

浙江自然 (605080)

证券研究报告

2021年07月02日

海内外扩产打开增长空间，持续迭代输出优质产品

公司深耕户外运动用品行业，高品质产品应用领域广泛。公司聚焦户外用品细分领域，产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等，应用场景广泛。公司 TPU 床垫产品具有强韧高弹、耐磨耐寒、环保无毒的特性，产品端竞争优势突出。

营收规模稳步提升，外销贡献约八成收入，盈利能力稳步提升。公司收入由 2016 年的 3.39 亿元提升至 2020 年的 5.81 亿元，期间 CAGR 为 14.45%，21Q1 收入实现 2.25 亿元，同比增长 55.13%。外销收入约占八成，其中欧洲、北美洲为主要市场；国内市场稳步拓展，占比由 2016 年的 16.58% 逐步提升至 2020 年的 22.07%。公司归母净利润由 2016 年的 0.65 亿元提升至 2020 年的 1.60 亿元，期间 CAGR 为 24.98%，21Q1 归母净利为 0.62 亿元，同比+59.69%。2016-2021Q1 毛利率由 36.10% 提升至 41.21%，净利率由 19.30% 提升至 27.38%。公司利润增速高于收入增速，盈利能力稳步提升。

全球户外用品行业稳定增长，中国市场集中度稳中有升。2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元，2024 年预期达 1098 亿美元，其中欧美市场稳定占据重要地位。受益于经济增长和人口基数红利，我国户外运动用品市场逐步发展，市场零售总额自 2002 年的 3.2 亿元增长至 2019 年的 250.2 亿元，CAGR 为 29.23%。目前，国内户外运动用品行业低端品牌逐步退出市场，资源向头部品牌集中，市场集中度稳中有升。

公司采用 ODM/OEM 模式，优质客户资源丰富，合作关系长期稳定。2020 年，公司前五大客户销售比例为 46.69%，其中第一大客户迪卡侬的销售收入占比分别为 32.52%。迪卡侬是全球最大的体育用品零售商之一，公司与迪卡侬保持长期良好的合作关系，其他主要客户也均为全球户外运动用品行业的领先企业。

重视研发投入，柔性生产满足市场需求，海内外扩产增强供应链稳定性。公司在新材料应用、新产品设计、配方研究和设备改进方面持续投入，研发费用率稳定在 3.60% 左右。公司具备柔性生产能力，能够满足产品多样化、定制化的柔性生产需求，及时应对市场的变化。在国际贸易政策不确定的背景下，积极布局越南基地扩大产能，充分利用海外基地的人工成本优势，并规避贸易政策风险。

盈利预测与评级：公司深耕户外用品细分领域，技术储备及研发实力强，优质客户关系稳定，伴随国内国外产能释放及 TPU 产品渗透率提升，预期公司 21/22 年收入分别为 8.3/11.40 亿元，同比+42.35%/+37.81%，21/22 年归母净利润为 2.1/3.0 亿元，同比+33.5%/+39.7%，我们认为公司不依赖单一品类发展，产品品类持续拓展可期，给予公司 22 年合理 PE 区间为 27-30X，目标价区间 79.38-88.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险，原材料价格波动风险，募投项目进度不及预期，贸易政策风险，汇率波动风险，行业竞争加剧风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	544.95	581.34	827.53	1,140.39	1,549.94
增长率(%)	7.16	6.68	42.35	37.81	35.91
EBITDA(百万元)	184.09	224.72	252.84	353.66	488.51
净利润(百万元)	131.38	159.54	213.04	297.52	412.16
增长率(%)	60.86	21.44	33.53	39.65	38.53
EPS(元/股)	1.30	1.58	2.11	2.94	4.08
市盈率(P/E)	48.34	39.80	29.81	21.35	15.41
市净率(P/B)	12.31	9.40	6.95	5.24	3.91
市销率(P/S)	11.65	10.92	7.67	5.57	4.10
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.98	16.64	11.51

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	62.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	101.12
流通 A 股股本(百万股)	25.28
A 股总市值(百万元)	6,369.78
流通 A 股市值(百万元)	1,592.44
每股净资产(元)	9.72
资产负债率(%)	20.40
一年内最高/最低(元)	65.97/36.11

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 专注户外用品近三十载，海内外产能布局打开发展空间	4
1.1. 专注户外用品细分领域，股权结构稳定	4
1.2. 公司采用 ODM/OEM 模式，提供定制化充气床垫等户外运动产品	4
1.3. 营收规模稳步提升，20 年总收入为 5.81 亿元，具有季节性特征	7
1.3.1. 境外收入占总收入约八成，其中欧洲、北美为主要销售市场	7
1.3.2. 充气床垫为公司主要收入来源	7
1.4. 21Q1 归母净利润同比增幅近 60%，持续盈利能力较强	8
1.5. 募投扩大海内外产能，提升智能化、自动化生产水平	9
2. 欧美占据全球户外用品市场的主要地位，中国市场蓬勃发展	10
2.1. 全球户外用品行业稳定增长，其中欧美市场占据约 40% 份额	10
2.2. 中国户外运动用品行业蓬勃发展，市场集中度稳中有升	11
3. 优质客户资源丰富，产品持续迭代满足多元需求	12
3.1. 迪卡侬为公司第一大客户，21 年销售占比约 32.5%	12
3.2. 研发能力较强，不断推出新品满足终端消费需求	13
3.3. 柔性生产及时响应市场变化，“以产定购”适时储备原材料	15
3.4. 中美贸易战对公司经营影响有限	15
4. 总结及盈利预测	16
4.1. 总结	16
4.2. 盈利预测与估值	17
4.3. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 5 月 6 日）	4
图 3：公司 TPU 充气床垫产品结构图	5
图 4：2016-2021Q1 营业总收入（亿元）及同比	7
图 5：18Q1-20Q4 单季度主营业务收入（亿元）及同比	7
图 6：2016-2020 年主营业务分地区收入（亿元）及同比	7
图 7：2016-2020 年主营业务收入分地区占比	7
图 8：2016-2020 年主营业务分产品收入（亿元）及同比	8
图 9：2016-2020 年主营业务收入分产品占比	8
图 10：2018-2020 年公司主要产品销量（万件）及同比	8
图 11：2018-2020 年公司主要产品平均单价（元/件）及同比	8
图 12：2016-2021Q1 归母净利润（亿元）及同比	8
图 13：2016-2021Q1 毛利率、净利率	8
图 14：2016-2020 年各产品毛利率	9

图 15: 2016-2021Q1 各项费用率	9
图 16: 2019-2024E 全球户外运动用品电商市场规模(亿美元).....	10
图 17: 2019-2024E 户外运动用品电商市场规模分地区占比	10
图 18: 2019-2024 美国户外运动用品电商市场规模(亿美元).....	11
图 19: 2019-2024 欧洲户外运动用品电商市场规模(亿美元).....	11
图 20: 2002-2019 年中国户外用品市场规模 (亿元) 及同比	11
图 21: 2013-2019 年中国国内外户外用品品牌数量.....	12
图 22: 2015-2019 年中国户外品牌年出货额对应的企业家数	12
图 23: 2015-2019 年中国户外运动用品品牌出货额占年度出货额比例	12
图 24: 公司前五大客户销售收入占比.....	13
图 25: 第一大客户迪卡侬经营情况.....	13
图 26: 2018-2020 年公司研发投入 (百万元) 及研发费用率.....	14
图 27: 2018-2020 年不同模式营收情况 (百万元) 及同比.....	14
图 28: 2018-2020 年不同模式的毛利率.....	14
图 29: 2018-2020 年公司充气床垫产品产能、产量及产能利用率.....	15
图 30: 公司与迪卡侬合作流程.....	15
图 31: 2018-2020 年公司直接材料成本 (百万元) 及占总成本比.....	15
图 32: 2018-2020 年公司主要原材料单价同比波动.....	15
图 33: 2018-2020 年公司分区域收入占比.....	16
图 34: 2018-2020 年公司赴美销售收入 (百万元) 及占总收入比.....	16
表 1: 公司主要产品简介.....	5
表 2: 募投项目	9
表 3: 户外运动用品分类.....	10
表 4: 2018-2020 年公司前五大客户销售额 (万元) 及销售金额占总营收比.....	13
表 5: 公司部分客户业务及公司对其销售产品情况.....	13
表 6: 公司取得的发明专利 (截至 2020 年 12 月 31 日)	14
表 7: 2018-2020 公司部分新开发产品	14
表 8: 美国加征关税政策.....	15
表 9: 公司分产品收入拆分	17
表 10: 可比公司估值.....	18

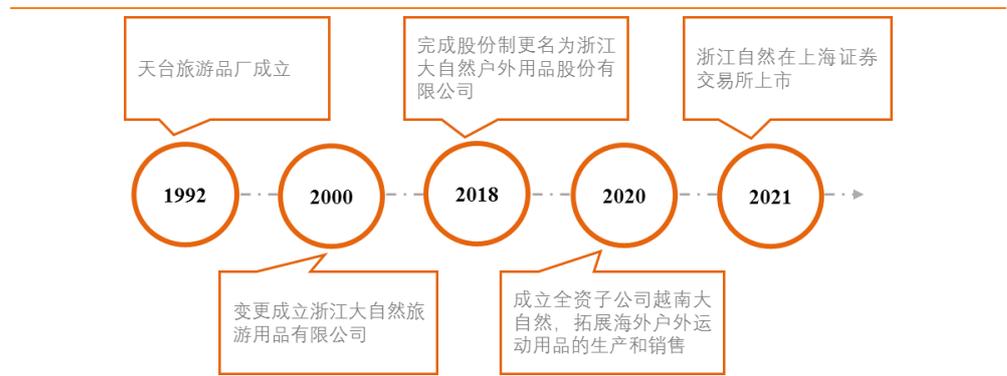
1. 专注户外用品近三十载，海内外产能布局打开发展空间

浙江大自然户外用品股份有限公司成立于 1992 年，此后始终致力于研发、生产、销售高品质的户外运动用品，产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品，主要销售至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区。公司掌握 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、热压熔接技术等关键生产技术，并积累了稳定、优质的客户资源，与全球知名公司迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等保持了长期的合作关系。

1.1. 专注户外用品细分领域，股权结构稳定

公司专注户外用品近三十载。1992 年公司前身天台旅游品厂成立；2000 年改制有限公司；2018 年公司完成股份制改革；2020 年成立全资子公司越南大自然，拓展海外产品生产和销售；2021 年公司在上交所上市。

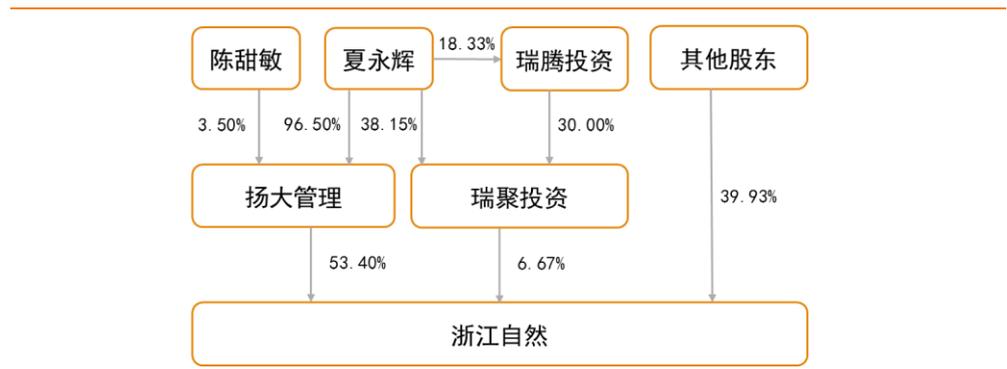
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定。公司控股股东为上海扬大企业管理有限公司，实际控制人为夏永辉、陈甜敏夫妇。夏永辉通过扬大管理间接持有公司 51.53% 的股份，通过瑞聚投资、瑞腾投资间接持有公司 2.91% 的股份，合计持有公司 54.44% 的股份；陈甜敏通过扬大管理间接持有公司 1.87% 的股份；二人合计持有公司 56.31% 的股份。

图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 5 月 6 日）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

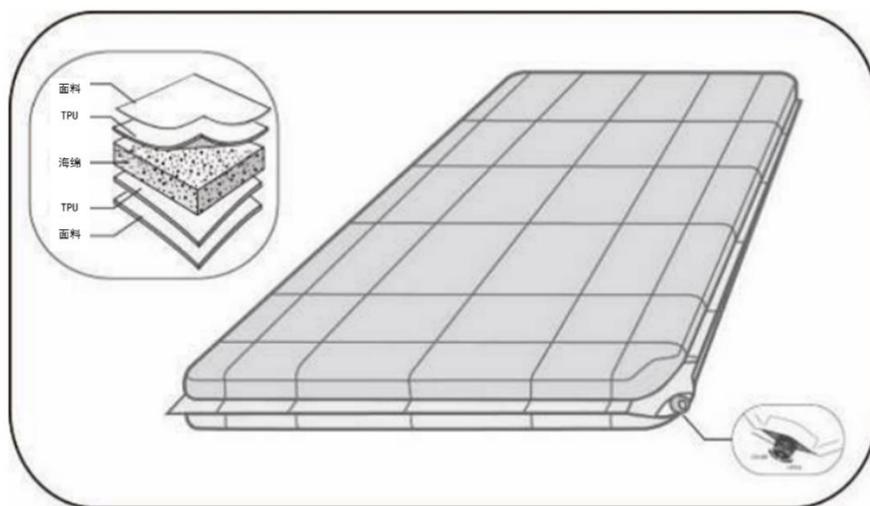
1.2. 公司采用 ODM/OEM 模式，提供定制化充气床垫等户外运动产品

公司采用 ODM/OEM 模式，为客户提供定制化户外运动产品。公司主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、设计、生产和销售，主要业务模式为 ODM、OEM 或 ODM 与 OEM 相结合。长期合作的客户包括体育用品零售商迪卡侬、INTERSPORT、REI，户外运动品牌 SEA TO SUMMIT、Kathmandu，连锁超市历德超市等。

产品种类丰富，场景应用广泛。充气床垫产品按防水材料分为 TPU 和 PVC 系列，按充气

方式分为自动充气和非自动充气系列，可根据客户需求设计不同颜色、尺寸、复合方式的产品，适用于露营、登山等户外运动场景。公司 TPU 充气床垫产品的最外侧是面料，主要起到美观效果；中部的 TPU 材料形成气密层，起到防水、密闭、接着作用；内置高回弹聚氨酯软泡海绵，可以使气垫充气回弹，让床垫更为柔软舒适。TPU 产品具有强韧高弹、耐磨耐寒、环保无毒的特性，比 PVC 产品更具竞争优势。公司还提供户外箱包产品和头枕坐垫产品，轻便易携带，适用于户外旅行。

图 3：公司 TPU 充气床垫产品结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：公司主要产品简介

产品种类	产品名称	产品特点	产品图
TPU 类充气床垫	TPU 双人自动充气床垫	30DTPU 复合面料，弹性好，柔软环保；睡眠面积大，能快速充放气；广泛适用于露营及汽车旅行等	
	TPU 单人自动充气床垫	20D 尼龙复合 TPU 面料，轻薄环保抗撕裂；自洁防污，重量轻，可压缩；广泛适用于登山、探险等	
	TPU 单人非自动充气垫	20D 尼龙复合 TPU 面料，柔软环保抗撕裂；支撑均匀，拒水保温；体积小，满足用户轻量化追求	

	TPU 双人非自动充气垫	150D 牛津复合 TPU 面料，牢固耐用，支撑稳定，可快速充放气	
	PVC 单人自动充气床垫	弹性佳，轻便舒适，强韧耐磨，不易变形，能快速自动充气	
PVC 类充气床垫	PVC 双人自动充气床垫	190T 春亚纺复合 PVC 面料，触感舒适；高回弹，保温好，支撑稳；广泛适合露营、自驾旅行	
	冰包	840D 尼龙复合 TPU 面料，环保耐磨；气密性良好，防水保温，稳定坚固，携带方便	
户外箱包	肩包背包	300D 牛津复合 TPU 面料，环保耐磨；拒水防污，防摔防撞，适合夜间使用	
	防水桶袋	210D 涤纶格子复合 TPU 面料，抗撕裂；大容量，收纳便捷；适用于衣物、电子产品的防潮等	
	头枕	弹力布复合 TPU 面料，轻盈柔软；贴合脖颈，有力支撑；U 型造型，适合各种睡姿；可快速充放气	
头枕坐垫	靠垫	TPU 材料，轻盈柔软，方便拆洗；贝壳型设计，支撑稳固；超小收纳包装，便于携带	

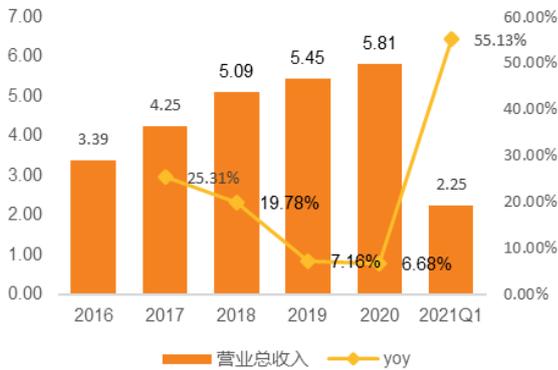
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 营收规模稳步提升，20 年总收入为 5.81 亿元，具有季节性特征

公司营收规模稳步增长，2020 年营业总收入达 5.81 亿元。2016-2020 年，公司实现营业收入 3.39/4.25/5.09/5.45/5.81 亿元，同比增长 25.31%/19.78%/7.16%/6.68%。2021Q1 公司总收入实现 2.25 亿元，同比增长 55.13%，主要系疫情对公司业务的负面影响减弱。

公司营收季节性特点明显，1-6 月为销售旺季。2018-2020 年，公司 Q1 及 Q2 合计主营业务收入占比为 65.30%/66.52%/58.83%，高于 Q3 及 Q4。公司主要产品为户外运动用品，受户外运动和户外露营季节性因素的影响，每年一、二季度是北半球的销售旺季，三、四季度是南半球的销售旺季。公司主要销售区域中，欧洲及北美洲地区均分布在北半球，因此每年 1-6 月为公司的销售旺季，销售收入金额及年度占比相对较高。受疫情影响，20Q1 主营业务收入同比减少 21.52%，20Q2-Q4 主营业务收入同比增长 10.59%/21.70%/40.20%。

图 4：2016-2021Q1 营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 5：18Q1-20Q4 单季度主营业务收入（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3.1. 境外收入占总收入约八成，其中欧洲、北美为主要销售市场

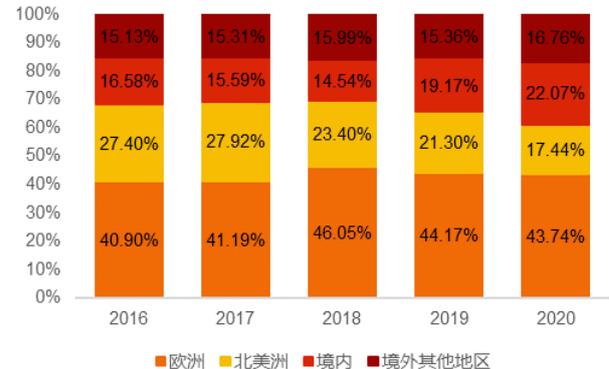
欧洲、北美为主要销售市场，境内收入占比稳步提升。2016-2020 年度公司境外销售收入实现 2.82/3.58/4.35/4.40/4.52 亿元，同比+26.85%/+21.52%/1.34%/+2.69%，占比由 83.42% 逐步降至 77.93%，其中欧洲、北美洲为公司境外销售的主要市场。2016-2020 年，境内销售收入分别为 0.56/0.66/0.74/1.04/1.28 亿元，同比分别+17.88%/+12.00%/+41.23%/+22.60%，占比由 16.58% 逐步提升至 22.07%，国内市场稳步拓展。

图 6：2016-2020 年主营业务分地区收入（亿元）及同比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 7：2016-2020 年主营业务收入分地区占比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

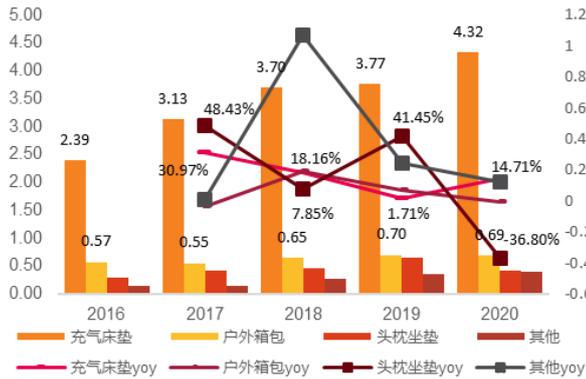
1.3.2. 充气床垫为公司主要收入来源

充气床垫系列产品为公司主要收入来源，贡献约七成收入。2016-2020 年充气床垫产品销售额为 2.39/3.13/3.70/3.77/4.32 亿元，同比+30.97%/+18.16%/+1.71%/+14.71%，收入占比为 70.82%/73.98%/72.82%/69.13%/74.46%。2019 年同比增速放缓，主要原因为市场对非 TPU 类产品需求降低，尽管公司集中推广更具优势的 TPU 类产品，但整体充气床垫的销量下降

7.09%，降幅相对较大。2020年，得益于非TPU类充气床垫销量上升，带动充气床垫收入恢复较快增速。2018-2020年充气床垫产品整体平均单价为97.56元/106.80元/113.31元，保持上升趋势。

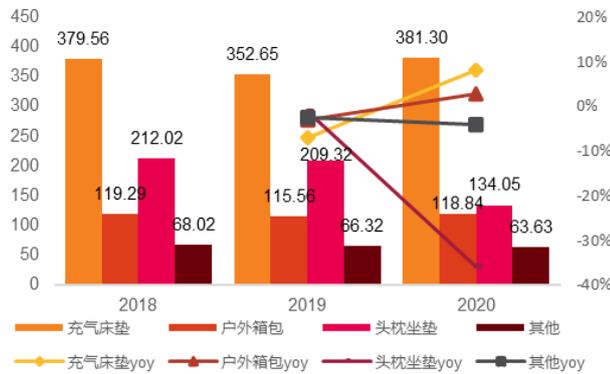
户外箱包收入规模稳定，头枕坐垫需求受疫情影响波动较大。2016-2020年，户外箱包产品销量及收入较为稳定，2019年平均单价上调10.42%，主要系公司推出的圆桶防水袋/背包及前运被装袋产品单价较高且销量同比大幅增长。2020年头枕坐垫产品收入同比降幅较大，主要系疫情导致飞机等客运量下降，市场对头枕产品的需求下降，头枕坐垫平均单价有所上升，主要原因是高单价产品的销售占比增加。

图 8：2016-2020 年主营业务分产品收入（亿元）及同比



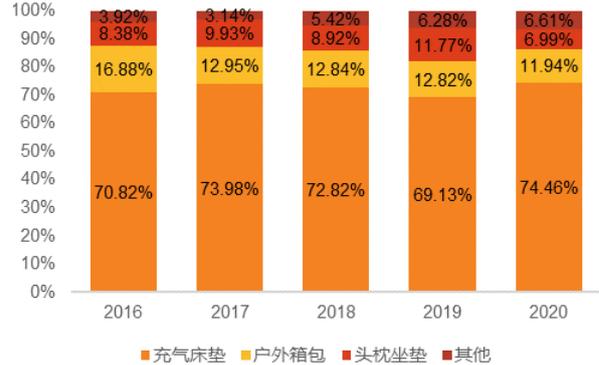
资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 10：2018-2020 年公司主要产品销量（万件）及同比



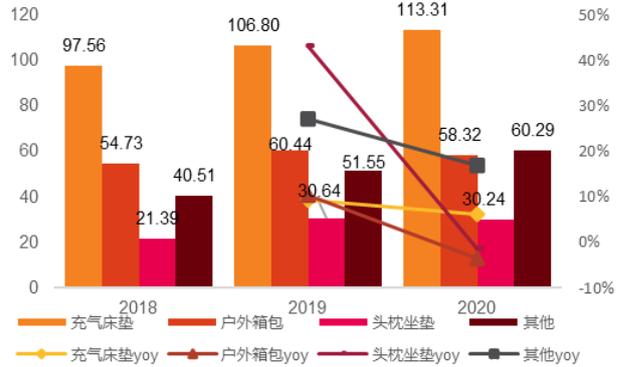
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：2016-2020 年主营业务收入分产品占比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

图 11：2018-2020 年公司主要产品平均单价（元/件）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4. 21Q1 归母净利润同比增幅近 60%，持续盈利能力较强

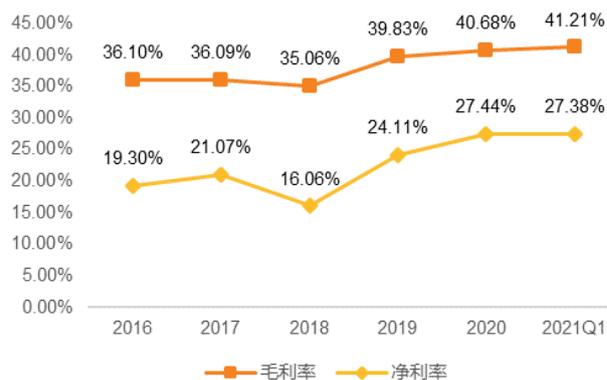
2021Q1 公司归母净利润同比+59.69%，毛利率、净利率稳步提升。2016-2021Q1 公司归母净利润为 0.65/0.89/0.82/1.31/1.60/0.62 亿元，同比 +36.79%/-8.68%/+60.86%/+21.44%/+59.69%。2016-2021Q1 公司毛利率为 36.10%/36.09%/35.06%/39.83%/40.68%/41.21%，同比 -0.01/-1.03/+4.77/+0.85/+2.86pct，2016-2021Q1 净利率为 19.30%/21.07%/16.06%/24.11%/27.44%/27.38%，同比 +1.77/-5.01/+8.05/+3.33/+0.78pct。公司毛利率、净利率稳步提升，持续盈利能力较强。

图 12：2016-2021Q1 归母净利润（亿元）及同比

图 13：2016-2021Q1 毛利率、净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

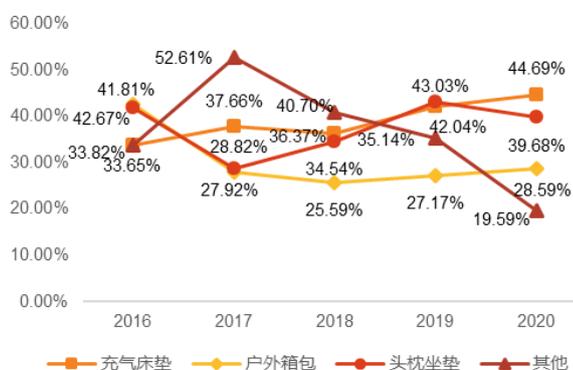


资料来源: wind, 天风证券研究所

充气床垫、头枕坐垫毛利率相对较高。2016-2020年,充气床垫产品毛利率为 33.82%/37.66%/36.37%/42.04%/44.69%,总体稳步提升;头枕坐垫产品毛利率为 41.81%/28.82%/34.54%/43.03%/39.68%。充气床垫和头枕坐垫产品毛利率保持在较高水平,主要受公司的行业竞争优势、产品结构优化、原材料采购成本下降等因素共同影响。

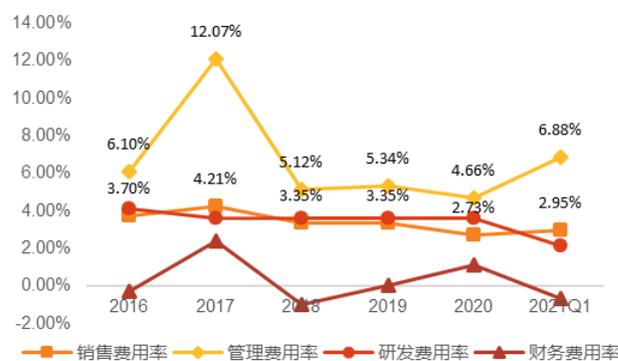
各项费用率基本稳定,销售费用率低于行业平均水平。2016-2020 年公司销售费用率为 3.70%/4.21%/3.35%/3.35%/2.73%,低于可比公司平均水平,主要系公司销售模式为 ODM/OEM,无自主品牌经营,且未在境外设立售后服务体系,所需销售人员成本等费用较少。2016-2020 年公司管理费用率为 6.10%/12.07%/5.12%/5.34%/4.66%,与可比公司水平相近,2017 年管理费用率因员工股权激励影响有所提升,剔除股份支付费用影响后管理费用率为 5.56%。2016-2020 年公司研发费用率为 4.08%/3.58%/3.62%/3.60%/3.58%,略高于行业平均水平。

图 14: 2016-2020 年各产品毛利率



资料来源: 招股说明书, wind, 天风证券研究所

图 15: 2016-2021Q1 各项费用率



资料来源: 招股说明书, wind, 天风证券研究所

1.5. 募投扩大海内外产能, 提升智能化、自动化生产水平

募投项目着力扩大产能, 海外布局利于抵御贸易政策风险。公司将通过募投项目扩大 TPU 面料及相关产品产能,完善产品结构,提高智能化、自动化生产水平,以提升公司的综合竞争力。越南基地落成后,公司将形成境内境外双基地布局,进一步提升公司应对贸易政策风险的能力,越南较低的生产成本也将助力公司提升盈利能力。

表 2: 募投项目

序号	项目名称	项目总投资额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)	建设期 (月)
1	改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	4.75	2.47	42
2	户外用品自动化生产基地改造项目	1.88	1.48	24

3	户外产品技术研发中心建设项目	1.11	1.11	24
4	越南户外用品生产基地建设项目	0.68	0.68	18
5	补充流动资金项目	1.50	1.50	-
	合计	9.92	7.24	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 欧美占据全球户外用品市场的主要地位，中国市场蓬勃发展

户外运动用品行业的主要产品可分为服装类、鞋类、背包类、装备类、配件类和器材类，产品主要功能为在户外运动中为人体提供保护、装饰，并辅助运动进行。户外运动用品行业在欧美等发达国家拥有庞大的用户群体和市场基础，我国市场在经历了近 20 年的发展后也逐步成长为全球主要户外运动用品市场之一。

表 3：户外运动用品分类

分类	定义	产品
1 服装类	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	衣、裤、袜等
2 鞋类	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	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
3 背包类	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	登山包、旅行包、骑行包、背架包等
4 装备类	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	帐篷、睡袋、衬垫、帷帐、家具等
5 配件类	为户外运动专门制作的用于辅助运动的各种配件	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
6 器材类	为户外运动专门制作的大型机械性器具	自行车、船舶、滑翔伞等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1. 全球户外用品行业稳定增长，其中欧美市场占据约 40%份额

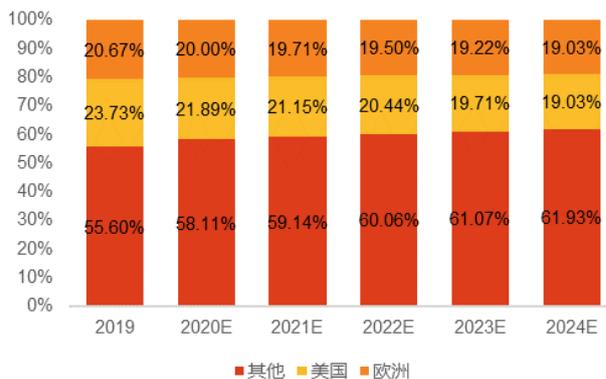
2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元，2024 年预期达 1098 亿美元，2019-24 年 CAGR 为 7.92%。欧美等发达国家户外运动用品行业历史悠久，用户基础庞大。根据 Statista 数据，全球范围来看，欧洲和美国户外运动市场体量较大，2019 年美国/欧洲户外运动用品电商市场占全球份额分别为 23.73%/20.67%，预期 2024 年微降至 19.03%/19.03%，欧美市场稳定占据全球市场的重要地位。除欧美外，其他地区市场也呈现蓬勃发展态势，占比逐步提高，2024 年预计占比达 61.93%。运动用品属于日常易耗品，需求稳定，更新换代周期较快，行业市场规模增长稳健。

图 16：2019-2024E 全球户外运动用品电商市场规模(亿美元)



资料来源：Statista，招股说明书，天风证券研究所

图 17：2019-2024E 户外运动用品电商市场规模分地区占比



资料来源：Statista，招股说明书，天风证券研究所

欧洲和美国市场规模较大，增速稳定。2019 年美国户外运动用品电商市场规模为 178 亿美元，至 2024 年预计达到 209 亿美元，2019-2024 年 CAGR 为 3.26%。2017 年美国消费者户外运动总支出 8868 亿美元，其中户外运动装备和用品方面的支出为 1845 亿美元，占比约 20.8%。2019 年欧洲市场规模为 155 亿美元，2024 年预计达到 209 亿美元，2019-2024 年 CAGR 为 6.16%，市场规模增长较美国更快。

图 18：2019-2024 美国户外运动用品电商市场规模(亿美元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 19：2019-2024 欧洲户外运动用品电商市场规模(亿美元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 中国户外运动用品行业蓬勃发展，市场集中度稳中有升

中国户外运动用品市场蓬勃发展，由高速成长期逐渐过渡至成熟期。受益于经济增长和人口基数红利，我国户外运动用品市场在近 20 年中逐步成长为全球户外运动用品的主要市场之一。市场零售总额/出货总额分别自 2002 年的 3.2/1.9 亿元增长至 2019 年的 250.2/141.6 亿元，CAGR 分别为 29.23%/28.87%。自 2012 年起，中国户外运动用品市场增长逐渐放缓，零售总额/出货总额同比增速从 2012 年的 34.94%/36.10%降至 2019 年的 0.17%/0.25%，市场逐渐由成长期过渡至成熟期。

图 20：2002-2019 年中国户外用品市场规模（亿元）及同比

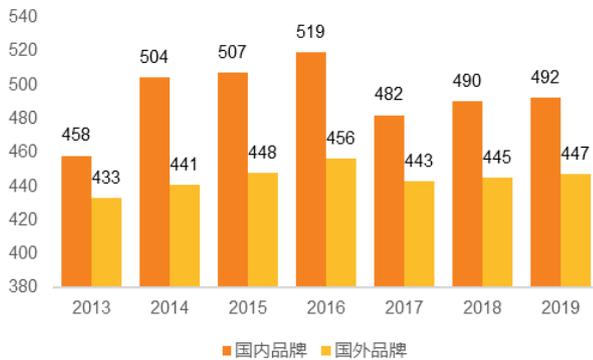


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

行业竞争进一步加剧，市场集中度稳中有升，优质品牌数量稳定。2017 年，国内户外运动用品企业品牌数量大幅减少，国内/国外品牌数量分别为 482/443 家，同比分别减少 37/13 家。2019 年，中国国内/国外户外运动品牌数量分别为 492/447 家，市场品牌数量同比 2017 年稳中有增。2019 年，年出货额 \geq 5000 万的 品牌数量为 39 家，品牌出货额占年度出货金额比为 71.80%；年出货额 \geq 1 亿的品牌为 20 家，品牌出货额占年度出货金额比为 62.60%。
目前国内户外运动用品行业呈现出如下特点：（1）头部企业的品牌影响力已经确立，并通过持续的研发投入和稳定的渠道占据多数市场份额，资源进一步向头部集中，市场集中度稳中有升；（2）众多体育品牌、时尚潮牌切入户外运动用品领域，凭借设计能力、供应链

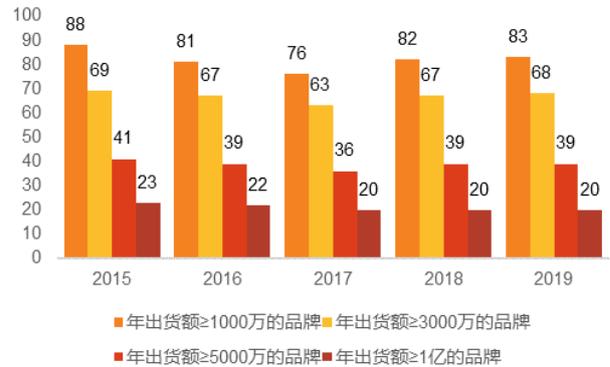
管理能力以及原有的客户群体，迅速获得市场份额，行业竞争进一步加剧；（3）低端品牌逐步退出市场，随着户外运动的普及以及消费水平的提升，消费者对产品的要求逐步提升，缺乏创新能力、产品同质化严重的低端品牌逐渐失去竞争力，被市场淘汰。

图 21：2013-2019 年中国国内外户外用品品牌数量



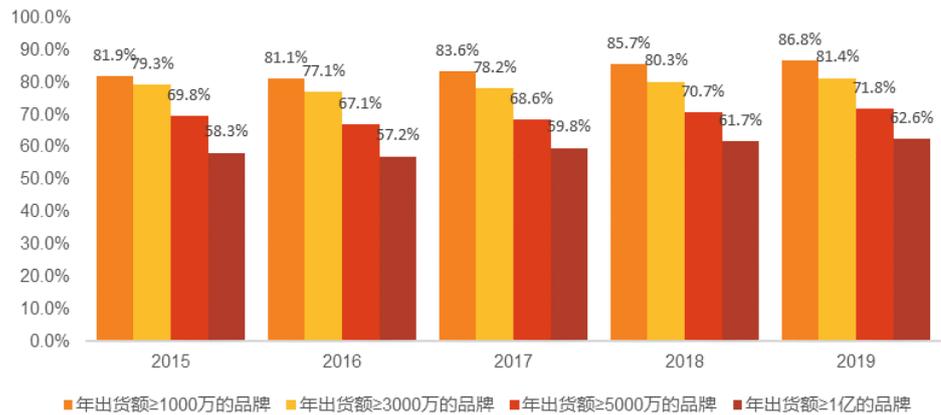
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：2015-2019 年中国户外品牌年出货额对应的企业家数



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 23：2015-2019 年中国户外运动用品品牌出货额占年度出货额比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

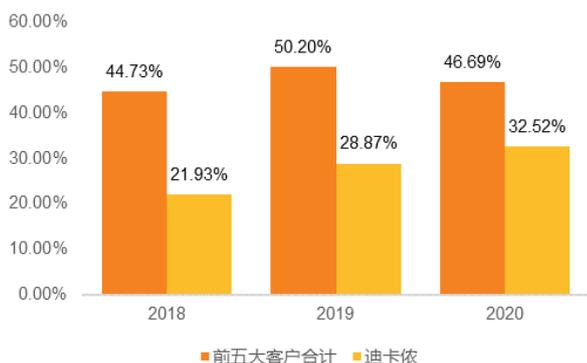
3. 优质客户资源丰富，产品持续迭代满足多元需求

3.1. 迪卡侬为公司第一大客户，21 年销售占比约 32.5%

客户集中度较高，迪卡侬为公司第一大客户。2018-2020 年，公司前五大客户销售比例为 44.73%/50.20%/46.69%，客户集中度较高，其中第一大客户迪卡侬的销售收入占比分别为 21.93%/28.87%/32.52%。

主要客户均为行业领先企业，合作关系长期稳定。公司第一大客户迪卡侬是全球最大的体育用品零售商之一，2019 年销售收入达到 124 亿欧元，同比增长 9.7%，销售规模持续增长，对户外用品的需求量也持续上升。公司与迪卡侬旗下的采购平台 DESIPRO 和上海莘威签订了无固定期限的框架性合作协议，与迪卡侬保持长期良好的合作关系。其他主要客户 SEA TO SUMMIT、LSO LP、Balluck 均为全球户外运动用品行业的领先企业，公司是它们的前十大供应商。公司客户对供应商的资质认定严格，认证流程复杂、成本较高，因此供应商经过认证，双方通常能够保持长期、可持续的合作关系。

图 24：公司前五大客户销售收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 25：第一大客户迪卡侬经营情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 4：2018-2020 年公司前五大客户销售额（万元）及销售金额占总营收比

2020 年			2019 年			2018 年		
客户名称	销售金额	占比	客户名称	销售金额	占比	客户名称	销售金额	占比
1 迪卡侬	18904.46	32.52%	1 迪卡侬	15734.71	28.87%	1 迪卡侬	11149.91	21.93%
2 Balluck Outdoor Gear Corp.	2574.69	4.43%	2 SEA TO SUMMIT	3827.54	7.02%	2 LSO LP	3838.37	7.55%
3 SEA TO SUMMIT	2194.97	3.78%	3 LSO LP	3397.98	6.24%	3 历德超市	3052.26	6.00%
4 Super Retail Group	1766.89	3.04%	4 Balluck Outdoor Gear Corp.	2368.96	4.35%	4 SEA TO SUMMIT	2417.9	4.75%
5 REI	1699.46	2.92%	5 际华集团	2029.1	3.72%	5 Flextrade	2286.01	4.50%
合计	27140.47	46.69%	合计	27358.29	50.20%	合计	22744.45	44.73%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 5：公司部分客户业务及公司对其销售产品情况

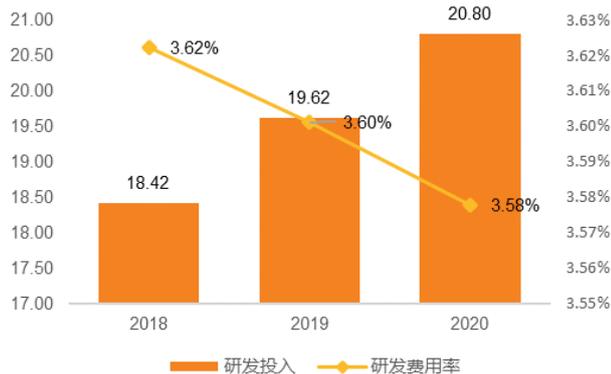
客户	主要直接客户	客户业务及规模	产品
1 迪卡侬	DESIPRO PTE LTD 上海莘威运动用品有限公司	全球知名的专业综合性体育用品专卖店，经营运动服装、鞋和装备等，2019 年销售额 124 亿欧元	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他
2 SEA TO SUMMIT	Sea to Summit Pty. Ltd. 中山大堡礁户外用品贸易有限公司	全球知名的户外专业运动品牌，产品销往 35 个国家和地区，并在澳大利亚、欧洲和美国获得多项设计及经营大奖	充气床垫、头枕坐垫
3 LSO LP	LSO LP	为 Costco、Walmart 等美国超市采购各类产品	充气床垫
4 Balluck Outdoor Gear Corp.	Balluck Outdoor Gear Corp.	为美国高端户外品牌采购各类产品	充气床垫、头枕坐垫

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 研发能力较强，不断推出新品满足终端消费需求

公司新品研发能力较强，持续投入提升技术实力。自成立以来，公司在新材料应用、新产品设计、配方研究和设备改进方面持续投入。2018/2019/2020 年公司研发投入分别为 1842/1962/2080 万元，研发投入逐年提高，研发投入占比稳定在 3.60%左右。截至 2020 年末，公司技术及研发人员共 130 人，占员工总人数的 11.76%，拥有境内专利 132 项，其中包括 4 项发明专利，以及境外专利 8 项。

图 26：2018-2020 年公司研发投入（百万元）及研发费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

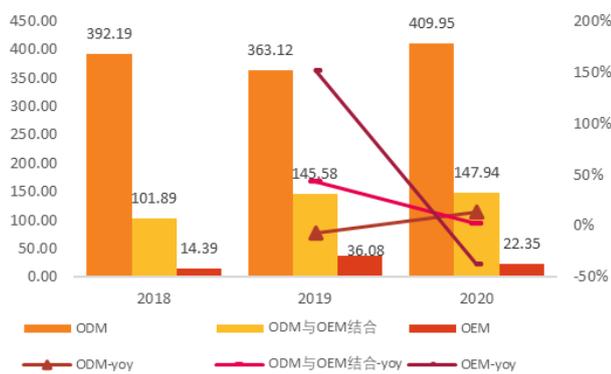
表 6：公司取得的发明专利（截至 2020 年 12 月 31 日）

序号	专利名称	专利类别	申请日
1	多层充气床	发明专利	2010/6/30
2	自动贴合机	发明专利	2012/10/24
3	便捷式可折叠自充气保温箱	发明专利	2013/3/21
4	阀门	发明专利	2016/2/22

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

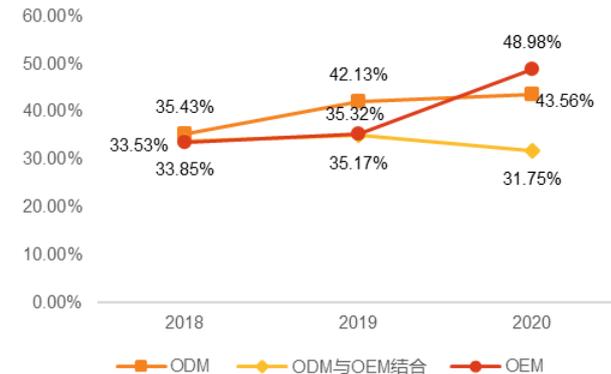
公司与客户紧密合作进行新产品研发，持续满足市场和客户要求。公司的主要业务模式分为 ODM、OEM 及 ODM 与 OEM 结合的模式。2018-2020 年，公司自主产品设计或积极参与产品设计的营收金额占比分别为 97.17%/93.37%/96.15%，维持较高占比。2019 至 2020 年间，公司与迪卡侬合作研发足球门、3D 包边床、30 升防水桶等新产品，分别实现 1884 万元、2028 万元和 471 万元收入，市场反馈良好。公司能够利用研发能力帮助客户挖掘潜在市场需求。

图 27：2018-2020 年不同模式营收情况（百万元）及同比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 28：2018-2020 年不同模式的毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 7：2018-2020 年公司部分新开发产品

序号	客户名称	产品名称	推出时间	2020 年收入金额	2019 年收入金额
1	迪卡侬	足球门	2019 年 2 月	1884.42	968.41
2	迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月	2028.38	-
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	傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 包边床	2020 年 7 月	310.72	-
9	Corinto Co. Ltd	PVC 双人粘胶充气床	2020 年 7 月	106.40	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 柔性生产及时响应市场变化，“以产定购” 适时储备原材料

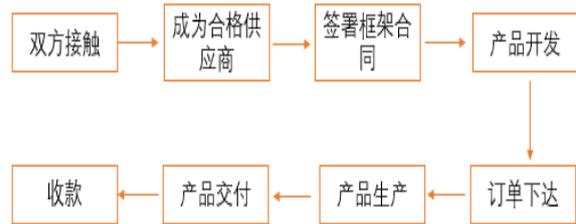
公司采用“以销定产”模式，具备柔性生产能力，及时响应市场需求。户外运动用品行业具有定制化程度高、产品多元的特点。公司具备柔性生产能力，能够满足产品多样化、定制化、小批量的柔性生产需求，及时应对市场的变化。公司充气床垫产品的产能利用率保持较高水平，20 年受疫情影响产能利用率略有下降。公司采取“以销定产”模式，以公司与迪卡侬的合作为例，产品设计完成后，公司按照迪卡侬接受的样品模型或行业惯例制造并交付产品。公司向迪卡侬销售的产品按其最终销售区域不同分别计入内销和外销收入。

图 29：2018-2020 年公司充气床垫产品产能、产量及产能利用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

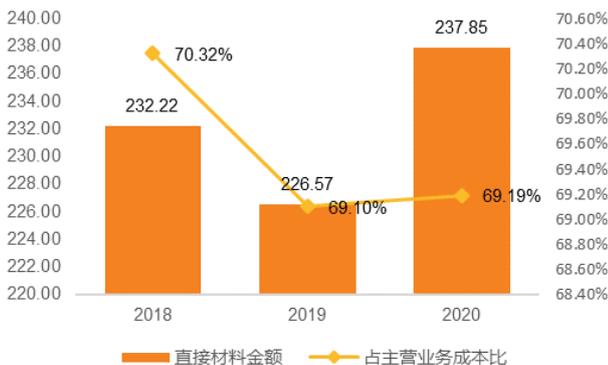
图 30：公司与迪卡侬合作流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

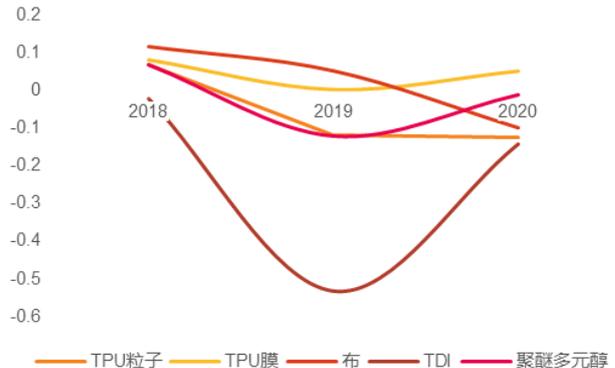
直接材料成本约占总成本的 70%，“以产定购” 适时储备原材料。公司主要原材料包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等。2018-2020 年公司直接原材料占成本比分别为 70.32%/69.10%/69.19%，基本维持在 70%左右。公司采用“以产定购”的模式向供应商采购原材料，对于部分价格波动较大的原材料，公司会择时进行提前备货，实现生产成本总体可控。

图 31：2018-2020 年公司直接材料成本（百万元）及占总成本比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：2018-2020 年公司主要原材料单价同比波动



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.4. 中美贸易战对公司经营影响有限

美国市场收入占比逐步降低，贸易战对公司出口业务影响有限。2018/2019/2020 年，公司出口至美国的收入金额分别为 1.02 亿元/1.02 亿元/0.85 亿元，占总收入比由 20.04%逐步下滑至 14.60%。此外，公司销往美国的产品大多不包括在加征清单中，仅少量产品在第二批 2000 亿美元、第三批 3000 亿美元的清单内。2018/2019/2020 年，加征关税产品的销售收入占比为 4.76%/1.90%/2.74%，占比较小，且增加的关税主要由客户承担。因此，中美贸易战对公司正常经营的影响有限。

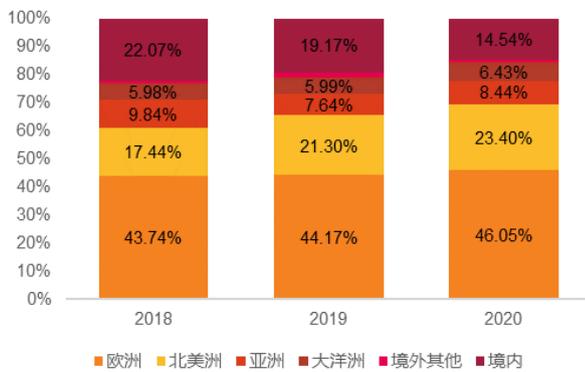
表 8：美国加征关税政策

清单	加征时间	推出税率	
第一批 500 亿美元	340 亿美元	2018/7/6	25%
	160 亿美元	2018/8/23	25%
第二批 2000 亿美元		2018/9/24-2019/5/10	10%
		2019/5/10 起	25%
	1200 亿美元	2019/9/1-2020/2/14	15%
第三批 3000 亿	1800 亿美元	2020/2/15 起	7.5%
		暂未实施	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

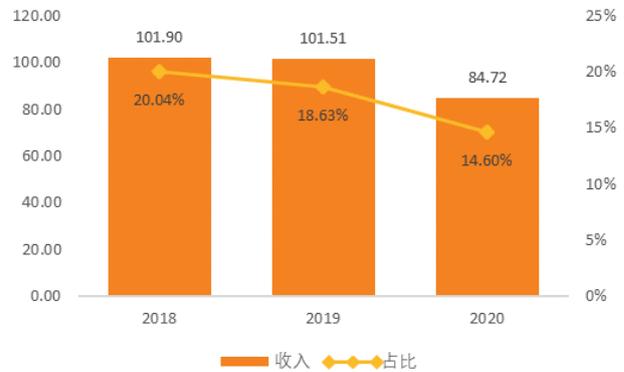
布局海外生产基地，提高抵御贸易政策风险的能力。2018-2020 年，公司外销收入占主营业务收入比例为 85.46%/80.83%/77.93%，欧洲、北美洲和大洋洲为公司主要销售区域，贸易政策对公司营收的影响较大。在国际贸易形势不确定性增强的背景下，公司积极布局越南生产基地，形成“境内+境外”的双生产基地布局，扩大产能的同时，有效规避美国对中国企业加征关税的限制，有利于提升公司抵御系统性风险的能力。

图 33：2018-2020 年公司分区域收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 34：2018-2020 年公司对外销售收入（百万元）及占总收入比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 总结及盈利预测

4.1. 总结

公司深耕户外运动用品行业，高品质产品应用领域广泛。公司聚焦户外用品细分领域，产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等，应用场景广泛。公司 TPU 床垫产品具有强韧高弹、耐磨耐寒、环保无毒的特性，产品端竞争优势突出。

营收规模稳步提升，外销贡献约八成收入，盈利能力稳步提升。公司收入由 2016 年的 3.39 亿元提升至 2020 年的 5.81 亿元，期间 CAGR 为 14.45%，21Q1 收入实现 2.25 亿元，同比增长 55.13%。外销收入约占八成，其中欧洲、北美洲为主要市场；国内市场稳步拓展，占比由 2016 年的 16.58% 逐步提升至 2020 年的 22.07%。公司归母净利润由 2016 年的 0.65 亿元提升至 2020 年的 1.60 亿元，期间 CAGR 为 24.98%，21Q1 归母净利为 0.62 亿元，同比 +59.69%。2016-2021Q1 毛利率由 36.10% 提升至 41.21%，净利率由 19.30% 提升至 27.38%。公司利润增速高于收入增速，盈利能力稳步提升。

全球户外用品行业稳定增长，中国市场集中度稳中有升。2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元，2024 年预期达 1098 亿美元，其中欧美市场稳定占据重要地位。受益于经济增长和人口基数红利，我国户外运动用品市场逐步发展，市场零售总额自 2002 年的 3.2 亿元增长至 2019 年的 250.2 亿元，CAGR 为 29.23%。目前，国内户外运动用品行业低端品牌逐步退出市场，资源向头部品牌集中，市场集中度稳中有升。

公司采用 ODM/OEM 模式，优质客户资源丰富，合作关系长期稳定。2020 年，公司前五大客户销售比例为 46.69%，其中第一大客户迪卡依的销售收入占比分别为 32.52%。迪卡依是全球最大的体育用品零售商之一，公司与迪卡依保持长期良好的合作关系，其他主要客户也均为全球户外运动用品行业的领先企业。

重视研发投入，柔性生产满足市场需求，海内外扩产增强供应链稳定性。公司在新材料应用、新产品设计、配方研究和设备改进方面持续投入，研发费用率稳定在 3.60% 左右。公司具备柔性生产能力，能够满足产品多样化、定制化的柔性生产需求，及时应对市场的变化。在国际贸易政策不确定的背景下，积极布局越南基地扩大产能，充分利用海外基地的人工成本优势，并规避贸易政策风险。

4.2. 盈利预测与估值

核心假设：

1、充气床垫：预期单价更高的 TPU 产品占比逐步提升，推升床垫品类收入，21-23 年收入增速分别为 50%/43%/40%，毛利率小幅提升；

2、户外箱包：公司将加大防水箱包的生产能力，伴随产能逐步释放，预期 21-23 年箱包收入增速分别为 22%/20%/20%；

表 9：公司分产品收入拆分

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	508.48	544.78	580.24	825.97	1138.23	1547.01
yoy		7.14%	6.51%	42.35%	37.81%	35.91%
主营业务毛利率	35.06%	39.82%	40.76%	41.40%	42.58%	42.95%
分产品						
充气床垫						
收入	370.29	376.62	432.03	647.21	924.22	1290.67
yoy		1.71%	14.71%	49.81%	42.80%	39.65%
毛利率	36.37%	42.04%	44.69%	44.60%	45.50%	45.50%
户外箱包						
收入	65.29	69.84	69.30	84.83	102.10	122.89
yoy		6.97%	-0.77%	22.41%	20.36%	20.36%
毛利率	25.59%	27.17%	28.59%	29.00%	29.00%	29.00%
头枕坐垫						
收入	45.35	64.15	40.54	49.62	60.73	74.33
yoy		41.45%	-36.80%	22.39%	22.40%	22.40%
毛利率	34.54%	43.03%	39.68%	40.00%	40.00%	40.00%
其他						
收入	27.55	34.19	38.36	44.31	51.18	59.11
yoy		24.07%	12.22%	15.50%	15.50%	15.50%
毛利率	40.70%	35.14%	19.59%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司深耕户外用品细分领域，技术储备及研发实力强，优质客户关系稳定，伴随国内国外产能释放及 TPU 产品渗透率提升，预期公司 21/22 年收入分别为 8.3/11.40 亿元，同比 +42.35%/+37.81%，21/22 年归母净利润为 2.1/3.0 亿元，同比 +33.7%/+38.5%。

我们采取相对估值法，选取华利集团、共创草、梦百合坪作为可比公司。可比公司均有 ODM 业务，且以境外作为主要销售市场，与公司的业务模式具有相似性，参考可比公司估值，我们认为公司不依赖单一品类发展，产品品类持续拓展，给予公司 22 年合理 PE 区间 27-30X，目标价区间 79.38-88.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

公司代码	公司简称	现价（元）	PE（2021E）	PE（2022E）	PE（2023E）
300979.SZ	华利集团	113.90	52	41	33
605099.SH	共创草坪	42.38	32	26	21
603313.SH	梦百合	30.05	18	13	10
	平均		34	27	22

资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 风险提示

客户集中度较高的风险：公司前五大客户收入占比近 50%，若未来主要客户销售出现波动或与公司合作关系中止，可能产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原材料为 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等，原材料成本占比约为 70%，原材料价格波动对公司毛利率可能产生不利影响。

募投项目进度不及预期：募投项目尚未完全建成，实施过程存在一定不确定性。

贸易政策风险：欧美为公司主要市场，贸易政策变化或对公司业绩产生影响。

汇率波动风险：公司外销收入占比约 80%，出口业务主要以美元结算，汇率波动将对业绩产生影响。

行业竞争加剧风险：户外运动用品市场快速发展，或将吸引更多企业进入行业，导致竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	76.78	145.29	259.92	436.32	700.53
应收票据及应收账款	81.99	94.14	132.26	131.24	226.89
预付账款	3.45	5.74	9.19	9.41	15.89
存货	155.11	146.63	219.17	312.56	407.04
其他	16.75	25.18	54.78	31.35	61.55
流动资产合计	334.07	416.98	675.31	920.88	1,411.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	74.17	245.87	281.96	330.43	373.34
在建工程	162.69	44.72	62.83	85.70	81.42
无形资产	108.64	117.27	114.08	110.90	107.72
其他	36.74	34.57	33.13	34.76	34.13
非流动资产合计	382.24	442.43	492.01	561.79	596.61
资产总计	716.31	859.41	1,167.32	1,482.67	2,008.50
短期借款	46.92	12.17	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	101.81	96.55	152.37	200.46	279.20
其他	29.34	51.32	80.34	50.14	85.07
流动负债合计	178.07	160.04	232.72	250.60	364.27
长期借款	1.55	3.19	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.70	20.64	20.74	20.69	20.69
非流动负债合计	22.25	23.83	20.74	20.69	20.69
负债合计	200.32	183.87	253.46	271.29	384.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.84	75.84	101.12	101.12	101.12
资本公积	252.62	252.62	252.62	252.62	252.62
留存收益	440.15	599.70	812.74	1,110.26	1,522.41
其他	(252.62)	(252.62)	(252.62)	(252.62)	(252.62)
股东权益合计	516.00	675.54	913.86	1,211.38	1,623.54
负债和股东权益总计	716.31	859.41	1,167.32	1,482.67	2,008.50

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	544.95	581.34	827.53	1,140.39	1,549.94
营业成本	327.90	344.83	484.92	654.81	884.23
营业税金及附加	4.55	4.50	7.07	9.37	12.66
营业费用	18.23	15.87	24.00	37.63	51.15
管理费用	29.09	27.08	40.38	56.55	74.89
研发费用	19.62	20.80	28.96	41.05	55.80
财务费用	0.14	6.25	(0.18)	(0.99)	(1.61)
资产减值损失	(0.99)	(1.39)	2.12	(0.09)	0.21
公允价值变动收益	10.90	12.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.87)	4.34	3.78	0.75	2.96
其他	(9.65)	(33.64)	(7.56)	(1.51)	(5.92)
营业利润	151.01	180.44	244.04	342.80	475.57
营业外收入	2.35	6.56	3.51	4.14	4.74
营业外支出	0.09	0.69	0.47	0.42	0.52
利润总额	153.28	186.31	247.07	346.53	479.78
所得税	21.90	26.77	34.03	49.01	67.62
净利润	131.38	159.54	213.04	297.52	412.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	131.38	159.54	213.04	297.52	412.16
每股收益(元)	1.30	1.58	2.11	2.94	4.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.16%	6.68%	42.35%	37.81%	35.91%
营业利润	63.17%	19.48%	35.25%	40.47%	38.73%
归属于母公司净利润	60.86%	21.44%	33.53%	39.65%	38.53%
获利能力					
毛利率	39.83%	40.68%	41.40%	42.58%	42.95%
净利率	24.11%	27.44%	25.74%	26.09%	26.59%
ROE	25.46%	23.62%	23.31%	24.56%	25.39%
ROIC	37.94%	34.19%	40.77%	46.91%	54.65%
偿债能力					
资产负债率	27.96%	21.39%	21.71%	18.30%	19.17%
净负债率	-5.48%	-19.23%	-28.44%	-36.02%	-43.15%
流动比率	1.88	2.61	2.90	3.67	3.88
速动比率	1.01	1.69	1.96	2.43	2.76
营运能力					
应收账款周转率	7.06	6.60	7.31	8.66	8.66
存货周转率	4.12	3.85	4.52	4.29	4.31
总资产周转率	0.84	0.74	0.82	0.86	0.89
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.58	2.11	2.94	4.08
每股经营现金流	0.85	2.03	1.59	2.52	3.06
每股净资产	5.10	6.68	9.04	11.98	16.05
估值比率					
市盈率	48.34	39.80	29.81	21.35	15.41
市净率	12.31	9.40	6.95	5.24	3.91
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.98	16.64	11.51
EV/EBIT	0.00	0.00	24.86	17.21	11.86

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com