



2021-07-28

公司深度报告

买入/首次

浙江自然(605080)

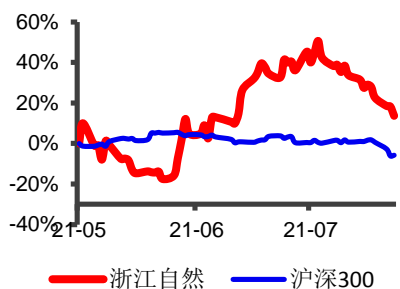
目标价: 89

昨收盘: 53.2

可选消费 耐用消费品与服装

浙江自然: 质地优秀的户外运动供应链企业, 迎来高速发展期

■ 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)	5,380/1,345
12 个月最高/最低(元)	67.58/37.01

相关研究报告: 无

证券分析师: 郭彬

电话: 18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051909001

报告摘要

核心投资要点: 公司是一家有多年技术实力积累与技术壁垒, 下游景气度高, 且叠加产能处于释放周期的优质户外运动供应链企业。

公司质地: 1) 公司主营户外运动产品代工制造(充气床垫, 防水箱包等), 核心客户为迪卡侬, SEATOSUMMIT, INTERSPORT 等。2) **盈利能力强:** 公司近三年平均毛利率 39%, 净利率 23%。在 A 股代工制造企业中属于较高水平, 与申洲国际(净利率 22%), 思摩尔国际(净利率 24%) 等优质企业处于同一净利率水平。3) **技术积累深厚:** 公司高盈利能力主要来自于产业链的垂直一体化和长时期的技术积累与内部效率提升挖掘, 公司深耕 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, 积累了长达二十多年的从化工原料到产成品的一体化技术制造优势。

增长逻辑: 1) **客户端:** 核心客户迪卡侬空间大, 其他客户多点开花。公司与头部户外品牌深度合作绑定, 作为迪卡侬中国熔接部门唯一战略合作供应商, 未来成长空间大。我们预计未来公司在迪卡侬体系内占比有望提升至现有占比 2-3 倍。而且目前迪卡侬体系内合作的品类相对分散, 预计未来单品类放量+多品类扩张空间大。2) **行业端:** 户外运动细分赛道基数小增速快, 且长期看 TPU 产品替代 PVC 产品是趋势。户外运动行业整体处于发展增长期, 相关细分产品(水上用品, 户外充气用品)增速较快, 水上运动(冲浪滑板, 浆板等)类产品行业增长也处于较高水平。而且长期来看公司擅长的 TPU 材料户外用品替代 PVC 材料产品是趋势(物理特性+环保特性好), 且 TPU 产品单价相对更高, 未来随着 TPU 产品占比上升也将促进收入端量价齐升。3) **产能端:** 近两年是产能释放的重要周期。公司 2017-18 年之前主要受制于土地厂房扩展瓶颈, 产能有效扩充有限, 随着 IPO 募投项目建设今年逐步落地, 其中越南工厂预计于 21 年 9 月份正式投产, 我们判断未来两到三年是产能释放爬坡的关键时期, 理论产能年化增速 25-30%。产能释放将有效满足下游客户日益增长的订单需求。

近年来, 中国优质供应链价值迎来重估, 不同行业优质代工龙头价值凸显。 我们通过深度对比运动服饰和电子烟两大细分赛道龙头制造企业, 我们发现优质的代工龙头企业具有以下共同之处: 1) 同处高景气赛道, 从而与核心优质客户共享行业发展红利; 2) 技术优势以及快速供货能力打造生产端壁垒, 有能力为客户提供满足消费者需求的优质

产品；3) 生产端优势使代工企业得以绑定优质客户，通过规模效应控制成本，提高议价权，从而加强优势进一步扩大市场份额，从而提升企业盈利能力。从下游景气度，研发优势壁垒，客户粘性和盈利能力的角度，我们认为公司与目前国内优势供应链企业有一定共性，有望复制以上代工巨头的成长路径。

盈利预测与估值：

我们预计 2021-2023 年净利润 2.2 亿/2.9 亿/3.9 亿，对应估值 26.7x/19.7x/14.8x，考虑到公司质地优质，可预期内增长较快，给予 2022 年 29~31x 左右，对应目标市值 85~91 亿，给予“买入”评级，强烈推荐。

风险提示：新冠疫情全球蔓延引致的风险，原材料价格及汇率波动的风险等

■ 盈利预测和财务指标：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	581.34	809.22	1046.57	1361.95
(+/-%)	7%	39%	29%	30%
净利润(百万元)	159.54	216.90	292.85	390.94
(+/-%)	21%	36%	35%	33%
摊薄每股收益(元)	1.58	2.14	2.90	3.87
市盈率(PE)	36.2	26.7	19.70	14.78

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 优质户外运动用品代工企业，盈利能力优秀	6
(一) 基本情况：优质户外运动用品代工企业	6
(二) 财务分析：营收规模稳步增长，盈利能力不断提高	8
二、 户外用品行业稳定增长，露营需求带动充气床垫需求增长	12
(一) 全球户外运动用品行业稳定增长，欧美处于领先地位	12
(二) 中国户外运动用品行业蓬勃发展，市场集中度稳步提高	13
(三) 户外露营市场稳步增长带动充气床垫市场需求增长	15
三、 从龙头看优质供应链企业的共性：下游赛道高景气，技术壁垒成就客户粘性，高盈利能力是结果	17
(一) 申洲国际与思摩尔国际共性比较：景气度+客户粘性成就代工巨头	17
(二) 浙江自然长期成长要素：优质下游，技术壁垒，盈利能力强	26
四、 多重竞争优势叠加，龙头地位持续稳固	31
(一) 产业链：垂直一体化生产，打造核心竞争力	31
(二) 客户端：结构优质，需求持续向好	32
(三) 研发：研发投入稳定增长，产品设计优势显著	34
(四) 产能端：产能有序扩张，产销量持续增长	35
(五) 盈利能力：ODM 占比提高且产品优质，成本控制带动盈利能力提升	36
五、 盈利预测及估值	38
六、 风险提示	39

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司 TPU 充气床垫产品结构图	7
图表 4: 公司主要产品简介	7
图表 5: 2016-2021Q1 营业收入及增速	8
图表 6: 2018Q1-2021Q1 单季度营业收入及增速	8
图表 7: 2016-2020 年境内外营业收入 (亿元)	9
图表 8: 2016-2020 年境外地区营业收入 (亿元)	9
图表 9: 2016-2020 年分产品收入 (亿元)	9
图表 10: 2016-2020 年各产品收入占比	9
图表 11: 2016-2021Q1 归母净利润及增速	10
图表 12: 2016-2021Q1 公司净利率呈上升趋势	10
图表 13: 2016-2020 年公司分产品毛利率	10
图表 14: 2016-2021Q1 公司期间费用率	10
图表 15: 2016-2021Q1 公司与同行总资产周转率	11
图表 16: 2016-2021Q1 末公司与同行资产负债率	11
图表 17: 公司首发募投项目明细	11
图表 18: 户外运动用品行业分类	12
图表 19: 2019-2024E 全球户外运动用品电商市场规模 (亿美元)	13
图表 20: 2019-2024E 欧洲、美国户外运动用品电商市场规模 (亿美元)	13
图表 21: 主要产业支持政策	13
图表 22: 2002-2019 年中国户外用品市场规模 (亿元) 及增速	14
图表 23: 2002-2019 年国内外户外用品品牌数量 (个)	14
图表 24: 2012-2018 年中国前十大户外用品品牌市场占有率逐年提升	14
图表 25: 近十年露营地相关企业注册量	15
图表 26: 2015-2020 年中国露营市场规模 (亿元)	15
图表 27: 充气床垫行业竞争格局	16
图表 28: 消费品行业产业链	17
图表 29: 申洲国际收入增速与我国服装出口增速对比对比	18
图表 30: 2002-2004 年公司前五大客户销售占比	18
图表 31: 2007-2019 年服装鞋帽总体与运动服饰	18
图表 32: 2015-2020 运动及健身服装市场规模估计	18
图表 33: 2002-2020 年申洲国际分品类销售 (%)	19
图表 34: 2005-2020 年申洲国际毛利率及净利率 (%)	19
图表 35: 2014-2024E 全球电子烟市场规模 (按零售价格计, 单位: 十亿美元)	19
图表 36: 2014-2025E 全球电子雾化设备市场规模 (按出厂价计, 单位: 亿美元)	20
图表 37: 微笑曲线及其变化	21
图表 38: 申洲国际历年专利数量 (个)	21
图表 39: NIKE EPIC REACT FLYKNIT 2 男子跑步鞋	21
图表 40: 申洲国际纵向一体化生产工序	22
图表 41: 申洲国际前四大客户销售额占比变化	22
图表 42: 2012-2020 年品牌自身服装类收入增速	22
图表 43: FEELM 雾化芯与传统棉芯对比	23
图表 44: 思摩尔国际研发费用及研发费用率	24
图表 45: 思摩尔国际封闭式电子雾化设备专利	24

图表 46: 陶瓷雾化芯技术的应用助力产品量价齐升	24
图表 47: 2019 年含陶瓷加热技术设备收入大幅增长	24
图表 48: 面向企业客户产能及产能利用率	25
图表 49: 面向零售客户产能及利用率	25
图表 50: 思摩尔国际计划建设产能基地情况	25
图表 51: 思摩尔国际部分优质客户简介	25
图表 52: VUSE、NJOY、LOGIC 在美国市场占有率	26
图表 53: 悦刻在中国封闭式电子烟市场占有率	26
图表 54: 2017-2019 年迪卡侬销售收入 (亿欧元)	27
图表 55: 2018-2020 年迪卡侬各类产品采购额	27
图表 56: TPU 材料对比 PVC 材料的性能优势	27
图表 57: 充气床垫生产流程图	28
图表 58: 公司三大生产环节核心技术	29
图表 59: 充气床垫制造行业产业链	30
图表 60: 品牌商对生产商考察因素	30
图表 61: 产品设计流程	31
图表 62: 面料制作工艺流程	31
图表 63: 聚氨酯 (PU) 软泡发泡流程	32
图表 64: 成品制作工艺流程	32
图表 65: 2019 年公司前五大客户收入占比	33
图表 66: 2020 年公司前五大客户收入占比	33
图表 67: 公司主要客户的基本情况	33
图表 68: 2016-2020 年公司研发费用占比常年居 3% 以上	34
图表 69: 公司主要产品核心技术	34
图表 70: 公司正在研发的主要项目	35
图表 71: 2019、2020 年以公司为主研发落地的部分新产品	35
图表 72: 2018-2020 年充气床垫产能及利用率	36
图表 73: 2018-2020 年充气床垫销量及产销率	36
图表 74: 公司产能扩张情况	36
图表 75: 2018-2020 年公司各业务模式收入占比	37
图表 76: 2018-2020 年公司各业务模式毛利率	37
图表 77: 2018-2020 年各产品平均单价 (元/件)	37
图表 78: 2018-2020 年原材料采购平均单价 (万元/吨)	37
图表 79: 分业务营业收入预测 (百万元)	38
图表 80: 可比公司估值	38

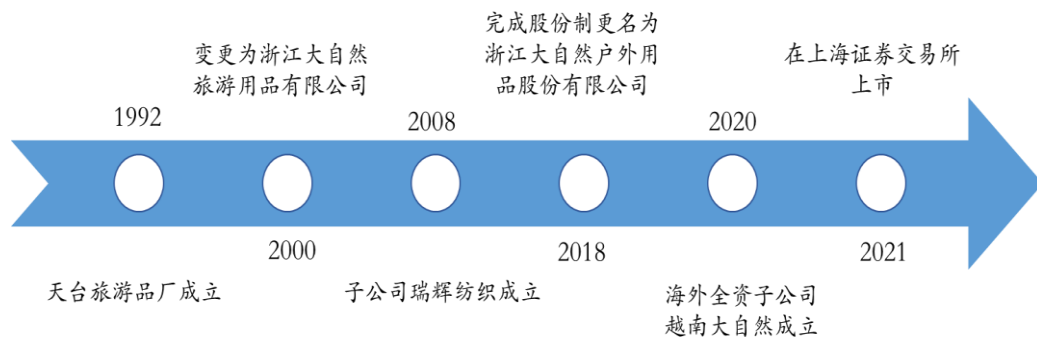
一、优质户外运动用品代工企业，盈利能力优秀

(一) 基本情况：优质户外运动用品代工企业

国内户外运动用品头部代工企业。浙江大自然户外用品股份有限公司（含前身）成立于1992年，并于2021年5月6日在上交所上市，是国内领先的户外运动用品供应商。公司致力于充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、生产和销售，产品主要外销至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区。公司掌握了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工艺和技术，且拥有优质的客户资源，与全球知名公司迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等建立了长期稳定的合作关系。

公司深耕户外运动用品近三十载，上市迎来新发展机遇。1992年，公司前身天台旅游品厂成立，并于2000年改制为浙江大自然旅游用品有限公司，此后又于2018年完成股份制改革，更名为浙江大自然户外用品股份有限公司。2020年，公司首家海外全资子公司越南大自然成立，协助海外户外运动用品的生产和销售。2021年，公司在上海证券交易所上市。

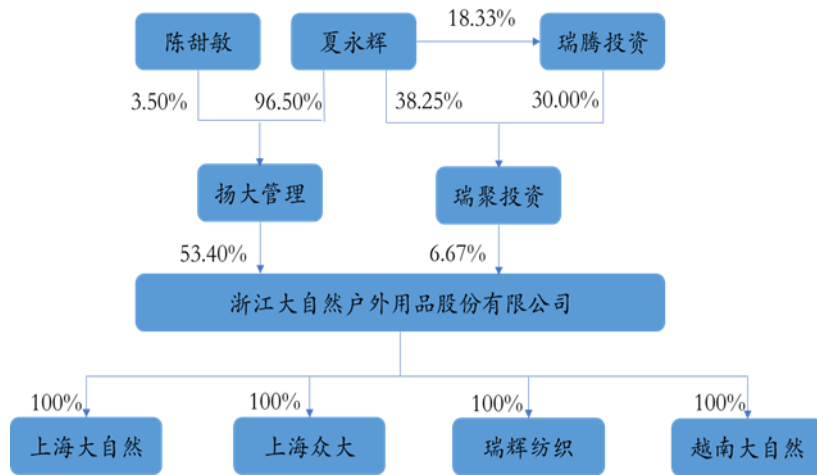
图表 1：公司发展历程



资料来源：招股书，太平洋证券整理

夏永辉、陈甜敏为公司实际控制人。2021年5月，公司首次发行股份并完成上市，本次发行完成后总股本增至1亿股，其中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2.93%的股份，合计持有公司54.46%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56.33%的股份。公司主要子公司包括上海大自然（控股100%）、上海众大（控股100%）、瑞辉纺织（控股100%）、越南大自然（控股100%）。

图表 2：公司股权结构

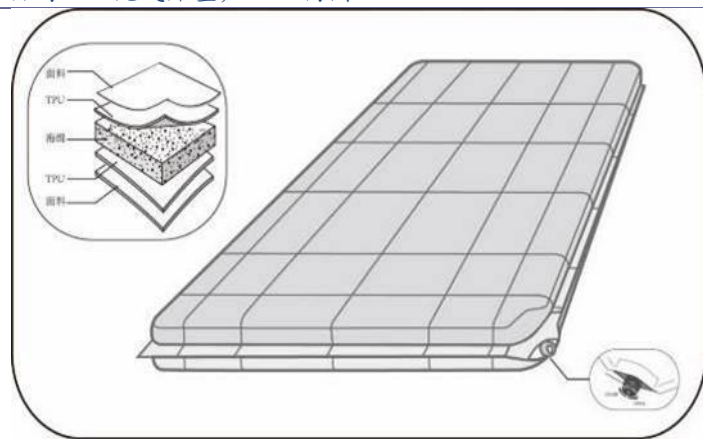


资料来源：招股书，太平洋证券整理

公司产品品类齐全，应用领域广泛。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 2020 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。

公司充气床垫系列产品可以满足客户各类定制化需求。公司充气床垫类产品按防水材料分为热塑性聚氨酯（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，公司根据产品设计需求，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。

图表 3：公司 TPU 充气床垫产品结构图



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 4：公司主要产品简介



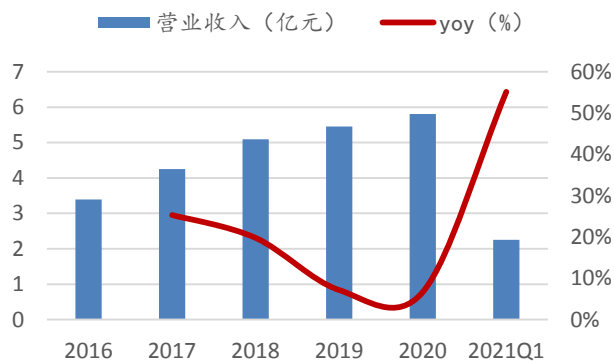
资料来源：招股书，太平洋证券整理

(二) 财务分析：营收规模稳步增长，盈利能力不断提高

公司营收规模保持稳步增长。2016-2020年，公司营收由3.39亿元持续增长至5.81亿元，年均复合增速达14.42%，主要原因是充气床垫类产品的销售收入快速增长。2021Q1公司营收实现2.25亿元，同比增长55.13%，主要系疫情对公司业务的影响减弱，公司客户订单饱满。

公司单季度营收季节性特点明显，上半年是销售旺季。2018-2020年，公司第一季度及第二季度合计收入占比分别为65.30%、66.52%和58.83%，均高于第三季度及第四季度，存在明显的季节性特征。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、二季度是针对北半球客户的销售旺季，每年三、四季度是针对南半球客户的销售旺季，而公司主要销售区域中欧洲及北美洲地区均分布在北半球，因此每年的上半年为销售旺季，销售收入占比相对较高。2020Q1受疫情影响，营收同比减少21.62%，随后触底回升。

图表 5：2016-2021Q1 营业收入及增速



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 6：2018Q1-2021Q1 单季度营业收入及增速

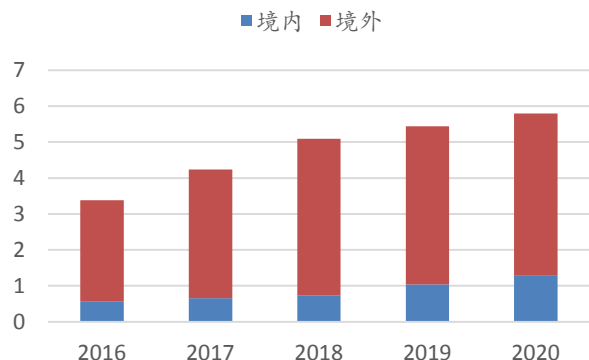


资料来源：招股书，太平洋证券整理

境外收入占比约八成，境内收入占比稳步提升。2016-2020年，公司境外销售收入由2.82亿

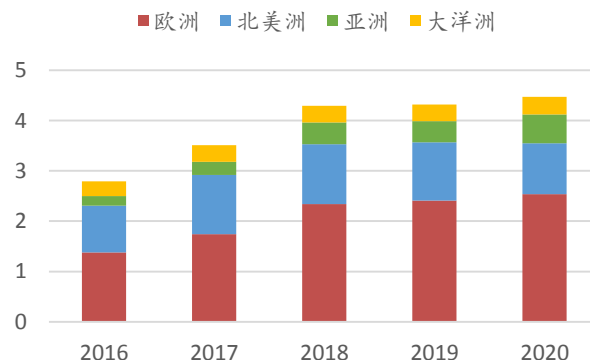
元提升至 4.52 亿元，年均复合增速为 12.47%，占比由 83.20% 略微降至 77.93%，其中欧洲、北美洲为公司主要的境外销售市场，合计占比超六成。国内市场方面，2016-2020 年公司销售收入由 0.56 亿元提升至 1.28 亿元，年均复合增速为 22.96%，占比由 16.53% 逐步提升至 22.07%，国内市场稳步拓展。

图表 7：2016-2020 年境内外营业收入（亿元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

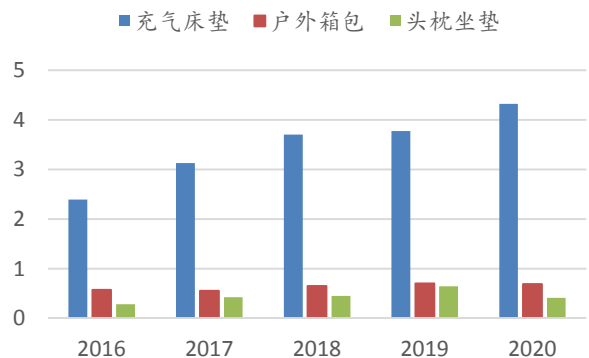
图表 8：2016-2020 年境外地区营业收入（亿元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

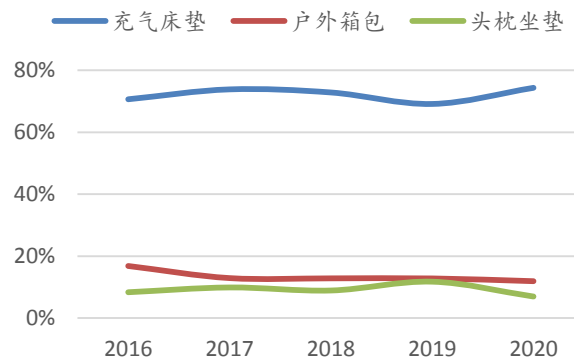
公司收入结构稳定，充气床垫系列产品收入占比约七成。公司产品主要为充气床垫，收入占比约为 70%，且呈现不断提升态势。2016-2020 年，充气床垫产品收入保持稳定增长，年均复合增速为 16%。公司 2019 年充气床垫收入 3.77 亿元，同比增速有所放缓，主要原因为市场对非 TPU 类产品需求降低，导致公司整体充气床垫的销量大幅下降 7.09%。2020 年，得益于非 TPU 类充气床垫销量上升，公司充气床垫收入恢复较快增速。

图表 9：2016-2020 年分产品收入（亿元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 10：2016-2020 年各产品收入占比

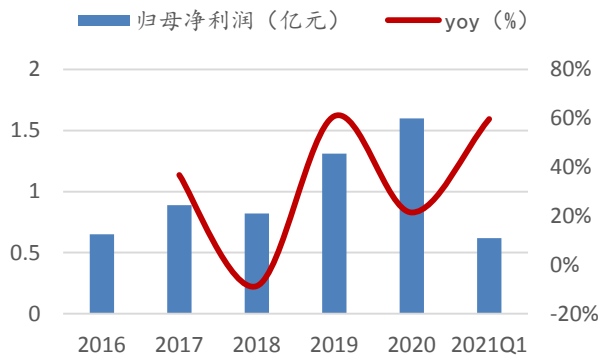


资料来源：招股书，太平洋证券整理

公司归母净利润和净利率稳步提升，盈利能力不断增强。2016-2020 年，公司归母净利润由 0.65 亿元逐步提升至 1.6 亿元，年均复合增速为 25.24%，2021Q1 归母净利润为 0.62 亿元，同比上升 59.69%。2016-2021Q1 公司净利率呈稳步提升态势，其中 2019 年净利率较 2018 年提升幅度

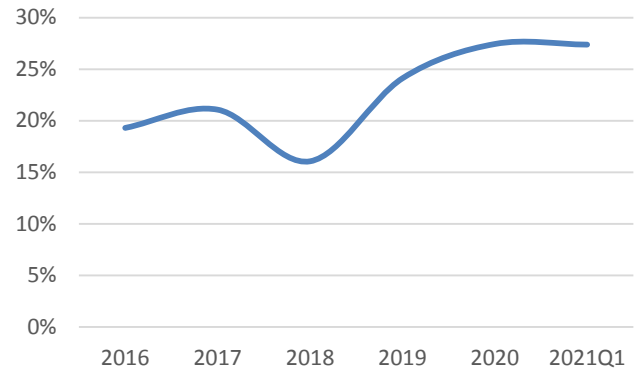
较为明显，同比提高 8.05pct，主要原因是毛利相对较高的 TPU 类充气床垫广受好评，公司下游客户对该产品的需求增加。

图表 11：2016-2021Q1 归母净利润及增速



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 12：2016-2021Q1 公司净利率呈上升趋势



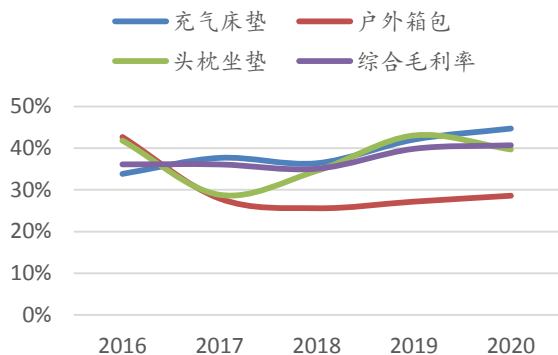
资料来源：招股书，太平洋证券整理

公司产品毛利率稳定提升，充气床垫、头枕坐垫毛利率相对较高。2016-2020 年，公司毛利率逐年提升，其中充气床垫的毛利率从 2016 年的 33.82% 提升至 2020 年的 44.69%，主要原因一是充气床垫类整体产品结构优化，毛利率相对较高的 TPU 类充气床垫收入占比不断上升，二是原材料价格下降及美元较人民币升值；头枕坐垫产品毛利率较为稳定，其中 2019 年提升幅度较大，主要原因是毛利率相对较高的新产品销量同比大幅增长，收入占比提高。我们认为，公司凭借自身竞争优势，在产品结构不断优化且不断推出新产品的趋势下，叠加原材料采购成本下降、人民币贬值等因素，未来充气床垫和头枕坐垫产品的毛利率仍将保持在较高的水平。

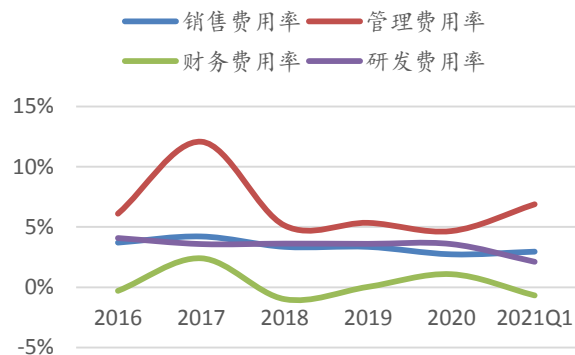
各项费用率保持稳定，ODM/OEM 模式下销售费用率低于行业平均水平。2016-2021Q1，公司各项费用率基本保持稳定，其中销售费用率低于同行业公司平均水平，2021Q1 销售费用率仅为 2.95%，主要原因是公司商业模式为 ODM/OEM，无需承担自建品牌所需要的高额销售费用。2016-2021Q1，公司管理费用率较为稳定，与可比公司水平相近，其中 2020 年管理费用率较 2019 年下降 0.68pct，主要受咨询服务费、差旅交通费等费用下降影响。2016-2021Q1，公司持续加大研发投入，研发费用率高于同行业公司平均水平。

图表 13：2016-2020 年公司分产品毛利率

图表 14：2016-2021Q1 公司期间费用率



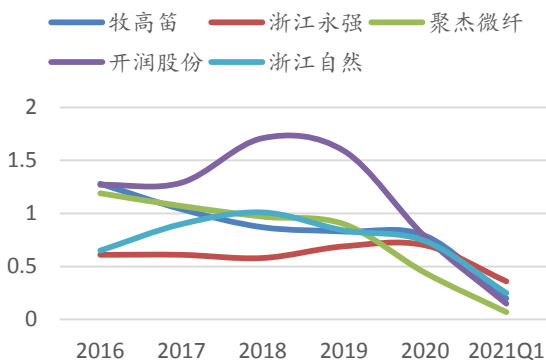
资料来源：招股书，太平洋证券整理



资料来源：招股书，太平洋证券整理

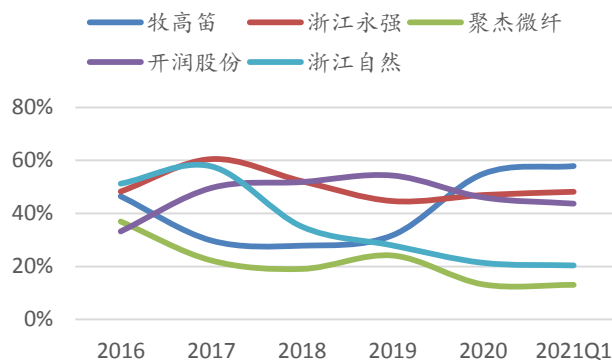
总资产周转速度较快，负债率低于行业平均水平。公司 2020 年与 2021Q1 总资产周转率分别为 0.74 与 0.25，均高于行业平均水平，公司营运能力表现较好。2016-2021Q1 末，公司资产负债率逐年下降且低于行业平均水平，其中 2021Q1 资产负债率仅为 20.40%，主要原因一是公司经营规模持续扩张、盈利情况良好导致资产规模同比增加较大，二是公司负债水平整体有所下降，公司偿债能力逐步提升，抗风险能力较强。

图表 15: 2016-2021Q1 公司与同行总资产周转率



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 16: 2016-2021Q1 末公司与同行资产负债率



资料来源：招股书，太平洋证券整理

IPO 募集资金加码产能建设，海内外双基地布局助力业绩腾飞。本次募投项目投资总额合计 7.24 亿元，主要投资于改性 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、户外产品技术研发中心建设项目及越南户外用品生产基地建设项目。项目建成后，公司优势产品产能将得到进一步扩大，满足市场需求并提升公司的市场竞争力。同时，公司利用越南较低的生产成本优势布局海外生产，发挥国内外生产基地的协同效应，进一步提升盈利能力。

图表 17: 公司首发募投项目明细

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)
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
户外用品自动化生产基地改造项目	1.88	1.48	24
户外产品技术研发中心建设项目	1.11	1.11	24
越南户外用品生产基地建设项目	0.68	0.68	18
补充流动资金项目	1.5	1.5	-
合计	9.92	7.24	-

资料来源：招股书，太平洋证券整理

二、户外用品行业稳定增长，露营需求带动充气床垫需求增长

(一) 全球户外运动用品行业稳定增长，欧美处于领先地位

户外运动用品主要分为六大类。户外运动用品指的是参加各种探险旅游及户外活动时需要配置的一些设备，COCA 根据目前市场的具体情况，对户外用品进行了分类，主要可以分为服装类、鞋类、背包类、装备类、配件类和器材类六大类。欧洲、美国的户外运动具有庞大的用户基础，市场规模在全球中处于领先地位；我国市场经历了近 20 年的发展，凭借迅速发展的社会经济以及庞大的人口规模，也逐步成长为全球主要的户外运动用品市场之一。

图表 18：户外运动用品行业分类

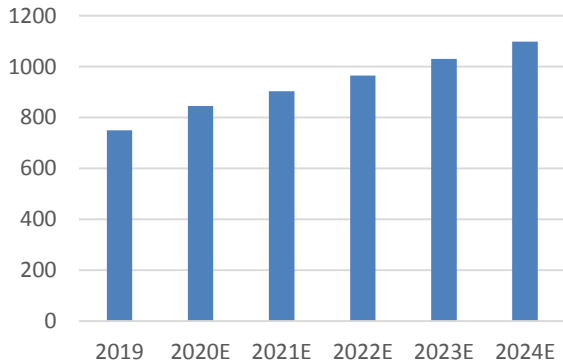
分类	定义	产品
服装类	为户外运动专门制作的穿着于人体起保护和装饰作用的纺织产品	衣、裤、袜等
鞋类	为户外运动专门制作的穿着于脚上直接与地面接触的产品	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
背包类	为户外运动专门制作的用于容纳物品的单体独立的包囊类产品	登山包、旅行包、骑行包、背架包等
装备类	为户外运动专门制作的在露营时提供保护的可折叠的产品	帐篷、睡袋、衬垫、帷帐、家具等
配件类	为户外运动专门制作的用于辅助运动的各种配件	岩点、冰锥、眼镜、手表、GPS、炉具、灯具、刀具、绳索、锁具、登山杖、头盔、冰爪、安全带等
器材类	为户外运动专门制作的大型机械性器具	自行车、船舶、滑翔伞等

资料来源：招股书，太平洋证券整理

全球户外用品市场规模稳步提升，欧美占据四成市场份额。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，预计在 2024 年上升至 1098 亿美元，2020-2024 年的年均复合增长率为 6.8%。欧洲和美国凭借庞大的用户群体及市场基础，引领全球户外运动市场发展，二者户外用品合计市场份额约占全球市场份额的 40%。根据 Statista 统计数据，2019 年欧洲户外运动用品电商市场规模为 155 亿美元，预计在 2024 年达到 209 亿美元，2020-2024 年户外运动用品的年均复合增速为 5.6%。2019 年美国户外运动用品电商市场规模为 178 亿美元，预

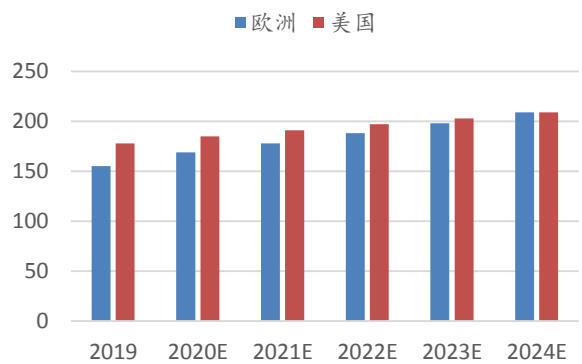
计在 2024 年也将达到 209 亿美元，2020-2024 年以年均 2.2% 的速度增长，市场空间较大。

图表 19：2019-2024E 全球户外运动用品电商市场规模（亿美元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 20：2019-2024E 欧洲、美国户外运动用品电商市场规模（亿美元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

（二）中国户外运动用品行业蓬勃发展，市场集中度稳步提高

政策持续加码户外运动用品行业发展。户外运动用品行业符合当前环保经济、绿色经济、朝阳经济的要求，国家和政府先后出台了多项相关行业的法律、法规和产业政策，为户外运动用品行业的发展起到了积极有效的推动和促进作用。早在 2014 年国务院出台《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，指出到 2025 年，体育产品和服务要更加丰富，引导发展户外营地、徒步骑行服务站等设施的建设。2019 年国家发改委修订《产业结构调整指导目录》，鼓励旅游装备设备，以及休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务行业发展。

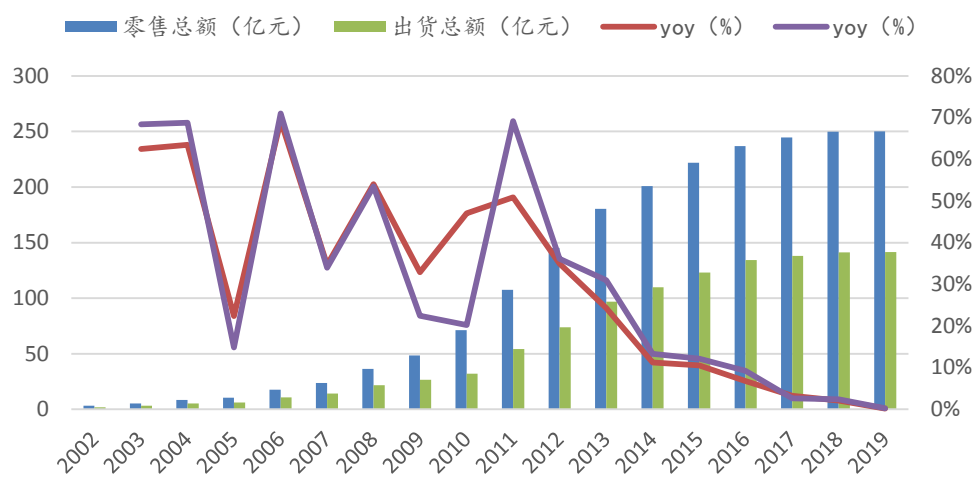
图表 21：主要产业支持政策

产业政策	发布时间	主要内容
《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014.10.20	到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。在有条件的地方制定专项规划，引导发展户外营地、徒步骑行服务站、汽车露营地、航空飞行营地、船艇码头等设施
《体育产业发展“十三五”规划》	2016.07.13	重点打造冰雪运动、山地运动、户外休闲运动、水上运动、汽摩运动、航空运动、武术运动等各具特色的体育产业集聚区和产业带
《轻工业发展规划（2016-2020 年）》	2016.08.10	推动礼仪休闲用品业向新颖、时尚方向发展。加强新材料研发和在户外、庭院、运动休闲等行业应用。重点发展文化内涵丰富、品质优良、满足个性化需求的高附加值礼仪休闲用品。加快产业集群区品牌培育、文化推广、创意设计等公共服务建设。做好非遗、节庆、民俗、民族等文化特色产品推广
《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》	2016.09.20	进一步巩固提高我国纺织工业在生产制造和国际贸易中的优势和地位，形成创新驱动发展、质量效益提升、品牌效应明显、国际合作加强的纺织工业发展格局，创造国际竞争新优势，初步建成纺织强国
《山地户外运动产业发展规划》	2016.10.21	大力推动山地户外运动装备制造向研发、设计、销售等高端环节发展，提高自主研发生产能力，培育一批具有自主知识产权的高端健身休闲装备知名品牌
《国务院关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016.10.25	推广登山、攀岩、徒步、露营、拓展等山地户外运动项目，推动山地户外运动场地设施体系建设，形成“三纵三横”（太行山及京杭大运河、西安至成都、青藏公路，丝绸之路、318 国道、长江沿线）山地户外运动布局，完善山地户外运动赛事活动组织体系，加强户外运动指导员队伍建设，完善山地户外运动安全和应急救援体系
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019.10.30	鼓励类中包括：三十四、旅游业/1、旅游装备设备，以及休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务

资料来源：招股书，太平洋证券整理

中国户外运动用品行业由高速成长期步入平稳成熟期。受益于经济的快速增长与人口基数红利，国内户外运动用品市场蓬勃发展。根据 COCA 数据，2002-2019 年，我国户外运动用品市场零售总额由 3.2 亿元增长至 250.2 亿元，年均复合增速为 29.23%，出货总额由 1.9 亿元增长至 141.6 亿元，年均复合增速为 28.87%，呈现良好的发展态势。户外运动用品行业在发展初期呈现“井喷式发展”，2011 年市场零售总额/出货总额同比增速高达 50.91%/69.16%，而在 2012 年之后增速逐年放缓，2019 年零售总额/出货总额分别达 250.2/141.6 亿元，同比增长 0.17%/0.25%，行业进入成熟发展阶段。

图表 22：2002-2019 年中国户外用品市场规模（亿元）及增速

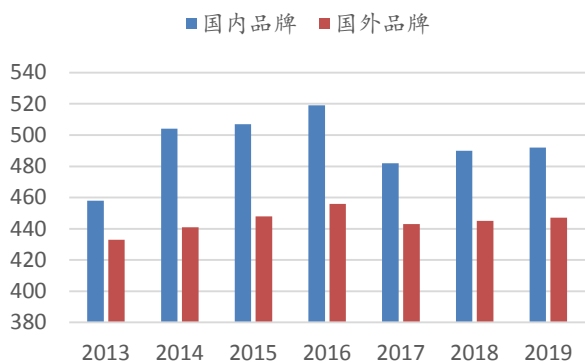


资料来源：招股书，太平洋证券整理

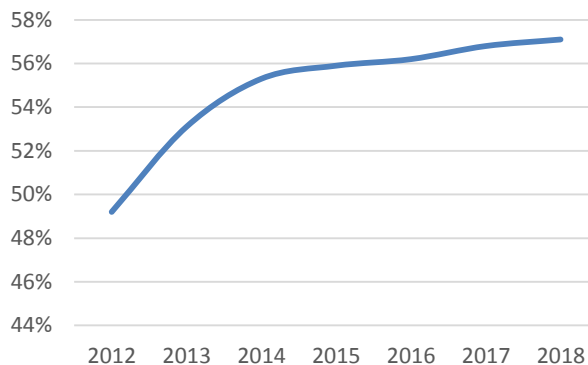
行业集中度稳中有升，低端产品逐步退出市场。从国内、外户外运动用品品牌数量来看，2016 年品牌总数为 975 个达到峰值，其中国内品牌 519 个，国外品牌 456 个，随后数量略微下降且趋于稳定。2019 年品牌总数为 939 个，其中国内品牌 492 个，国外品牌 447 个，行业集中度稳中有升。随着户外运动用品行业持续洗牌，中国前十大户外用品品牌市场占有率逐年提升，2018 年前十大户外用品品牌市场占有率合计为 57.1%，较上年提升 0.3pct。我们认为，未来行业竞争会进一步加剧，优势品牌产品将占据市场主导地位，低端产品市场空间逐渐萎缩并逐步退出市场。

图表 23：2002-2019 年国内外户外用品品牌数量（个）

图表 24：2012-2018 年中国前十大户外用品品牌市场占有率逐年提升



资料来源：招股书，太平洋证券整理

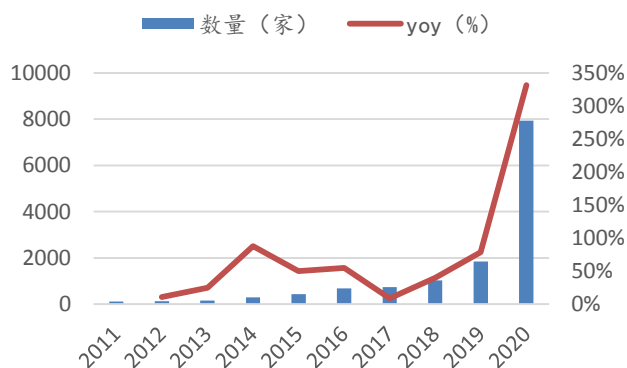


资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

(三) 户外露营市场稳步增长带动充气床垫市场需求增长

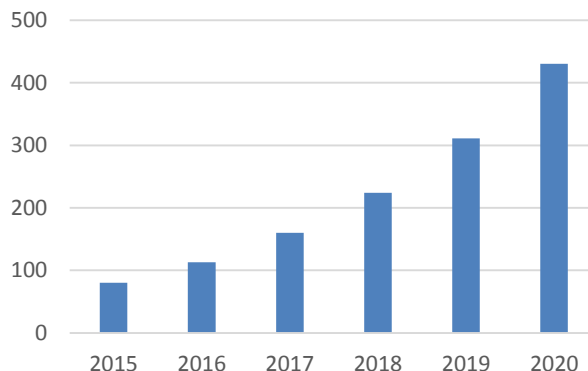
露营市场稳步增长带动充气床垫市场需求增长。由于人均可支配收入的稳步增长以及现代高压、快节奏的生活方式，消费者的户外休闲活动需求将增加，带动全球露营市场快速增长。另外，2020年突如其来的疫情使得全球旅游业遭受沉重的打击，短期内出境游的热度难以恢复，但是人们的出游需求仍然存在，因此露营便成为了很好的替代选择。据企查查数据显示，2020年是露营相关企业注册量的爆发年，全年注册量为7933家，同比增长331.61%；从成立时间来看，有1万家企业成立于近三年，占过去十年露营企业注册总量的81%，露营市场发展态势迅猛。我国的露营市场规模从2015年的80亿元增长至2020年的430亿元，年均复合增速约40%，预计将于2026年达到1500亿元。而充气床垫是露营的必需品，露营市场的快速发展必将拉动充气床垫市场的增长。

图表 25：近十年露营地相关企业注册量



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 26：2015-2020 年中国露营市场规模 (亿元)



资料来源：招股书，太平洋证券整理

竞争格局：充气床垫参与者少，竞争格局较好。通过对比同行业几家公司发现，浙江自然在产品类型、销售模式与研发技术方面都具有差异化的竞争优势。从产品类型来看，同行业可比公司的主营产品均为户外运动用品，但细分产品有所不同，荣威国际主营充气娱乐产品和水上运动

用品，Therm-a-Rest 主营睡垫、枕头和座垫，而浙江自然、明达实业主营充气床垫。从销售模式上看，荣威国际、明达实业、Cascade Designs 均为品牌商，而浙江自然仅做代工，没有自营品牌。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，技术积淀深厚，在国内外处于领先的地位。

- **荣威国际：**公司总部位于上海，主要从事设计、开发、制造及销售种类丰富的创新运动休闲产品，产品分为四大类型：地上游泳池及便携移动式 Spa、娱乐产品、运动产品和野营产品等，产品销往全球六大洲超过 110 个国家。旗下最主要的品牌 Bestway 品牌是全球户外休闲领域的知名品牌，在全球充气娱乐用品、水上运动产品市场深耕 20 年，在全球使用充气技术制成的户外休闲产品行业市场占有率超 1/3。
- **明达实业：**明达实业由宇德集团独资成立于 1993 年 1 月，是 intex 塑胶产品目前在中国主要的生产基地。intex 塑胶休闲制品全球市场占有率达 55%，其中北美市场占有率高达 75%，产品主要包括水上用品、运动用品、休闲用品、充气家具、室内外游戏用品等，被销往全球超过 100 个国家。
- **Cascade Designs：**公司位于美国西雅图，主要生产户外休闲产品，Therm-a-Rest 是旗下主要品牌，其最初的创新产品便是自充气的露营垫，目前 Therm-a-Rest 主要生产便携的睡垫、枕头和座垫。从 Therm-a-Rest 发明自动充气式地垫至今的 30 多年来，它始终是户外舒适品市场的领导者和全球销量第一的品牌。
- **浙江自然：**公司是国内领先的户外运动用品供应商，产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等，主要外销至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区。公司掌握了 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工艺和技术。

图表 27：充气床垫行业竞争格局

公司名称	成立时间	主要品牌	主要产品	销售地区	竞争优势
荣威国际	1994年	Bestway	主要有四大产品类型：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	全球六大洲超过110个国家	全球一体化研发体系，实行精细化管理，在全球充气娱乐用品、水上运动产品市场有20年经验
明达实业	1993年	Intex	Intex系列塑胶休闲产品主要包括水上用品、运动用品、休闲用品、充气家具、室内外游戏用品等	全球约100个国家	拥有全球塑胶休闲产品最大的生产线及全球充气产品市场30年的经营经验
Cascade Designs	1972年	Therm-a-Rest	主要生产便携的睡垫、枕头和座垫等	北美和欧洲等	从Therm-a-Rest发明自动充气式地垫至今的30多年来，始终是户外舒适品市场的领导者和全球销量第一的品牌
浙江自然	1992年	-	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等	欧洲、北美洲、大洋洲	采用ODM销售模式，掌握了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技术

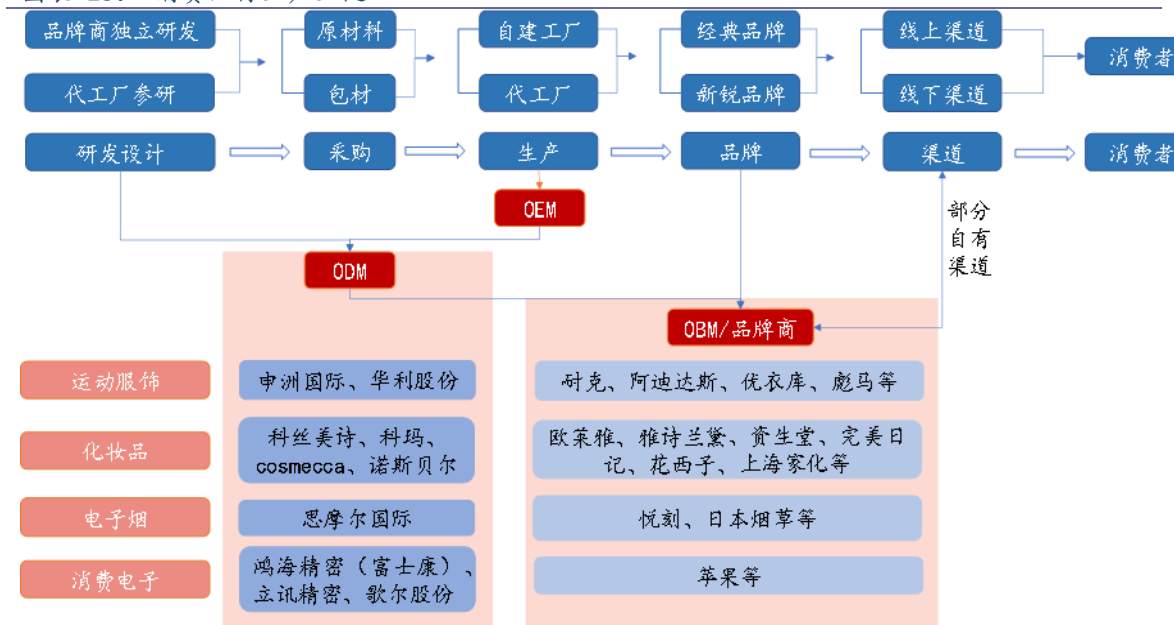
资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

三、从龙头看优质供应链企业的共性：下游赛道高景气，技术壁垒成就客户粘性，高盈利能力是结果

(一) 申洲国际与思摩尔国际共性比较：景气度+客户粘性成就代工巨头

消费品产业链环节众多，比较核心的参与方有制造商、品牌运营商等。产品制造端主要为代工厂和品牌自建工厂，代工厂在消费品许多细分行业中十分常见，服装、电子烟、化妆品、电子消费品等行业均诞生了较大的代工企业，如运动服饰领域的申洲国际、华利股份，电子烟领域的思摩尔国际，化妆品领域的科丝美诗、科玛、cosmecca以及我国的诺斯贝尔（2019年由青松股份收购）等，以及电子消费品领域的鸿海精密（富士康）、立讯精密、歌尔股份等。

图表 28：消费品行业产业链



资料来源：太平洋证券整理

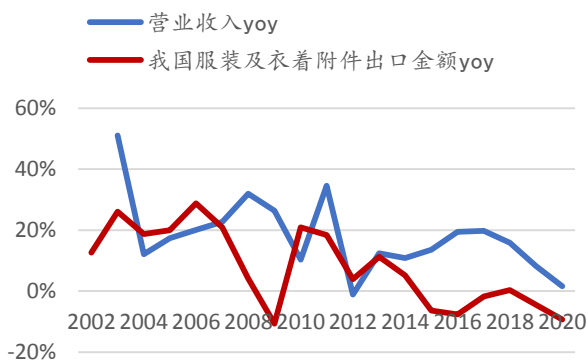
以申洲国际、思摩尔国际为例来探究代工企业价值，二者均为各自领域的头部代工企业。我

们认为，申洲国际、思摩尔国际作为各自领域的头部代工企业具有许多相似之处：1) 同处高景气赛道，下游行业均为具有良好成长性的细分赛道，运动服饰、电子烟均处于高速增长状态；2) 重视研发，在生产端掌握核心技术，能为客户提供满足消费者需求的高附加值产品，且具有大批量订单供货能力；3) 生产端壁垒使代工企业得以绑定优质客户，通过规模效应控制成本，并具有高于一般代工企业的议价能力，从而加强优势进一步扩大市场份额。

● 下游行业高景气是诞生头部代工企业的重要条件

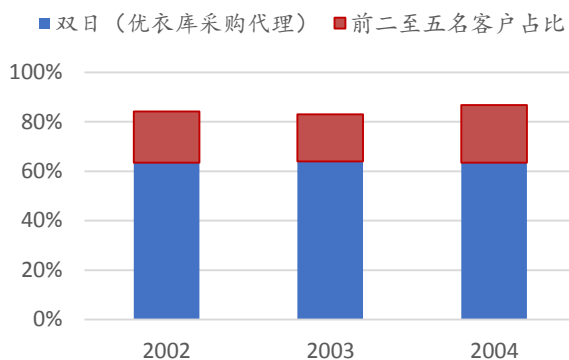
从申洲国际公司发展历程来看，公司发展前期乘中国纺织服装出口繁荣之东风，确立了服装制造行业的龙头地位，2001 年加入 WTO 至 2008 年期间，我国服装出口整体保持繁荣态势，2002-2007 年 5 年间，公司营收复合增速 23.9%略高于我国服装及衣着附件出口金额 22.8%的复合增速；从下游客户来看，1997 年公司拿到优衣库首个大订单，并逐步成为其最大供应商，2002-2004 年优衣库通过代理采购公司双日的采购额在公司销售收入中占比分别为 63.5%、64%、63.5%，1997-2001 年优衣库收入复合增速达 54%，此外，1998 年优衣库将供应商（主要在中国）由 140 家精简至 40 家，优衣库的快速成长及其对供应链的改革，使得以公司为代表的核心供应商得以分享其成长红利。

图表 29：申洲国际收入增速与我国服装出口增速对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 30：2002-2004 年公司前五大客户销售占比

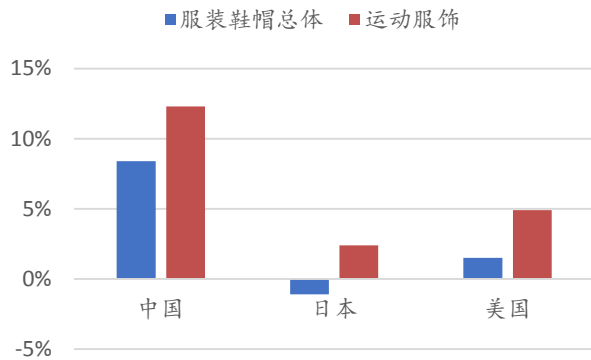


资料来源：申洲国际招股书，太平洋证券整理

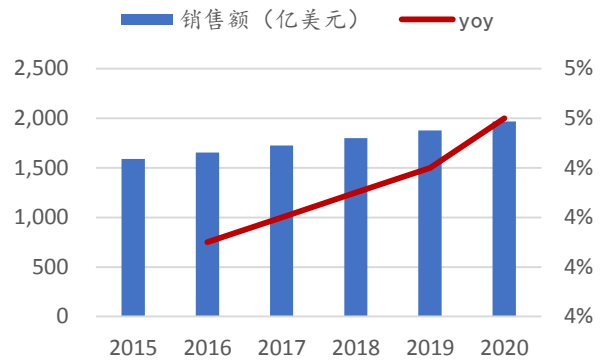
把握需求变化，扩展运动服饰品类。整体来看，运动服饰品类景气度要高于服装总体行业，据 Euromonitor，2007-2019 年中日美三国运动服饰复合增速分别为 12.3%、2.4%和 4.9%均高于服装总体增速，据 Technavio，2015-2020 年，全球运动及健身服装市场规模预计以 4.34%的复合增速由 1590 亿美元增长至 1966 亿美元。

图表 31：2007-2019 年服装鞋帽总体与运动服饰

图表 32：2015-2020 运动及健身服装市场规模估计



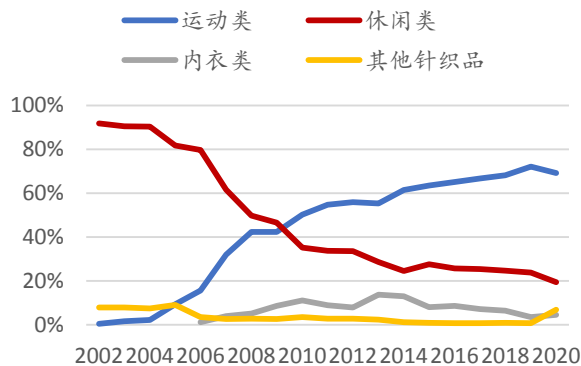
资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

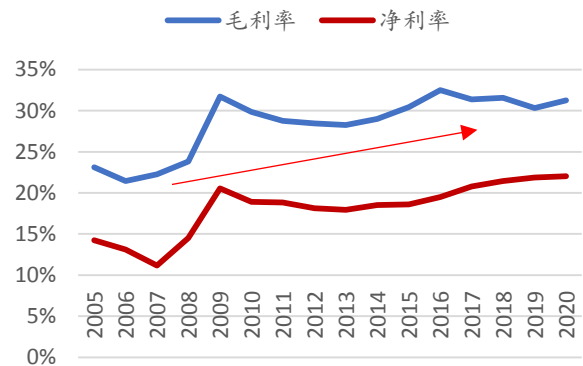
申洲国际早在 2005 年上市之时便提出要在亚洲扩大高毛利的运动服饰业务并扩展欧美市场, 把握运动服饰品类机遇, 2004 年公司运动服装销售占比仅为 2.2%, 2005 年前后, 公司切入耐克、阿迪、彪马等品牌的供应体系, 2010 年运动类产品占比达 50.2%, 取代休闲类产品成为第一大品类, 从毛利来看, 运动服饰占比不断提升也带动了毛利的大幅增长, 2005-2010 年, 公司销售毛利率由 23.1% 增长至 29.9%。

图 33: 2002-2020 年申洲国际分品类销售 (%)



资料来源: Euromonitor, 太平洋证券整理

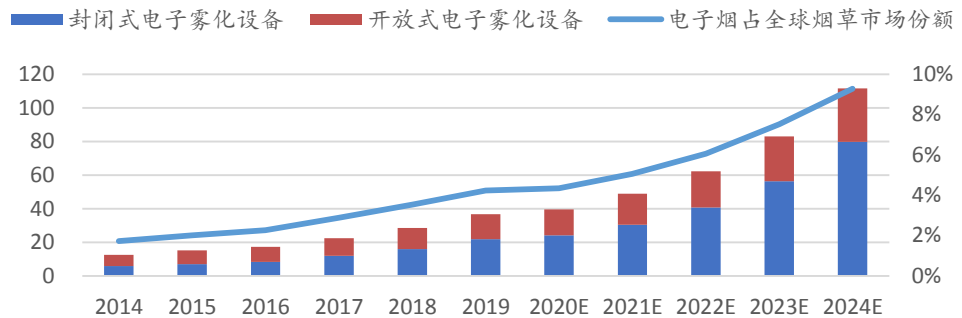
图 34: 2005-2020 年申洲国际毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

电子烟是增速最快的烟草赛道, 渗透率提升空间广阔。目前烟草市场主要分为卷烟、电子烟及加热不燃烧设备三类, 其中电子烟产品包括开放式电子雾化设备及封闭式电子雾化设备, 随着消费者对于电子烟接受程度不断提高, 电子烟作为传统烟草替代品愈加流行, 2014-2019 年, 全球电子烟市场规模 (按零售价格计) 由 124 亿美元快速增长至 367 亿美元, 复合增长率达 24.4%, 市场份额也由 1.7% 增长至 4.2%, 预计 2024 年电子烟市场规模及所占份额将分别达到 1115 亿美元和 9.3%。

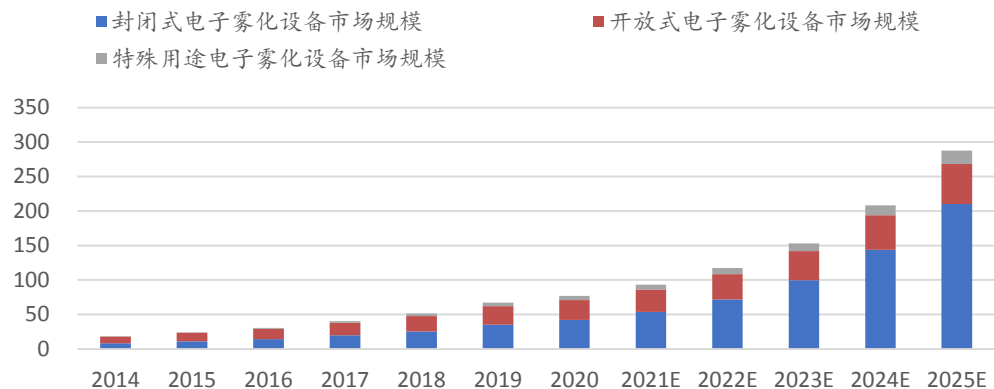
图 35: 2014-2024E 全球电子烟市场规模 (按零售价格计, 单位: 十亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

下游电子烟行业高景气，带动上游电子雾化设备市场快速增长。据弗若斯特沙利文，全球电子雾化设备市场规模（按出厂价计）以27%的复合增速由2014年的18.29亿美元快速增长至2020年的76.71亿美元，随着需求端的不断增长，预计将以32.6%的复合增速增长至2025年的287.47亿美元。2019年电子雾化设备CR5仅为30.5%，思摩尔国际市占率达16.5%，2020年公司市场份额达18.9%，同比提升2.4pct，公司产品分为封闭式电子雾化设备、电子雾化组件以及开放式电子雾化设备，主要客户包括日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia-Pacific、ReLX及NJOY等全球领先的烟草公司及独立电子雾化公司。

图表 36：2014-2025E 全球电子雾化设备市场规模（按出厂价计，单位：亿美元）

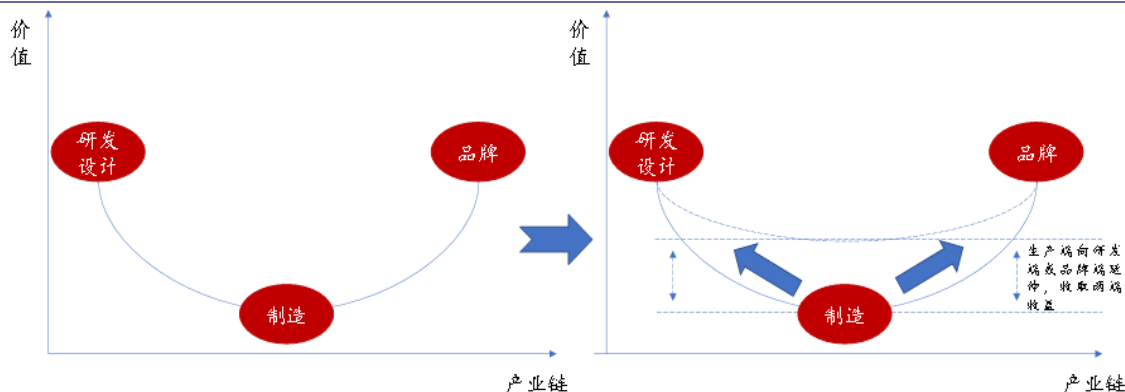


资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

● 研发、制造一体化构建生产端壁垒，绑定优质客户并获得一定的议价权

代工厂发力技术，是建立竞争优势从而提高议价权的可行之路。代工厂核心竞争力主要来源于技术优势（保质）、效率优势（保量）以及成本优势（便宜），一般而言，代工厂可以通过在“微笑曲线”两端（研发与品牌）发力，以获取更高的附加值，而自建品牌与品牌运营商天然存在竞争关系，基于长期、稳定的客户关系角度考虑，代工厂发力上游研发，提供研发制造一体化服务，打造生产端壁垒更为可行。

图表 37: 微笑曲线及其变化



资料来源: 弗若斯特沙利文, 太平洋证券整理

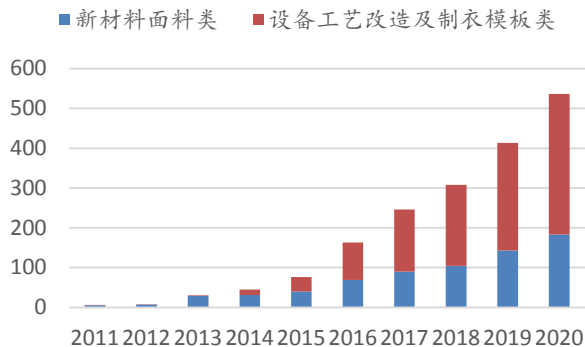
申洲国际: 面料研发技术优势、面料到生产的一体化完整供应链带来的稳定交付能力, 以及规模效应等构建的生产端壁垒使申洲国际得以实现与客户的深度绑定, 并获取更高的议价权。

面料研发方面: 面料坯布制造环节门槛较低, 生产设备趋同, 该环节难以建立竞争优势, 而面料研发比较复杂, 涉及原材料配方, 面料结构涉及染整环节, 具有更高的附加价值。申洲国际组建了专业的面料研发队伍, 通过对新原材料进行结构性分析, 将性质不同的原材料进行混合使用以开发新产品, 公司自 2003 年以来开发出的新产品包括莱卡系列弹性面料、超细晴纶及超细涤纶的保暖面料、针织仿真面料(如天鹅绒、聚酯纤维、仿羊毛、仿麻及仿皮等)、功能性运动面料、环保型面料、保健型面料及利用各种功能性助剂处理的面料。

尽管在成衣生产环节为代工模式, 但是面料研发优势使申洲国际与客户合作延伸至设计环节, 公司可根据客户对产品功能性的要求研发相应面料并制作成品, 节省了客户的供应链管理精力, 实现与客户的深度绑定, 也提升了对品牌商的议价能力, 公司与优衣库共同研发功能性面料 Airism, 与 Nike 共同研发透气面料 TechFleece 及针织鞋面 Flyknit 等, 在为客户带来十分可观的销售成果的同时, 也拉动了公司整体的利润水平。**截至 2020 年底, 公司共申请了 536 项专利, 其中新材料面料专利达 183 项。**

图表 38: 申洲国际历年专利数量 (个)

图表 39: Nike Epic React Flyknit 2 男子跑步鞋



资料来源：申洲国际年报，太平洋证券整理

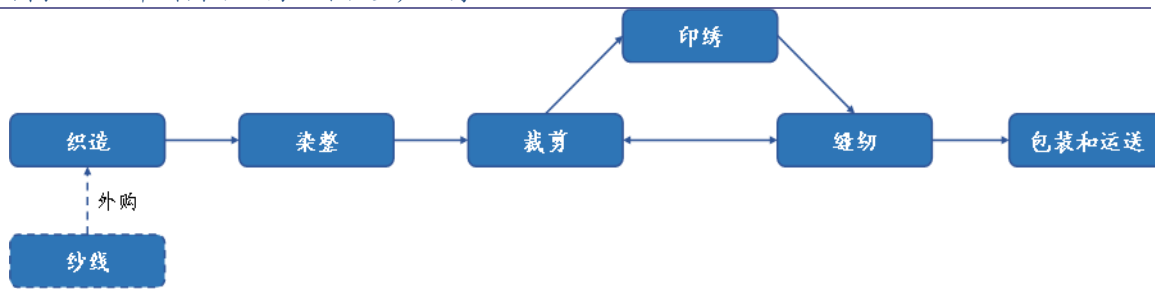
NIKE EPIC REACT FLYKNIT 2
持久舒适跑鞋



资料来源：淘宝耐克官方旗舰店，太平洋证券整理

供应链方面：申洲国际是全球最大的纵向一体化针织制造商之一，其纵向一体化的业务模式将面料织造、染色、印绣花、裁剪及缝纫等所有生产工序集中在同一工业区内，方便公司进行集中安排生产，缩短生产过程中的繁琐沟通环节，提高生产效率，为客户提供从面料研发到成衣制造的一站式服务。产能方面，公司面料生产基地位于宁波北仑工厂及越南德利工厂，而制衣产能生产基地则主要位于浙江、安徽、越南及柬埔寨。

图表 40：申洲国际纵向一体化生产工序

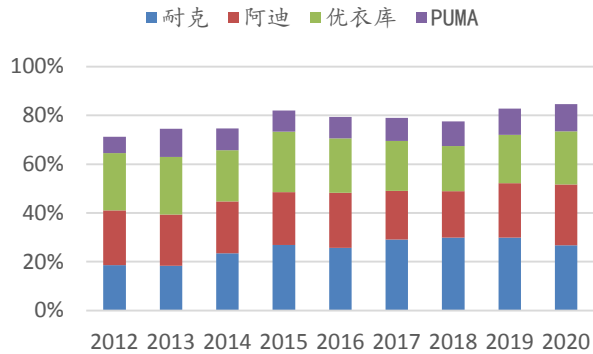


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

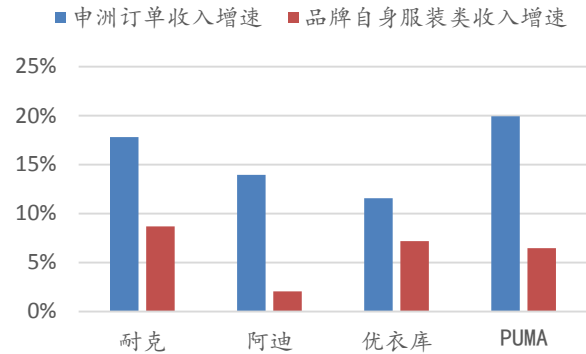
与客户深度绑定，共同成长，核心客户份额持续提升。上世纪 90 年代申洲国际拿到优衣库订单，抓住了纺织产业链向中国转移这一历史性机遇获得快速发展，2005 年及时拓展运动服饰这一高景气赛道，牢牢绑定耐克、阿迪、优衣库、puma 等头部服装品牌客户，2012-2020 年，申洲国际前四大客户销售收入占比保持在 70%以上。优质客户业务的快速增长成为申洲国际长期增长的持续推动力，2012-2020 年来自耐克、阿迪、优衣库、PUMA 的订单复合增速均高于品牌自身服装类收入增速，可见优质客户给予公司的订单比重在不断提升。此外，公司下游客户相对较为分散，第一大客户销售收入占比低于 30%，对单一客户依赖性不高，有效分散了风险。

图表 41：申洲国际前四大客户销售额占比变化

图表 42：2012-2020 年品牌自身服装类收入增速



资料来源：申洲国际年报，太平洋证券整理



资料来源：淘宝耐克官方旗舰店，太平洋证券整理

思摩尔：专利及研发体系加固核心技术护城河，带动公司电子雾化设备产品量价齐升。

战略布局陶瓷雾化技术，打造核心品牌“FEELM”。公司早在 2012 年便启动陶瓷发热体技术研究，同时开展全球技术专利布局，2014 年发布第一代陶瓷雾化技术品牌 CCELL，2016 年推出第一代加热技术，于下半年进一步推出第二代加热技术“FEELM”，对比传统电子烟采用棉芯作为雾化芯，该技术在口感、一致性、传输效率、焦味等方面实现突破，提升了消费者体验，2018 年 9 月，该技术获得全球业界权威大奖——金叶奖，成为首个获得该奖项的电子雾化科技品牌，当年 FEELM 黑陶覆膜雾化芯出货量达亿级规模，19 年产能超 10 亿颗。

图表 43：FEELM 雾化芯与传统棉芯对比

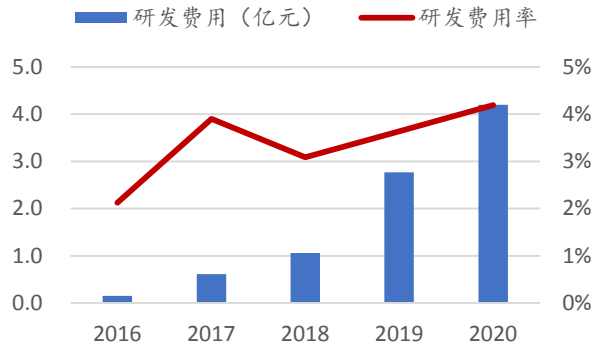
特点	FEELM 雾化芯	棉芯
口感	雾化分子颗粒小，雾气细腻且均匀，口感棉柔醇净	雾化分子颗粒大，雾气浓烈但不均，口感易粘腻
一致性	一致性好，从第一口到最后一口体验始终如一	一致性差，抽吸过程中体验感逐步降低
传输效率	精准雾化出适于人体吸收的粒子，有效成分传输效率较棉芯提高 56%	同等烟雾量下，有效成分传递效率
焦味	温度控制均匀，不易糊芯，没有焦味	温度控制不均匀，易糊芯，易产生焦味
漏液率	陶瓷碗状结构，封闭性强，大大降低漏液可能	棉芯结构疏松，锁液性差，易产生漏液问题
抽吸体验	抽吸超静音，体验佳	抽吸有啜啾声，体验不好
品质	世界级检测标准，自动化批量生产，卓越品质保证	传统手工绕丝制作，品质难以稳定保障

资料来源：FEELM 官网，太平洋证券整理

研发端持续投入，打造研发专利壁垒。研发投入方面，2016-2020 年，公司研发投入由 2016 年的 0.15 亿元增长至 2020 年的 4.2 亿元，研发费用率由 2.1% 增长至 4.2%，截至 2020 年 6 月，公司三所研究院研发人员超 634 名，2020 年公司研发人员占非生产人员比例达 46.4%，较上年增长 4.8pct；专利方面，截至 2020 年，公司累计申请专利 2221 件，其中发明专利 965 件，在陶瓷加热技术专利方面，截至 2020 年 6 月，申请超 180 项，获得授予 69 项，其中“FEELM”相关专利

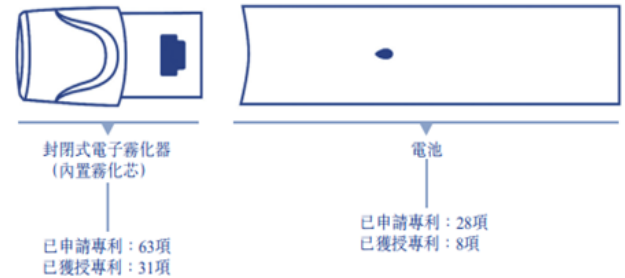
申请超 43 项，24 项获得授权。

图表 44：思摩尔国际研发费用及研发费用率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

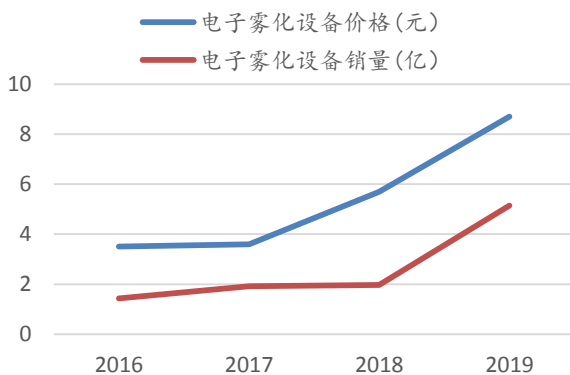
图表 45：思摩尔国际封闭式电子雾化设备专利



资料来源：思摩尔国际招股书，太平洋证券整理

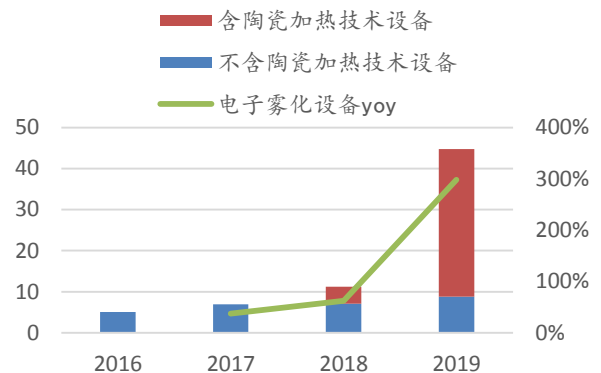
FEELM 品牌带来高议价权，助力产品量价齐升。陶瓷雾化芯技术在 2018 年开始量产，2018-2019 年，电子雾化设备收入由 11.24 亿元增长至 44.77 亿元，同增 298.3%，其中含陶瓷加热技术的设备由 4.15 亿元增长至 35.95 亿元，贡献主要增量。技术的应用带动公司电子雾化设备售价及销量快速增长，2018、2019 年，其售价由 5.7 元增至 8.7 元 (yoy+52.6%)，销量则由 1.97 亿增长至 5.15 亿 (yoy+161%)，此外，含陶瓷加热技术产品毛利率显著高于不含陶瓷加热技术产品，2018-2019 年，两款产品毛利率分别由 37.19% 增长至 50.47%，19.37% 增长至 33.49%。

图表 46：陶瓷雾化芯技术的应用助力产品量价齐升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 47：2019 年含陶瓷加热技术设备收入大幅增长

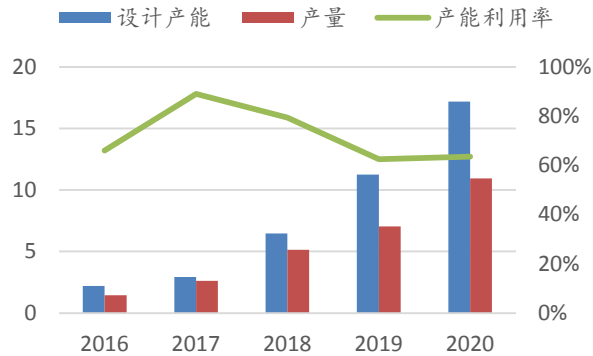


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

产能方面：公司产能持续扩张，满足客户快速交付及产品质量需求。2016 年以来，公司持续加快生产扩张，目前已拥有 10 个生产基地，其中多数位于深圳及东莞（深圳和东莞是全球电子雾化设备供应链最发达的地区），目前公司在建工程有江门一期、江门二期以及深圳产业园，分别预期在 2022 年 6 月 2023 年及 2024 年投产。产能的增长使得公司有满足客户对产品及时交付的需求，此外，公司为核心客户设立生产基地，满足客户对产品质量等的需求，比如在深圳宝安区

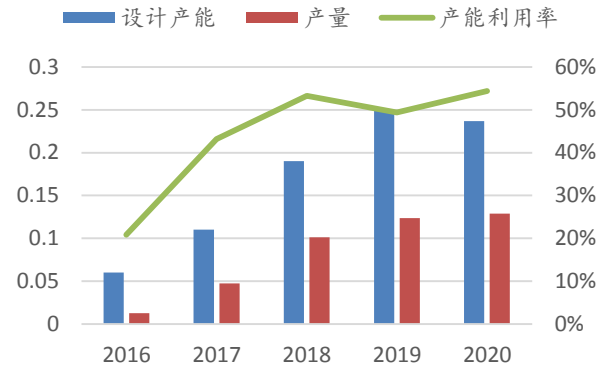
建设的一个大型综合生产基地，用户制造公司核心客户日本烟草所需产品。

图表 48：面向企业客户产能及产能利用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 49：面向零售客户产能及利用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 50：思摩尔国际计划建设产能基地情况

地区	建筑面积	投资	预计投产时间	每月增加产能
江门产业园1期	33万平方米	27-30亿元	44713	9000万标准单位
江门产业园2期	44万平方米	16亿元	2023年	1.2亿标准单位
深圳产业园	18.7万平方米	10.4亿元	2024年	5190万标准单位

资料来源：思摩尔国际招股书，太平洋证券整理

凭借技术与制造优势，公司不断开拓优质客户并实现深度绑定。思摩尔国际在业务开展早期阶段，首先专注于开发便携式电子雾化设备，并促成了与 NJOY 的合作，双方于 2012 年推出“NJOY King Size”；雾化芯是电子雾化设备的主要组件，公司通过替换传统吸电子雾化液棉突破电子雾化液储量上限，并凭借这一无棉技术在 2014 年与 Logic 就其新产品开展合作。2015 年公司与日本烟草合作，18 年凭借在陶瓷雾化芯技术上的绝对领先优势切入 VUSE、NJOY 等龙头品牌的供应体系，同年还与 Reynold、Asia-Pacifi 等建立联系，目前，公司客户已经涵盖日本烟草、英美烟草等全球领先的烟草公司，以及 RELX、NJOY 等电子烟公司。

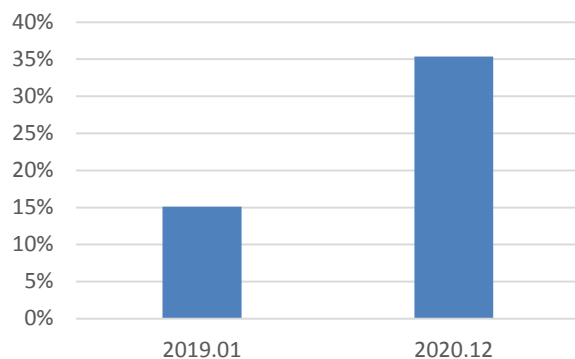
图表 51：思摩尔国际部分优质客户简介

服务客户	主要品牌	客户分析
英美烟草	电子烟品牌 Vuse、Vype	国际四大烟草公司之一，2019年以来电子烟市场份额增长迅速。根据中报数据，公司在美国/英国/法国/德国电子烟市场的份额达到26%/13%/27%/46%
NJOY	电子烟品牌 NJOY	独立电子烟公司，旗下NJOY为美国第三大电子烟品牌，市占率仅次于Juul和Vuse
悦刻	电子烟品牌 悦刻RELX	国内第一大电子烟品牌，截至2020年4月在国内19个新一线城市占据封闭式电子烟69%的市场份额。目前悦刻在全国已有超过2500家专卖店、超过10万家各类零售门店
日本烟草	电子烟品牌 logic、HNB 品牌Ploom	国际四大烟草公司之一，旗下拥有HNB品牌Ploom（包括低温加热型的Ploom Tech、Ploom Tech+、高温加热型的Ploom S）以及电子烟品牌logic。目前公司HNB产品在日本市占率排名第三

资料来源：英美烟草，悦刻，日本烟草，太平洋证券整理

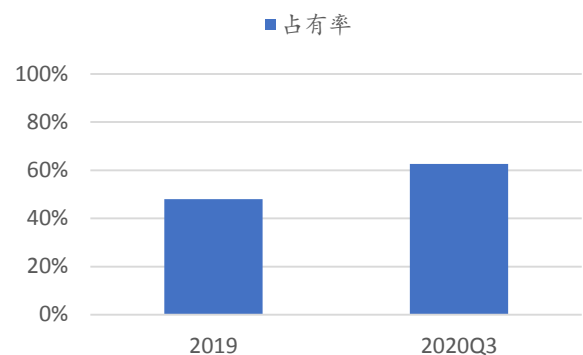
受益于下游客户的快速成长，公司在制造端占有率有望持续增长。据尼尔森数据，2019年1月至2020年12月，VUSE、NJOY、LOGIC三家公司在美国电子烟市场占有率由15.12%增长至35.37%，其中英美集团旗下的VUSE市占率由11.2%增至29.23%，成为美国第二大电子烟企业；据雾芯科技招股书，RELX在中国封闭式电子烟市场占有率由2019年的48%增长至2020Q3的62.6%。电子烟制造行业较为分散，据弗若斯特沙利文，2019年电子雾化设备CR5仅为30.5%，思摩尔国际市占率达16.5%，20年公司市场份额达18.9%，同增2.4%，充分体现了公司正受益于优质客户份额增长带来的红利。

图表 52：VUSE、NJOY、LOGIC 在美国市场占有率



资料来源：尼尔森，太平洋证券整理

图表 53：悦刻在中国封闭式电子烟市场占有率



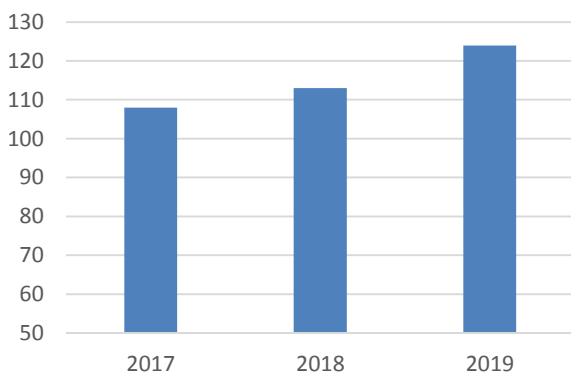
资料来源：雾芯科技招股书，太平洋证券整理

(二) 浙江自然长期成长要素：优质下游，技术壁垒，盈利能力强

公司下游行业景气度高，为产品采购规模奠定了稳固的基础。公司第一大客户迪卡侬 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%，营运情况较好，消费者对运动用品购买热情高涨。得益于迪卡侬规模的不断扩大，对公司产品的采购额也在

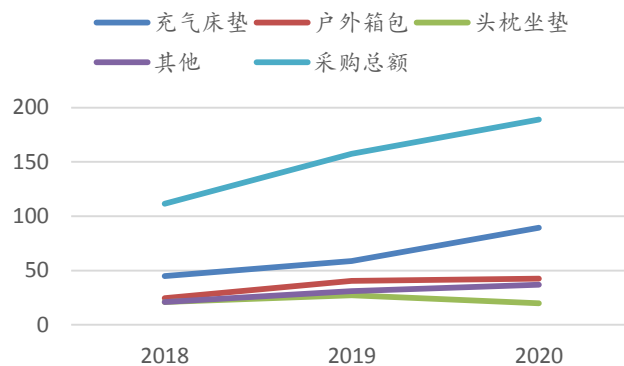
逐年提升，2020年采购额为189.04百万元，较2018年提升77.54百万元。分产品来看，充气床垫采购金额最高且逐年上升，主要是公司TPU类充气床垫具有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、更为环保等优越特性，迪卡侬对该款产品的需求不断增加。

图表 54：2017-2019 年迪卡侬销售收入（亿欧元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 55：2018-2020 年迪卡侬各类产品采购额



资料来源：招股书，太平洋证券整理

充气床垫按材质的不同主要分为TPU与PVC两类，TPU充气床垫优势显著。PVC充气床垫价格比较便宜，但是重量、体积较大、环保性能及自充性能差，使用寿命短；而TPU充气床垫虽然价格相对较高，但其它各方面性能都要优于PVC，最为重要的是环保无毒。公司生产的充气床垫主要以TPU材料为主，2018-2020年TPU充气床垫占比分别为55.83%、66.43%和67.65%。

TPU材料是PVC材料的有效替代品。TPU指热塑性聚氨酯弹性体橡胶，是一种有机高分子合成材料。与通用的PVC材料相比，TPU具有硬度范围广、机械性能突出、耐高/低温性能优异、加工性能好、环保性能优良、可塑性强、可设计性强、透明性能优异等优越特性，其既有橡胶材料的高弹性，又有工程塑料的高强度，能够有效代替PVC、橡胶等传统材料，符合循环经济和可持续发展的要求。得益于优异的产品性能，TPU下游涉及鞋材、薄膜、电子电器、汽车配件、医疗设备、合成革等诸多领域。

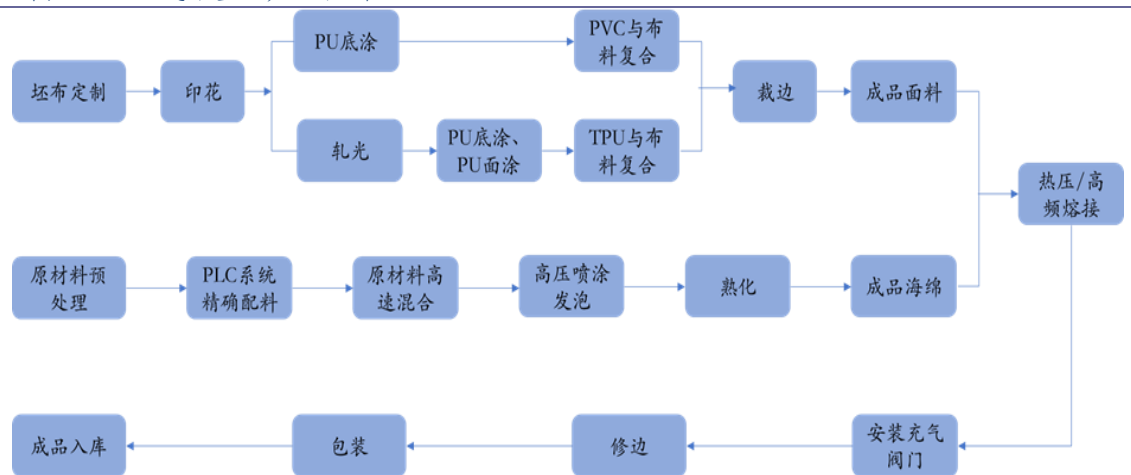
图表 56：TPU 材料对比 PVC 材料的性能优势

性能	表现
硬度	硬度范围相当宽，从Shore A 60~Shore D 80 并且在整个硬度范围内具有高弹性，可以用于各种对硬度要求的产品中，比如TPU滑轮、鞋底减震垫等
机械性能	机械性能突出，承载能力、抗冲击性及减震性能较好
加工性能	对加工成型条件要求不高，容易进行制品加工
耐寒性	耐寒能力突出，玻璃化温度较低，在-35度下仍然能保持较好的弹性、机械性能等，可用于户外等耐寒产品中
其他性能	TPU在很宽的温度范围内（-40~120℃）具有柔性，而不需要增塑剂；耐磨性，抗撕裂性，屈挠强度优良；拉伸强度高，伸长率大，长期压缩永久变形率低；环保性能优良，可塑性、可设计性强

资料来源：招股书，太平洋证券整理

充气床垫生产的工艺流程环节主要分为三部分，其中 TPU 复合面料制作和聚氨酯（PU）软泡发泡环节较为关键。以浙江自然主要产品生产工艺流程为例，TPU 复合面料制作环节是公司最为重要的生产壁垒，复合效果直接影响到面料的质量，首先从坯布的加工开始，经过印花、PU 底涂、PVC 与布料复合或 TPU 与布料复合等加工程序后制成成品面料。其次是聚氨酯（PU）软泡发泡，该环节的制作也决定着充气床垫的质量，原材料经过高速混合、高压喷涂发泡及熟化后形成成品海绵。在复合面料与成品海绵准备好后进行后序成型生产，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，最后质检合格后包装入库。

图表 57：充气床垫生产流程图



资料来源：招股书，太平洋证券整理

生产环节主要有三个核心技术壁垒：

1) TPU 面料复合技术：公司运用该技术将 TPU 薄膜或 TPU 粒子复合在各种面料上并结合二者特性形成 TPU 复合面料，TPU 复合面料具有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、环保无毒的优越

特性，并被广泛的应用于医疗器材、健身器材、箱包、充气产品等领域，相较于 PVC 面料具有显著的竞争优势。TPU 的难点在于加工技术，而公司从 2002 年就开始研发 TPU 材料的加工应用，到目前为止已经积累了将近 20 年的研发加工应用技术经验，这是公司最核心的技术积累同时也是价值所在；TPU 与不同面料复合技术决定了不同应用场景下的产品需求能否得到满足，长期的技术积累建立了良品率门槛。

2) 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；发泡技术决定了自动充气类产品能否满足一定的压缩回弹需求，这是自动充气类产品的核心要素。

3) 热压熔接成型技术：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，该技术便于在各个末端产品上进行复制。

图表 58：公司三大生产环节核心技术



资料来源：招股书，太平洋证券整理

基于 TPU 面料复合技术，产品类型有望快速扩充。TPU 材料的物理特性更强、更环保，未来成长空间巨大。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，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，比如将向水上用品领域充气船等扩展，我们认为其未来的产品线扩充将会快于市场的预期。

品牌运营与制造分离模式是行业主流。充气床垫行业经营模式主要分为品牌运营与制造分离模式，和品牌运营与制造一体模式。在充气床垫产业链专业化分工趋势下，品牌运营商强调品牌价值的塑造、产品设计及营销体系的建设，而专业制造商负责充气床垫的制造，两者相互依存，互相成就。品牌运营企业的市场规模与发展直接影响对应生产制造商的市场规模与发展，而制造商积累的技术和经验，对于充气床垫新品的开发、新材料和新工艺的运用有着重要的作用，同时

也为充气床垫品牌运营商的新产品及时上市、提高市场占有率提供有力保障。目前全球领先的运动品牌大都采用品牌运营与制造分离模式，如迪卡侬、SEA TO SUMMIT 等海外头部户外运动品牌运营企业；而采用品牌运营与制造一体模式的企业除从事品牌运营、产品开发设计外，还负责产品制造，bestway、intex 等企业采用该类模式。

图表 59：充气床垫制造行业产业链



资料来源：招股书，太平洋证券整理

客户结构稳定，深度绑定海外知名品牌企业，优质品牌供应商集中化是趋势。欧洲、北美洲及大洋洲等发达国家和地区为户外运动用品的主要销售区域，知名品牌客户在选择供应商时具有一套严格的资质认定标准，通常对供应商在产品质量、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，且随着环保意识的普及，越来越多的客户开始要求产品应当具有低碳、环保的特性，形成较高的进入壁垒。此外，境外客户对供应商的认证流程复杂、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。而头部户外运动用品制造企业拥有全方位满足品牌运营商综合需求的能力，品牌商愈加倾向于与龙头制造企业进行长期合作。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，下游客户需求稳定，给予了公司大量订单。

图表 60：品牌商对生产商考察因素

序号	考察角度	具体考察因素
1	综合考察	产能与规模
		劳动力、人权
		环保、社会责任
		与其他品牌合作历史
		业务水平与行业经验
2	开发能力考察	开发人员与素质
		开发设备
		开发周期
		历史开发成就等
3	生产能力考察	质量控制流程
		供应链管理能力
		应急交付能力
		生产设备、工艺与技术
		精益生产能力等

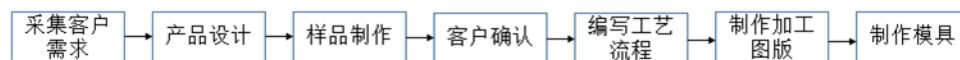
资料来源：招股书，太平洋证券整理

四、多重竞争优势叠加，龙头地位持续稳固

(一) 产业链：垂直一体化生产，打造核心竞争力

产品设计及面料制作是核心竞争力。公司产品的生产工艺主要分为四个阶段：产品设计、面料制作、聚氨酯（PU）软泡发泡和成品制作。产品生产主要选取 TPU、TDI 和聚醚多元醇等为主要原料，然后经过面料制作、聚氨酯（PU）软泡发泡和成品制作后形成。其中，成品制作环节生产工艺相对简单，主要的技术是热压成型，而产品设计与面料制作是体现企业生产技术与工艺水平的关键环节，有利于打造成本、产品差异化竞争优势。同时，聚氨酯（PU）软泡是公司主要生产材料，也是影响户外充气床垫质量的重要因素。公司具备全产业链的生产优势，能迅速响应客户需求，有利于实现效益最大化并提升产品竞争力和盈利能力。

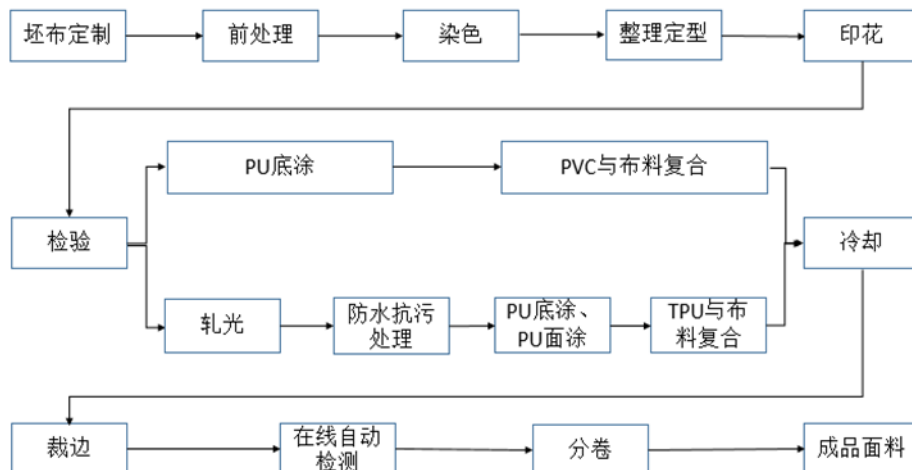
图表 61：产品设计流程



资料来源：招股书，太平洋证券整理

面料制作是公司全产业链生产核心优势之一。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，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。

图表 62：面料制作工艺流程



资料来源：招股书，太平洋证券整理

聚氨酯（PU）软泡是主要生产材料，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。

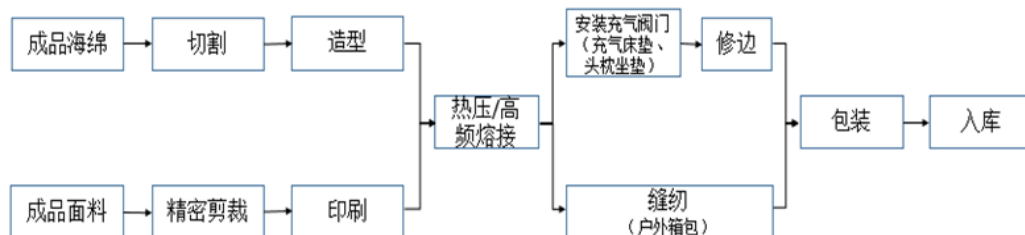
图表 63：聚氨酯（PU）软泡发泡流程



资料来源：招股书，太平洋证券整理

成品制作工艺简单，热压成型技术领先。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。

图表 64：成品制作工艺流程



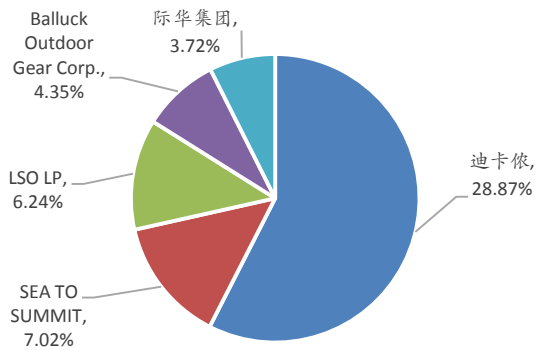
资料来源：招股书，太平洋证券整理

（二）客户端：结构优质，需求持续向好

客户结构优质，深度绑定运动用品全球知名企业。公司致力于为全球客户提供高品质的户外

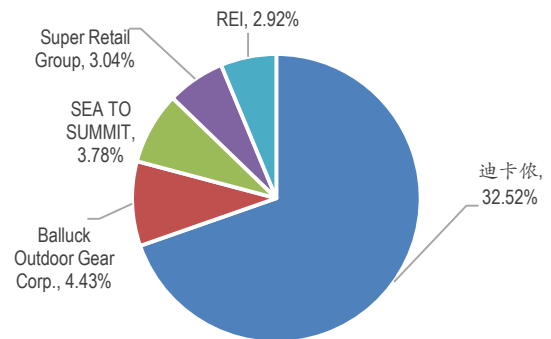
运动用品，主要销售至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区，目前主要合作客户包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等全球知名企业。迪卡侬自 2008 年起开始与公司接触，随后双方一直保持长期稳定的合作关系，2019、2020 年销售占比分别为 28.87% 和 32.52%，是公司的第一大客户。公司在深度绑定迪卡侬的同时，积极开拓海内外其他客户，以降低单一大客户销售占比过高的风险，目前正加大国内业务拓展力度，提升国内销售收入。

图表 65：2019 年公司前五大客户收入占比



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 66：2020 年公司前五大客户收入占比



资料来源：招股书，太平洋证券整理

下游客户需求充足，迪卡侬为公司业绩提供有力支撑。公司主要客户在户外运动用品领域具有领先地位，经营规模庞大，对户外运动用品的需求保持旺盛。公司第一大客户迪卡侬是一家跨国大型体育用品商、世界 500 强企业，截至 2019 年末迪卡侬已在 57 个国家拥有 1,647 家门店，销售网络遍布全球且持续扩张。同时，迪卡侬 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% 和 9%，销售规模庞大且持续增长，对公司产品需求确定性强，有力支撑公司业绩步入高增通道。

图表 67：公司主要客户的基本情况

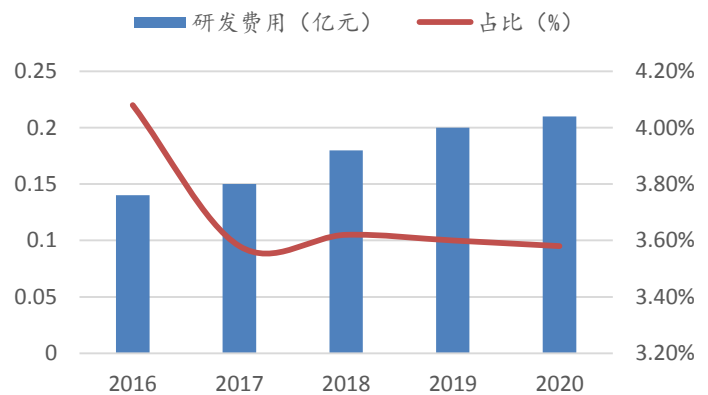
客户名称	经营规模及主营业务	主要产品
迪卡侬	全球知名的专业综合性体育用品专卖店，经营种类齐全的运动服装、鞋子和装备等，2019 年销售额 124 亿欧元	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他
SEA TO SUMMIT	全球知名的户外专业运动品牌，为户外爱好者提供创新、耐用、轻便、简洁的装备及解决方案。全球知名的户外专业运动品牌，产品销往 35 多个国家和地区，并在澳大利亚、欧洲和美国均获得多项设计及经营大奖	充气床垫、头枕坐垫
LSO LP	为 Costco、Walmart、Dick's、LLbean 等美国超市采购各类产品	充气床垫
Balluck Outdoor Gear Corp.	为美国高端户外品牌采购各类产品	充气床垫、头枕坐垫
际华集团	际华集团为 A 股上市公司，主要从事职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具、品牌服装等产品的研发、生产和销售，同时开展以国内、国际贸易为主的商贸物流业务，以极限运动为特色的现代服务业，以及产业园区综合开发利用	充气床垫
历德超市	欧洲知名的连锁零售企业，在全球拥有 1,000 家以上门店	充气床垫

资料来源：招股书，太平洋证券整理

(三) 研发：研发投入稳定增长，产品设计优势显著

研发费用稳步增长。2016-2020年，公司研发投入稳步增长，从2016年的0.14亿元增长到2020年的0.21亿元，公司为保持自身产品的竞争优势，不断加大对新产品的开发和前沿技术研究的投入，满足下游客户的多样化需求。

图表 68：2016-2020 年公司研发费用占比常年居 3% 以上



资料来源：招股书，太平洋证券整理

技术积淀雄厚，在研项目丰富。公司近三十年来深耕户外运动用品行业，掌握了 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工艺和技术。公司的 TPU 面料复合技术在国内处于领先地位，被广泛地应用于面料的生产过程中。此外，热压熔接技术也是公司当前具备核心竞争力的成品生产技术之一，该技术便于在各个末端产品上进行复制，助力公司向进行 SKU 扩张。公司目前正在研发的项目共九个，主要是围绕充气床垫产品的改良进行，提高产品生产能力，以满足市场不同的需求。

图表 69：公司主要产品核心技术

名称	技术性能描述	所处阶段
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
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
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
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
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体系的技术	批量生产

资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 70：公司正在研发的主要项目

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：招股书，太平洋证券整理

研发设计能力强，产品品类丰富。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%，设计类型主要以 ODM 为主，2020 年收入占比达 70.65%。公司积极参与客户产品的设计和研发工作，并利用自身多年的设计、研发和生产经验协助客户研发新产品。同时，公司也会根据自身对市场需求的关注和了解，设计和研发新产品供客户进行选择，帮助客户挖掘新的市场需求。**公司研发设计能力稳步提升，2020 年研发的新产品数量较 2019 年大幅提升。**

图表 71：2019、2020 年以公司为主研发落地的部分新产品

客户名称	产品名称	推出时间
迪卡侬	足球门	2019 年 2 月
迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月
迪卡侬	30 升防水桶	2019 年 1 月
迪卡侬	PVC 冲浪板	2020 年 4 月
REI	包边床	2019 年 1 月
REI	水袋	2020 年 5 月
Igloo Products Corp.	冰包	2020 年 6 月
傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 包边床	2020 年 7 月
Corinto Co., Ltd	PVC 双人胶粘充气床	2020 年 7 月

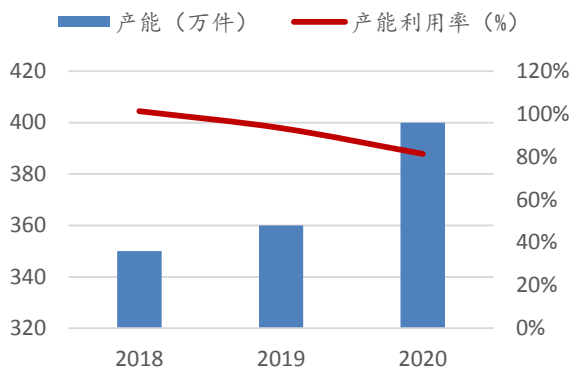
资料来源：招股书，太平洋证券整理

(四) 产能端：产能有序扩张，产销量持续增长

充气床垫产能利用率维持高位，产销率触底回升。公司主要产品为充气床垫，随着客户需求及订单量的增加，公司充气床垫的产能持续扩张，从 2018 年的 350 万件扩产到 2020 年的 400 万件。公司的产能利用率始终维持高位，2018 年产能利用率超过 100%，2020 年受疫情影响略微下降至

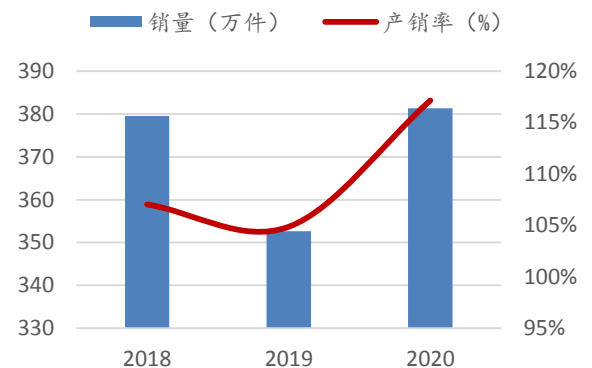
81.37%，预计随着疫情后需求复苏以及新产能爬坡，公司整体的产能利用率有望大幅回升。产销率方面，2019 年产销率较 2018 年略微下降 2.17pct，主要是市场对非 TPU 类产品需求量降低导致公司当年的非 TPU 类充气床垫类产品销售量大幅下降，2020 年非 TPU 产品的销量有所回升，同时 TPU 类充气床垫销量仍保持较高水平，公司产销率触底回升。

图表 72：2018-2020 年充气床垫产能及利用率



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 73：2018-2020 年充气床垫销量及产销率



资料来源：招股书，太平洋证券整理

各大项目稳步推进，产能放量在即。公司业务正处于快速成长阶段，新产品和新客户的成功开发使公司经营规模快速增长。现有产能已经难以满足下游客户的需求，产能限制目前已经成为公司业务发展的主要瓶颈。公司一方面会对现有生产基地进行改造升级；另一方面，公司将利用募集资金实施产能扩建规划，新建智能工厂厂房、增加先进工艺设备，扩大 TPU 面料及相关户外运动产品的生产能力，新建项目预计于 2021-2023 年间陆续投产。公司产能有序扩张，有望缓解产能瓶颈。

图表 74：公司产能扩张情况

在建项目	项目地址	扩建内容	建设周期
改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	浙江省台州市天台县	生产 TPU 面料及充气床等产品	42个月，项目建成后第三年及以后各年达到100%设计生产能力
户外用品自动化生产基地改造项目	浙江省台州市天台县	对现有生产厂房进行改造，新增防水包、防水袋、充气垫等产品的生产能力	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
越南户外用品生产基地建设项目	越南河南省平陆区	计划年产 75 万条充气床垫及 40 万只防水户外箱包	18个月

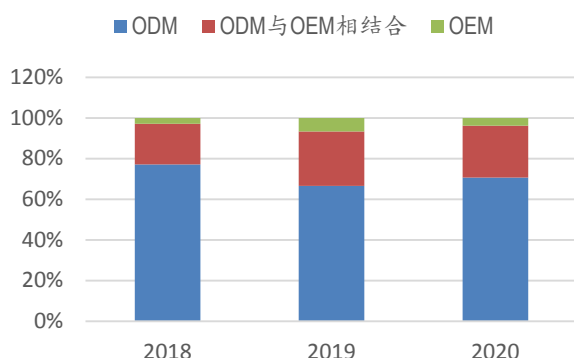
资料来源：招股书，太平洋证券整理

(五) 盈利能力：ODM 占比提高且产品优质，成本控制带动盈利能力提升

高毛利率的 ODM 占比持续提升。户外运动用品更迭速度快，公司主要通过 ODM/OEM、或者二者相结合的方式为客户提供各类产品。为了满足客户多样化的需求，凸显自身的竞争力，公司以

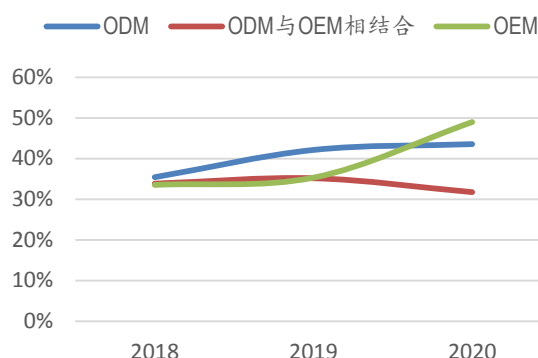
自主设计的 ODM 为主流，收入占比基本维持在 70% 以上，其次是 ODM 与 OEM 相结合的模式，收入占比约为 30% 左右。ODM 需要公司充分利用自身的产品设计能力及对产品的理解，自主设计开发新产品并向客户推荐以获取更多的订单，因此具有较高的毛利率。随着公司研发设计能力的不断提升，ODM 占比有望进一步提升进而带动整体毛利率提升。

图表 75：2018-2020 年公司各业务模式收入占比



资料来源：招股书，太平洋证券整理

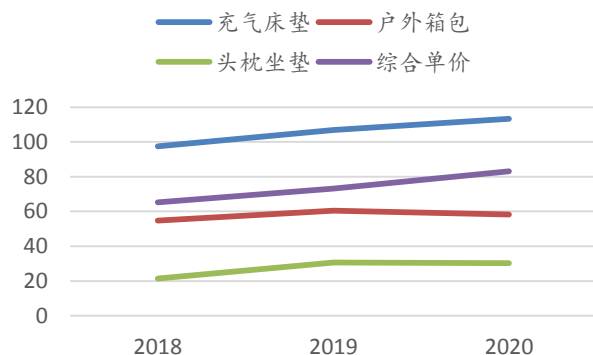
图表 76：2018-2020 年公司各业务模式毛利率



资料来源：招股书，太平洋证券整理

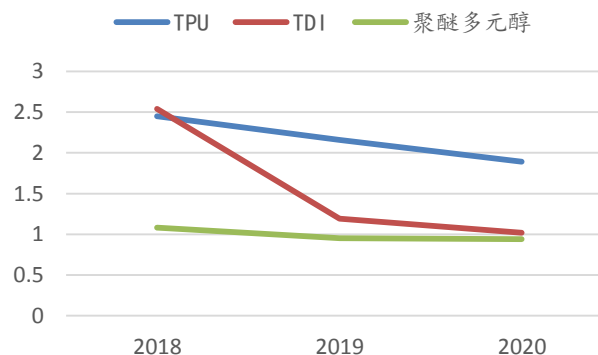
产品价格稳定提升叠加生产成本下降带动盈利能力提升。在单价方面，受益于优质新品的持续推出，充气床垫、户外箱包、头枕坐垫的平均单价均呈逐年增长态势。在成本方面，原材料成本占比接近 70%，短期受海外疫情及国际大宗商品涨价带动，原材料价格有所上涨，但公司已提前于原材料价格低位时进行了备货，单位成本相对较低。长期来看，随着新产品结构优化，单价仍将保持增长态势，叠加全产业链的不断成熟完善，降本成效凸显，公司盈利能力有望稳步提升。

图表 77：2018-2020 年各产品平均单价（元/件）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 78：2018-2020 年原材料采购平均单价（万元/吨）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

五、盈利预测及估值

核心假设：随着下游需求的持续向好，预期公司单价较高的 TPU 充气床垫产品占比将逐步提升，贡献主要收入增量，2021-2023 年充气床垫收入增速分别为 39%/26%/27%；公司将加大防水箱包的生产能力，伴随产能逐步释放，预期 2021-2023 年户外箱包收入增速分别为 32%/30%/28%；预计 2021-2023 年营业总收入分别为 809.22 百万元、1046.57 百万元和 1361.95 百万元。

图表 79：分业务营业收入预测（百万元）

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	338.80	424.55	508.52	544.95	581.34	809.22	1046.57	1361.95
分产品								
充气床垫	239.29	313.39	370.29	376.62	432.03	601.46	758.52	962.74
yoy		31%	18%	2%	15%	39%	26%	27%
户外箱包	57.03	54.86	65.29	69.84	69.30	91.48	118.92	152.22
yoy		-4%	19%	7%	-1%	32%	30%	28%
头枕坐垫	28.33	42.05	45.35	64.15	40.54	53.51	69.03	87.67
yoy		48%	8%	41%	-37%	32%	29%	27%
其他主营业务	13.25	13.31	27.55	34.19	38.36	61.38	98.20	157.12
yoy		0%	107%	24%	12%	60%	60%	60%
其他业务	0.9	0.95	0.04	0.16	1.1	1.4	1.9	2.2

资料来源：WIND，太平洋证券整理

截止至 2021 年 7 月 26 日，公司的收盘价为 55.55 元，总市值为 56.2 亿元，我们预计 2021-2023 年净利润 2.2 亿/2.9 亿/3.9 亿，对应估值 26.7x/19.7x/14.8x，考虑到公司质地优质，可预期内增长较快，参考体育及户外用品主要代工企业：华利集团（21 年 42x，22 年 33x），申洲国际（21 年 33x，22 年 28x），共创草坪（21 年 26x，22 年 20x）等，公司显著低估，给予 2022 年 29~31x 左右，对应目标市值 85~91 亿，给予“买入”评级。

图表 80：可比公司估值

公司名称	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	2021E EPS (元)	2022E EPS (元)	2023E EPS (元)	2021E PE	2022E PE	2023E PE	评级
申洲国际	2569	169.6	4.20	4.96	5.75	32.99	27.93	24.08	增持
华利集团	1055	88.47	2.19	2.79	3.41	42.41	33.29	27.25	买入
共创草坪	134	33.46	1.31	1.65	2.04	25.64	20.35	16.45	买入
牧高笛	16	23.24	0.93	1.45	1.79	25	16	13	买入
平均值	-	-	2.16	2.71	3.25	31.51	24.39	20.20	-

(注：股价与市值截止日 2021 年 7 月 26 日)

资料来源：WIND，太平洋证券整理

六、风险提示

新冠疫情全球蔓延引致的风险：目前，全球新冠疫情较为严重的国家和地区主要包括欧洲、北美洲、亚洲等，其中欧洲、北美洲为公司境外销售的主要区域。疫情发生以来，公司所处的户外用品行业受疫情影响相对较小，但如果全球新冠疫情持续蔓延，户外运动参与度受到显著影响，且公司未采用切实有效的措施进行应对，则可能会对公司出口业务造成不利影响，进而影响公司整体经营业绩。

原材料价格波动的风险：公司生产所用的主要原材料占公司营业成本的比重较高，原材料采购价格的波动对公司经营业绩的影响较大，若未来原材料价格出现大幅上升或持续剧烈波动，将对公司的经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：随着全球户外运动用品市场的快速发展，越来越多的竞争者会涌入市场，从而使公司在国内外面临较为激烈的市场竞争。如果公司不能做出适时的经营调整，持续进行产品优化、技术创新和市场拓展，则公司可能因行业竞争加剧出现盈利能力下滑的风险。

汇率波动的风险：公司出口业务主要以美元结算，人民币相较于美元的汇率波动将对公司的经营业绩产生影响。未来如果人民币汇率波动幅度增大，将对公司的经营业绩造成一定的影响。如果人民币出现大幅升值，则可能会给公司生产经营以及出口产品的价格竞争力带来不利影响。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	581	809	1047	1362
%同比增速	7%	39%	29%	30%
营业成本	345	466	595	764
毛利	237	343	452	598
%营业收入	41%	42%	43%	44%
税金及附加	4	6	7	10
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	16	24	30	38
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	27	55	67	82
%营业收入	5%	7%	6%	6%
研发费用	21	28	32	44
%营业收入	4%	4%	3%	3%
财务费用	6	-1	1	1
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	3	4	5	7
投资收益	4	8	10	14
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	12	11	12	12
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	180	253	342	457
%营业收入	31%	31%	33%	34%
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	186	253	342	457
%营业收入	32%	31%	33%	34%
所得税费用	27	36	49	66
净利润	160	217	293	391
%营业收入	27%	27%	28%	29%
归属于母公司的净利润	160	217	293	391
%同比增速	21%	36%	35%	33%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.58	2.14	2.90	3.87

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.58	2.14	2.90	3.87
BVPS	6.68	10.00	14.66	20.40
PE	0.00	23.63	17.50	13.11
PEG	0.00	0.66	0.50	0.39
PB	0.00	5.07	3.46	2.48
EV/EBITDA	-0.70	16.04	11.89	8.36
ROE	24%	21%	20%	19%
ROIC	21%	19%	18%	17%

资料来源: WIND, 太平洋证券

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	145	-24	-5	256
交易性金融资产	12	12	12	12
应收账款及应收票据	94	137	195	265
存货	147	204	277	366
预付账款	6	8	11	14
其他流动资产	13	15	26	39
流动资产合计	417	353	516	951
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	246	364	543	733
无形资产	117	105	95	89
商誉	17	17	17	17
递延所得税资产	3	3	3	3
其他非流动资产	60	410	610	648
资产总计	859	1252	1783	2440
短期借款	12	12	12	12
应付票据及应付账款	97	134	173	222
预收账款	0	8	10	14
应付职工薪酬	15	21	27	34
应交税费	20	28	37	48
其他流动负债	16	12	15	19
流动负债合计	160	216	274	349
长期借款	3	5	6	7
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	12	12	12	12
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	184	241	301	377
归属于母公司的所有者权益	676	1011	1482	2063
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	676	1011	1482	2063
负债及股东权益	859	1252	1783	2440

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	206	161	197	273
投资	4	0	0	0
资本性支出	-98	-350	-200	-38
其他	1	19	22	26
投资活动现金流净额	-94	-331	-178	-12
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	41	2	2	1
筹资成本	-2	-1	-1	-1
其他	-76	0	0	0
筹资活动现金流净额	-37	1	1	0
现金净流量	71	-170	20	261

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。