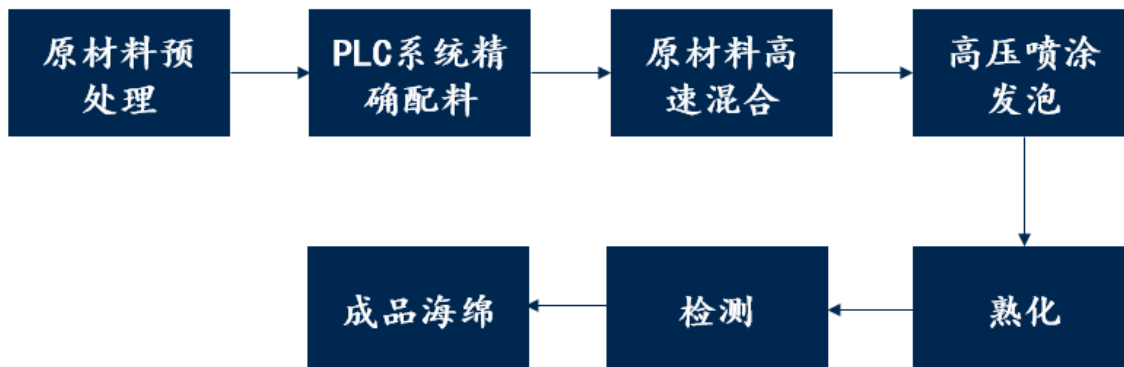
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

■ 聚氨酯 (PU) 软泡发泡

聚氨酯 (PU) 软泡是公司的主要生产材料，也是影响户外充气床垫质量的重要因素，公司部分充气床垫产品中需要使用 PU 软泡。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。公司聚氨酯软泡生产以聚醚多元醇和 TDI 为主要原料。

图 20：工序 3：聚氨酯（PU）软泡发泡

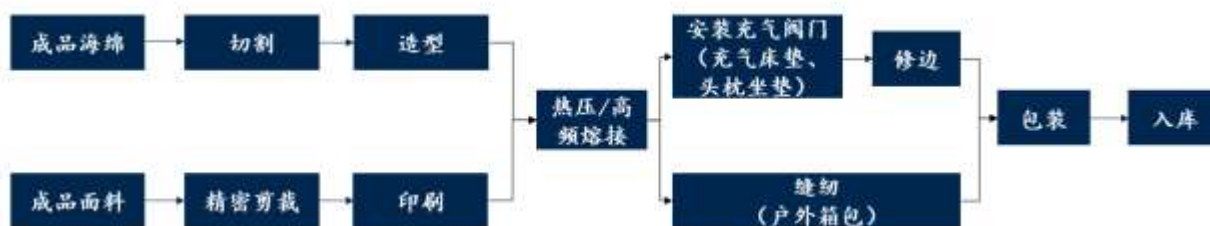


资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

■ 成品制作

成品制作环节对工艺要求相对简单。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。

图 21：工序 4：成品制作



资料来源：浙江自然招股说明书，国信证券经济研究所整理

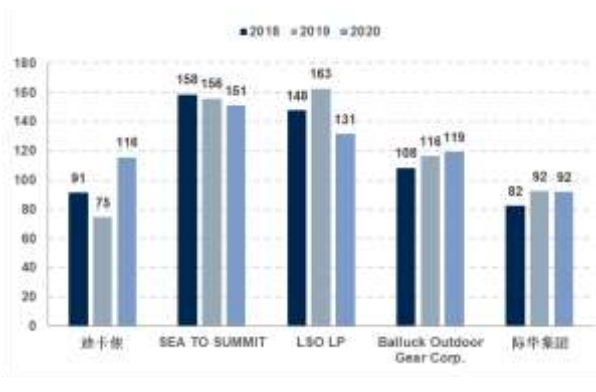
超额收益的另一来源：户外运动品牌的加价率较高

我们从公司的设计与生产工艺中可以看到，核心的面料与产品设计基础使得公司在未来品类上具有很强的拓展空间，与此同时，从 TPU 塑料粒子等原材料开始的全流程生产工艺，也确保了公司在价格具备竞争力的同时，能够拥有较高的毛利润率。

我们认为公司利润率上的超额收益还来自于户外用品行业品牌商的价格带，以公司出厂价来看，随着 TPU 产品占比提升，公司对迪卡侬的出厂价也在提升，2020 年升至 116 元，而我们迪卡侬官网上可见，大部分露营充气床垫的价格浮动在 100-1299 元人民币，价格中枢在 3-5 百元人民币不等；而公司的另一大客户 SEA TO SUMMIT，其充气床垫在 Amazon.HK 上，热充气床垫主力售价在千

元港币。公司锁定了优质客户，终端品牌商更强的盈利能力同样给予了公司重组的利润空间。

图 22: 公司对主要客户充气床垫销售单价 (人民币元)



资料来源: 浙江自然招股书, 国信证券经济研究所整理

图 23: 迪卡侬主流床垫



资料来源: 迪卡侬官网, 国信证券经济研究所整理

总结

总结公司核心竞争力所在, 我们认为:

- 1) 首先公司在研发与设计上拥有多年沉淀, 对 TPU 材料以及户外运动行业的理解都颇深, 从公司当前的研发现状来看, 借助对热熔接技术的理解与优质客群, 未来扩充品类的路途大概率十分顺利;
- 2) 其次, 公司的生产链条较长, 从塑料粒子/膜片开始进行加工, 聚氨酯软泡等也均自己生产, 更长的生产加工链条使得公司能够获取更多超额利润。与此同时, 多年的工艺钻研也便于将类似的生产过程向新的产品类型复制;
- 3) 公司下游客户以迪卡侬、SEA TO SUMMIT 等海外头部户外运动品牌为主, 该类品牌在末端的产品加价率较高, 且需求稳定, 既给予了公司大量订单, 又能保证较为充足的利润空间。

募投项目：进度快于预期，有望支撑成长

公司 IPO 募投项目除补充流动资金外，均为为未来的产能扩大做准备。我们按照公司的生产流程来看，公司的产能扩充计划涵盖了从产品研发、面料制造、再到自动化生产的全部环节。公司过去受制于产能不足，收入增速受到抑制，当前公司的募投项目将从全部环节对产能进行扩充，我们预计募投项目投用之后，其产能将会为公司创造更大收益。

表 5: 公司 IPO 募投项目

项目名称	项目总投资额 (万)	募集资金投资额 (万)	建设期 (月)	项目选址	项目进度	扩充能力
改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	47,500.00	24,695.84	42	浙江省台州市天台县	已获得该土地的不动产证书,土地面积 9.66 万平方米。	用于生产 TPU 面料及充气床等产品。项目建成后,将进一步扩大公司优势产品产能,满足市场需求并提升公司的市场竞争力。
户外用品自动化生产基地改造项目	18,780.00	14,830.00	24	浙江省台州市天台县	将在发行人现有土地上进行改造建设。	新增防水包、防水袋、充气垫等产品的生产能力
户外产品技术研发中心建设项目	11,092.80	11,092.80	24	上海市松江区	已签署《房屋订购合同》,计划购买位于上海市松江区中心路 1368 号、云凯路 66 号的房屋	本项目拟通过新建研发中心并引进高级人才、配备先进的研发设备,实现公司研发实力的进一步提升,不断提高公司的产品竞争力与经营效益。
越南户外用品生产基地建设项目	6,831.00	6,831.00	18	越南河南省平陆区	截至招股说明书签署日,越南大自然已取得土地使用权证。	越南生产基地建设完成后,越南子公司从国内进口 TPU 面料等产品原材料,在越南当地进行充气床垫、防水户外箱包的裁剪、缝纫等工序并生产充气床垫、户外箱包的成品。
补充流动资金项目	15,000.00	15,000.00	-	-	-	-
合计	99,203.80	72,449.64	-	-	-	-

资料来源：浙江自然招股书、国信证券经济研究所整理

尽管公司招股书中描述的募投项目投资时限较长，我们认为公司募投项目的实施进度可能超出预期。我们的观察来自于公司固定资产情况，2020 年末，公司固定资产原值大幅上升，根据公告说明，主要由于“改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目”部分厂房及“多层聚胺酯薄膜高精全自动生产线”等设备达到预定可使用状态，由在建工程转入固定资产所致，因此公司房屋建筑物增加值达到 1.36 亿，增长 316%，机器设备增加值达到 3551 万，增长 125%。招股书中说明，2020 年末上述厂房及设备尚未正式投产，但以上建筑设施与设

备已达到预定可用状态，我们认为该部分产能将很快能够为公司的产能做到补充，支撑当前的旺盛需求。

表 6: 公司固定资产变化情况 (万元)

项目	2020/12/31			2019/12/31			2018/12/31	
	金额	比例	较上年度增加值	金额	比例	较上年度增加值	金额	比例
房屋及建筑物	17,928.62	72.92%	13,620.30	4,308.32	58.08%	-395.73	4,704.05	60.36%
机器设备	6,398.47	26.02%	3,551.48	2,846.99	38.38%	28.67	2,818.32	36.16%
运输设备	28.51	0.12%	-12.23	40.74	0.55%	-31.97	72.71	0.93%
电子及其他设备	231.9	0.94%	10.64	221.26	2.98%	22.86	198.4	2.55%
合计	24,587.50	100.00%	17,170.19	7,417.31	100.00%	-376.17	7,793.48	100.00%

资料来源：浙江自然招股书、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

我们预计公司的品牌商订单需求较为旺盛;

公司产能能够较快释放,我们认为公司的改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目有望较早投产,但考虑到疫情的不确定性,我们的财务模型中并未考虑越南产能在 2021 年的贡献;

公司新品类扩充顺利,预计将有新的大单品支撑成长;

公司基于 TPU 全链条制造的优势维持,利润率将会继续维持在较高水平。

表 7: 公司 2021-2023E 收入分拆预测 (百万)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	544.95	581.34	810.57	1137.33	1513.58
YOY(%)	7%	7%	39%	40%	33%
充气床垫	376.62	432.03	583.24	764.05	985.62
YOY (%)	1.7%	14.7%	35%	31%	29%
占比%	69%	74%	72%	67%	65%
户外箱包	69.84	69.3	90.78	118.02	147.52
YOY (%)	7.0%	-0.8%	31%	30%	25%
占比%	13%	12%	11%	10%	10%
头枕坐垫	64.15	40.54	54.73	68.41	82.09
YOY (%)	41.5%	-36.8%	35%	25%	20%
占比%	12%	7%	7%	6%	5%
其他主营业务	34.19	38.36	80.56	185.28	296.45
YOY (%)	24.1%	12.2%	110%	130%	60%
占比%	6%	7%	10%	16%	20%
其他业务	0.16	1.1	1.27	1.58	1.90
YOY (%)	300.0%	587.5%	15%	25%	20%
占比%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件, 我们得到公司 21-23 年收入分别为 8.1、11.3、15.1 亿元, 归属母公司净利润 2.18、3.01、3.93 亿元, 利润年增速分别为 36.3%、38.2%、30.6%。

表 8: 公司 2021-2023E 盈利预测表 (百万)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	581.34	810.57	1137.33	1513.58
营业成本	344.83	479.13	673.00	899.13
销售费用	15.87	21.07	29.57	37.84
管理费用	27.08	37.29	52.32	69.62

研发费用	20.80	28.37	42.08	56.00
财务费用	6.25	2.43	3.00	3.00
营业利润	180.44	254.21	348.83	456.62
利润总额	186.31	260.09	355.63	462.32
归属于母公司净利润	159.54	220.03	300.51	392.98
EPS	1.58	2.18	2.97	3.89
ROE	24%	27%	30%	31%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性与悲观三种假设，我们给予的业绩预测为中性预测，乐观、悲观预期则分别体现订单量超预期和低于预期的结果，在乐观假设下，订单量比中性预测高出 10%，从而带来规模效应下的利润率提升；悲观假设下，利润率将随订单量共同下调。

盈利预测情景分析

表 9：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	544.95	581.34	833.49	1,203.09	1,640.89
(+/-%)	7.16%	6.68%	43.38%	44.34%	36.39%
净利润(百万元)	131.38	159.54	280.51	395.85	532.61
(+/-%)	24.11%	27.44%	75.82%	41.12%	34.55%
摊薄 EPS	1.73	1.58	2.77	3.91	5.27
中性预测					
营业收入(百万元)	544.95	581.34	810.57	1,137.33	1,513.57
(+/-%)	7.16%	6.68%	39.43%	40.31%	33.08%
净利润(百万元)	131.38	159.54	220.03	300.51	392.97
(+/-%)	24.11%	27.44%	37.91%	36.58%	30.77%
摊薄 EPS(元)	1.73	1.58	2.18	2.97	3.89
悲观的预测					
营业收入(百万元)	544.95	581.34	787.65	1,073.41	1,393.00
(+/-%)	7.16%	6.68%	35.49%	36.28%	29.77%
净利润(百万元)	131.38	159.54	164.26	216.47	274.27
(+/-%)	24.11%	27.44%	2.96%	31.78%	26.70%
摊薄 EPS	1.73	1.58	1.62	2.14	2.71
总股本（百万股）	76	101	101	101	101

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值法对公司进行估值，因此假设是可比公司的估值水平处在合理区间，此方法可能未充分考虑市场给予该行业的溢价，因此可能可比公司的估值水平较高。

盈利预测的风险

公司未来三年盈利预测的准确度基于以下几点：1) 行业需求充沛，下游客户需求将持续释放；2) 订单的持续性和分布，公司在行业中的市占率维持强势；3) 公司产能是否能够如期释放，公司的产能分为面料生产产能、成品生产产能等，对土地的要求较高，若其中某个环节难以跟上，则可能对公司的订单完成和收入确认造成影响。

材料成本增长过快，对利润率造成影响。

经营风险

未来公司将大幅扩张产能，同时有海外扩张计划。公司在越南区域的扩产也可能受到疫情的短期影响。

公司大概率也将在人员数量上大举扩张，工程师群体数量的扩大可能带来研发与管理费用的增加。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	145	162	113	125	营业收入	581	811	1137	1514
应收款项	99	133	187	249	营业成本	345	479	673	899
存货净额	147	149	210	259	营业税金及附加	4	6	9	11
其他流动资产	14	41	57	76	销售费用	16	21	30	38
流动资产合计	417	484	566	708	管理费用	27	70	99	130
固定资产	291	458	564	612	财务费用	6	2	3	3
无形资产及其他	117	113	208	403	投资收益	4	18	20	20
投资性房地产	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	14	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(20)	5	5	5
资产总计	859	1089	1373	1758	营业利润	180	254	349	457
短期借款及交易性金融负债	12	42	34	66	营业外净收支	6	6	7	6
应付款项	97	125	187	245	利润总额	186	260	356	462
其他流动负债	51	81	114	153	所得税费用	27	40	55	69
流动负债合计	160	247	336	464	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3	3	3	3	归属于母公司净利润	160	220	301	393
其他长期负债	21	20	20	22					
长期负债合计	24	23	23	25	现金流量表 (百万元)				
负债合计	184	271	359	489	净利润	160	220	301	393
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	1	1	0
股东权益	676	819	1014	1269	折旧摊销	18	36	48	56
负债和股东权益总计	859	1089	1373	1758	公允价值变动损失	(14)	0	0	0
					财务费用	6	2	3	3
					营运资本变动	17	(4)	(35)	(31)
					其它	(0)	(1)	(1)	(0)
					经营活动现金流	180	252	313	418
					资本开支	(82)	(200)	(250)	(300)
					其它投资现金流	(12)	12	0	0
					投资活动现金流	(94)	(188)	(250)	(300)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	2	0	0	0
					支付股利、利息	(2)	(77)	(105)	(138)
					其它融资现金流	(16)	30	(7)	31
					融资活动现金流	(17)	(47)	(112)	(106)
					现金净变动	69	17	(49)	12
					货币资金的期初余额	77	145	162	113
					货币资金的期末余额	145	162	113	125
					企业自由现金流	114	34	43	99
					权益自由现金流	99	61	33	128

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.58	2.18	2.97	3.89
每股红利	0.02	0.76	1.04	1.36
每股净资产	6.68	8.09	10.03	12.55
ROIC	26%	27%	30%	31%
ROE	24%	27%	30%	31%
毛利率	41%	41%	41%	41%
EBIT Margin	33%	29%	29%	29%
EBITDA Margin	36%	33%	33%	32%
收入增长	7%	39%	40%	33%
净利润增长率	21%	38%	37%	31%
资产负债率	21%	25%	26%	28%
息率	0.0%	1.6%	2.2%	2.9%
P/E	29.8	21.6	15.8	12.1
P/B	7.0	5.8	4.7	3.7
EV/EBITDA	23.9	18.6	13.6	10.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032