

2021年07月06日

户外代工第一股，利基市场下盈利能力强

浙江自然(605080)

主要观点:

公司盈利水平较高，我们分析主要得益于向上做垂直一体化产业链（贡献 10pct）、向下提供利基产品的研发服务（贡献 2-3pct）、以及原材料和汇率的成本控制；而在垂直一体化中，核心壁垒在于 TPU 面料和聚氨酯发泡环节。

短期来看，公司产能投放进度有望超预期，得益于 20 年下半年提前建设，在 21 年上半年旺季得到释放；中期来看，目前在 TPU 充气床垫市场占据半壁江山，但在客户份额提升、新客户拓展、品类扩张仍有提升空间，我们判断家用充气床垫、水上用品、保温箱包可能成为新的增长点；长期来看，2025 年随着募投项目达产，公司有望达到 21 亿元收入。

预计 2021/2022/2023 年收入增速分别为 36%/31%/30%，EPS 分别为 2.19/2.97/3.91 元、对应 PE 为 29/21/16X，结合绝对和相对估值法，我们给予目标价 84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 公司介绍：户外代工第一股

公司前五大客户为迪卡侬、Balluck Outdoor Gear Corp、SEA TO SUMMIT、Super Retail Group 和 REI，占比 47%，第一大客户迪卡侬占比 33%。公司旺季在 Q1 和 Q2，每年 Q3 谈第二年订单。

► 公司优势：垂直一体化产业链，客户优质

1) 客户优质；2) 参与高附加值面料环节，打造小单快反提高竞争力；3) 研发设计能力优势显著。

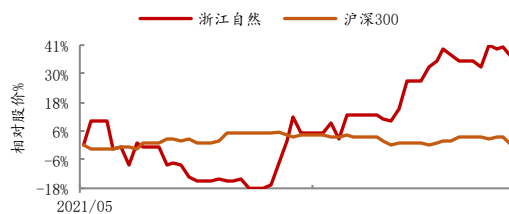
► 成长驱动：产能稳步扩张，持续优化客户结构

1) 产能扩张+单价提升；2) 产品创新叠加 ODM 占比提升有望进一步提高毛利率；3) 客户份额提升叠加新客户拓展。

风险提示：疫情发展的不确定性；客户拓展不及预期；工厂爬坡不及预期；汇率波动风险；系统性风险。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	84
最新收盘价:	62.8
股票代码:	605080
52 周最高价/最低价:	67.2/36.11
总市值(亿)	65.93
自由流通市值(亿)	16.48
自由流通股数(百万)	25.28



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	792	1,039	1,349
YoY (%)	7.2%	6.7%	36.2%	31.2%	29.9%
归母净利润(百万元)	131	160	221	300	395
YoY (%)	60.9%	21.4%	38.7%	35.6%	31.7%
毛利率 (%)	39.8%	40.7%	42.5%	43.5%	43.9%
每股收益 (元)	1.30	1.58	2.19	2.97	3.91
ROE	25.5%	23.6%	24.7%	25.1%	24.8%
市盈率	48.34	39.80	28.69	21.16	16.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司简介：户外代工第一股，第一大客户迪卡侬占比 30%.....	4
1.1. 历史回顾：上半年为旺季，21Q1 强势复苏.....	4
1.2. 股权结构：股权较集中，已有员工持股平台.....	6
2. 户外用品行业：装备市场利基产品属性明显.....	7
2.1. 行业趋势：户外装备增速更高，关注 TPU 替代 PVC 趋势.....	7
2.2. 竞争格局：浙江自然在自动充气床垫领域占据半壁江山.....	9
3. 公司优势：垂直一体化产业链，客户质量优质.....	11
3.1. 垂直一体化产业链，打造小单快反提高竞争力.....	11
3.2. 研发设计能力优势显著.....	12
3.3. 客户优质，进入壁垒在于验厂周期.....	13
4. 成长驱动：产能稳步扩张，持续优化客户结构.....	14
4.1. 产能扩张+单价提升有望实现量价共振.....	14
4.2. 产品创新、ODM 占比提升、原材料成本控制有望进一步提高毛利率.....	16
4.3. 长期看客户份额提升、新客户拓展.....	17
5. 财务分析：盈利能力高于同业.....	18
5.1. 成长性分析：2018-2020 年收入复合增长率达 12%.....	18
5.2. 盈利能力分析：盈利能力领先同业主要由于垂直一体化.....	19
5.3. 营运能力分析：现金流逐年改善.....	21
6. 盈利预测和投资建议.....	21
7. 风险提示.....	25

图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利（亿元）.....	4
图 2 历年公司毛利率、净利率（%）.....	4
图 3 公司分品类收入及增速（亿元、%）.....	5
图 4 2018-2020 年各产品销量（万件）.....	5
图 5 2018-2020 年各产品单价（元）.....	5
图 6 汇率（元/美元）、公允价值变动、及汇兑损益.....	6
图 7 公司历年销售、管理、研发、财务费用率（%）.....	6
图 8 2019-24 年全球户外运动用品电商市场规模（亿美元）.....	7
图 9 2002-19 年中国户外用品市场规模（亿元）.....	7
图 10 不同品牌充气床垫价格.....	8
图 11 地上游泳池及便携移动式 spa.....	10
图 12 面料制作工艺.....	11
图 13 主要客户简要合作历程图.....	13
图 14 历年公司固定资产及增速（亿元）.....	15
图 15 原材料价格变动.....	16
图 16 2020 年营收按生产模式划分.....	16
图 17 历年生产模式毛利率.....	16
图 18 2017-2020 年浙江自然及同业公司收入 CAGR 对比.....	18
图 19 2017-2020 年浙江自然及同业公司净利 CAGR 对比.....	18
图 20 2018-2020 年浙江自然及同业销售毛利率对比.....	19
图 21 2018-2020 年浙江自然及同业销售净利率对比.....	19
图 22 2018-2020 年浙江自然及同业 ROE (%) 对比.....	20
图 23 公司应收账款周转天数与同业对比（天）.....	21
图 24 公司与同业公司经营活动产生的现金流净额/净利对比.....	21

表 1 前十大股东	6
表 2 TPU 充气床垫 VS 非 TPU 充气床垫	8
表 3 竞争格局	10
表 4 公司核心技术项目	12
表 5 正在进行的主要研发项目	12
表 6 2020 年研发新品、收入及收入占比	13
表 7 浙江自然主要客户情况	14
表 8 浙江自然充气床垫产品的产能及生产情况	14
表 9 浙江自然产能扩张情况	15
表 10 近三年浙江自然主要产品毛利率	17
表 11 公司客户情况 (万元)	17
表 12 浙江自然及同业公司收入及增速 (亿元)	19
表 13 费用率拆分	20
表 14 ROE 拆分	20
表 15 分品类收入拆分 (亿元)	22
表 16 盈利预测	23
表 17 DCF 绝对估值法	23
表 18 可比公司估值	24

1. 公司简介：户外代工第一股，第一大客户迪卡侬占比 30%

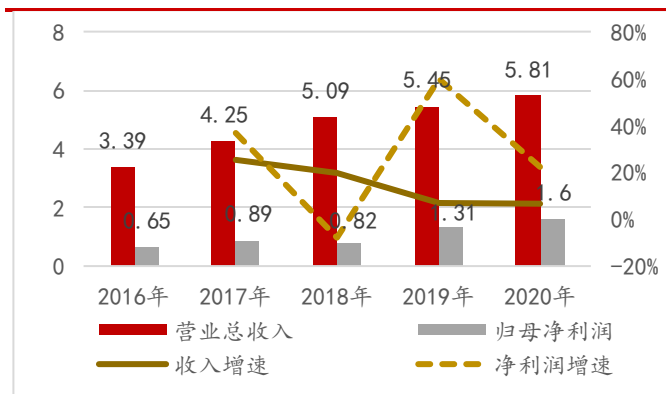
1.1. 历史回顾：上半年为旺季，21Q1 强势复苏

浙江自然于 2000 年 9 月成立，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。公司从最初做橡胶棉的充气床垫、逐步过渡到 PVC 类产品，目前以 TPU 产品为主；产能布局于越南、浙江台州、上海，2020 年充气床垫产能为 400 万件，目前在 TPU 充气床垫市场占据半壁江山、但在非充气床垫仍有较大提升空间。

公司前五大客户为迪卡侬、Balluck Outdoor Gear Corp、SEA TO SUMMIT、Super Retail Group 和 REI，前五大客户占比 47%、第一大客户迪卡侬占比 33%；其中，公司为 Balluck Outdoor Gear Corp、SEA TO SUMMIT 的前十大供应商之一，并与迪卡侬、Super Retail Group、REI 等建立了长期稳定的合作关系，也是迪卡侬在热熔接领域的中国唯一战略合作伙伴。公司于 2021 年 5 月 6 日上市，募集资金 7.88 亿元。

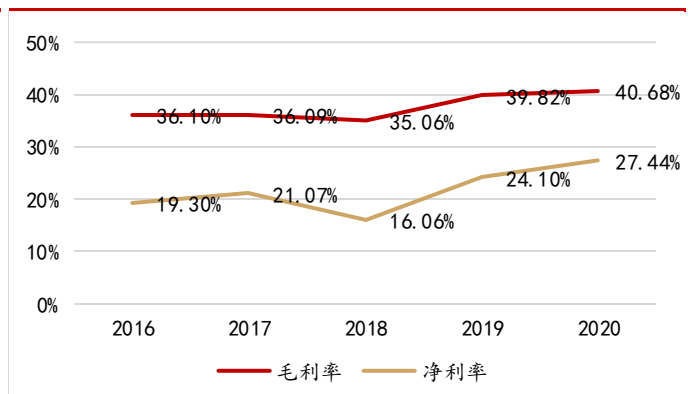
2020 年公司收入/净利分别为 5.81/1.59 亿元、同比增长 6.7%/21.4%；2021Q1 公司收入/净利为 2.25/0.62 亿元、同比大幅增长 55%/60%、收入 19Q1 增长 22%。回顾公司历史，2016-2020 年公司收入/归母净利润年复合增长率为 14%/25%，公司在 2019、2020 两年收入增速放缓：2019 年主要由于充气床垫（市场对非 TPU 类产品需求量降低）和户外箱包（与美国 California Innovations18 年发生纠纷、19 年未发生交易）增速放缓；2020 年主要由于头枕坐垫品类受到长途旅行受疫情影响下降 37%。

图 1 历年公司收入、归母净利润（亿元）



资料来源：Wind 数据库、华西证券研究所

图 2 历年公司毛利率、净利率 (%)



资料来源：Wind 数据库、华西证券研究所

分产品来看，产品以充气床垫为主。充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他收入分别为 4.32/0.69/0.41/0.38 亿元、同比增长 15%/-1%/-37%/12%、收入占比分别为 74%/12%/7%/6.5%。

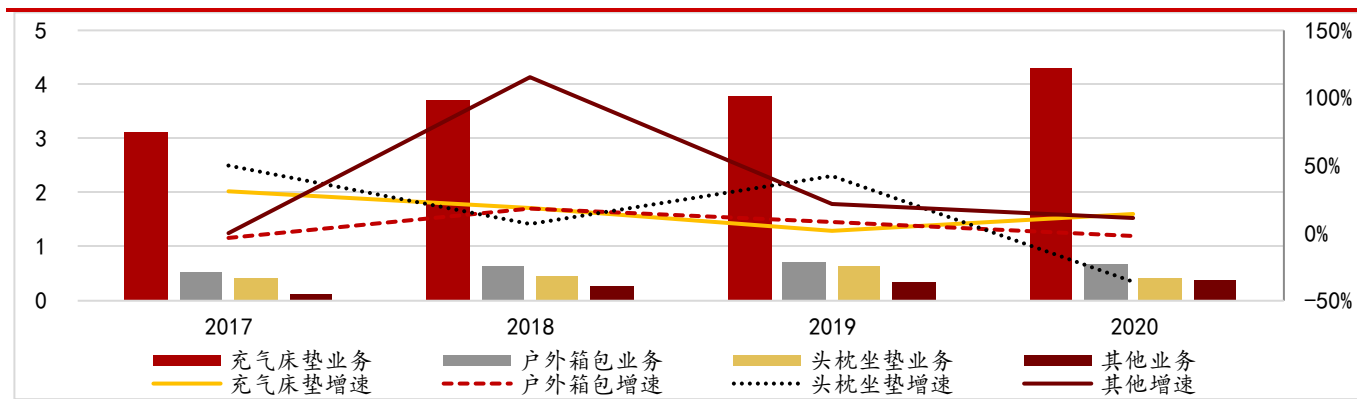
分量价来看，价格贡献更高。2018-2020 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他的收入年复合增速分别为 8%/3%/-5%/16%，其中销量增速分别为 0%/0%/-20%/-4%，单价增速分别为 8%/3%/20%/21%。

分区域来看，公司以外销为主、欧洲占比最高。2018-2020 年外销收入占比为 86%/81%/81%/78%，出口业务均以美元计价、收入受到汇率波动影响较大。2020 年欧

洲/北美洲/其他境外/境内营业收入分别为 2.54/1.01/0.97/1.28 亿元，同比增速 6%/-13%/17%/23%，占业务收入比例为 44%/17%/17%/22%。

分季度来看，公司收入存在一定的季节性，主要由于户外运动和露营主要集中在夏秋季节，Q1、Q2 是北半球客户的交货和销售旺季，因此上半年销售占比更高，2020Q1-4 收入占比分别为 25%/34%/19%/22%。

图 3 公司分品类收入及增速 (亿元、%)

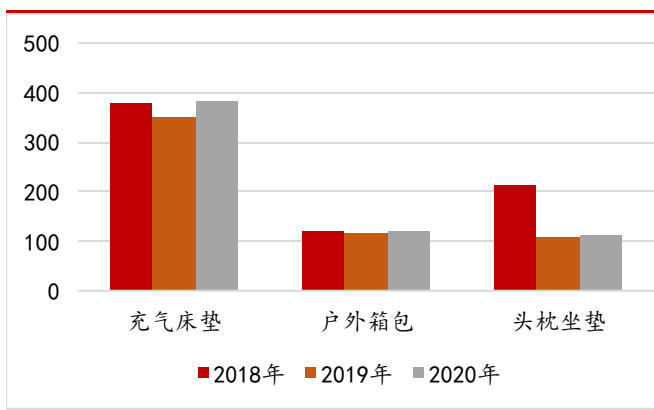


资料来源: Wind 数据库、华西证券研究所

从盈利能力看，公司毛利率在 36-40%之间、净利率在 16-27%之间波动，净利率波动更大。公司营业成本中，原材料/人工/制造费用分别占比为 69%/20%/11%。2019 年公司毛利率大幅提升 5PCT，主要由于充气床垫、头枕坐垫两类产品毛利率提升：

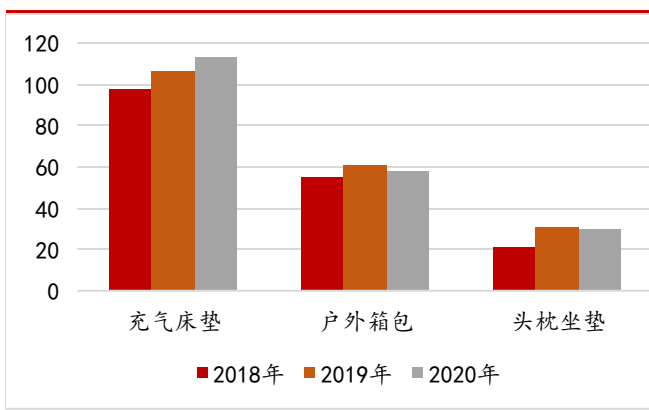
(1) 充气床垫类产品毛利率上升，主要由于毛利率较高的 TPU 类充气床垫收入占比上升、美元升值、及原材料价格下降影响；2019 年公司开始推荐 TPU 类产品，2018-2020 年 TPU 产品销量在充气床垫占比分别为 41%、56%、52%。(2) 头枕坐垫类产品毛利率提升，主要由于产品结构变化（迪卡侬 V 型拉筋枕头销量增加 68%、SEA TO SUMMIT 的 U 型及心形充气枕头销量同比大幅增长）以及美元升值影响。

图 4 2018-2020 年各产品销量 (万件)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 2018-2020 年各产品单价 (元)

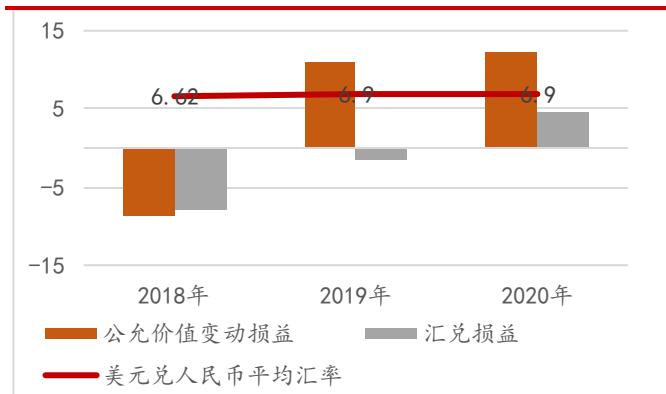


资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

公司净利率主要受毛利率、股权激励费用、投资收益波动的影响，2018 年为净利率低点。2017 年管理费用率较高主要是受股权激励的股份支付的影响；2017 年公司剥离转让润丰小贷和瑞辉房地产的股权产生投资收益 3710 万元。2018 年净利率下

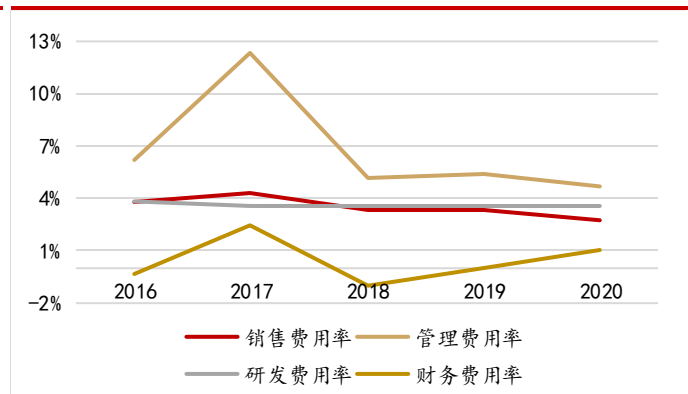
降主要由于美元贬值导致远期外汇合约公允价值变动损失。2019 年在产品结构变动带来的毛利率提升以及美元升值的推动下，公司净利率大幅提升 6PCT 至 24%。

图 6 汇率（元/美元）、公允价值变动、及汇兑损益



资料来源：Wind 数据库、华西证券研究所

图 7 公司历年销售、管理、研发、财务费用率（%）



资料来源：Wind 数据库、华西证券研究所

1.2. 股权结构：股权较集中，已有员工持股平台

公司实控人为夏永辉、陈甜敏夫妇，通过控股的扬大管理持股 53.40%、通过瑞聚投资持股 6.67%，雨帆投资、九麟投资、天民投、李俊峰、国鸿智言和仇清清分别持股 3.34%、3.34%、3.00%、2.25%、1.50%、1.50%。

瑞聚投资为公司员工持股平台，覆盖 59 人，在一定程度上保证了员工的稳定性。

表 1 前十大股东

序号	股东	股东介绍	持股数量	持股比例	持股类型
1	扬大管理	控股股东，夏永辉、陈甜敏夫妇为实控人。	5400	53.4%	限售
2	瑞聚投资	实控人夏永辉持有 38.25% 出资额并担任执行事务合伙人，其自然人合伙人均为浙江自然的员工	675	6.67%	限售
3	雨帆投资	夏肖君（夏永辉的姐姐）持股 100%	337.5	3.34%	限售
4	九麟投资	夏雨君（夏永辉的妹妹）持股 100%	337.5	3.34%	限售
5	天民投	天台银轮联投，实控人范晓敏	303.37	3.00%	限售
6	李俊峰	自然人股东	227.53	2.25%	限售
7	国鸿智言	上海国鸿智臻创投，实控人为上海国资办	151.69	1.50%	限售
8	仇清清	自然人股东	151.69	1.50%	限售

9	东方证券承销保荐有限公司	公司上市承销保荐机构	6.9	0.07%	流通
10	中国建设银行企业年金计划		0.35	0.003%	流通
	合计	-	7591.53	75.07%	-

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

2. 户外用品行业：装备市场利基产品属性明显

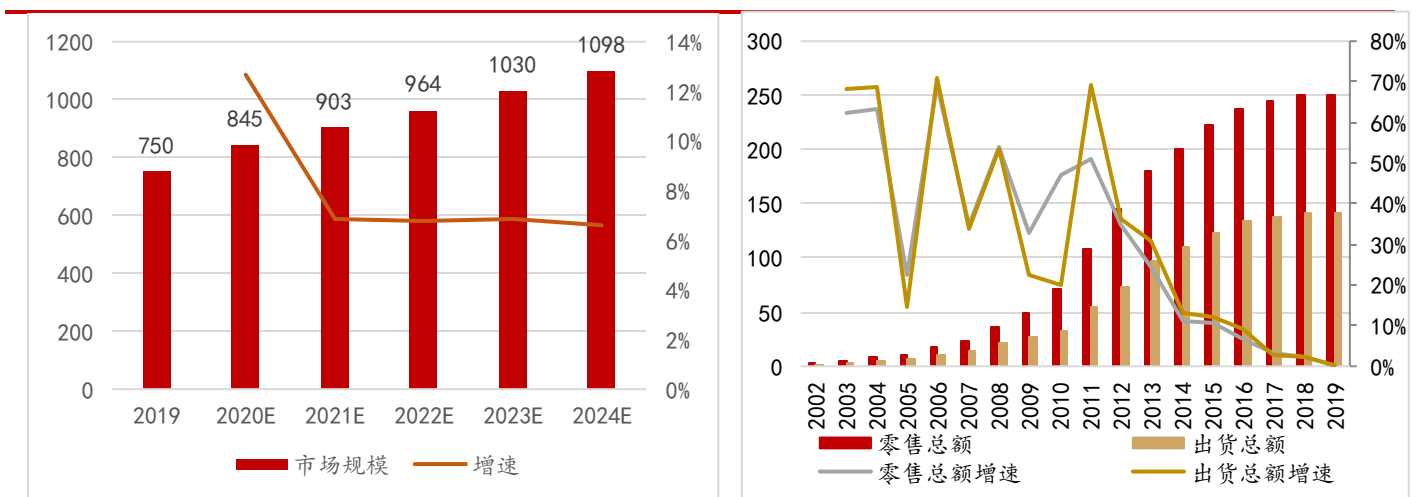
2.1. 行业趋势：户外装备增速更高，关注 TPU 替代 PVC 趋势

2.1.1. 户外用品行业：装备增速快于鞋服

根据 Statista 统计数据，2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元，并在 2020 年-2024 年以 6.8% 的速度增长，2024 年全球户外运动用品电商市场规模有望达到 1098 亿美元。而国内来看，据 COCA 数据，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%。

尽管行业增速放缓，但分品类来看，户外装备的增速高于户外鞋服：预计美国户外装备 2019-2025 年市场规模 CAGR 将达到 7%。而户外装备用品本身利基市场特征明显，即市场小、但增速快，包括户外充气床垫、家用充气床、防水箱包、保温箱包、配件等；相较于国外来看，国内户外运动、尤其是水上运动仍处于发展初期，未来具有较大潜力。

图 8 2019-24 年全球户外运动用品电商市场规模（亿美元） 图 9 2002-19 年中国户外用品市场规模（亿元）



资料来源：Statista，浙江自然招股书，华西证券研究所

资料来源：Statista，浙江自然招股书，华西证券研究所

2.1.2. TPU 类充气床垫：环保、耐磨、轻便，关注市场容量和渗透率

目前国内气垫床价格大致可以分为高中低三个档次：(1) 以 intex、BestWay、Jilong 这类的国际知名品牌气垫床价格最高，根据功能款式的差异，一般都在数百到几千元不等；(2) 中档的气垫床的品牌知名度较低，价格在几百元左右，多具有特殊功能、例如防褥疮气垫床垫；(3) 低档的气垫床多由小工厂生产，价格在几十元到几百元不等，客户多为经常搬家的打工一族等。

我们分析，TPU 优势在于：(1) 环保；(2) 耐磨、产品寿命更长；(3) 轻便，符合轻量化趋势；(4) 不需要硫化和交联反应，从而缩短生产周期，且废料可以回收再利用。因此 TPU 取代 PVC 是发展必然，而从 TPU 替代 PVC 的市场容量和渗透率来看：(1) PVC 面料的户外床垫的头部厂商包括 InTex、荣威等，估计合计市场规模在 100 亿元左右；(2) 渗透率：目前在户外中高端产品里已大幅替代 PVC 产品，特别是在野外户外产品中、消费者注重性能高于价格；而在服装、家用充气垫等产品上，价格敏感性更高，替代可能缓慢。目前 TPU 面料不仅应用于充气床垫，户外其他装备也有较多应用，如始祖鸟品牌等，价格较传统冲锋衣更高。

表 2 TPU 充气床垫 VS 非 TPU 充气床垫

	优点	缺点	价格 (元)
TPU 充气床垫	弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、环保无毒、机械强度高、生产周期短、可回收	成型性不好、研发困难	100-300
非 TPU 充气床垫 (PVC)	安全性高、稳定性高、耐气候变化能力强，成本低	不环保、弹性不好、舒适性差	50-200

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

图 10 不同品牌充气床垫价格

品牌	样式	卖点	价格 (元)
Intex		质量过硬，使用安心；折叠起来如枕头那么大，非常容易携带搬家。充气床不会在里面长细菌，也不容易下凹，永远有弹性不变形。	59-849
Bestway		充气床利用空气无孔不入的特点，睡觉时使人体与睡床百分百吻合，人身体各部分均匀受力，从而克服了传统睡床因受力不均带来的血液循环障碍，在国外空气床又名健康床。充气床摆脱了传统家具笨重的缺陷，室内室外可以随意放置。	59-998

牧高笛



自充垫整体重量轻，带有压缩袋，内里充有高回弹 PU 软炮海绵，采用 75d 春亚纺底料。吹气枕头采用吹气气体，使枕头饱满，高度可自行调节，躺上去非常舒适。此外，配备收纳捆绑卡扣，方便旅行的时候携带。同时表面材质可以防水防潮，保持垫身干爽洁净，在户外再也不必担心因潮湿天气无处落脚。

99-999

迪卡侬



有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、更为环保等优越特性。

129-700

资料来源：淘宝、京东，华西证券研究所

2.1.3. 水上运动有望成为新兴的高增长赛道

近年来我国水上运动产业（如冲浪，划船，皮划艇，摩托艇、滑水、潜水等）得到了快速发展，但从国外引入不到 10 年，仍处于快速发展期。根据 Technavio 发布报告，2015 年全球划水板市场规模约为 49.56 亿美元，预测到 2020 年将达到 99.9 亿美元，年均复合增长率为 15%。其中，站立式浆板（SUP）已经风靡全球，成为目前发展最快的户外娱乐运动。在国外，SUP 的普及已经占据了原本划艇的份额。Fact.MR 预测 2018 年至 2028 年全球站立式浆板市场的复合年增长率将达到 11.9%。

根据体育总局水上中心的统计数据，截止 2021 年 2 月底中国有 136 家冲浪（浆板）俱乐部注册，主要分布在海南、广东、浙江等沿海省份，水上健身休闲、体验旅游、竞赛表演等项目逐步扩充，发展潜力有望释放。

2.2. 竞争格局：浙江自然在自动充气床垫领域占据半壁江山

我们对比了户外装备同行业公司，主要有：荣威国际（Bestway）、明达实业（InTex）、Cascade Designs 公司（Therm-a-Rest）、丰益企业。荣威国际成立于 1994 年，旗下品牌 Bestway（百适乐）覆盖地上游泳池及便携移动式 Spa、娱乐产品、运动产品、野营产品四大核心产品类别。明达实业由宇德集团独资成立于 1993 年，旗下品牌 InTex 主营塑胶休闲制品。对比来看，几家公司主营业务均为户外运动用品，但细分产品侧重不同，荣威国际主要销售地上游泳池及便携移动式 spa，Therm-a-Rest 主购地垫、枕头和座垫，而浙江自然、明达实业、丰益企业主营充气床垫。

从销售模式上看，荣威国际、明达实业、Cascade Designs 均为品牌商，荣威国际利用主品牌 Bestway 及一系列子品牌销售户外运动产品，荣威国际在亚马逊、eBay 等主流海外电商均有布局；深圳市喜马拉雅贸易有限公司为 Cascade Designs 中国合作伙伴，独家代理旗下包括 Therm-a-Rest 的多个知名品牌。而浙江自然、丰益企业仅做代工、无自有品牌。

图 11 地上游泳池及便携移动式 spa



圆形赫尔辛基按摩SPA水池

圆形迈阿密按摩SPA水池

方形夏威夷按摩SPA水池

相关配

资料来源：公开资料，华西证券研究所

在销售地区上，荣威国际/浙江自然境外收入占比分别为 96.45%/77.93%。荣威国际的产品销往 6 大洲超过 120 个国家，在细分领域（全球充气式运动休闲产品行业）占据 1/3 的市场份额。明达实业的 InTex 全球市场占有率达 55%，目前在全球设有美国 LONG BEACH、FONTANA、荷兰、中国厦门四个大型的仓储物流基地。浙江自然主要销往欧洲、北美洲、大洋洲等。Therm-a-Rest 的总部建立在美国，产品主要销往北美和欧洲。丰益企业主要销售地区在亚太和北美。

表 3 竞争格局

公司对比	浙江自然	荣威国际	明达实业	Cascade Designs 公司	丰益企业
主要品牌	-	Bestway	InTex	Therm-a-Rest	-
成立时间	2000 年	1994 年	1993 年	1972 年	1994 年
主要销售地区	欧洲、北美洲、大洋洲	欧洲、北美洲、亚太区	全球	北美和欧洲等	亚太和北美
2020 年毛利率	40.76%	26.5%	-	-	-
主营业务	充气床垫、睡袋、帐篷、吊床、箱包、服装、鞋帽等户外运动用品等	地上游泳池及便携移动式 spa、娱乐产品、运动产品、野营产品等	水上用品、运动用品、休闲用品、充气家具、室内外游戏用品等	主要生产便携的睡垫、枕头和座垫。中国市场主要销售探照灯、钓鱼灯、营地灯/帐篷灯等配件	自动充气床垫、空气床垫、床垫特制气嘴、防水袋和其他轻型户外用品

资料来源：公司公告，华西证券研究所，2020 年平均美元兑人民币汇率=1: 6.8974。

从技术研发方面来看，浙江自然掌握了 TPU 薄膜及面料复合技术、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。

目前来看，国内外几乎没有熟练掌握 TPU 薄膜及面料复合技术的同行业上市公司，这种 TPU 薄膜及面料复合技术因为其研发困难的原因大多研发在航空航天、汽车制造、军工、化工等公司，如德国拜耳、巴斯夫，美国路博润、亨斯迈等公司。

3. 公司优势：垂直一体化产业链，客户质量优质

3.1. 垂直一体化产业链，打造小单快反提高竞争力

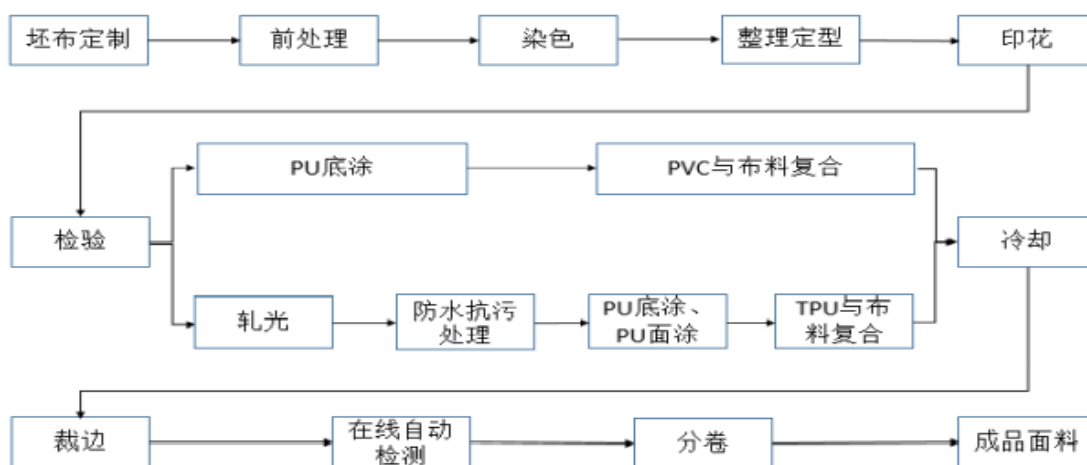
我们分析，充气床垫代工的痛点在于：(1) 设备投入高；(2) 人工占比高；(3) 客户验厂周期长；针对于此，浙江自然的优势在于，投入较早、且设备自主改进较多，目前已经更新到第三代，通过大量自动化设备节省人工。

公司产品的生产工艺分为四个阶段：产品设计、面料制作、聚氨酯（PU）软泡发泡、成品制作。我们分析，公司的核心优势在于：(1) TPU 面料环节：从制膜到复合公司全部自产；(2) 聚氨酯发泡环节：同业其他公司大部分是做沙发和床垫的，他们的海绵在开放、回弹状态，而浙江自然是压缩的、客户拿到时又要求弹开，这个长期压缩变形比例数据要求非常高，很多工厂做不到，比如通常看到的很多沙发坐久会凹陷。公司从 2000 年开始做发泡，密度实现了大幅下降；(3) 配件：比如充气床垫的气嘴环节，虽然成本占比低，但影响到整个气囊的正常使用，自产有利于控制质量。公司在前两道工序已有十几年积累，从 2002 年开始研发 TPU，TPU 的难点在于加工技术。

浙江自然面料主要分为 PVC 复合面料及 TPU 复合面料，区别主要在于防水气密材料的不同，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。公司的设备主要来自自主研发，同时在上海引进了一个团队、专门研究自动化设备。

从生产能力看，公司拥有从塑料粒子/膜片开始进行加工的全产业链生产能力，包括面料多重处理、热塑性聚氨酯（TPU）多功能复合、聚氨酯（PU）软泡发泡、高周波熔接、热压成型、检验等环节。此外，公司拥有多品类、多批次、小批量的快速反应生产能力来满足客户的多重需求。

图 12 面料制作工艺



资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所。

3.2. 研发设计能力优势显著

公司重视产品设计研发能力的提升，在户外运动用品新材料应用、新产品研发设计、生产工艺改进、配方研究、设备改进等方面投入大量人力物力。公司的研发团队分为设计开发小组和加工工艺小组，前者主要负责款式、结构、设计，后者主要对生产端的加工工艺及设备进行工序改进。截至 2020 年末，公司拥有技术及研发人员 130 人、占员工总人数的 11.76%，其中核心技术人员有 3 名，最近 3 年公司核心技术人员稳定、未发生流失。我们分析，由于这些品类较小，因此客户的研发多为外包，而公司在研发方面的核心在于轻量化设计。

表 4 公司核心技术项目

序号	名称	技术性能描述	所处阶段
1	聚氨酯软泡发泡技术	公司拥有近 20 年的聚氨酯软泡发泡经验，主要通过研发独特配方实现高回弹、抗撕裂、低压缩永久变形率等产品技术目标，提高自动充气床垫的性能、质量	批量生产
2	面料涂层技术	公司拥有多种面料涂层工艺和经验，生产的面料涂层均匀、强度高，并参与设计涂层机、自行对设备进行升级改造	批量生产
3	TPU 面料复合技术	公司是国内较早研发 TPU 复合面料的企业之一，拥有先进的 TPU 面料流延复合生产线，公司自主研发了多功能面料并拥有高强度面料的配方及生产工艺技术	批量生产
4	高周波熔接技术	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	批量生产
5	热压熔接技术	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系列等技术	批量生产

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

表 5 正在进行的主要研发项目

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，华西证券研究所

表 6 2020 年研发新品、收入及收入占比

序号	客户名称	产品名称	推出时间	收入金额 (万元)	收入占比 (%)
1	迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月	2,028.38	3.49
2	迪卡侬	PVC 冲浪板	2020 年 4 月	297.72	0.51
3	REI	水袋	2020 年 5 月	101.48	0.17
4	Igloo Products Corp.	冰包	2020 年 6 月	748.75	1.29
5	傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 包边床	2020 年 7 月	310.72	0.53
6	Corinto Co., Ltd	PVC 双人胶粘充气床	2020 年 7 月	106.40	0.18

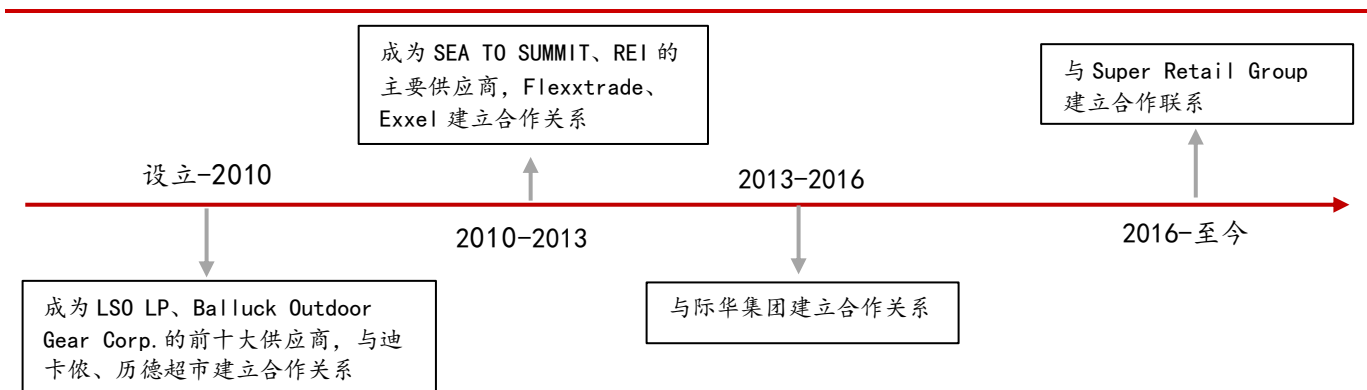
资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

3.3. 客户优质，进入壁垒在于验厂周期

公司客户主要包括 3 类：(1) 商超，如沃尔玛、costco 等；(2) 综合性户外品牌，如迪卡侬、SEA TO SUMMIT 等；(3) 专业性强的中小品牌，如 REI 等。

国际知名客户在选择供应商时有一套严格的资质认定标准，对供应商在产品质量、产品规格、产品环保性、生产能力、管理能力、员工劳动保护等诸多方面有严格要求。认证流程复杂、认证成本较高，故一经认证成功，双方通常会保持长期稳定的合作关系，客户粘性较高、客户相对较为稳定。

图 13 主要客户简要合作历程图



资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

表 7 浙江自然主要客户情况

客户名称	客户简介	合作开始时间	2020 年收入 (亿元)	17-20 年 CAGR	2020 年浙江自然对其销售规模 (亿元)
迪卡侬	全球知名综合性体育用品专卖店，经营各种类运动服装、鞋子、装备等	2010	1134	9.39%	1.89
Balluck Outdoor Gear Corp	为美国高端户外品牌采购各类产品	2009	-	-	0.26
SEA TO SUMMIT	全球知名户外专业运动品牌，产品销往 35 个国家和地区	2012	-	-	0.22
Super Retail Group	澳大利亚最大的零售商之一，主营户外休闲产品、运动商品、汽车零件等	2016	-	-	0.18
REI	美国知名户外用品零售商	2013	189.68	1.6%	0.17
LSO LP	为 Costco、Walmart、Dick's 等美国超市采购各类产品	2010	-	-	0.34
际华集团	A 股上市公司，是中国最大的军需轻工生产企业，国内统一着装部门和行业以及其他职业装着装单位的主要生产供应商	2015	149.54	-18.01%	0.2
历德超市	欧洲知名连锁零售企业，在全球有超过 1000 家门店	2006	-	-	0.3
Flexxtrade	德国知名户外运动产品贸易商，为全球客户提供户外、运动、健身设备	2011	-	-	0.23

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所。

4. 成长驱动：产能稳步扩张，持续优化客户结构

4.1. 产能扩张+单价提升有望实现量价共振

2020 年，受疫情、停工等因素影响，公司产能利用率下降至 81%。我们分析，随着疫情后需求复苏以及新产能爬坡，公司整体的产能利用率有望大幅回升。2021Q1 公司收入大幅已恢复至疫情前水平。

表 8 浙江自然充气床垫产品的产能及生产情况

	2018 年	2019 年	2020 年
产能 (万件)	350.00	360.00	400.00

产量 (万件)	354.60	336.28	325.49
产能利用率	101.31%	93.41%	81.37%

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

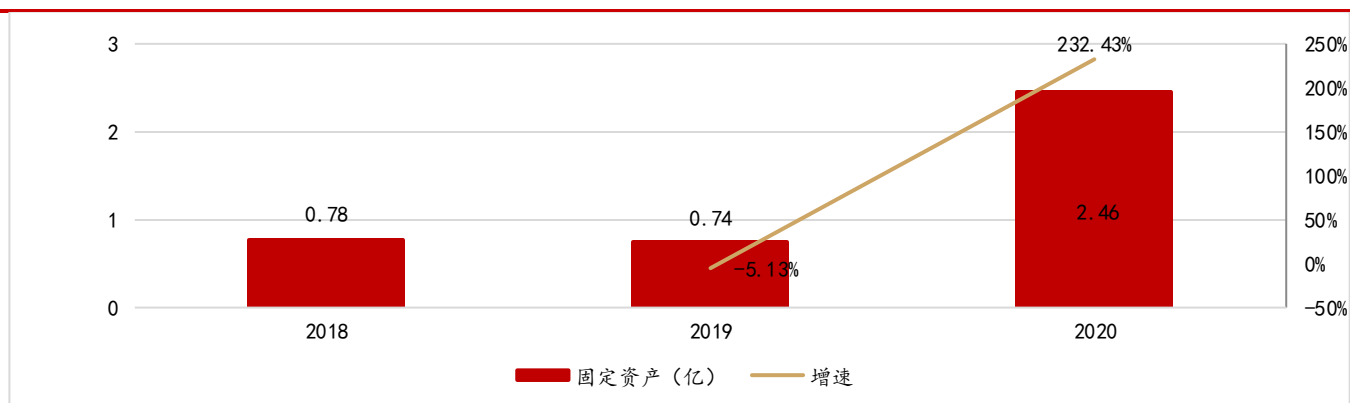
随着台州市的 TPU 面料及充气床等以及越南充气气垫、户外箱包等产能投产和爬坡、公司产能有望稳步扩张。2020 年公司固定资产同比增长 232%，我们判断，公司产能投放进度有望超预期。

表 9 浙江自然产能扩张情况

改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	生产 TPU 面料及充气床等产品	台州市天台县	项目建设周期共计 42 个月，建成后第 3 年及以后各年达到 100%设计生产能力
户外用品自动化生产基地改造项目	新增防水包、防水袋、充气垫等产品的生产能力	台州市天台县	建设周期共计 24 个月，项目建成后第三年及以后各年达到 100%设计生产能力
越南生产基地建设项目	年产 75 万条充气床垫及 40 万只防水户外箱包	越南河南省平陆区	建设期为 18 个月

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

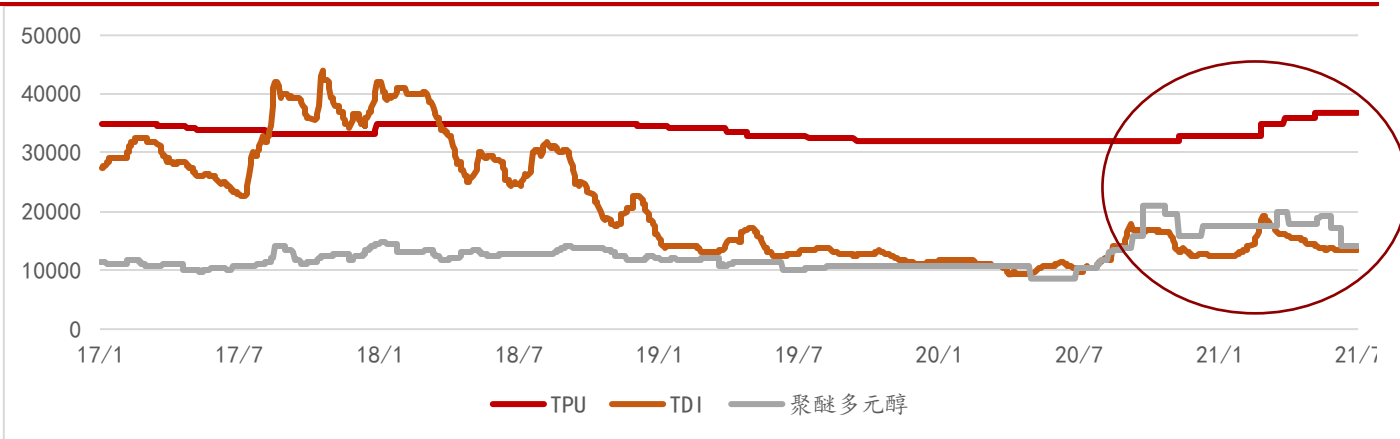
图 14 历年公司固定资产及增速 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

得益于新品持续推出，充气床垫、户外箱包、头枕坐垫的平均单价均呈增长趋势。例如，浙江自然充气床垫类产品中的 TPU 类充气床垫产品 2018-2020 年平均售价分别为 131.52 元、125.96 元、147.85 元，单价稳步提升，此外高单价的 TPU 充气床垫类产品销量规模持续提升、带动整体充气床垫类产品的平均单价上升；头枕坐垫类产品得益于产品结构的优化单价也逐年提升。2021 年来，受海外疫情以及国际大宗商品涨价带动，原材料 TPU、TDI 价格上涨，有望带动公司产品提价。

图 15 原材料价格变动



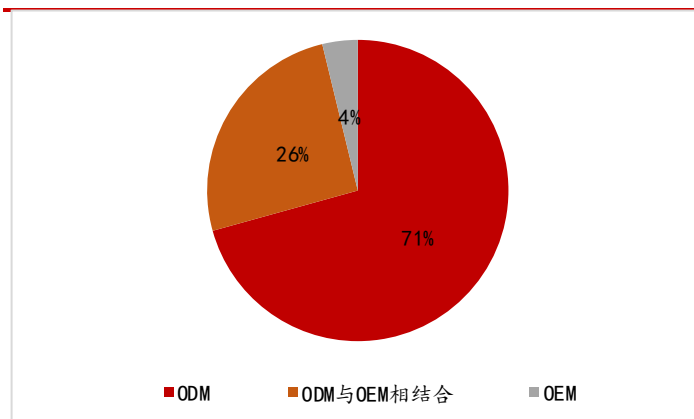
资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所。

4.2. 产品创新、ODM 占比提升、原材料成本控制有望进一步提高 毛利率

2020 年公司 ODM/ODM 与 OEM 相结合/OEM 收入占比分别为 71%/26%/4%、ODM 已经成为公司最主要的生产模式。从毛利率看，ODM 毛利率逐年提升、2020 年达 44%，我们分析主要来自新品推出带来的产品结构的优化；而 ODM 与 OEM 相结合模式的毛利率较低、在 32%-35%左右。我们分析，随着公司研发能力增长，一方面，新品推出有望提升公司毛利率，另一方面，ODM 占比有望进一步提升有望带动整体毛利率提升。

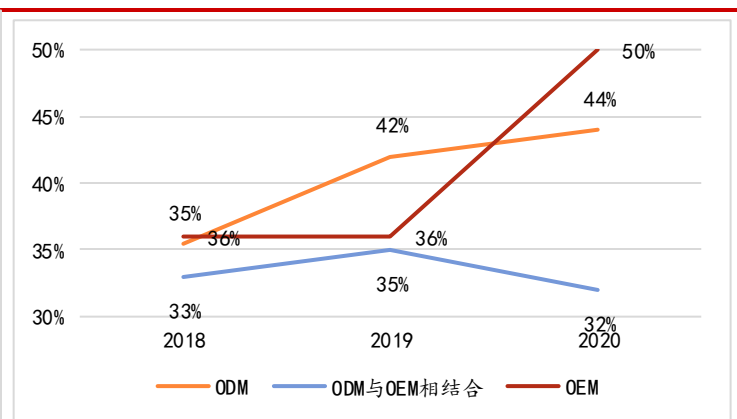
此外，今年上半年在原材料成本上升、汇率波动情况下，我们预计公司毛利率仍能保持相对稳定，主要得益于公司去年下半年进行了低价原材料库存储备。

图 16 2020 年营收按生产模式划分



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 历年生产模式毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 10 近三年浙江自然主要产品毛利率

项目	2020 年	2019 年	2018 年
充气床垫	44.69%	42.04%	36.37%
头枕坐垫	39.68%	43.03%	34.54%
户外箱包	28.59%	27.17%	25.59%

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

4.3. 长期看客户份额提升、新客户拓展

公司和客户关系稳定，前十大客户自开始合作至今合作未间断，并且是 SEA TO SUMMIT、LSO LP、Balluck Outdoor Gear Corp. 的前十大供应商，占这些供应商的采购份额占比分别为 15%、15%、25%。

迪卡侬是公司的第一大客户。2008 年迪卡侬通过公开网络搜索了解到发行人并开始接触，通过长期且严格的资质、能力等方面审查，双方于 2010 年正式签订合同并开始合作，2018-2020 年迪卡侬对公司的销售收入年复合增长率达 30%、2020 年的销售收入达 1.89 亿元。我们分析，未来随着公司在已有客户中采购份额占比的提升、以及新客户的拓展，需求有望持续释放，贡献公司业绩稳步增长。

表 11 公司客户情况（万元）

客户名称	采购份额	采购地位	2018 年对浙江自然收入	2019 年对浙江自然收入	2020 年对浙江自然收入	18-20 年收入 CAGR
迪卡侬	-	-	11,149.91	15,734.71	18,904.46	30.21%
SEA TO SUMMIT	15%左右	前十大供应商	2,417.90	3,827.54	2,194.97	-4.72%
LSO LP	15%左右	前十大供应商	3,838.37	3,397.98	528.78	-62.88%
Balluck Outdoor Gear Corp.	25%左右	前十大供应商	2,036.18	2,368.96	2,574.69	12.45%
际华集团	1%以内	供应商排名一百名以上	237.86	2,029.10	926.45	97.36%
历德超市	1%以内	供应商排名一百名以上	3,052.26	313.07	932.65	-44.72%
Flextrade	1%以内	前一百大供应商	2,286.01	1,962.87	1,546.96	-17.74%
REI	1%左右	供应商排名 15 名左右	371.74	1,314.19	1,699.46	113.81%

Exxel	5%以内	前五十大供应商	61.89	28.33	1,274.47	353.79%
Super Retail Group	1%以内	前一百大供应商	1,163.60	1,105.27	1,766.89	23.23%
合计	-	-	26,615.72	32,082.02	32,349.78	10.25%

资料来源：浙江自然招股书，华西证券研究所

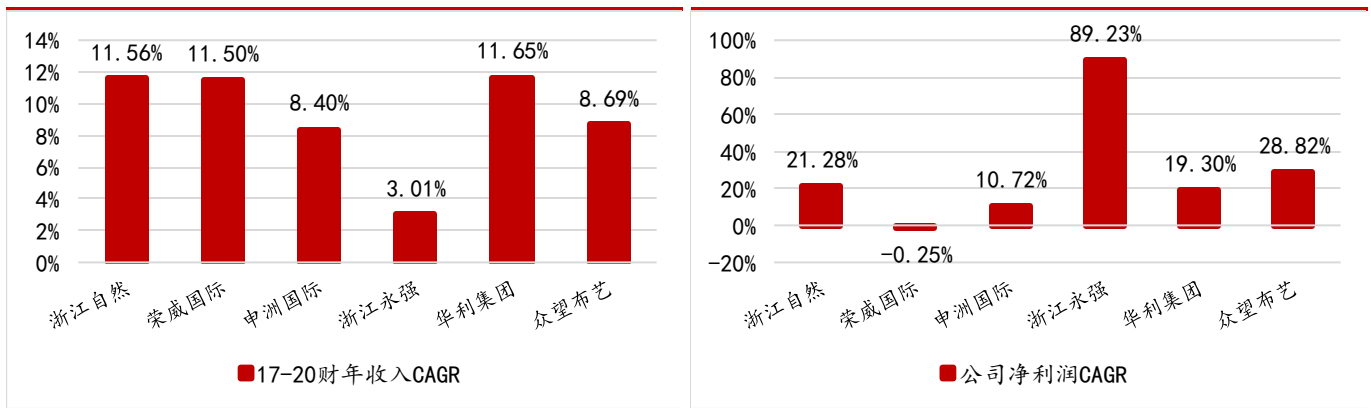
5. 财务分析：盈利能力高于同业

5.1. 成长性分析：2018-2020 年收入复合增长率达 12%

2018-2020 财年，公司收入分别为 5.09/5.45/5.81 亿元，增速分别为 19.78%/7.16%/6.68%，其中，充气床垫收入分别为 3.70/3.77/4.32 亿元，增速为 18.16%/1.71%/14.71%。从 2018-2020 财年收入年复合增长率看，浙江自然增速和荣威国际/华利集团基本持平。

2018-2020 财年，浙江自然归母净利分别为 0.82/1.31/1.60 亿元，增速分别为-8.68%/60.86%/21.44%，2018 年净利下滑主要由于 2017 年剥离股权产生投资收益导致基数较高、以及美元贬值导致远期外汇合约公允价值变动损失。从 2017-2020 财年净利年复合增长率看，浙江自然低于浙江永强，主要由于 2017 年减值以及投资亏损导致低基数所致；荣威国际 2017-2020 年净利年复合增速负增长主要由于海运费价格上涨导致销售费用提升从而使得净利率下降所致。

图 18 2017-2020 年浙江自然及同业公司收入 CAGR 对比 图 19 2017-2020 年浙江自然及同业公司净利 CAGR 对比



资料来源：wind, 华西证券研究所

资料来源：wind, 华西证券研究所

表 12 浙江自然及同业公司收入及增速 (亿元)

收入/增速	2017	2018	2019	2020
浙江自然	4.25 (25.31%)	5.09 (19.78%)	5.45 (7.16%)	5.81 (6.68%)
荣威国际	47.27 (23.63%)	60.01 (20.86%)	66.17 (7.68%)	65.44 (5.73%)
申洲国际	181.04 (19.72%)	209.68 (15.82%)	226.88 (8.21%)	230.62 (1.65%)
浙江永强	45.36 (19.62%)	43.86 (-3.31%)	46.85 (6.82%)	49.55 (5.75%)
华利集团	100.09	123.88 (23.77%)	151.66 (22.42%)	139.31 (-8.14%)
众望布艺	3.89 (6.24%)	4.25 (9.16%)	4.88 (14.92%)	4.95 (1.44%)

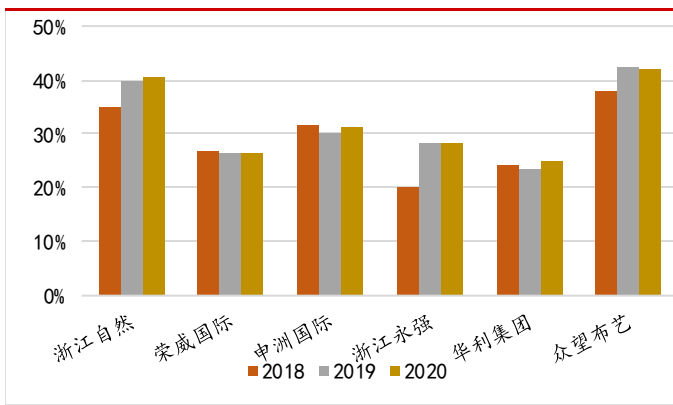
资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2. 盈利能力分析：盈利能力领先同业主要由于垂直一体化

2018-2020 财年浙江自然销售毛利率分别为 35.06%/39.83%/40.68%，销售净利率分别为 16.06%/24.11%/27.44%。从销售毛利率来看，浙江自然高于同业，主要由于浙江自然高毛利的 ODM 业务收入占比较高、以及公司参与高附加值的面料环节。

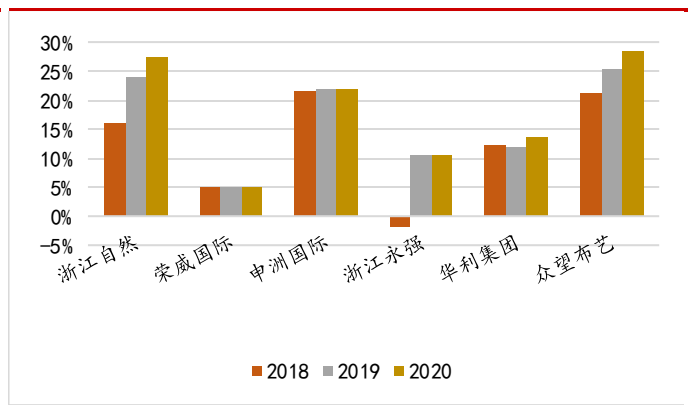
从净利率来看，浙江自然逐年提升，主要是受毛利率提升、汇率波动、以及 2017 年股权激励的股份支付摊销的影响，公司费用率较稳定，销售/管理/研发费用率在 3%/5%/4%左右波动。

图 20 2018-2020 年浙江自然及同业销售毛利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 21 2018-2020 年浙江自然及同业销售净利率对比



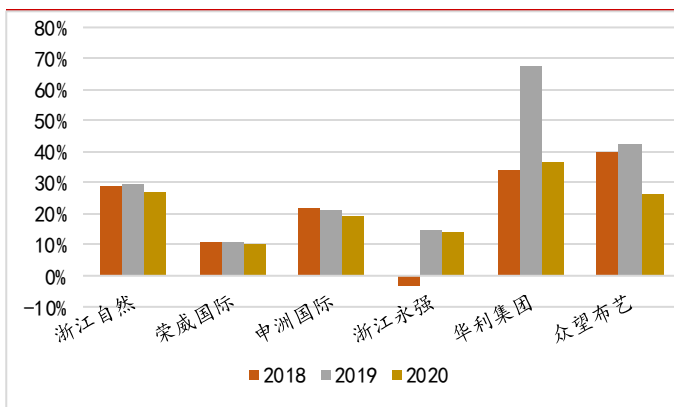
资料来源：wind，华西证券研究所

表 13 费用率拆分

	浙江永强	浙江自然	华利集团	众望布艺	申洲国际	荣威国际
毛利率	28%	41%	25%	42%	31%	27%
税金及附加费率	1%	1%	0%	0%	-	-
销售费用率	9%	3%	1%	3%	1%	12%
管理费用率	5%	5%	4%	5%	7%	8%
研发费用率	4%	4%	2%	4%	-	-
财务费用率	-1%	1%	0%	1%	0%	1%
减值损失占比	-1%	0%	-1%	0%	-	-
公允价值变动占比	2%	2%	0%	0%	-	-
其他收益占比	0%	1%	0%	3%	1%	1%
净营外收入占比	0%	1%	0%	0%	-	-
所得税率	3%	5%	3%	5%	2%	1%
净利率	11%	27%	13%	28%	22%	5%

资料来源：华利股份招股书，华西证券研究所。

图 22 2018-2020 年浙江自然及同业 ROE (%) 对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 14 ROE 拆分

公司名称	销售净利率	总资产周转率 (次)	权益乘数
荣威国际	4.98%	0.94	2.27
申洲国际	22.04%	0.67	1.31
浙江永强	10.70%	0.70	1.88
华利集团	13.48%	1.44	1.95
浙江自然	27.44%	0.74	1.32
众望布艺	28.36%	0.64	1.17

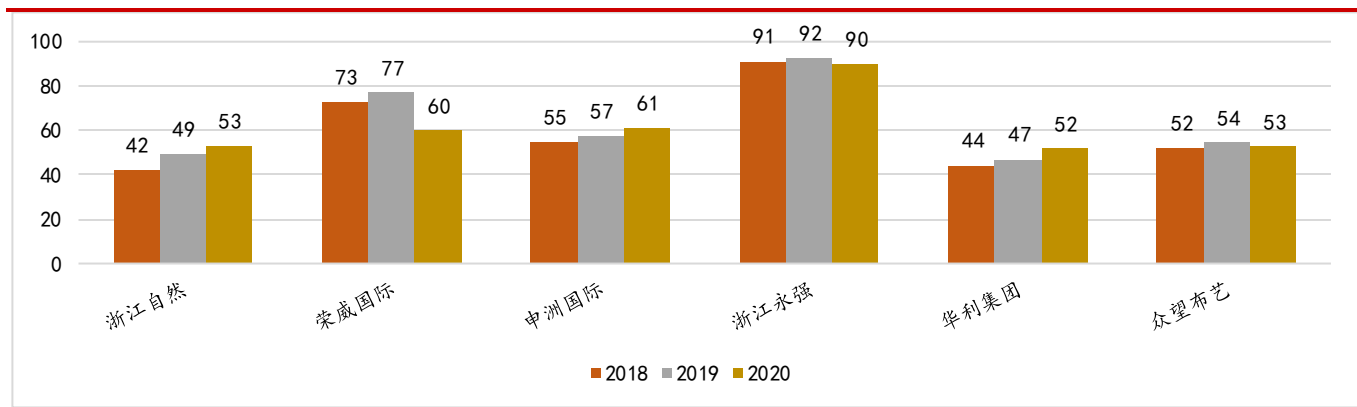
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2018-2020 财年浙江自然净资产收益率分别为 37.19%/29.18%/26.79%，在行业内处于较高水平，仅低于华利集团，主要由于华利的总资产周转率和杠杆更高。

5.3. 营运能力分析：现金流逐年改善

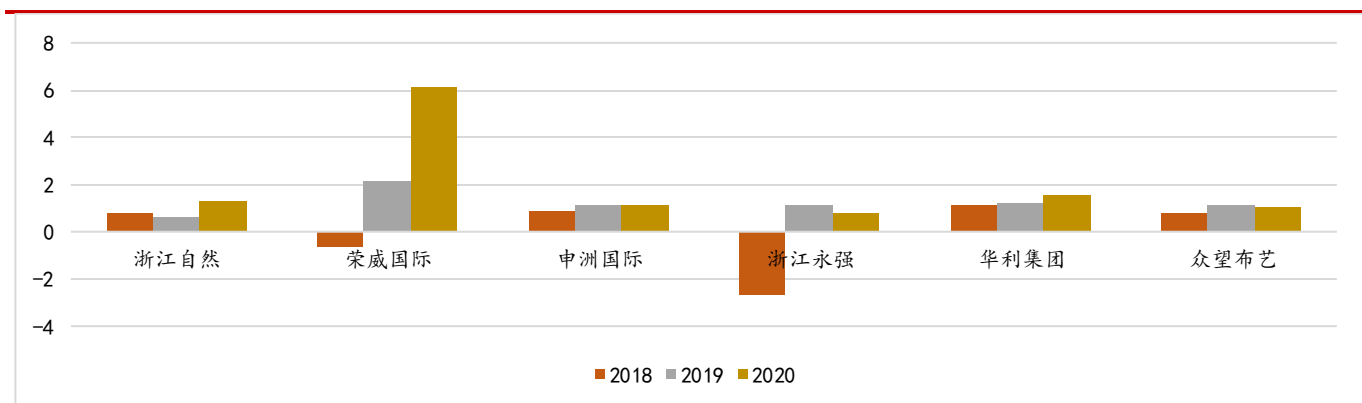
2018-2020财年浙江自然应收账款周转天数分别为42/49/53天，和华利相近、好于同行。公司经营性现金流净额稳定，2018-2020年经营活动产生的现金流净额/净利分别为76.83%/65.65%/128.75%，经营现金流持续改善。

图 23 公司应收账款周转天数与同业对比（天）



资料来源：wind, 华西证券研究所

图 24 公司与同行业公司经营活动产生的现金流净额/净利对比



资料来源：wind, 华西证券研究所

6. 盈利预测和投资建议

我们认为，产能扩张、产能利用率提升、单价提升有望共振带动收入持续增长。我们假设，（1）2021/2022/2023年公司充气床垫产能分别为480/571/674万双，产能利用率分别为92%/92%/92%；充气床垫销量分别增长35%/19%/18%；户外箱包销量分别增长20%/19%/18%；头枕坐垫销量分别增长30%/25%/20%；其他主营业务销售量分别增长10%/10%/10%；（2）2021/2022/2023年充气床垫单价、户外箱包单价、头枕坐垫单价以及其他主营业务单价都分别增长4%/10%/10%；（3）随着新品的贡献加大，

以及 odm 模式收入占比提升，毛利率有望稳步提升，预计 2021/2022/2023 年毛利率分别为 42.54%/43.49%/43.89%。因此，预计 2021/2022/2023 年收入有望达到 7.92/10.39/13.49 亿元、同比增长 36%/31%/30%。

表 15 分品类收入拆分 (亿元)

	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
总营业收入	5.09	5.45	5.81	7.92	10.39	13.49
YOY	20%	7%	7%	36%	31%	30%
毛利率	35.06%	39.83%	40.68%	42.54%	43.49%	43.89%
一、充气床垫	3.7	3.77	4.32	6.07	7.97	10.39
YOY	18%	2%	15%	40%	31%	30%
产能 (万件)	350	360	400	480	571	674
YOY	-	3%	11%	20%	19%	18%
产能利用率	101%	93%	81%	92%	92%	92%
生产量 (万件)	355	336	325	440	526	623
YOY	-	-5%	-3%	35%	19%	18%
产销率	107%	105%	117%	117%	117%	117%
销售量 (万件)	380	353	381	515	615	728
YOY	-	-7%	8%	35%	19%	18%
单价 (元)	97	107	113	118	130	143
YOY	-	10%	6%	4%	10%	10%
二、户外箱包	0.65	0.7	0.69	0.86	1.13	1.46
YOY	19%	7%	-1%	25%	31%	30%
销售量 (万件)	119	116	119	143	170	200
YOY	-	-3%	3%	20%	19%	18%
单价 (元)	54	61	58	60	66	73
YOY	-	11%	-4%	4%	10%	10%
三、头枕坐垫	0.45	0.64	0.41	0.55	0.76	1.01
YOY	8%	41%	-37%	35%	38%	32%
销售量 (万件)	212	209	134	174	218	261
YOY	-	-1%	-36%	30%	25%	20%
单价 (元)	21	31	31	32	35	38
YOY	-	44%	0%	4%	10%	10%
四、其他主营业务	0.28	0.34	0.38	0.43	0.53	0.64
YOY	107%	24%	12%	14%	21%	21%
销售量 (万件)	68	66	63	69	76	84
YOY	-	-3%	-5%	10%	10%	10%
单价 (元)	41	51	60	63	69	76
YOY	-	25%	18%	4%	10%	10%
净利	0.82	1.31	1.60	2.21	3	3.95

YOY	-8.68%	60.86%	21.44%	38.12%	35.75%	31.67%
净利率	16%	24%	27%	28%	29%	29%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 16 盈利预测

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	792	1,039	1,349
YoY (%)	7.2%	6.7%	36.2%	31.2%	29.9%
归母净利润(百万元)	131	160	221	300	395
YoY (%)	60.9%	21.4%	38.7%	35.6%	31.7%
毛利率 (%)	39.8%	40.7%	42.5%	43.5%	43.9%
每股收益 (元)	1.30	1.58	2.19	2.97	3.91
ROE	25.5%	23.6%	24.7%	25.1%	24.8%
市盈率	48.34	39.80	28.69	21.16	16.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

基于长周期对未来自由现金流折现，预计公司未来自由现金流伴随业务扩张及利润释放而快速增长，预测期为 2021-2025 年、过渡期持续到 2031 年且期内增速 15%、之后为永续期且期内增速 1.5%。根据历史情况假设公司负债比重 22%、债务资本成本 7%，同时公司股权比重 78%、基于 CAPM 模型得到股权资本成本 10%，因此有公司 WACC 为 8.8%。预计 2021 年非核心资产 1.7 亿人民币、付息债务 0.2 亿人民币，由此得到公司 2022 年合理股权价值为 85 亿人民币、即目标价 84 元。

表 17 DCF 绝对估值法

假设					
债务资本成本 Kd	7%	贝塔值 (β)		0.6	
长期有效税率 T	25%	无风险利率 Rf		2.5%	
债务资本比重 Wd	21%	市场的预期收益率 Rm		15%	
股权资本成本 Ke	9.9%	永续增长率 g		1.5%	
股权资本比重 We	79%	过渡期增长率 g		15%	
加权平均资本成本 WACC	8.8%	过渡期年数 N		6	
估值					
单位：百万元	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
NOPLAT	216	293	386	493	610
加：折旧摊销	19	21	24	26	29

减：营运资本增加	72	79	87	96	106
减：资本支出	108	119	131	144	159
公司自由现金流 FCFF	55	116	191	279	374
FCFF 预测期现值	803	815	762	622	374
FCFF 过渡期现值	1933	2106	2294	2499	2722
FCFF 永续价值现值	5017	5465	5954	6486	7065
企业价值	7754	8387	9010	9606	10161
加：非核心资产	171	171	171	171	171
减：付息债务	17	17	17	17	17
减：少数股东权益	0	0	0	0	0
股权价值（百万人民币）	7908	8541	9164	9761	10315
总股本（百万）	101	101	101	101	101
每股价值（元）	78	84	91	97	102

资料来源：华西证券研究所

我们认为，短期来看，公司的成长空间在于产能利用率复苏以及原材料上涨带来的提价，中期看公司产能扩张，长期看客户拓展以及新产品占比提升带来的提价。我们认为公司依靠研发设计能力有望实现市占率提升以及持续提价，有望贡献毛利率继续提升。参照同业估值给予浙江自然 22 年 28X，对应目标价 83 元（按 22 年）。

表 18 可比公司估值

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2021E EPS (元)	2022E EPS (元)	2023E EPS (元)	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
荣威国际	36.08	4.09	-	-	-	-	-	-	-	-
申洲国际	2395.27	191.2	4.26	4.99	5.79	37.40	31.94	27.48	25.43%	1.47
浙江永强	74.63	3.43	-	-	-	-	-	-	-	-
华利集团	1343.2	115.1	2.19	2.79	3.40	52.61	41.31	33.81	35.91%	1.46
众望布艺	25.8	23.85	1.69	2.12	2.59	14.15	11.27	9.21	31.95%	0.44
平均值	-	-	-	-	-	34.72	28.17	23.50	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。股价、市值数据截至 2021 年 7 月 4 日。

我们预计 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 2.19/2.97/3.91 元、对应 PE 为 29/21/16X，结合绝对和相对估值法，我们给予目标价 84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

疫情发展的不确定性：疫情若反复将对公司工厂及订单造成负面影响；

客户拓展不及预期：客户拓展不及预期将影响需求、对公司业绩造成负面影响；

工厂爬坡不及预期：爬坡不及预期将影响公司业绩达成；

汇率波动风险：公司产品以美元计价，人民币升值将对公司业绩造成负面影响；

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	581	792	1,039	1,349	净利润	160	221	300	395
YoY(%)	6.7%	36.2%	31.2%	29.9%	折旧和摊销	18	96	98	98
营业成本	345	455	587	757	营运资金变动	37	-45	-46	-55
营业税金及附加	4	6	7	8	经营活动现金流	206	265	341	428
销售费用	16	21	28	36	资本开支	-98	-231	-253	-282
管理费用	27	36	47	59	投资	4	0	0	0
财务费用	6	-1	-1	-2	投资活动现金流	-94	-226	-245	-271
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	788	0	0	0
投资收益	4	6	8	10	债务募资	41	0	0	0
营业利润	180	256	346	461	筹资活动现金流	-37	-1	-1	-1
营业外收支	6	2	4	1	现金净流量	71	39	95	156
利润总额	186	258	351	462	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	27	37	50	66	成长能力				
净利润	160	221	300	395	营业收入增长率	6.7%	36.2%	31.2%	29.9%
归属于母公司净利润	160	221	300	395	净利润增长率	21.4%	38.7%	35.6%	31.7%
YoY(%)	21.4%	38.7%	35.6%	31.7%	盈利能力				
每股收益	1.58	2.19	2.97	3.91	毛利率	40.7%	42.5%	43.5%	43.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	27.4%	28.0%	28.9%	29.3%
货币资金	145	184	279	435	总资产收益率 ROA	18.6%	19.8%	20.4%	20.4%
预付款项	6	8	10	13	净资产收益率 ROE	23.6%	24.7%	25.1%	24.8%
存货	147	193	250	322	偿债能力				
其他流动资产	119	155	197	249	流动比率	2.61	2.71	2.90	3.12
流动资产合计	417	540	735	1,019	速动比率	1.65	1.70	1.87	2.10
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.91	0.92	1.10	1.33
固定资产	246	392	561	756	资产负债率	21.4%	19.9%	18.8%	18.0%
无形资产	117	109	99	89	经营效率				
非流动资产合计	442	580	739	924	总资产周转率	0.68	0.71	0.70	0.69
资产合计	859	1,120	1,475	1,943	每股指标 (元)				
短期借款	12	12	12	12	每股收益	1.58	2.19	2.97	3.91
应付账款及票据	97	127	163	211	每股净资产	6.68	8.87	11.84	15.75
其他流动负债	51	60	78	103	每股经营现金流	2.03	2.62	3.37	4.23
流动负债合计	160	199	254	327	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3	3	3	3	估值分析				
其他长期负债	21	21	21	21	PE	39.80	28.69	21.16	16.06
非流动负债合计	24	24	24	24	PB	0.00	7.08	5.31	3.99
负债合计	184	223	278	351					
股本	101	101	101	101					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	676	897	1,197	1,592					
负债和股东权益合计	859	1,120	1,475	1,943					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。