

“垂直一体化+深度绑定大客户”的户外隐形龙头



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 浙江自然是户外运动用品制造细分领域的全球龙头之一，公司长期专注于充气床垫、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。受益下游订单的持续增加，2017-2020 年公司销售收入和净利润年复合增长 14%与 25%，2021Q1 公司收入和净利润分别同比增长 55%与 60%。
- 公司所处的 TPU 面料户外运动用品领域，随着 TPU 材料物理和环保指标上领先于 PVC 特性的不断倍挖掘，叠加产品价差的缩窄，在高端户外产品中，TPU 正在加快对 PVC 材质产品的替代。从全球来看，目前仅有美国的 Cascade Designs、台湾 FENGYI 与浙江自然大规模涉足 TPU 充气床垫的生产制造，公司通过与迪卡侬等海外大客户的深度绑定，已在 TPU 充气床垫领域占得先机，在规模上保持领先优势。
- 经过多年打磨，公司已经形成了上下游垂直一体化的经营模式，将业务延伸到了面料加工、聚氨酯软发泡等行业上游环节，既实现了整个制造环节的全流程把控，又获取了相对同行更高的盈利水平。由于供应商的认证流程复杂、认证成本较高，公司与下游客户形成了长期稳定的合作关系与较高的粘性。2021 年 1 月公司与迪卡侬签订战略合作伙伴协议，成为后者户外熔接业务全球唯一战略合作伙伴。后续迪卡侬除了从订单上保障公司中长期的增长之外，还将支持公司在产品结构多元化、海外产能布局、人才储备国际化等各方面的突破。
- 今年开始随着募投项目中台州新增与改造产能、越南生产基地的陆续投产，公司未来 3 年产销量有望实现可持续快速增长。后续公司也将向家用充气床垫、户外箱包、水上用品等更多元的品类延伸，考虑到新品类定位的下游客户多数已和公司建立合作关系，预计未来新品类拓展落地将加快推进。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.13 元、2.84 元、3.75 元，参考可比公司平均估值水平，我们给予公司 2021 年 33 倍的 PE，对应目标价 70.29 元，首次给予公司“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高、疫情反复影响海外需求及运输、以 TPU 与 TDI 为代表的原材料价格的大幅波动对公司成本的可能影响、产能投放不及预期等。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	792	1,063	1,414
同比增长(%)	7.2%	6.7%	36.3%	34.1%	33.1%
营业利润(百万元)	151	180	246	329	437
同比增长(%)	63.2%	19.5%	36.1%	34.2%	32.6%
归属母公司净利润(百万元)	131	160	216	287	379
同比增长(%)	60.9%	21.4%	35.2%	33.3%	32.0%
每股收益(元)	1.30	1.58	2.13	2.84	3.75
毛利率(%)	39.8%	40.7%	41.2%	41.5%	41.8%
净利率(%)	24.1%	27.4%	27.2%	27.0%	26.8%
净资产收益率(%)	29.3%	26.8%	18.8%	16.5%	18.8%
市盈率	40.3	33.2	24.6	18.4	14.0
市净率	10.3	7.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年08月09日)	52.35 元
目标价格	70.29 元
52周最高价/最低价	68.85/36.11 元
总股本/流通A股(万股)	10,112/2,528
A股市值(百万元)	5,294
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年08月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.17	-18.08	6.06	
相对表现	-4.35	-14.2	14.19	
沪深300	0.18	-3.88	-8.13	7.14



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

证券分析师

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

公司概况.....	4
主营介绍	4
股东结构	5
业绩回顾	6
行业概况.....	7
欧美户外运动市场规模领先，国内市场 2021 年后有望迎来转机.....	7
行业趋势：中高端充气床垫细分市场中，TPU 正在逐步取代 PVC.....	9
竞争格局：浙江自然在 TPU 充气床垫细分市场占据主导地位.....	11
公司看点.....	11
TPU 细分行业先发优势，垂直一体化产业链分享超额利润	11
与下游大客户建立长期密切的合作关系.....	13
产能持续投放支撑未来销量增长.....	14
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
投资建议	16
风险提示.....	18

图表目录

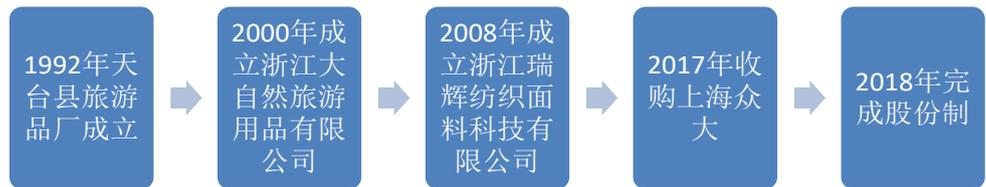
图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司营业收入及增速（百万元）.....	6
图 3: 公司归母净利润及增速（百万元）.....	6
图 4: 公司营业收入按品类拆分（2020）.....	6
图 5: 公司营业收入按区域拆分（2020）.....	6
图 6: 公司综合毛利率与净利润率变动.....	7
图 7: 公司营业成本拆分（2020）.....	7
图 8: 全球户外运动用品电商市场规模及增速（十亿美元）.....	8
图 9: 欧洲户外运动用品电商市场规模及增速（十亿美元）.....	8
图 10: 美国户外运动用品电商市场规模及增速（十亿美元）.....	8
图 11: 迪卡侬销售收入（十亿欧元）.....	8
图 12: 中国户外用品市场规模（十亿元）.....	9
图 13: 中国户外运动国内品牌数量变化.....	9
图 14: 中国户外运动品牌出货金额占比变化.....	9
图 15: 公司 TPU 充气床垫产品结构图.....	10
图 16: 2017-2020 年浙江自然、开润股份、牧高笛、浙江永强净利润率对比.....	12
图 17: 公司面料制作工艺.....	12
图 18: 公司聚氨酯（PU）软泡发泡工艺.....	13
图 19: 公司成品制作工艺.....	13
表 1: 公司产品分类.....	4
表 2: 公司主要股东.....	5
表 3: 公司高管介绍.....	5
表 4: 迪卡侬中低高端充气床垫产品比较.....	10
表 5: 公司竞争对手展示.....	11
表 6: 公司主要客户情况.....	14
表 7: 公司 IPO 募投项目.....	15
表 8: 行业可比公司估值（截止 2021 年 8 月 9 日）.....	17

公司概况

主营产品介绍

浙江自然是户外运动用品制造细分领域的全球龙头之一，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，产能集中在浙江台州、上海与越南。公司前身是成立于 1992 年的天台县旅游品厂，2018 年 6 月变更为股份有限公司。在长期的生产经营过程中，浙江自然逐步掌握了 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，主要产品应用于户外运动领域的多个场景中。

图 11: 公司历史沿革



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

从品类来看，公司主要产品为充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品，其中充气床垫是公司目前销售收入的主要来源，2020 年公司充气床垫收入达到 4.32 亿元，占收入的 74%，户外箱包与头枕坐垫占收入的 12%与 7%。按区域划分，公司主要销售来自海外市场，2018-2020 年境外销售分别占公司主营业务收入的 85.46%、80.83%和 77.93%，海外销售主要集中在欧洲、北美、大洋洲等发达国家和地区，这与户外运动的普及和消费习惯呈现明显的正相关。

表 1: 公司产品分类

品牌	2020 年收入占比	主要产品
充气床垫	74%	TPU 双人自动充气床垫、TPU 单人自动充气床垫、TPU 双人非自动充气床垫等。
户外箱包	12%	冰包、肩包背包、防水桶袋等。
头枕坐垫	7%	U 型枕、靠垫等。

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

下游客户方面，公司已经与全球知名的户外运动零售渠道商与品牌商建立了长期稳定的合作关系，主要客户包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等，积累了优质的全球客户资源，其中第一大客户迪卡侬在 2020 年约占公司销售收入的 33%，是公司最重要的合作伙伴之一。

股东结构

公司于 2021 年 5 月 6 日上市，目前实际控制人为夏永辉、陈甜敏夫妇，通过控股的扬大管理持股 53.4%，通过瑞聚投资持股 6.67%，其中瑞聚投资是公司员工持股平台，覆盖员工 59 人。

表 2：公司主要股东

股东	股东介绍	持股数量	持股比例
扬大管理	夏永辉、陈甜敏夫妇为实控人	5400 万股	53.4%
瑞聚投资	夏永辉持有 38% 出资额，自然合伙人为 59 名公司员工	675 万股	6.67%
雨帆投资	夏肖君（夏永辉姐姐）持有 100%	337.5 万股	3.34%
九麟投资	夏雨君（夏永辉妹妹）持有 100%	337.5 万股	3.34%
天民投	天台银轮联投	303.37 万股	3.00%
李俊峰	自然人股东	227.53 万股	2.25%
国鸿智言	上海国鸿智臻创投	151.69 万股	1.50%
仇清清	自然人股东	151.69 万股	1.50%

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

表 3：公司高管介绍

名字	年龄	职位	主要经历
夏永辉	51	董事长	1993 年 1 月至 2000 年 8 月担任天台县旅游品厂副厂长，2004 年 12 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限执行董事、经理，2018 年 6 月至今，担任公司董事长。
俞清尧	50	总经理	1994 年 8 月至 2014 年 2 月，历任百威英博（台州）啤酒有限公司技术员、研发科科长、质量部经理、酿造部经理、工厂厂长。2014 年 2 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限副总经理，2018 年 6 月至今，担任公司董事、总经理。
董毅敏	48	副总经理、董事会秘书	1992 年 5 月至 2001 年 6 月，历任浙江九洲药业有限公司技术员、生产调度、销售主管。2001 年 6 月至 2018 年 6 月，历任大自然有限车间主任、副总经理，2018 年 6 月至今，担任公司董事、副总经理；2018 年 10 月至今，担任公司董事会秘书。
陈甜敏	40	副总经理	1999 年 1 月至 2000 年 8 月，担任天台县旅游品厂销售员，2000 年 9 月至 2012 年 10 月，担任大自然有限销售经理，2012 年 10 月至 2018

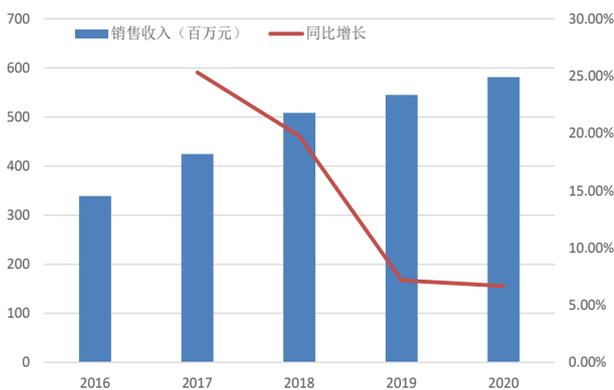
			年 6 月，担任大自然有限副总经理，2018 年 6 月至今，担任本公司董事、副总经理。
夏秀华	50	财务总监	2000 年 10 月至 2008 年 4 月，担任慈溪市劳特电器有限公司会计。2008 年 4 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限财务总监，2018 年 6 月至今，担任公司财务总监。

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

业绩回顾

受益于产能扩张与下游订单的持续增加，2017-2020 年公司销售收入和归母净利润年复合增长 14%与 25%，其中 2020 年受到疫情对头枕坐垫品类销售的冲击，公司收入和归母净利润分别同比增长 6.7%与 21.4%，2021 年一季度公司收入和归母净利润分别同比增长 55%与 60%，随着海外疫情防控措施的解禁（特别是户外运动用品消费占比较高的欧美市场）以及公司产能的释放，公司订单与收入回归快速增长轨道。

图 2：公司营业收入及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司营业收入按品类拆分（2020）

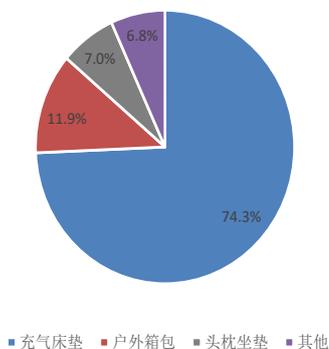
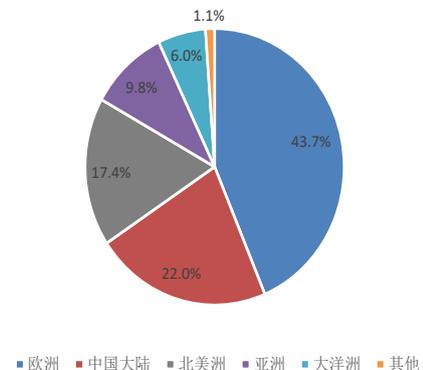


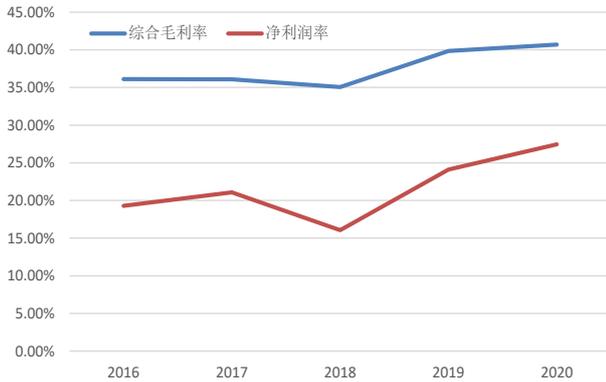
图 5：公司营业收入按区域拆分（2020）



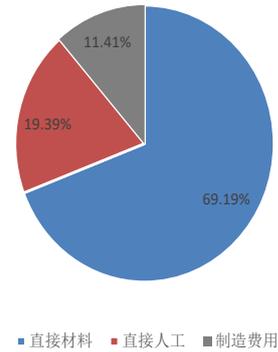
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2017-2020 年公司综合毛利率分别为 36.1%、35.1%、39.8%与 40.7%，随着毛利率相对更高的 TPU 类产品销量占比的增加，公司充气床垫和头枕坐垫的毛利率逐步提升，拉动公司综合毛利率的上升；公司营业成本中原材料占比近 70%，一定程度上影响公司定价和毛利率的波动。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：公司综合毛利率与净利润率变动


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司营业成本拆分（2020）


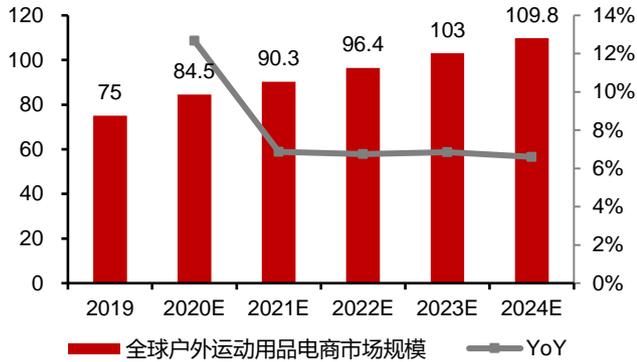
数据来源：公司公告、东方证券研究所

行业概况

欧美户外运动市场规模领先，国内市场 2021 年后有望迎来转机

欧洲和美国户外运动文化底蕴深厚，市场规模处于领先地位。发达国家户外运动发展历史悠久，已成为不少人群节假日度假以及外出旅游主要的选择之一。我们以电商数据为例，根据 Statista 数据，2020 年全球户外运动用品电商市场规模预计为 750 亿美元，2020-2024 年复合增速预计为 6.8%，分市场来看：

- **欧洲市场：**根据 Statista 数据，2019 年户外运动用品电商市场规模预计为 155 亿美元（占全球户外电商 20.7%），2020-2024 年复合增速预计为 5.6%。**欧洲户外运动发展有得天独厚的优势**，举例来看：1）欧洲大部分地区气候温和湿润、温带海洋性气候分布广，户外气候条件宜人；2）欧洲地形地貌资源丰富，地形以平原为主且冰川地貌分布较广，拥有峭壁、雪峰、草甸、森林、湖泊、峡谷等丰富的户外资源；3）欧洲户外运动起源较早且经济发达、人口数量众多，民众具有户外运动的良好基础和氛围，因此用户基础庞大。
- **美国市场：**根据 Statista 数据，2019 年户外运动用品电商市场规模预计为 185 亿美元（全球户外电商 24.7%），2020-2024 年复合增速预计为 3.1%。除了自然地貌丰富之外。美国地区经济发达、社会经济发展程度较高且面积较大、人口数量较多，因此相关户外活动的参与人次和参与频率较高，与户外运动有关的服装、器材、用品、饮品均有较大的市场需求，**户外运动产业已经成为了美国最大的经济产业之一**。根据美国户外行业协会（OIA）统计，2017 年美国消费者在户外运动中的支出为 8,868 亿美元，其中户外运动装备和用品支出为 1,845 亿美元，

图 8：全球户外运动用品电商市场规模及增速（十亿美元）


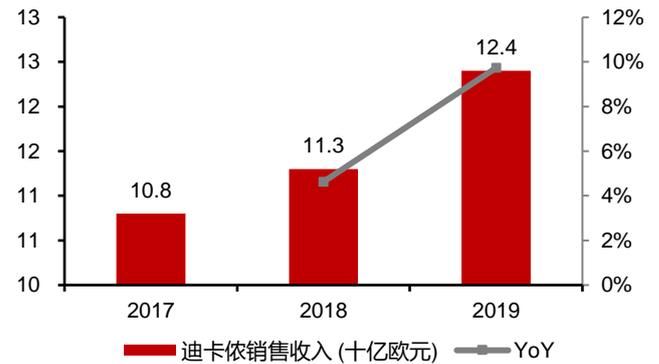
数据来源：Statista，东方证券研究所

图 9：欧洲户外运动用品电商市场规模及增速（十亿美元）


数据来源：Statista，东方证券研究所

图 10：美国户外运动用品电商市场规模及增速（十亿美元）


数据来源：Statista，东方证券研究所

图 11：迪卡侬销售收入（十亿欧元）


数据来源：迪卡侬《可持续发展报告》，东方证券研究所

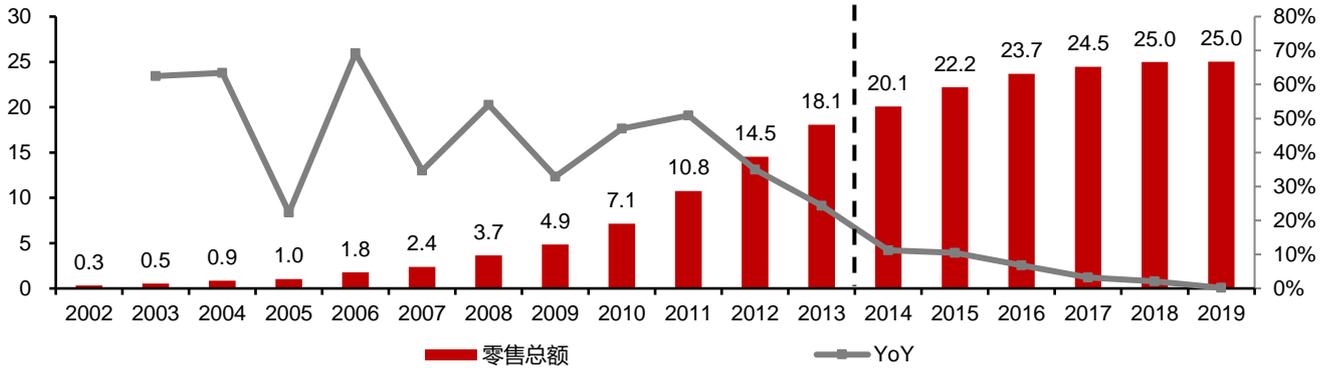
中国户外运动经历爆发式增长后，2014 年后增速逐年放缓。根据 COCA 数据，2019 年中国户外运动用品市场规模为 250 亿元人民币，同比持平。回顾行业发展历程，可大致分为两个阶段：

- 1) 行业高速发展期（2013 年前）：**2002-2013 年行业复合增速为 44%，其中每年的同比增速均高于 20%，行业实现高速增长，户外运动从专业人群向大众人群的普及是主要驱动因素。
- 2) 行业调整阶段（2014-2019 年）：**2014-2019 年行业复合增速为 4.5%，增速逐年放缓，2019 年同比已持平，我们认为背后的核心原因包括：a) 从产品端来看，2013 年前行业的高速增长来源于同质化低端产品产能的快速扩张，2014 年后随着运动品牌、时尚潮牌的大幅发展，对户外品牌形成了挤压和替代，中小品牌开始出清，根据 COCA 数据，无论是品牌数量还是出货金额，在 2016 年后均向头部品牌集中；b) 国内需求端增速低迷，我们认为，国内对户外运动的认知仍然处于比较初级阶段，户外运动文化尚未大规模形成。

我们认为，2021 年后户外运动有望迎来转机，主要原因如下：1) 安踏集团作为运动服饰行业龙头，在 2019 年收购了 Amer Sports 集团，旗下始祖鸟、萨洛蒙和威尔逊均是全球户外运动行业中的顶级品牌，随着安踏对这些品牌的整合与投入，有望加速培育高端户外运动市场，引领整个行业

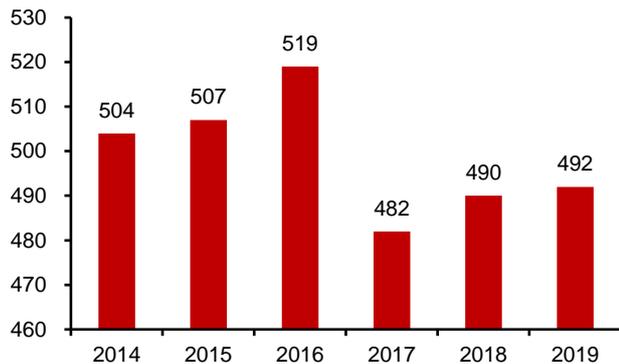
的发展。2) 2022 年北京冬奥会有望进一步点燃冰雪运动热度，同时激发消费者户外运动热情，为行业发展带来契机和催化。

图 12: 中国户外用品市场规模 (十亿元)



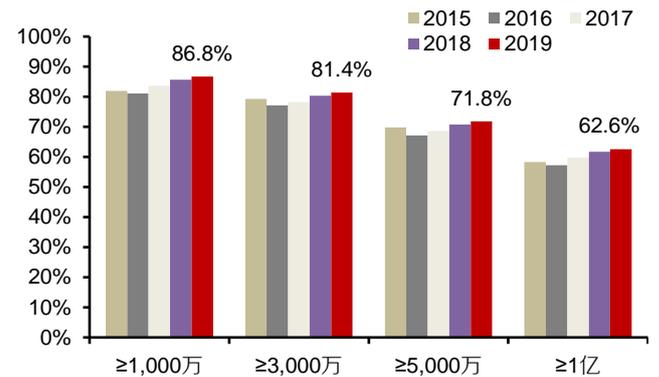
数据来源: COCA《中国户外用品 2019 年度市场调查报告》, 东方证券研究所

图 13: 中国户外运动国内品牌数量变化



数据来源: COCA, 东方证券研究所

图 14: 中国户外运动品牌出货金额占比变化



数据来源: COCA, 东方证券研究所

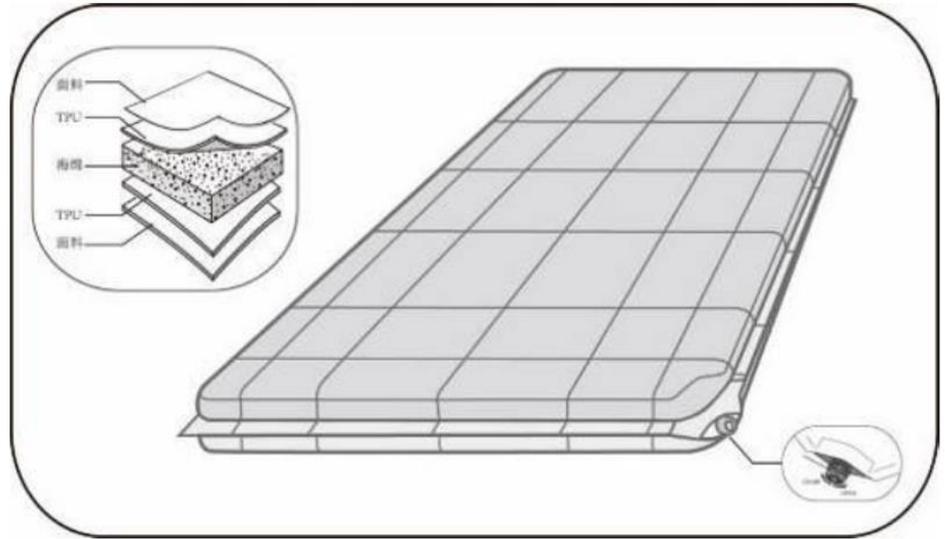
行业趋势: 中高端充气床垫细分市场中, TPU 正在逐步取代 PVC

充气床垫按防水材料分为 TPU 和 PVC 产品系列。TPU 面料是用 TPU 薄膜或 TPU 粒子复合在各种面料上并结合二者特性形成的一种复合材料; PVC 则是世界上产量最大的通用塑料之一, 历史悠久、应用广泛。

TPU 材料在大部分物理和环保指标上领先于 PVC, 但价格也更为昂贵。在物理指标上, TPU 在弹性、强韧、耐磨、耐寒等方面保持绝对领先, 特别在极端天气下仍然能正常使用。环保性能上, TPU 可降解, 而 PVC 不可降解, 因此 TPU 更受到欧美环保组织和消费者的青睐。价格方面, 以迪卡侬产品为例, 随着 TPU 成分占比的提高, 产品价格也随之提升, 纯 PVC 充气床垫产品价格在 300 元左右, 而 50%TPU 成分占比的产品售价大于 1,200 元。从市场定位来看, PVC 充气床垫主要占据

中低端市场，而 TPU 占据中高端，PVC 市场规模远大于 TPU 产品。在高端户外产品中，由于消费者更注重产品性能、环保等因素，对价格敏感度较低，TPU 已对 PVC 材质产品大幅替代，我们认为该趋势将延续，同时在家用充气床垫等中低端产品中，也将出现替代情况，但进程预计较为缓慢。

图 15：公司 TPU 充气床垫产品结构图



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 4：迪卡侬中低高端充气床垫产品比较

产品名称	成分	售价	图片
自充气露营床垫 ULTIM COMFORT	50%TPU	1,299.9	
露营充气床垫-灰色 AIR JOY 140	25%TPU	499	

户外露营充气床垫 AIR COMFORT 14	100%PVC	249	
-------------------------	---------	-----	---

数据来源：迪卡侬官网，东方证券研究所

竞争格局：浙江自然在 TPU 充气床垫细分市场占据主导地位

从全球来看，除公司外目前仅有美国的 **Cascade Designs**、台湾 **FENGYI** 大规模涉足 TPU 充气床垫的生产制造，公司通过与迪卡侬等海外大客户的绑定，已在 TPU 充气床垫领域占得先机，在规模上保持领先。新进入者方面，由于境外客户对供应商认证流程复杂，并且认证成本较高，因此客户倾向于与现有供应商保持长期稳定关系，新进入壁垒较高。**综合来看，我们认为公司竞争格局向好，中短期内并无强有力的竞争对手。**

其余可比公司例如荣威国际、明达实业、TRANGOWORD 等制造商或品牌商主要生产 PVC 材质床垫，与公司不构成直接竞争。在国内上市公司方面，包括牧高笛、浙江永强、聚杰微纤、开润股份等虽然涉及户外领域，但是在原材料、生产工艺流程、产品应用场景等均存在较大差异。

表 5：公司竞争对手展示

公司名称	所生产充气床垫主要材质	成立时间	所属国家	自有品牌	主营业务
浙江自然	TPU	2000	中国	无	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫
Cascade Designs		1972	美国	Therm a Rest	便携的睡垫、枕头和座垫
台湾 FENGYI		1994	中国台湾	无	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
荣威国际	PVC	1994	中国	Bestway	地上游泳池及便携移动式 Spa、娱乐产品、运动产品、野营产品
明达实业		1993	中国	InTex	充气床、充气船、充气玩具
TRANGOWORD			西班牙	无	冲锋衣、鞋、裤子、手套、背包、充气床垫

数据来源：招股说明书，各公司官网，东方证券研究所

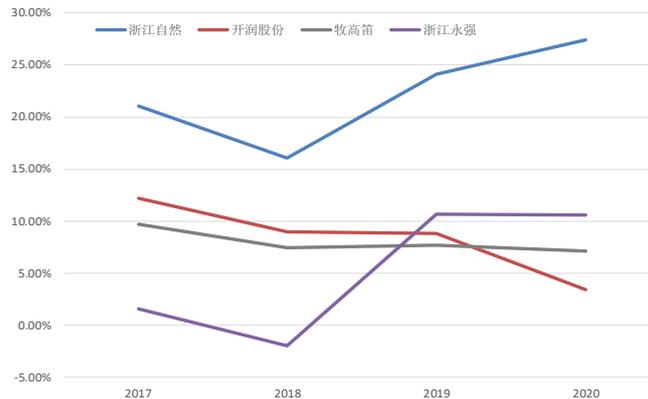
公司看点

TPU 细分行业先发优势，垂直一体化产业链分享超额利润

浙江自然自 2004 年开始着手研究进入 TPU 面料户外用品的研发生产加工领域，经过多年的打磨，公司形成了上下游产业链垂直一体化的经营模式。为了更好地掌控产品品质、获取更高的盈

利空间，除了成品设计和生产制造环节，公司将业务延伸到了面料加工、聚氨酯软泡发泡等行业上游环节，既对于整个制造环节实现了全流程把控，又减少了对外采购成品进行生产制造的成本。从盈利能力来看，2017-2020年公司综合毛利率逐年提升，在较高的毛利空间支撑下，2020年公司净利润率达到了27.4%，显著高于户外用品同行业OEM/ODM上市公司的平均水平。

图 16：2017-2020 年浙江自然、开润股份、牧高笛、浙江永强净利润率对比

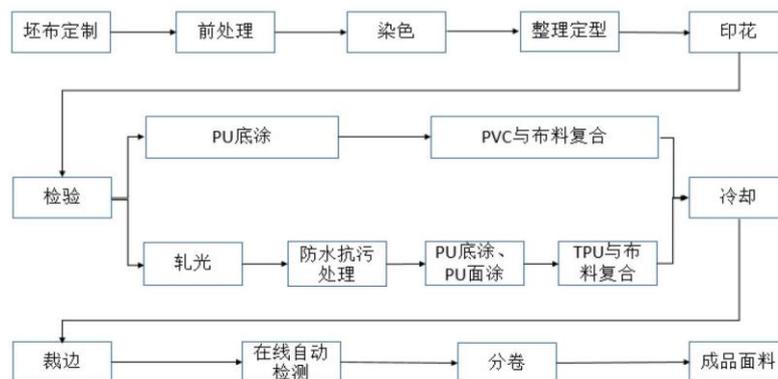


数据来源：Wind、东方证券研究所

从公司生产流程来看，核心环节包括：

(1) 面料制作。公司按客户需求定制坯布，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。其中用于低端产品的 PVC 面料复合公司通过委托加工的方式进行生产，用于高端产品的 TPU 面料复合由公司自行生产完成，在这一环节公司会自主采购 TPU 粒子与膜用于 TPU 面料的加工，控制原材料采购成本。

图 17：公司面料制作工艺



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

(2) 聚氨酯 (PU) 软泡发泡。聚氨酯 (PU) 软泡是公司产品主要的填充材料，对户外充气床垫来说，填充海绵长期压缩后的变形比例数据是影响充气床垫质量的重要因素之一，考虑到产品品控，公司采购聚氨酯软泡生产的主要原料聚醚多元醇和 TDI，通过 20 多年生产中积累的研发经验，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。

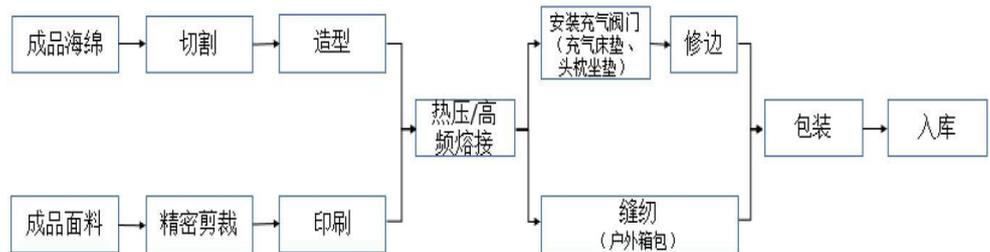
图 18：公司聚氨酯（PU）软发泡工艺



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

(3) 成品制作。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 19：公司成品制作工艺



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

此外，得益于新品的不断推出以及高单价 TPU 产品销量的提升，公司核心的充气床垫、户外箱包与头枕坐垫产品平均单价持续增加，其中充气床垫 2018-2020 年平均单价为 98 元、107 元与 113 元。考虑到原材料价格波动，公司在原料采购上会根据对价格的判断提前进行库存储备，平滑原材料价格大幅波动对毛利率的影响，实现生产成本总体可控。在成本加成的定价模式下，过去几年在原材料价格波动的过程中，公司成本向下游客户传导总体较为顺畅，一方面与户外运动用品相对较高的加价倍率有关，另一方面公司上下游一体化带来的成本和品控优势，也能在保证一定的毛利率空间的基础上，获取更多的订单。

与下游大客户建立长期密切的合作关系

欧洲、北美洲及大洋洲等发达国家和地区是户外运动用品的主要销售区域，从公司下游客户分类来看，一部分是以沃尔玛、Costco 为代表的商场渠道商，一部分是迪卡侬为代表的户外运动用品综合零售商，一部分是以 REI、Kathmandu 为代表的专业小众户外装备品牌，无论是零售商还是品牌商，对供应商各方面都提出了严格的要求，在选择供应商时具有一套严格的资质认定标准，不仅对供应商生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、全球业务支持和售后服务能力等有明确要求，同时对其劳工保护、生产安全、环保措施等亦有严格标准，形成较高的进入壁垒，由于供应商的认证流程复杂、认证成本较高，故一经认证合格，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。

表 6：公司主要客户情况

客户名称	简介	合作开始时间	2020 年销售收入	2020 年对浙江自然采购规模
迪卡侬	全球综合性户外体育用品连锁专卖店	2010 年	1134 亿元	1.89 亿元
SEA TO SUMMIT	全球知名的户外专业运动品牌	2012 年		0.22 亿元
Balluck Outdoor Gear Corp	为美国高端户外品牌采购各类产品	2009 年		0.26 亿元
Super Retail Group	澳大利亚最大的零售商之一，主要产品类型包括户外休闲用品、运动用品和汽车零部件及配件等	2016 年		0.18 亿元
REI	美国户外用品零售商，产品包括各类户外运动用品	2013 年	190 亿元	0.17 亿元

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

2021 年 1 月公司与单一最大客户迪卡侬签订战略合作协议，浙江自然成为迪卡侬户外熔接业务全球唯一一家战略合作伙伴。与迪卡侬进阶为战略合作伙伴，一方面巩固加强双方在户外熔接产品设计开发、生产等方面的协同共享，另一方面在保证产品开发、品质与订单交付的基础上，迪卡侬有望在户外熔接产品订单上进一步向浙江自然倾斜，并且支持公司在产品结构多元化、海外产能布局、人才储备国际化等各方面的尝试和突破。

随着公司新增产能的投放，后续公司重点品类也将从户外充气床垫向家用充气床垫、户外箱包、水上用品等更多元的品类延伸，PVC 面料产品也会有所丰富，考虑到新品类面向的下游客户多数已经和公司建立采购合作关系，预计新品类拓展有望快速推进，从今年公司实际接单结构来看，新品类的占比预计也将有明显的提升。

产能持续投放支撑未来销量增长

2019 年以来公司受到产能限制，销量增速开始放缓，2018-2020 年公司核心的充气床垫产能仅从 350 万件提升到 400 万件，2020 年国内疫情带来的停工影响也使得公司当年的产能利用率有所下降，影响了最终销售收入的增长。随着疫情后国内生产加工回归常态、海外需求的陆续复苏，公司产能利用率预计自 2021 年开始将迅速恢复到正常水平。

针对产能限制，公司 IPO 募投项目主要聚焦于户外用品产能的扩张，且上市之前已经提前投入（2020 年底公司固定资产同比大幅增加 232%），2021 年预计在台州本地新增的户外用品智能化生产基地和在越南的户外用品生产基地有望投产，2022 年预计台州本地原有生产基地的改造也有

望顺利投产，募投项目的落地将为公司未来 3 年销量的可持续增长提供有力支撑，同时越南工厂的投产也能够为公司在一定程度上分散国际贸易政策的不确定性。

表 7: 公司 IPO 募投项目

项目名称	项目总投资 (亿元)	计划募集资金投入 (亿元)	项目选址	项目进度
改性 TPU 面料及户外用品 智能化生产基地	4.75	2.47	浙江台州天台县	已获得土地产权
户外用品自动化生产基地改 造	1.88	1.48	浙江台州天台县	现有土地上改造
户外用品技术研发中心	1.11	1.11	上海松江区	已签署房屋订购合同
越南户外用品生产基地	0.68	0.68	越南河南省平陆区	已取得土地使用权证
补充流动资金	1.50	1.5		

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

作为以海外市场为为主同时面向全球的户外用品代工龙头，考虑整个纺织制造业的产能迁徙及更好地贴近客户需求，我们预计未来通过自产或投资并购等多种形式进一步加大全球化产能布局是公司的重要选项之一，也将更好地推动公司的大客户绑定、新客户拓展和业务增长。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 充气床垫销量分别同比增长 33%、24%与 23%，单价分别同比增长 5%、9%与 9%，充气床垫收入分别同比增长 39%、35%与 34%，毛利率为 44.7%、44.7%与 44.8%。
- 2) 户外箱包销量分别同比增长 20%、20%与 20%，单价分别同比增长 5%、10%与 10%，户外箱包收入分别同比增长 26%、32%与 32%，毛利率为 28.6%、28.7%与 28.8%。
- 3) 头枕坐垫销量分别同比增长 35%、25%与 25%，单价分别同比增长 5%、10%与 10%，头枕坐垫收入分别同比增长 42%、38%与 38%，毛利率为 41.0%、42.0%与 43.0%。
- 4) 公司 21-23 年销售费用率分别为 2.72%、2.72%和 2.72%，管理费用率为 4.65%、4.65%和 4.64%。
- 5) 公司 21-23 年的所得税率维持在 14.5%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
充气床垫					
销售收入（百万元）	377	432	602	814	1,087
增长率	2%	15%	39%	35%	34%
毛利率	42.0%	44.7%	44.7%	44.7%	44.8%
户外箱包					
销售收入（百万元）	70	69	87	115	152
增长率	7%	-1%	26%	32%	32%
毛利率	27.2%	28.6%	28.6%	28.7%	28.8%
头枕坐垫					
销售收入（百万元）	64	41	57	79	109
增长率	41%	-37%	42%	38%	38%
毛利率	43.0%	39.7%	41.0%	42.0%	43.0%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	34	38	44	54	65
增长率	24%	12%	16%	21%	21%
毛利率	35.1%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
合计	545	581	792	1,063	1,414
增长率	7%	7%	36%	34%	33%
综合毛利率	39.8%	40.7%	41.2%	41.5%	41.8%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

投资建议

我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.13 元、2.84 元、3.75 元，参考可比公司平均估值水平，我们给予公司 2021 年 33 倍的 PE，对应目标价 70.29 元，首次给予公司“买入”评级。

表 8：行业可比公司估值（截止 2021 年 8 月 9 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华利集团	300979	1.61	2.25	2.82	3.47	59	42	34	27
开润股份	300577	0.32	0.96	1.38	1.76	53	18	12	10
三夫户外	002780	-0.45	0.21	0.39	0.52	-41	89	48	36
稳健医疗	300888	8.93	4.25	5.17	6.33	11	23	19	15
申洲国际	2313.HK	3.40	4.20	4.96	5.75	38	33	28	24
调整后平均							33	27	22

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

可比公司选取标准：华利集团、稳健医疗、开润股份和申洲国际是具备壁垒的 ODM 制造企业，三夫户外是户外用品的连锁零售头部企业。

风险提示

（1）客户集中度较高。

公司主要客户包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等 2020 年前五大客户销售收入占比 46.69%，客户集中度相对较高，如果下游客户经营以及双方合作关系发生变化，可能对公司收入和盈利造成影响。

（2）疫情影响海外需求及运输。

严格的疫情隔离措施将限制户外运动场景，2020 年公司头枕坐垫受到出行旅游等活动的放缓，销售收入同比有所下降，若海外市场由于疫情防控原因限制户外活动，可能对公司主要户外运动产品需求带来一定的影响。另外疫情波动也会对短期运力造成一定影响。

（3）原材料价格大幅波动。

公司生产所用的主要原材料包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇，由于直接材料占公司营业成本的比重较高，原材料采购价格的大幅波动对公司产品定价与经营业绩可能带来较大影响。

（4）产能投放不及预期。

公司未来产量的增长主要来自越南、台州新建产能的投放，若由于疫情等因素使得产能投放时间不及预期，可能会对公司后续业绩增长产生负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	77	145	922	907	1,019	营业收入	545	581	792	1,063	1,414
应收票据、账款及款项融资	82	94	127	170	226	营业成本	328	345	466	622	824
预付账款	3	6	8	11	14	营业税金及附加	5	4	6	8	11
存货	155	147	199	266	352	营业费用	18	16	22	29	38
其他	17	25	27	29	32	管理费用及研发费用	49	48	65	87	116
流动资产合计	334	417	1,283	1,382	1,643	财务费用	0	6	(6)	(11)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	5	7	9
固定资产	74	246	296	385	436	公允价值变动收益	11	12	6	6	6
在建工程	163	45	112	224	304	投资净收益	(6)	4	2	0	0
无形资产	109	117	114	112	109	其他	3	3	3	3	3
其他	37	35	17	17	17	营业利润	151	180	246	329	437
非流动资产合计	382	442	539	737	865	营业外收入	2	7	7	7	7
资产总计	716	859	1,822	2,119	2,509	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	47	12	13	13	13	利润总额	153	186	252	336	443
应付票据及应付账款	102	97	131	175	232	所得税	22	27	36	48	64
其他	29	51	59	68	78	净利润	131	160	216	287	379
流动负债合计	178	160	203	256	324	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2	3	3	3	3	归属于母公司净利润	131	160	216	287	379
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.30	1.58	2.13	2.84	3.75
其他	21	21	0	0	0						
非流动负债合计	22	24	3	3	3						
负债合计	200	184	207	259	327						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	76	76	101	101	101						
资本公积	253	253	952	952	952						
留存收益	188	347	563	807	1,129						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	516	676	1,616	1,860	2,182						
负债和股东权益总计	716	859	1,822	2,119	2,509						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	131	160	216	287	379
折旧摊销	3	91	20	26	32
财务费用	0	6	(6)	(11)	(12)
投资损失	6	(4)	(2)	0	0
营运资金变动	(4)	14	(52)	(69)	(90)
其它	(50)	(61)	(4)	1	3
经营活动现金流	86	206	172	234	313
资本支出	(116)	(224)	(135)	(224)	(160)
长期投资	3	0	0	0	0
其他	43	131	8	6	6
投资活动现金流	(70)	(94)	(127)	(218)	(154)
债权融资	1	2	0	0	0
股权融资	0	0	724	0	0
其他	(24)	(38)	7	(32)	(46)
筹资活动现金流	(23)	(37)	731	(32)	(46)
汇率变动影响	1	(4)	-0	-0	-0
现金净增加额	(6)	71	777	(16)	113

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.2%	6.7%	36.3%	34.1%	33.1%
营业利润	63.2%	19.5%	36.1%	34.2%	32.6%
归属于母公司净利润	60.9%	21.4%	35.2%	33.3%	32.0%
获利能力					
毛利率	39.8%	40.7%	41.2%	41.5%	41.8%
净利率	24.1%	27.4%	27.2%	27.0%	26.8%
ROE	29.3%	26.8%	18.8%	16.5%	18.8%
ROIC	25.6%	25.5%	17.6%	15.5%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	28.0%	21.4%	11.3%	12.2%	13.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.88	2.61	6.31	5.39	5.08
速动比率	1.00	1.68	5.31	4.34	3.98
营运能力					
应收账款周转率	6.3	6.0	6.3	6.3	6.3
存货周转率	2.4	2.3	2.7	2.6	2.6
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.58	2.13	2.84	3.75
每股经营现金流	1.13	2.71	1.71	2.32	3.09
每股净资产	5.10	6.68	15.98	18.39	21.58
估值比率					
市盈率	40.3	33.2	24.6	18.4	14.0
市净率	10.3	7.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	33.5	18.5	19.8	15.0	11.3
EV/EBIT	34.1	27.6	21.5	16.2	12.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn