



## 买入 (首次)

所属行业: 轻工制造  
当前价格(元): 57.18

### 证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

### 研究助理

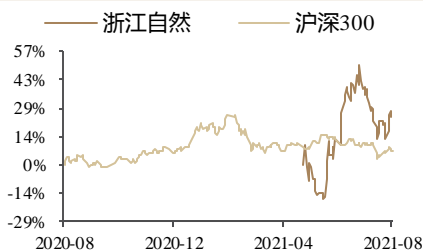
毕先磊

邮箱: bixl@tebon.com.cn

李珏吟

邮箱: lijh3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.41	9.67	34.58
相对涨幅(%)	-6.77	15.00	36.53

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

### 股票数据

总股本(百万股):	101.12
流通A股(百万股):	25.28
52周内股价区间(元):	37.01-67.58
总市值(百万元):	5,782.25
总资产(百万元):	926.18
每股净资产(元):	9.72

资料来源: 公司公告

# 浙江自然(605080.SH): 户外用品“隐形冠军”, 产能扩张驱动成长

### 投资要点

- 浙江自然: 充气床垫 ODM 龙头, 技术领先, 客户优质。**公司主要从事充气床垫、防水箱包、头枕座垫等户外运动消费品的研发、设计、生产及销售, 深耕行业 27 年, 产品矩阵清晰, 技术领先, 与迪卡侬等全球 200 多个知名品牌建立了长期稳定的合作关系, 积累了优质的全球客户资源。公司营业收入由 2016 年的 3.39 亿元增长至 2020 年的 5.81 亿元, CAGR 达 14.42%。归母净利润由 2016 年 0.65 亿元增长至 2020 年 1.60 亿元, CAGR 为 25.26%。
- 行业: 全球户外用品市场广阔, 政策驱动下国内市场增长。**全球户外用品市场高速增长, 2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元, 预计在 2020 年-2024 年以 6.8% 的速度增长。从中国市场看, 中国户外运动用品市场已经从“量”逐步向“质”过渡, 少数品牌占据多数份额, 中国户外用品 CR10 已经超过 50%, 中小品牌份额持续下降, 市场集中度在不断提升。同时, 中国人均户外用品消费金额、户外人口比例与欧美市场相比较看, 中国市场刚刚走过导入期, 远未到成熟期, 同时在政策驱动下, 户外用品行业将进一步扩容, 市场有望进一步增长。
- 公司: 垂直一体化优势突出, 产能、客户、品类扩张驱动增长。**(1) **垂直一体化优势突出, 充分享受全产业链利润。**公司产业链延伸充分, 从产品设计、面料制作、PU 发泡、成品制作全流程把控, 充分享受全产业链利润, 2020 年公司毛利率/净利率分别为 40.68%/27.44%, 远高于行业平均水平, 同时公司研发支出维持高速增长, 保障公司产品竞争力。(2) **公司客户优质、粘性高。**公司主要客户(如迪卡侬、SEATO SUMMIT、历德超市等)合作时间在九年以上, 粘性高, 合作关系稳定, 2020 年公司对迪卡侬销售收入 1.89 亿元(+20.14%), 同时公司与客户合作开发新品类, 挖掘新需求, 带动业绩快速放量。(3) **产能新布局引领新增长。**公司在全球布局思路清晰, 募投项目达产后, 公司产能将进一步提升, 同时原材料采购管理经验丰富, 有效抑平价格波动, 保障公司业绩稳定高速增长。
- 盈利预测及投资建议:**我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 8.17、10.91、14.43 亿元, 同比增长 40.60%、33.44%、32.33%, 2021~2023 年归母净利润分别为 2.14、2.97、3.96 亿元, 同比增长 34.10%、38.72%、33.56%, 对应 2021-2023 年 PE 分为 27.03X、19.48X、14.59X。考虑到公司产能稳步扩张, 客户稳定优质, 新旧品类快速放量, 公司业绩高速增长有望延续, 看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**汇率波动风险; 国际贸易政策发生变动风险; 原材料价格波动风险。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	817	1,091	1,443
(+/-)YOY(%)	7.2%	6.7%	40.6%	33.4%	32.3%
净利润(百万元)	131	160	214	297	396
(+/-)YOY(%)	60.9%	21.4%	34.1%	38.7%	33.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.73	2.10	2.12	2.94	3.92
毛利率(%)	39.8%	40.7%	39.5%	40.4%	40.5%
净资产收益率(%)	25.5%	23.6%	12.8%	15.0%	16.7%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 投资五要素

### 驱动因素

公司产能稳步扩张，越南、上海、大自然本部生产基地建设稳步推进，支撑订单增长；在原有客户方面，公司充气床垫等原有产品加速增长，新品类（如足球门、包边床、水上运动产品等）迅速放量，同时新客户方面稳步培育，打开未来成长空间。

### 关键假设与投资建议

(1) 充气床垫：预计公司充气床垫产品 2021-2023 年分别实现营业收入 6.21 亿元、8.42 亿元、11.31 亿元，同比增长 43.85%、35.45%、34.40%。

(2) 户外箱包：预计公司户外箱包产品 2021-2023 年分别实现营业收入 0.93 亿元、1.18 亿元、1.48 亿元，同比增长 33.62%、27.50%、25.46%。

(3) 头枕坐垫：预计公司头枕坐垫产品 2021-2023 年分别实现营业收入 0.52 亿元、0.66 亿元、0.83 亿元，同比增长 28.52%、26.48%、25.46%。

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 8.17、10.91、14.43 亿元，同比增长 40.60%、33.44%、32.33%，2021~2023 年归母净利润分别为 2.14、2.97、3.96 亿元，同比增长 34.10%、38.72%、33.56%。考虑到公司产能稳步扩张，客户稳定优质，新旧品类快速放量，公司业绩高速增长有望延续，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 与市场不同的观点

市场普遍低估公司的业绩增长持续性，我们认为在大自然本部、越南基地、上海基地投产后，公司自动充气垫、TPU 充气床产能、防水箱包、保温箱包等产品产能有望快速释放，支撑公司业绩增长，同时，TPU 床垫等高毛利产品占比不断提升，保障公司盈利质量；此外，公司垂直一体化优势突出，盈利能力高于行业平均水平，公司有望实现收入、盈利双升，看好公司长期业绩增长。

### 股价表现的催化剂

公司订单迅速增长超出市场预期；公司客户和品类拓展成效显著。

### 主要风险因素

汇率波动风险；国际贸易政策发生变动风险；原材料价格波动风险。

## 内容目录

1. 浙江自然：充气床垫 ODM 龙头，技术领先，客户优质 .....	6
1.1. 深耕行业二十余载，品类丰富，技术领先 .....	6
1.2. 股权结构集中，管理层稳定 .....	7
1.3. 业绩：营收稳健增长，利润波动上升 .....	7
1.4. 盈利分析：毛利率稳步上涨，盈利质量提升 .....	9
2. 行业：全球户外用品空间广阔，政策驱动下国内市场增长 .....	10
2.1. 全球户外运动用品市场空间广阔，且仍在快速扩容 .....	10
2.2. 国内户外用品市场快速发展，市场集中度快速提升 .....	11
2.3. 国内户外参与率低，政策驱动下行业将进一步扩容 .....	13
3. 公司：垂直一体化优势突出，产能、品类扩张引领增长 .....	14
3.1. 垂直一体化产业链优势明显，盈利能力行业领先 .....	14
3.2. 研发能力领先，技术储备丰富 .....	15
3.3. 客户资源稳健优质，品类扩张驱动增长 .....	17
3.3.1. 客户资源稳健优质，合作粘性高 .....	17
3.3.2. 品类内部结构不断优化，新品类需求快速放量 .....	19
3.4. 产能布局引领新增长，原材料管理减少成本波动 .....	20
4. 盈利预测及投资建议 .....	21
4.1. 盈利预测 .....	21
4.2. 投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 浙江大自然产品矩阵.....	6
图 2: 浙江大自然发展历程, 深耕行业二十载.....	7
图 3: 公司股权结构集中, 管理层稳定.....	7
图 4: 营业收入稳定增长, CAGR 达 14.42%.....	8
图 5: 净利润保持增长趋势, 受汇率影响略有波动.....	8
图 6: 充气床垫营收贡献超过 70% (单位: 亿元).....	8
图 7: 海外业务为主, 欧美等发达地区占比高.....	9
图 8: 2020 年亚洲地区整体业务占比超过 30%.....	9
图 9: 一、二季度营收占比高于三、四季度 (亿元).....	9
图 10: 充气床垫、头枕坐垫毛利率上行带动整体毛利率提升.....	10
图 11: 期间费用率保持稳定.....	10
图 12: 2019 年至 2024 年全球户外运动用品电商市场规模.....	10
图 13: 2019-2024 欧洲户外运动用品电商市场规模 (亿美元).....	11
图 14: 2019-2024 美国户外运动用品电商市场规模 (亿美元).....	11
图 15: 2002 年至 2019 年中国户外用品市场规模.....	12
图 16: 户外运动用品数量 (个).....	12
图 17: 我国户外用品年出货额对应的企业家数 (个).....	12
图 18: 2012-2018 年中国户外用品行业 CR10.....	13
图 19: 中国户外人口比例相对于欧美国家仍有较大提升空间 (2019 年).....	13
图 20: 垂直一体化产业链优势突出.....	14
图 21: 面料制作工艺.....	14
图 22: 可比公司毛利率情况.....	15
图 23: 可比公司净利率情况.....	15
图 24: ODM 业务占比 70% 以上.....	16
图 25: 国内获得专利 132 项.....	16
图 26: 研发费用逐年增长, 研发费用率稳定在 3.60%.....	17
图 27: 与全球 200 多个知名品牌建立稳定合作.....	18
图 28: 公司前五大供应商销售收入 (亿元).....	18
图 29: 迪卡侬 2017-2019 年销售收入.....	19
图 30: 公司 2018-2020 年对迪卡侬销售收入.....	19
图 31: 充气床垫中 TPU 品类占比提升.....	19
图 32: 全球产能布局.....	20

图 33: 公司产能利用率保持高水平.....	20
图 34: 近期 TDI 价格位于历史较低位置 (万元/吨) .....	21
图 35: 公司原材料成本保持稳定 (亿元) .....	21
表 1: 户外用品相关政策一览 .....	13
表 2: 公司拥有五项关键环节核心技术 .....	16
表 3: 研发项目储备丰富 .....	17
表 4: 客户合作关系稳定、粘性高 (万元) .....	18
表 5: 近两年公司与客户合作研发新产品情况 (万元) .....	20
表 6: 公司产能建设稳步推进 .....	20
表 7: 分产品业绩拆分及预测 .....	21
表 8: 可比公司估值.....	22

# 1. 浙江自然：充气床垫 ODM 龙头，技术领先，客户优质

## 1.1. 深耕行业二十余载，品类丰富，技术领先

**浙江大自然：户外运动行业知名的充气床垫、户外箱包供应商。**公司主要从事充气床垫、防水箱包、头枕坐垫等户外运动消费品的研发、设计、生产及销售，坚持以“成为全球领先的户外运动用品供应商”为理念和目标，逐步成长为全球户外运动用品领域的重要参与者。公司产品目前以 TPU 类为主，技术处于业内领先地位，主要采用 OEM、ODM 或二者结合的方式与全球知名公司迪卡侬、SEATO SUMMIT、Kathmandu、INTER SPORT、REI、历德超市等建立了长期稳定的合作关系，积累了优质的全球客户资源。

图 1：浙江大自然产品矩阵

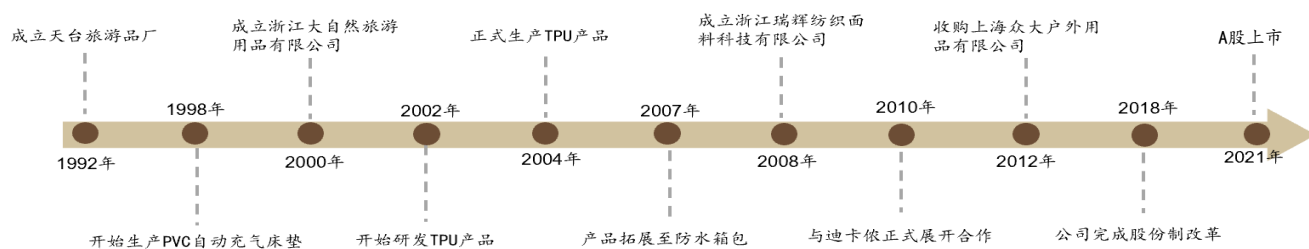
类别	产品种类	产品名称	产品展示	产品特点
充气床垫	TPU 类充气床垫	TPU 双人自动充气床垫		30D 弹性面料复合 TPU；快速充放气。
		TPU 单人自动充气床垫		20D 尼龙复合 TPU 面料；超轻超薄；自动充气；自洁防污。
		TPU 单人非自动充气垫		20D 超轻尼龙复合 TPU 面料；超轻；超小收卷体积；连续空气支撑单元结构；快速充气；保温。
		TPU 双人非自动充气垫		150D 牛津复合 TPU 面料；牢固耐用；进气排气分层操作。
	PVC 类充气床垫	PVC 单人自动充气床垫		一体式；快速自动充气。
		PVC 双人自动充气床垫		190T 春亚纺复合 PVC 面料；保温。
户外箱包	冰包		840D 尼龙复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；保温坚固；防水。	
	肩包背包		300D 牛津复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；拒水防污；防摔防撞；具反光条可夜间使用。	
	防水桶袋		210D 涤纶格子复合 TPU 面料，抗撕裂；大容量；便于存取。	
头枕坐垫	头枕		弹力布复合 TPU 面料，轻盈柔软；人体工学设计；U 型；快速充放气。	
	靠垫		独立纯 TPU 充气枕，轻盈柔软小巧；40D 阳离子外套，易拆洗；贝型。	

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

**深耕行业二十余载，底蕴深厚、优势确立。**浙江大自然前身天台旅游品厂成立于 1992 年，最初靠生产橡胶棉充气床起家，于 1998 年推出 PVC 自动充气床垫产品，在市场取得成功。随后公司开始潜心研发 TPU 复合材料及熔接加工技术，2004 年正式开始生产功能性更佳、更加环保的 TPU 产品，随后逐步成为公司主力品类。2006 年起，公司便开始与多家国内外知名体育、户外用品公司开展合作，并保持稳定的合作关系。如 2010 年，公司在经过严格的资质、能力等审查后，与全球知名的专业综合性体育用品专卖店迪卡侬正式签约，至今其仍为公司第一大

客户。2018年，浙江大自然完成股份制改革，2021年成功上市，募集资金7.88亿元。

图 2：浙江大自然发展历程，深耕行业二十载

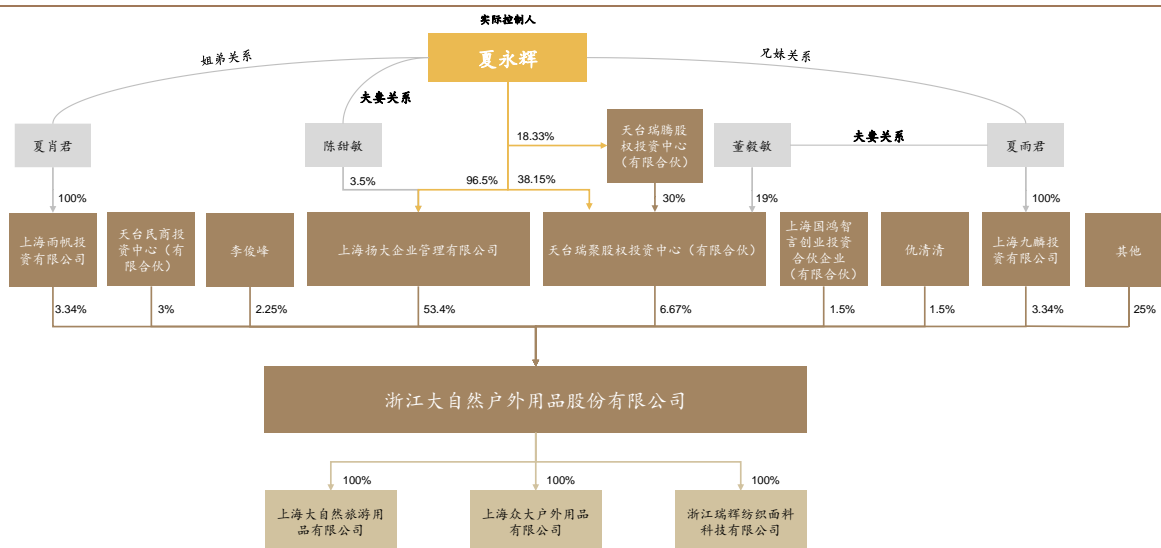


资料来源：公司公告，公司官网，Wind，德邦研究所

### 1.2. 股权结构集中，管理层稳定

公司股权结构集中。公司创始人、董事长夏永辉与公司董事、副总经理陈甜敏为实际控制人（二者为夫妻关系）。夏永辉透过上海扬大企业管理有限公司及员工持股平台天台瑞聚股权投资中心（有限合伙），持有公司54.44%股份；陈甜敏透过上海扬大企业管理有限公司持有公司1.87%股份。二人合计持有公司56.31%股份。除此之外，前十大股东中上海雨帆投资有限公司实控人夏肖君和上海九麟投资有限公司实控人夏雨君与夏永辉分别为姐弟、兄妹关系，二人各自持有上市公司3.34%股份。

图 3：公司股权结构集中，管理层稳定



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所（注：股权结构数据截止至2021年5月6日）

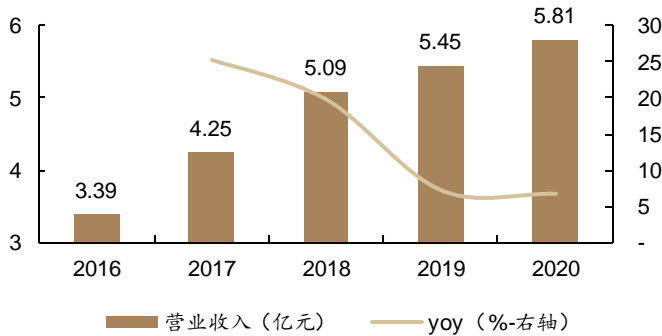
核心高管稳定，行业经验丰富。公司董事长夏永辉、副总经理陈甜敏、董事会秘书董毅敏，加入公司超过20年，财务总监夏秀华加入公司超过10年，熟悉公司业务、团队，见证了公司发展，与公司共同成长。总经理俞清尧为高级工程师，曾于百威英博（台州）啤酒有限公司工作20年，由基层人员走向管理岗位，历任技术员、研发科科长、质量部经理、酿造部经理、工厂厂长，熟悉生产各环节，且具备管理经验。

### 1.3. 业绩：营收稳健增长，利润波动上升

营业收入稳定增长，近五年CAGR为14.42%。公司营业收入由2016年的3.39亿元增长至2020年的5.81亿元，CAGR达14.42%。归母净利润由2016

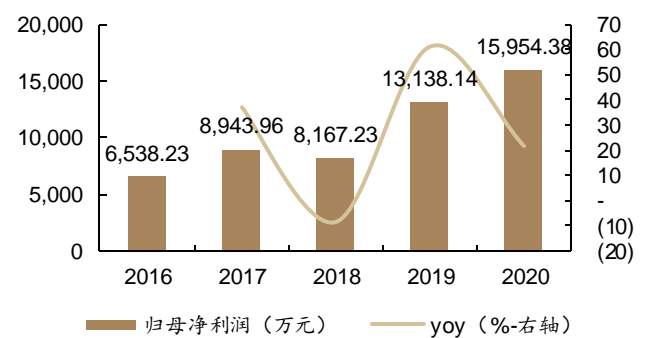
年 0.65 亿元增长至 2020 年 1.60 亿元，CAGR 为 25.26%。2020 年疫情产生影响最主要集中在一季度，一季度停工政策导致销售规模的下降，下半年疫情防控效果显著，公司业绩逐步恢复。国外方面，疫情防控政策针对人群聚集，对户外运动影响不大。

图 4：营业收入稳定增长，CAGR 达 14.42%



资料来源：Wind，德邦研究所

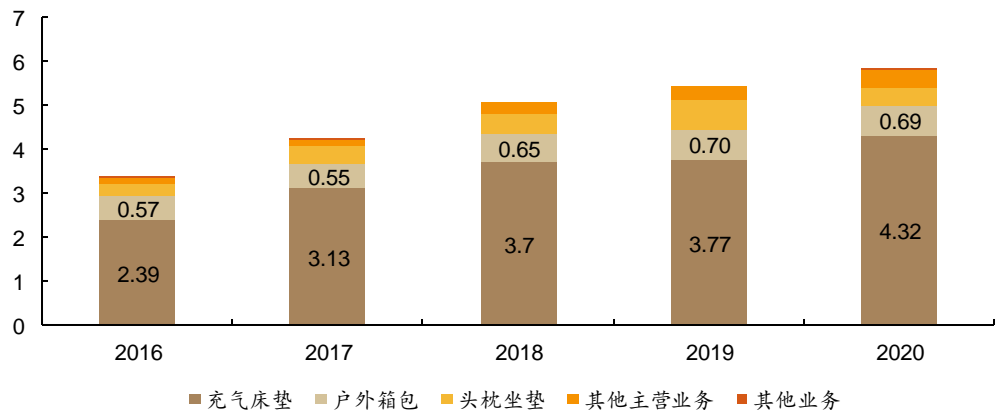
图 5：净利润保持增长趋势，受汇率影响略有波动



资料来源：Wind，德邦研究所

**分产品情况：充气床垫贡献主要收入。**2016-2020 年，充气床垫营业收入由 2.39 亿元增长至 2020 年 4.32 亿元，年化增长率为 20.19%。户外箱包业务收入占比逐年下降，由 2016 年的 16.83% 下降至 2020 年 11.92%。头枕坐垫业务占比上升，但 2020 年略有下降。2020 年充气床垫、户外箱包、头枕坐垫分别实现营业收入 4.32 亿元、0.69 亿元、0.41 亿元，较 2019 年同比+14.71%、-0.77%、-36.80%。

图 6：充气床垫营收贡献超过 70% (单位：亿元)

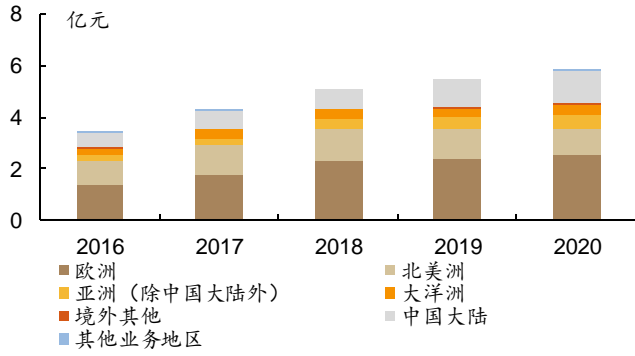


资料来源：招股说明书，德邦研究所（注：其他业务的金额及占营业收入的比例极低，主要为少量对外销售的原材料收入）

**分地区：业务模式稳定，海外业务为主，亚洲市场营收比重逐渐上升。**公司向下游客户提供产品，不经营自主品牌，采用 ODM、OEM、ODM 与 OEM 相结合三种业务模式，其中以 ODM 为主要业务模式，贡献超过七成的营业收入。公司产品以外销为主，尤其是欧洲、北美洲、大洋洲的发达国家，户外运动普及度较高，且经济较为发达，消费能力更强，国内市场营收占比较小。但是营收受国际贸易关系、国外经济状况、汇率波动影响较大，需要更强的风险管控能力。公司持续关注国际贸易政策方面的变动，采取汇率远期合约减小汇率波动带来的损失。今年亚洲地区户外运动普及、经济持续快速发展，加之亚洲地区疫情管控良好，经济恢复迅速，业务占比逐渐上升。2020 年国内业务占比提升至 22.03%，亚洲整体比重超过 30%。

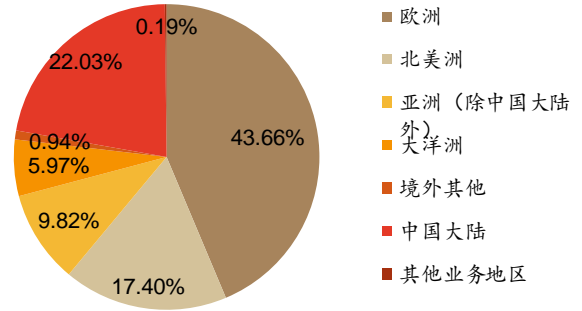


图 7：海外业务为主，欧美等发达地区占比高



资料来源：Wind，德邦研究所（注：其他业务地区的金额及占营业收入的比例极低，主要为少量对外销售的原材料收入）

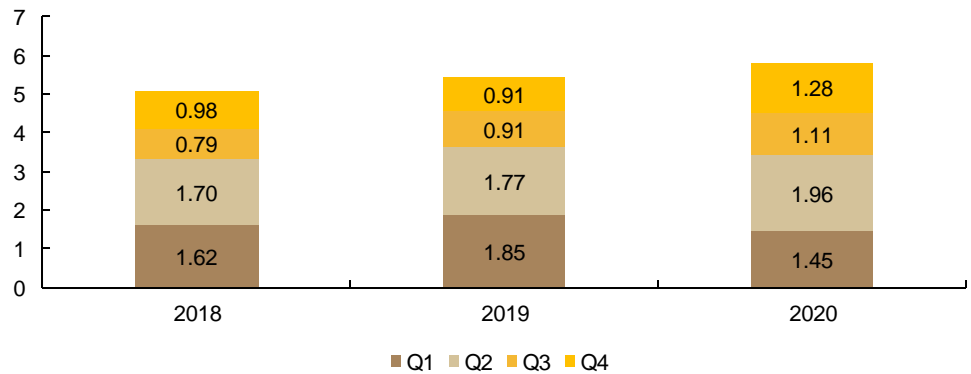
图 8：2020 年亚洲地区整体业务占比超过 30%



资料来源：Wind，德邦研究所（注：其他业务地区的金额及占营业收入的比例极低，主要为少量对外销售的原材料收入）

**分季度：主营业务有季节性特征，上半年占比较高。**公司一、二季度营收占比较大，2018-2020 年占比分别为 65.30%、66.52%、58.83%。主要是由于主要产品户外运动用品受季节影响较大，上半年为北半球国家户外运动、露营集中阶段，需求旺盛，下半年主要供给南半球。公司主要销售区域欧洲、北美洲等分布在北半球，因此整体销售状况呈现季节性特征。2021 年 Q1 公司实现营业收入 2.25 亿元，同比增长 55.13%，归母净利润为 0.62 亿元，同比增长 59.69%。同比增速快是由于 2020 年一季度疫情导致停工，销售规模下降，2021 年公司业务恢复正常。

图 9：一、二季度营收占比高于三、四季度 (亿元)



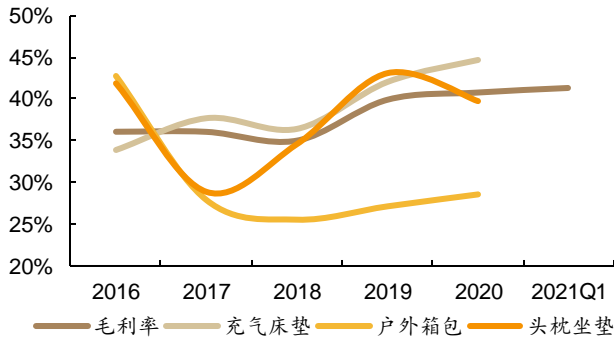
资料来源：Wind，德邦研究所

#### 1.4. 盈利分析：毛利率稳步上涨，盈利质量提升

**毛利率稳步上升，未来毛利率有望进一步提升。**受益于公司垂直一体化产业链的发展，公司产业链向上游延伸，TPU 面料制膜、复合工艺，聚氨酯发泡进一步压缩制造成本。公司毛利率由 2016 年的 36.10% 上涨至 2020 年 40.68%，2021 年一季度毛利率进一步增长至 41.21%。公司上市后，募投所得资金将用于现有生产基地的优化升级，建造新的生产基地，推进智能制造发展规划。未来产品设计、生产、制造将实现标准化、自动化、数字化、智能化，毛利有望进一步提升。

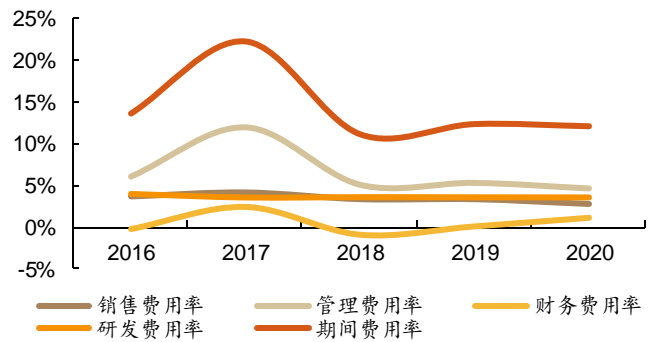
**期间费用略有上涨，费用率基本保持稳定。**为推动业务拓展、国内市场开拓、新品研发，公司期间费用有所增加，但费用率维持在 12% 左右。由于公司无自主品牌，因此销售费用率较低并有下降趋势。管理费用 2017 年有大幅度增长，主要原因为向员工转让股权，产生管理费用 2766.31 万元，剔除该部分支出后，管理费用率为 5.53%。

图 10: 充气床垫、头枕坐垫毛利率上行带动整体毛利率提升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 期间费用率保持稳定



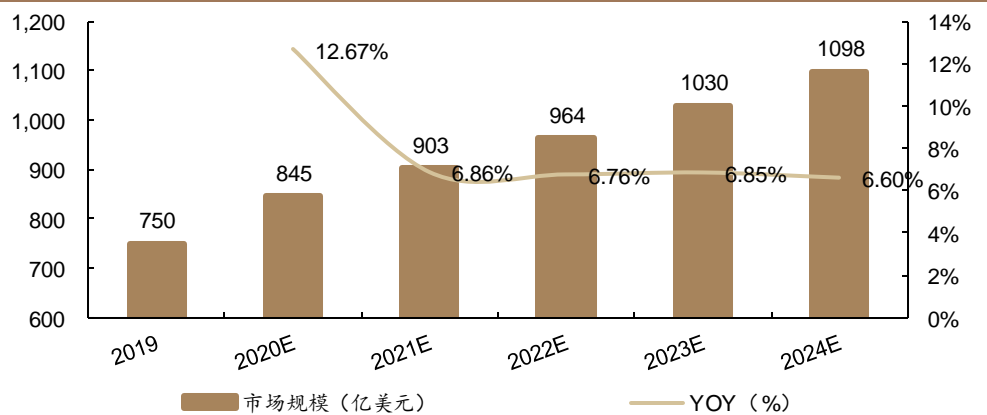
资料来源: Wind, 德邦研究所 (注: 17 年以前管理费用包含研发费用)

## 2. 行业: 全球户外用品空间广阔, 政策驱动下国内市场增长

### 2.1. 全球户外运动用品市场空间广阔, 且仍在快速扩容

全球户外用品市场高速增长, 市场规模近千亿元。发达国家户外运动发展历史较为悠久, 户外运动的文化底蕴较为深厚, 户外运动将旅游休闲、强身健体、人际交往紧密结合, 逐步成为各国人民平日休闲、节日度假以及外出旅游主要的选择之一, 也逐步发展为人们一种必不可少的生活方式。从全球范围来看, 欧洲、美国地区的户外运动市场规模处于领先地位。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户外运动用品市场之一。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, 该规模预计在 2020 年达到 845 亿美元, 并在 2020 年-2024 年以 6.8% 的速度增长。

图 12: 2019 年至 2024 年全球户外运动用品电商市场规模



资料来源: Statista, 德邦研究所

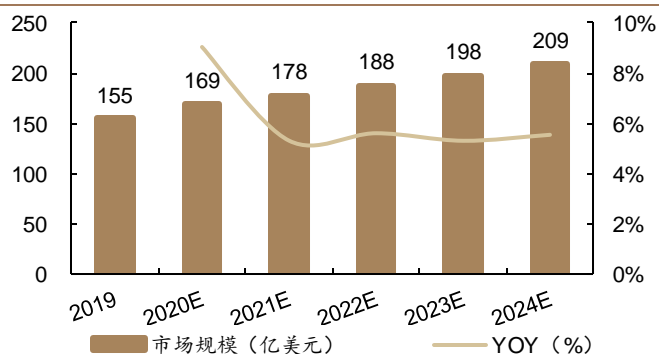
欧洲户外运动起源早, 用户基础好。以欧洲地区为例, 欧洲户外运动的发展有着得天独厚的优势: 其一, 欧洲大部分地区气候温和湿润、温带海洋性气候分布广, 户外气候条件宜人; 其二, 欧洲地形地貌资源丰富, 地形以平原为主且冰川地貌分布较广, 拥有峭壁、雪峰、草甸、森林、湖泊、峡谷等丰富的户外资源; 其三, 欧洲户外运动起源较早且经济发达、人口数量众多, 民众具有户外运动的良

好基础和氛围，因此欧洲户外运动具有庞大的用户基础。

**美国户外运动参与人次、频率高，催生大量市场需求。**以美国地区为例，美国户外运动及相关产业具有庞大的市场基础和良好的发展前景。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，户外运动在美国具有较高的普及度。

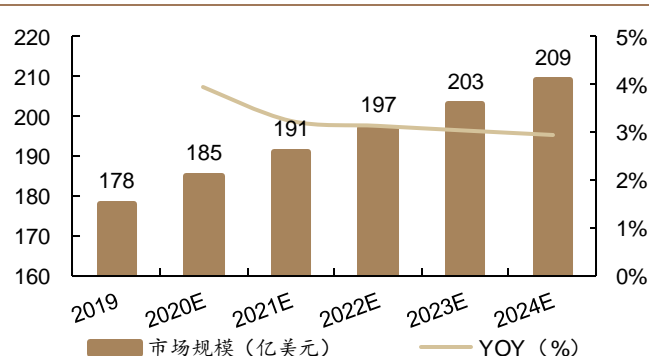
**欧美户外用品用户及市场基础好，市场空间大。**根据 Statista 统计数据，2019年欧洲户外运动用品电商市场规模为155亿美元，该规模预计在2020年达到169亿美元，并在2020年-2024年以5.6%左右的速度增长。美国户外运动用品电商市场规模在2019年达到178亿美元，预计在2020年-2023年以3.1%左右的速度增长。

图 13：2019-2024 欧洲户外运动用品电商市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，德邦研究所

图 14：2019-2024 美国户外运动用品电商市场规模（亿美元）

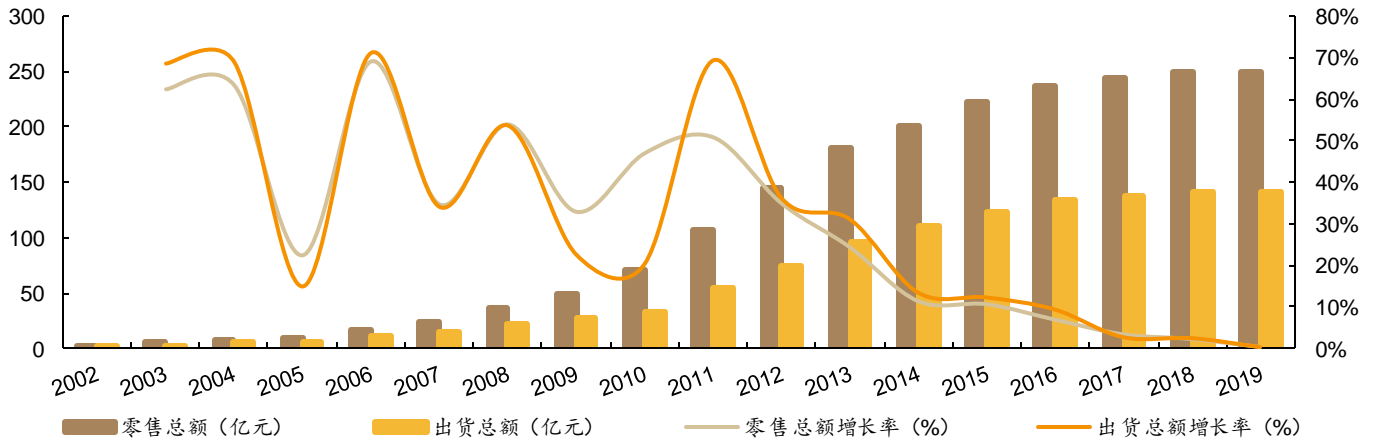


资料来源：Statista，德邦研究所

## 2.2. 国内户外用品市场快速发展，市场集中度快速提升

**我国户外用品市场规模快速增长，市场规模已超 250 亿。**户外运动用品市场的规模与社会经济的发展水平、人口规模、户外运动的普及程度等因素紧密相关。根据 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%，增长情况良好。

图 15：2002 年至 2019 年中国户外用品市场规模



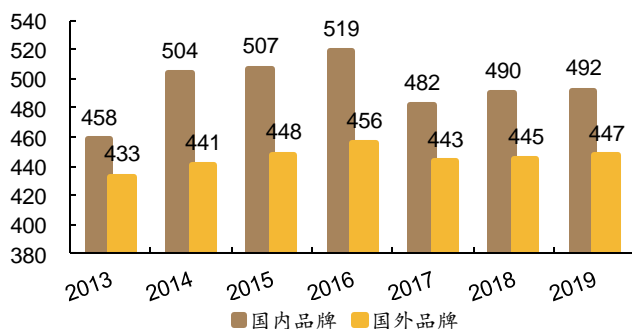
资料来源：COCA 中国户外用品 2019 年度市场调查报告，德邦研究所

受未来国内社会经济发展水平进一步提升、人们对于生活品质要求进一步提高、户外运动氛围和生活习惯进一步养成等因素影响，国内户外运动用品市场依然将保持良好的发展速度，未来市场发展前景巨大。

中国户外运动用品市场已经从“量”逐步向“质”过渡。从品牌数方面看，国外品牌数量保持稳定，从 2013 年 433 家增长至 2019 年的 447 家；国内品牌数量先升后降，品牌数量从 2013 年的 458 个增加至 2016 年的 519 个，随后下降至 2019 年的 492 个，中国户外运动用品市场已经从“量”逐步向“质”过渡，并从粗放经营到集约经营过渡。

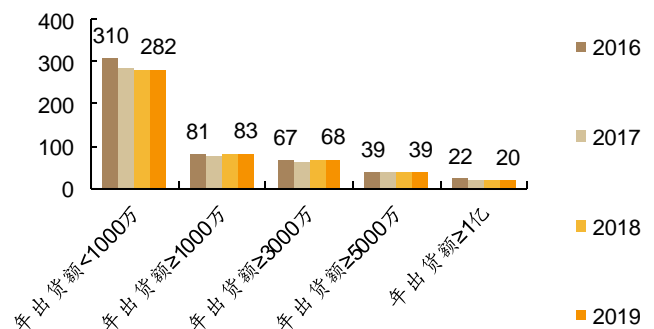
少数品牌占据多数份额，市场集中度在不断提升。我国户外运动用品市场在快速发展的同时，少数大企业占据了多数的市场份额，市场集中度较高。同时从结构上看，根据 COCA 的《中国户外用品市场 2019 年度调查报告》推算，年出货额低于 1000 万的品牌数量逐步减少，数量从 2016 年的 310 家减少至 2019 年的 282 家。

图 16：户外运动用品数量（个）



资料来源：COCA 中国户外用品年度市场调查报告，德邦研究所

图 17：我国户外用品年出货额对应的企业数（个）

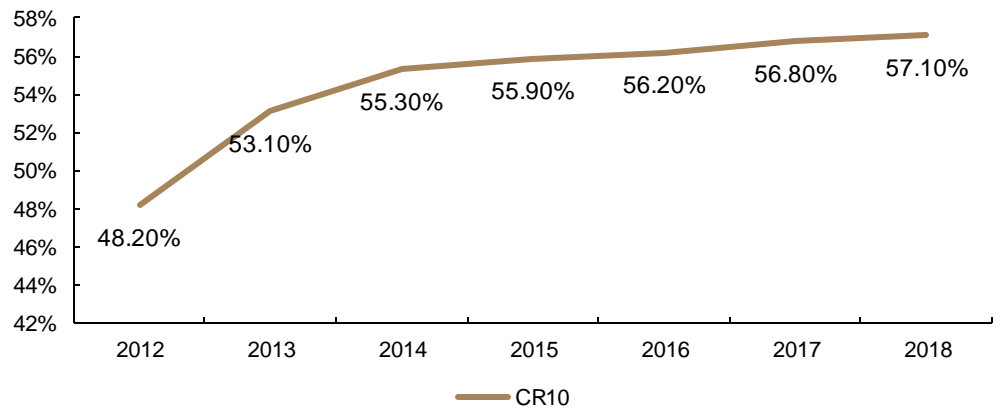


资料来源：COCA 中国户外用品年度市场调查报告，德邦研究所

虽然我国户外用品市场自 2012 年开始发展逐渐放缓，但头部品牌市占率却在不断上升。在 2012 到 2018 这 7 年间，我国户外用品行业 CR10 市占率从 48.2% 上升到了 57.1%。虽然在 2016 年后我国户外用品品牌数量逐年递减，但 CR10 市占率却在逐年上升，这表明大量中小品牌的份额在明显下降，市场集中度逐渐提

升。

图 18：2012-2018 年中国户外用品行业 CR10

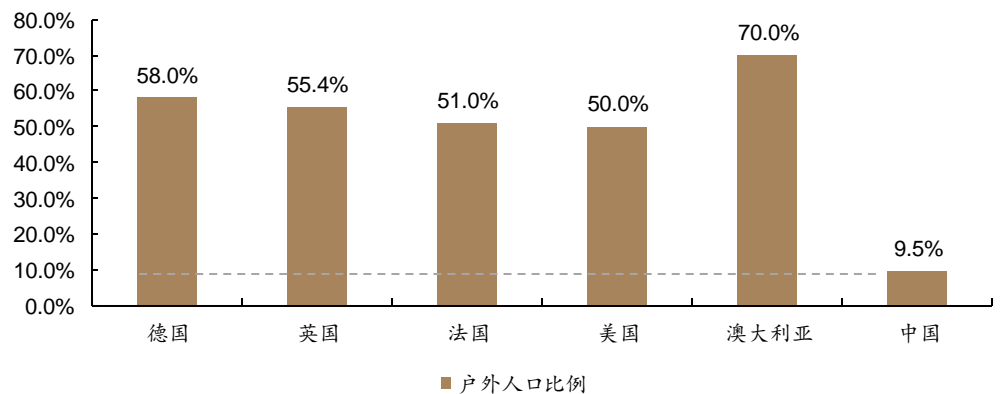


资料来源：纺织工业协会，德邦研究所

### 2.3. 国内户外参与率低，政策驱动下行业将进一步扩容

中国户外人口比例相对于欧美国家仍有较大提升空间。据中国户外联盟统计（截止至 2019 年），目前我国每年有 1.3 亿人参与徒步旅行、休闲户外等运动，占总人口的 9.5%，有 6000 万人参与登山、攀岩、徒步等运动，占总人口的 4.38%，但与美国 50% 的户外运动参与率差距较大。从人均消费看，我国户外活动年度人均消费额不足 20 元，而欧美和亚洲发达国家的人均消费额均在 300-800 元之间。目前中国人均户外用品消费金额与欧美市场相比较看，中国户外用品市场刚刚走过导入期，远未达到成熟期，市场潜力巨大。

图 19：中国户外人口比例相对于欧美国家仍有较大提升空间（2019 年）



资料来源：中国户外用品市场报告，德邦研究所

政策驱动下，户外用品行业将进一步扩容。8 月 3 日国务院印发《全民健身计划（2021—2025 年）》，到 2025 年，全民健身公共服务体系更加完善，人民群众体育健身更加便利，健身热情进一步提高，各运动项目参与人数持续提升，大力发展运动项目、户外运动、智能体育等体育产业，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元，政策驱动下户外用品行业有望进一步扩容。

表 1：户外用品相关政策一览

政策	主要内容
----	------

全民健身计划 (2021-2025 年)	大力发展运动项目、户外运动、智能体育等体育产业, 带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元
产业结构调整指导目录 (2019 年本)	鼓励类中包括: 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
山地户外运动产业发展规划	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, 培育高端健身休闲装备知名品牌
国务院加快发展健身休闲产业的指导意见	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”山地户外运动布局
纺织工业发展规划 (2016-2020 年)	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
体育产业发展“十三五”规划	重点打造冰雪运动、山地运动、户外休闲运动、水上运动、汽摩运动等各具特色的体育产业聚集区和产业带
关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见	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。

资料来源: 中国政府网, 国家体育总局, 德邦研究所

### 3. 公司: 垂直一体化优势突出, 产能、品类扩张引领增长

#### 3.1. 垂直一体化产业链优势明显, 盈利能力行业领先

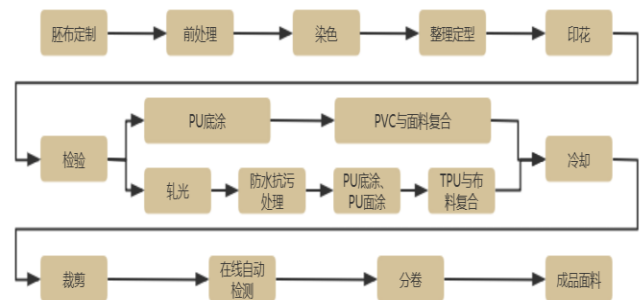
**垂直一体化产业链, 充分享受全产业链利润。**公司主要产品生产工艺可分为四个环节: 产品设计、面料制作、聚氨酯 (PU) 软泡发泡、成品制作。与同行业其他代工企业不同, 公司在面料制作、聚氨酯软泡发泡环节采用自制的生产方式, 并且引进上海专业团队研发自动化设备, 之后进行裁剪、熔接成型、包装等, 形成垂直一体化的产业链。一方面能够将生产链向上游延伸, 压缩面料、海绵的采购成本, 超额生产的产品也能带来额外生产利润。另一方面有助于公司获得符合产品特性的原材料。例如, 聚氨酯发泡一般用于生产加工沙发、床垫, 海绵基本都是开放回弹状态, 而公司的产品需求是海绵长期 (甚至几年) 处于压缩状态, 并且户外使用时能够快速回弹。工艺要求高, 存在较高的技术壁垒, 能够生产厂商少。第三, 严格把控质量。配件方面采购成本低、技术壁垒低, 但是配件的质量严重影响到这个产品的使用寿命。市场上的配件生产者众多, 产品质量参差不齐。公司通过自制零件, 保证产品在市场上的良好口碑。

图 20: 垂直一体化产业链优势突出



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 21: 面料制作工艺



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

**优势一: 公司产品设计能力强, 结合研发优势, 提升供应链能力。**随着产品升级, 消费者对户外运动产品时尚性、功能性、舒适性、环保性、新颖性等多个方面都提出了更高的要求。公司深耕行业多年, 具有丰富的设计经验。与国内外优质品牌商合作, 始终紧跟市场主流趋势, 具有较强的市场竞争力。优秀的设计能力基本满足品牌商对新品的设想, 公司为紧跟市场发展的趋势和方向并不断契合客户的需求, 逐步实现了生产线的柔性生产能力, 以此满足产品多样化、定制化、

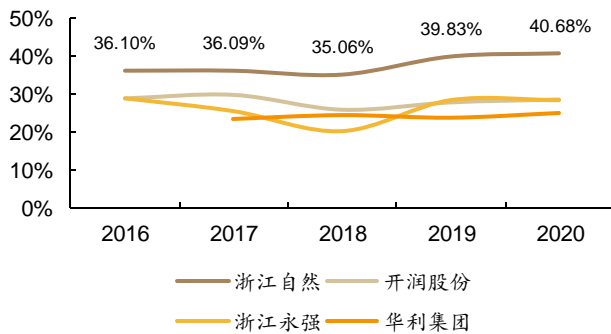
小批生产的柔性生产需求，进一步缩短生产周期、提高交付能力，以更好适应市场需求。

**优势二：研究 TPU 面料多年，拥有先进的 TPU 面料流延复合生产线。**公司产品所需面料大致可分为 TPU 面料和 PVC 面料，其中 TPU 面料以其硬度范围宽、耐磨、耐油、透明、弹性好、环保可降解、耐低温的特点，应用于公司高端产品的生产，面料复合流程由公司自主完成，严格把控。PVC 面料复合则通过委托加工的方式进行。

**优势三：聚氨酯发泡工艺行业领先，保证户外充气床垫质量。**聚氨酯 (PU) 软泡是公司的主要生产材料，也是影响户外充气床垫质量的重要因素。公司在 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。

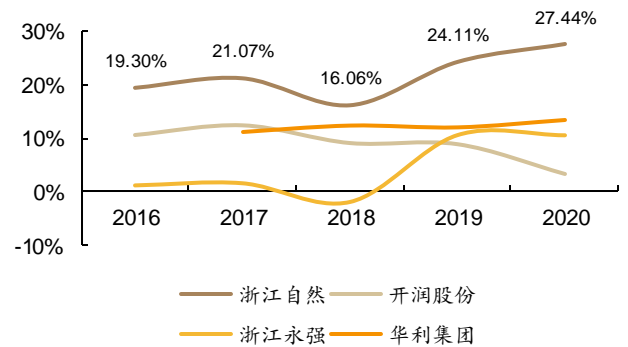
**产业链一体化优势，带来毛利率、净利率行业领先。**公司生产从 TPU 面料到聚氨酯发泡，再到配件生产、包装，全产业链参与使得公司毛利率、净利率显著高于同行业水平。公司毛利率从 2016 年的 36.10% 提升至 2020 年的 40.68%，其他行业可比公司毛利率水平在 20-30% 之间，公司净利率从 2016 年的 19.30% 提升至 2020 年的 27.44%，其他行业可比公司净利率水平在 10% 左右。

图 22：可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 23：可比公司净利率情况

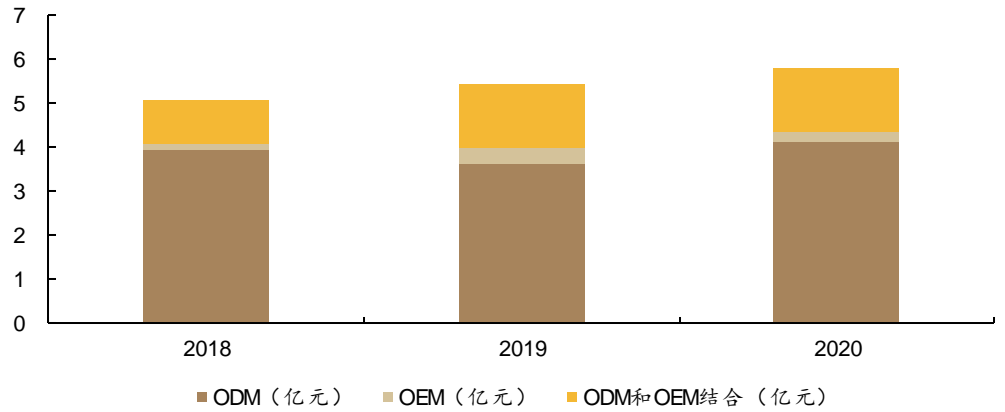


资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2. 研发能力领先，技术储备丰富

**ODM 是公司主要业务模式，设计能力出色。**目前户外运动市场具有产品需求多样、更新迭代速度快的特点，为了吸引顾客，户外运动品牌商需要不断推陈出新，对品牌商、代工企业的研发能力要求较高。基于与客户多年合作的经验，公司形成了合理的三种业务模式：OEM、OEM 与 ODM 相结合、ODM。公司研发能力深受顾客信任，2018-2020 年 ODM 收入金额占公司主营业务收入的比重分别为 77.13%、66.65% 和 70.65%，OEM 与 ODM 结合的业务模式收入占比分别为 20.04%、26.72% 和 25.50%。负责产品设计或积极参与产品设计的户外运动产品实现收入金额合计占比分别为 97.17%、93.37% 和 96.15%，体现公司良好的研发设计能力。

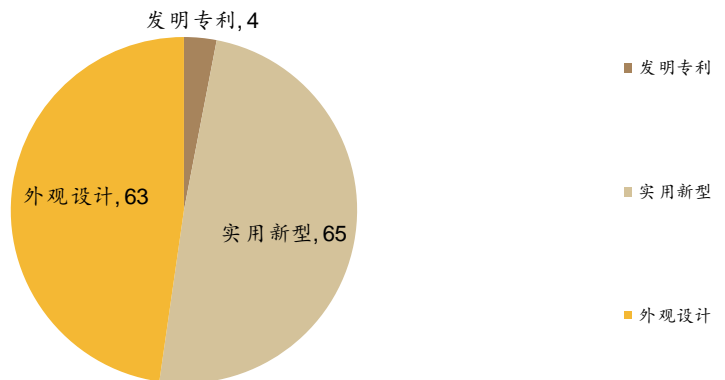
图 24: ODM 业务占比 70%以上



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

**海内外专利布局完善, 研发能力行业领先。**公司作为多家国内外知名户外运动品牌重要供应商, 产品设计研发能力行业领先。在发明专利、实用新型、外观设计上收获颇丰。截止到 2020 年底, 公司拥有 132 项国内技术专利以及 8 项境外技术专利。其中主要产品核心技术五项, 覆盖产品生产流程的关键环节, 目前均已批量投入生产。

图 25: 国内获得专利 132 项



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

表 2: 公司拥有五项关键环节核心技术

名称	技术性能描述	所处阶段
聚氨酯软泡发泡技术	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	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	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	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	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

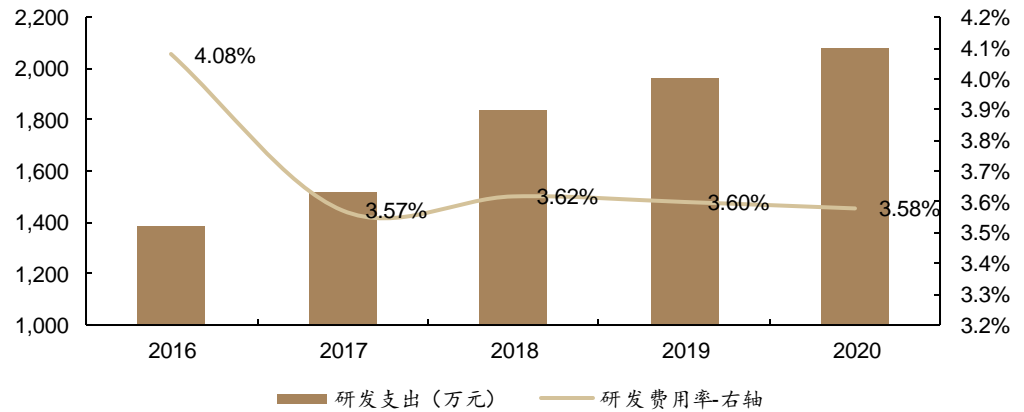
资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

**构建完善的技术研发创新体系。**公司建立了以董事长为核心的研发体系, 以研发中心为核心的实施体系, 针对不同项目组织人员专项突破。截止到 2020 年 12 月 31 日, 公司共有研发人员 130 人, 占公司总员工数量的 11.76%, 其中 3 名为核心技术研发人员。2018/2019/2020 年公司研发投入分别为 1842/1962/2080



万元，研发费用率稳定在 3.6%左右。为保证研发团队稳定性及研发能力持续性，公司针对研发人员进行股权激励，提出相应的奖惩机制，并与高校合作，吸纳现成技术人员的同时培育新的研发人才。

图 26：研发费用逐年增长，研发费用率稳定在 3.60%



资料来源：招股说明书，德邦研究所

**研发项目多点突进。**公司目前研发方向有三个：设备方向、材料方向、产品方向。设备方面，根据产品需求进行自动化改造，建立智能化立体仓库。材料研发方面，持续关注 TPU 复合面料、聚氨酯软泡的改进，公司与迪卡侬制定未来 5 年的战略规划，未来将注重绿色发展，研发环保材料、加强可再生材料的应用。产品研发方面，除了已有产品，公司关注休闲家具、智能化家用床垫、水上运动用品、医疗床垫、充气娱乐用品、保温箱包等产品的研发。目前公司正在进行的研发项目有 9 项。

表 3：研发项目储备丰富

研发方向	项目名称	研发方式
设备研发	海绵数控打孔机研发	独立研发
	具有保温特性的充气床垫内表面制备工艺改进	独立研发
	充气床面料与海绵块复合工艺研究	独立研发
材料研发	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
	基于人机工程学的家用充气床舒适性研究	独立研发
	TPU 充气家用床研发	独立研发
产品研发	具有气垫保护结构的数码产品收纳包	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

资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 3.3. 客户资源稳健优质，品类扩张驱动增长

#### 3.3.1. 客户资源稳健优质，合作粘性高

**客户为优质品牌商，粘性高，合作关系稳定。**目前国内户外运动产品市场处于快速发展阶段，而发达国家或地区已形成成熟的消费市场。境外客户对产品质量、规格、环保性、生产能力、企业社会道德方面有更高要求。因此达成合作后寻找合适替代供应商的转换成本较高，顾客粘性大。公司产品远销欧洲、北美洲、大洋洲等国家，与世界知名公司迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等建立了长期、稳定的合作关系，积累了优质的全球客户资源。

表 4: 客户合作关系稳定、粘性高 (万元)

序号	客户名称	开始交易时间	合作历程	采购份额	采购地位	2020 年	2019 年	2018 年
1	迪卡侬	2010 年	持续不间断合作至今	-	-	18,904	15,735	11,150
2	SEA TO SUMMIT	2012 年	持续不间断合作至今	15%左右	前十大供应商	2,195	3,828	2,418
3	LSOLP	2010 年	持续不间断合作至今	15%左右	前十大供应商	529	3,398	3,838
4	Balluck Outdoor Gear Corp.	2009 年	持续不间断合作至今	25%左右	前十大供应商	2,575	2,369	2,036
5	际华集团	2015 年	持续不间断合作至今	1%以内	供应商排名一百名以上	926	2,029	238
6	历德超市	2006 年	持续不间断合作至今	1%以内	供应商排名一百名以上	933	313	3,052
7	Flextrade	2011 年	持续不间断合作至今	1%以内	前一百大供应商	1,547	1,963	2,286
8	REI	2013 年	持续不间断合作至今	1%左右	供应商排名 15 名左右	1,699	1,314	372
9	Exxel	2013 年	持续不间断合作至今	5%以内	前五十大供应商	1,274	28	62
10	Super Retail Group	2016 年	持续不间断合作至今	1%以内	前一百大供应商	1,767	1,105	1,164

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

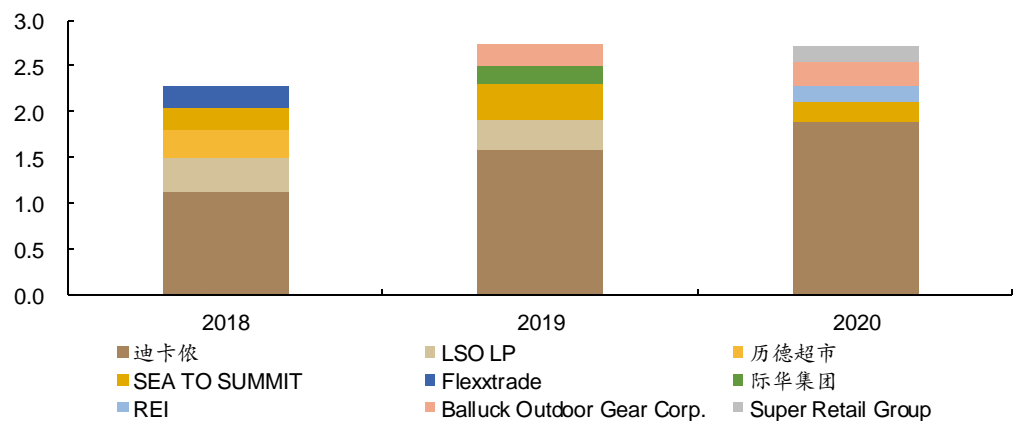
图 27: 与全球 200 多个知名品牌建立稳定合作



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

主要客户销售稳步增长, 迪卡侬贡献主要收入。2018-2020 年公司前五大客户销售收入分别为 2.27 亿元、2.74 亿元、2.71 亿元, 占比分别为 44.73%、50.20%、46.69%。基本维持在 50% 以下, 并未构成重大依赖。公司是多个合作品牌商的主要供应商、前十大供应商。其中与迪卡侬的合作占比最大且逐年增长, 销售收入占比分别为 21.93%、28.87%、32.52%。

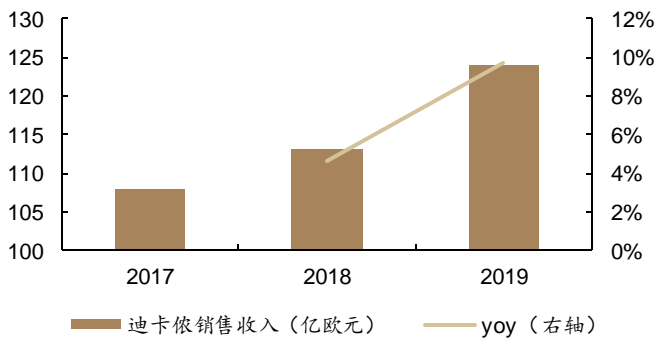
图 28: 公司前五大供应商销售收入 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

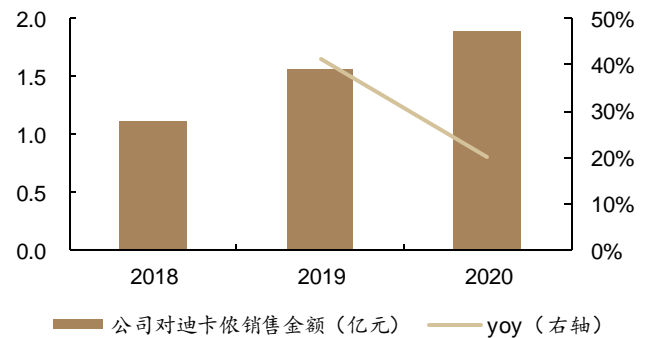
**公司与迪卡侬关系稳固，销售稳定增长。**迪卡侬成立于1976年，是全球知名的专业综合性体育用品专卖店，世界500强企业之一，经营种类齐全的运动服装、鞋子和装备，主要产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等。截止2019年迪卡侬已在57个国家拥有1647家门店，销售网络遍及全球。2008年迪卡侬开始接触、考查浙江自然，2010年与公司正式达成合作协议，2020年公司与迪卡侬共同商定浙江自然未来5年发展规划，绿色发展，创新全球布局。迪卡侬2018年、2019年销售收入分别为113、124亿欧元，增长率为4.63%、9.73%，迪卡侬销售收入保证了对浙江自然的采购金额的稳定增长。近三年公司对迪卡侬TPU类充气床垫类产品销售金额分别为3554.92万元、4,899.57万元、7,919.13万元，占对迪卡侬充气床垫类产品销售金额的比例分别为79.27%、83.57%和88.54%，其他类产品销售金额分别为2114.52万元、3107.76万元和3703.53万元。

图 29：迪卡侬 2017-2019 年销售收入



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 30：公司 2018-2020 年对迪卡侬销售收入

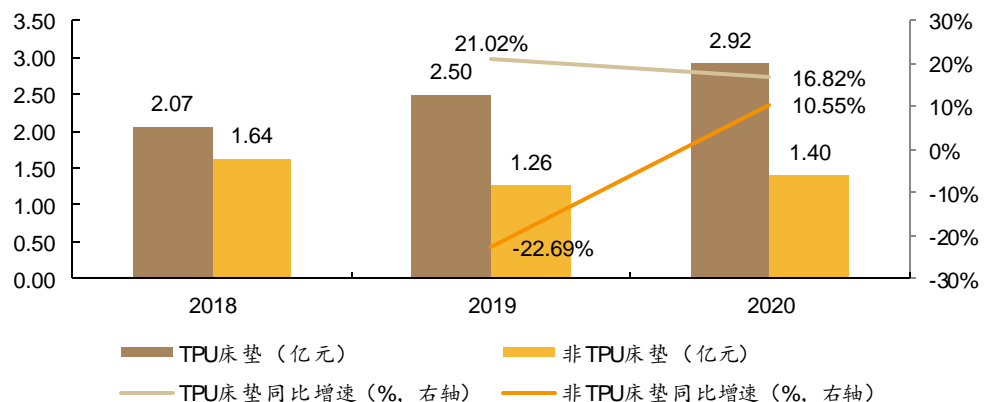


资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 3.3.2. 品类内部结构不断优化，新品类需求快速放量

**TPU 类产品占比提升，带动充气床垫量价齐升，驱动业绩增长。**充气床垫是公司的主要产品，2020年充气床垫品类实现收入4.32亿元，同比增长14.71%。TPU类充气床垫产品由于具有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、更为环保等优越特性，销量规模及充气床垫类产品的销量占比整体稳定上升，销量占比分别为41.41%、56.32%、51.84%。同时其单位价格相对较高，2018-2020年平均售价分别为131.52元、125.96元、147.85元，带动充气床垫业务量价齐升。未来随着公司高值产品占比不断提升，公司盈利有望进一步增厚。

图 31：充气床垫中 TPU 品类占比提升



资料来源：招股说明书，德邦研究所

**新产品不断推出，满足客户需求增长。**随着户外用品消费市场的成熟，个性化需求日益增加。公司紧跟市场需求发展趋势，挖掘市场新需求，增加产品类型。公司新产品的推出方式为自主设计 ODM 业务以及与客户共同开发的 ODMOEM 相结合业务模式。逐步丰富产品矩阵，满足消费者个性化需求。

表 5: 近两年公司与客户合作研发新产品情况 (万元)

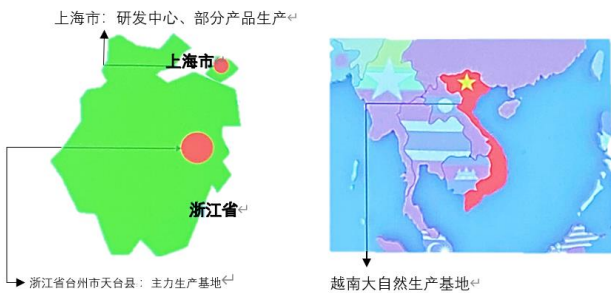
	客户名称	产品名称	推出时间	2020 年收入金额	2019 年收入金额
1	迪卡侬	足球门	2019 年 2 月	1,884.42	968.41
2	迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月	2,028.38	-
3	迪卡侬	30 升防水桶	2019 年 1 月	470.98	434.92
4	迪卡侬	PVC 冲浪板	2020 年 4 月	297.72	-
5	REI	包边床	2019 年 1 月	758.09	883.86
6	REI	水袋	2020 年 5 月	101.48	-
7	Igloo Products Corp.	冰包	2020 年 6 月	748.75	-
8	傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 包边床	2020 年 7 月	310.72	-
9	Corinto Co.,Ltd	PVC 双人胶粘充气床	2020 年 7 月	106.4	-

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

### 3.4. 产能布局引领新增长, 原材料管理减少成本波动

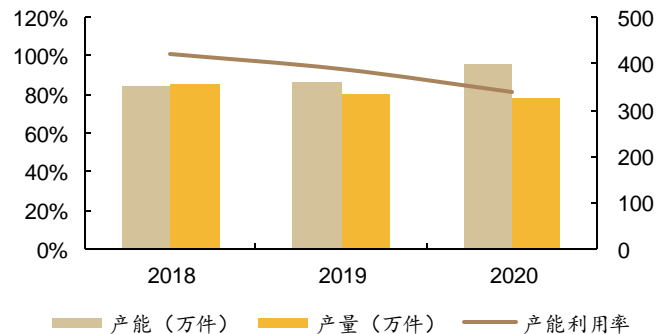
**越南产能布局引领新增长, 全球布局趋势明朗。**公司目前有三大生产基地, 分别是: 浙江天台、上海、越南。其中浙江天台是主要生产基地; 上海是研发中心, 并生产高端充气床垫; 越南生产防水箱包、保温箱包。出于关税、人力成本低、全球化布局、中美贸易摩擦、规避政治风险等因素的考虑, 未来公司将会布局欧洲、美洲等地区。公司 2018 年、2019 年、2020 年产量分别为 354.60 万件、336.28 万件、325.49 万件, 产能利用率为 101.31%、93.41%、81.37%, 2020 年产能利用率低系国内外疫情导致停工。

图 32: 全球产能布局



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

图 33: 公司产能利用率保持高水平



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

**产能稳步扩张, 保障公司业绩稳定增长。**此次发行新股募集资金将部分用于“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”和“越南户外用品生产基地建设项目”, 以上项目的实施有助于公司进一步丰富产品线, 做大做强公司现有业务。

表 6: 公司产能建设稳步推进

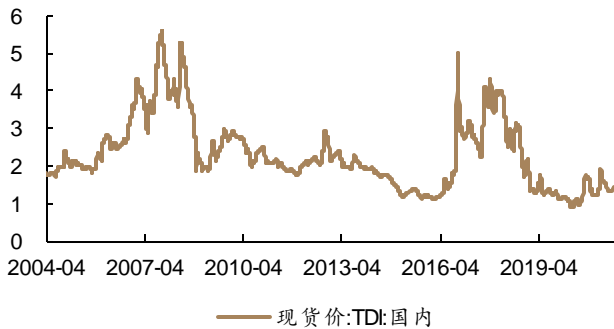
项目名称	总投资额	建设周期	预期效果
改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设	4.75 亿元	42 个月	建成三年及以后各年达到 100% 设计生产能力
户外用品自动化生产基地改造	1.88 亿元	24 个月	建成三年及以后各年达到 100% 设计生产能力
户外产品技术研发中心建设	1.11 亿元	24 个月	提高产品技术含量、更新换代速度、降低产品制造成本
越南户外用品生产基地建设	0.68 亿元	18 个月	计划年产 75 万条充气床垫及 40 万只防水户外箱包

资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

**公司原材料采购管理经验丰富, 有效抑平价格波动。**公司拥有丰富的原材料采购管理经验, 采用风险中性原则, 合理制定原材料采购计划。拥有华东最大的

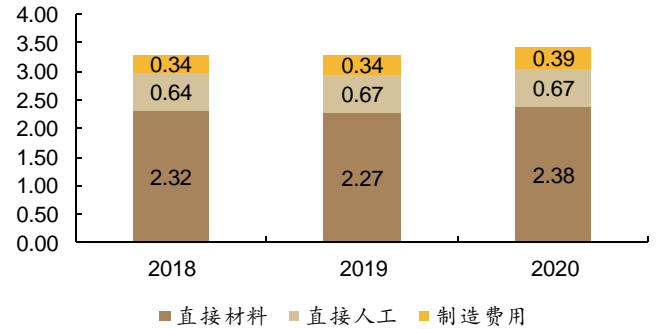
TDI 储存仓库，容量可满足一年的生产需求。善用金融衍生品，熨平汇率波动影响。根据即期汇率情况买远期交割合约，一般根据收汇、用汇情况远期交割覆盖 80% 的外汇，规避可能存在的汇率风险。原材料采购管理、汇率保值双重防范机制效果良好。

图 34：近期 TDI 价格位于历史较低位置（万元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：公司原材料成本保持稳定（亿元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 盈利预测

**充气床垫：**预计公司充气床垫产品 2021-2023 年分别实现营业收入 6.21 亿元、8.42 亿元、11.31 亿元，同比增长 43.85%、35.45%、34.40%。

**户外箱包：**预计公司户外箱包产品 2021-2023 年分别实现营业收入 0.93 亿元、1.18 亿元、1.48 亿元，同比增长 33.62%、27.50%、25.46%。

**头枕坐垫：**预计公司头枕坐垫产品 2021-2023 年分别实现营业收入 0.52 亿元、0.66 亿元、0.83 亿元，同比增长 28.52%、26.48%、25.46%。

我们预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 8.17 亿元、10.91 亿元、14.43 亿元，同比增长 40.60%、33.44%、32.33%。

表 7：分产品业绩拆分及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	5.45	5.81	8.17	10.91	14.43
成本	3.28	3.45	5.01	6.54	8.64
YOY (%)	7.16%	6.68%	40.60%	33.44%	32.33%
毛利率 (%)	39.83%	40.68%	38.71%	40.00%	40.14%
<b>充气床垫</b>					
收入 (亿元)	3.77	4.32	6.21	8.42	11.31
YOY (%)	1.71%	14.71%	43.85%	35.45%	34.40%
毛利率 (%)	42.04%	44.69%	41.03%	42.59%	42.77%
业务收入比例 (%)	69.11%	74.32%	76.03%	77.18%	78.38%
销售量 (万件)	352.65	381.30	522.38	673.87	862.56
销量同比 (%)	-7.09%	8.12%	37.00%	29.00%	28.00%
平均单价 (元/件)	106.80	113.30	118.97	124.92	131.16
单价同比 (%)	9.47%	6.09%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>户外箱包</b>					

收入 (亿元)	0.70	0.69	0.93	1.18	1.48
YOY(%)	6.97%	-0.77%	33.62%	27.50%	25.46%
毛利率(%)	27.17%	28.59%	27.12%	27.63%	27.78%
业务收入比例(%)	12.82%	11.92%	11.33%	10.82%	10.26%
销售量 (万件)	115.56	118.84	155.68	194.60	239.36
销量同比(%)	-3.13%	2.84%	31.00%	25.00%	23.00%
平均单价 (元/件)	60.43	58.32	59.48	60.67	61.89
单价同比(%)	10.42%	-3.51%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>头枕坐垫</b>					
收入 (亿元)	0.64	0.41	0.52	0.66	0.83
YOY(%)	41.45%	-36.80%	28.52%	26.48%	25.46%
毛利率(%)	43.03%	39.68%	39.08%	40.60%	39.79%
业务收入比例(%)	11.77%	6.97%	6.37%	6.04%	5.73%
销售量 (万件)	115.56	118.84	149.74	185.68	228.38
销量同比(%)	-3.13%	2.84%	26.00%	24.00%	23.00%
平均单价 (元/件)	55.51	34.11	34.80	35.49	36.20
单价同比(%)	46.02%	-38.54%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>其他主营业务</b>					
收入 (亿元)	0.34	0.38	0.50	0.64	0.80
YOY(%)	24.07%	12.22%	30.56%	27.50%	25.46%
毛利率(%)	35.14%	19.59%	31.81%	28.85%	26.75%
业务收入比例(%)	6.27%	6.60%	6.13%	5.85%	5.55%
销售量 (万件)	66.32	63.63	81.45	101.81	125.22
销量同比(%)	-2.50%	-4.06%	28.00%	25.00%	23.00%
平均单价 (元/件)	51.55	60.29	61.50	62.73	63.98
单价同比(%)	27.25%	16.96%	2.00%	2.00%	2.00%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY(%)	294.39%	567.44%	-	-	-
毛利率(%)	81.53%	1.82%	-	-	-
业务收入比例(%)	0.03%	0.19%	0.13%	0.10%	0.08%

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4.2. 投资建议

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 8.17、10.91、14.43 亿元, 同比增长 40.60%、33.44%、32.33%, 2021~2023 年归母净利润分别为 2.14、2.97、3.96 亿元, 同比增长 34.10%、38.72%、33.56%, 对应 2021-2023 年 PE 分为 27.03X、19.48X、14.59X。考虑到公司产能稳步扩张, 客户稳定优质, 新旧品类快速放量, 公司业绩高速增长有望延续, 看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

股票代码	股票简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	总股本 (亿)	PE				EPS			
					2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300577.SZ	开润股份	17.64	42.37	2.40	54.35	18.63	13.15	10.36	0.32	0.95	1.34	1.70
300979.SZ	华利集团	88.35	1031.04	11.67	54.88	39.69	31.37	25.64	1.61	2.23	2.82	3.45
002780.SZ	三夫户外	18.44	26.81	1.45	-40.95	89.35	47.87	35.74	-0.45	0.21	0.39	0.52
平均值					22.76	49.22	30.80	23.92				
605080.SH	浙江自然	57.18	57.82	1.01	27.23	27.03	19.48	14.59	2.10	2.12	2.94	3.92

资料来源: Wind, 德邦研究所 (注: 开润股份、华利集团、三夫户外的盈利预测采用 Wind 一致预期, 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 13 日)

## 5. 风险提示

汇率波动风险；国际贸易政策发生变动风险；原材料价格波动风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.10	2.12	2.94	3.92
每股净资产	6.68	16.59	19.52	23.44
每股经营现金流	2.03	2.02	2.62	3.51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.23	27.03	19.48	14.59
P/B	8.56	3.45	2.93	2.44
P/S	7.46	7.07	5.30	4.01
EV/EBITDA	22.43	20.25	15.85	11.63
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.7%	39.5%	40.4%	40.5%
净利润率	27.4%	26.2%	27.2%	27.5%
净资产收益率	23.6%	12.8%	15.0%	16.7%
资产回报率	18.6%	11.3%	13.2%	14.5%
投资回报率	21.1%	12.1%	14.3%	16.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.7%	40.6%	33.4%	32.3%
EBIT 增长率	15.3%	39.2%	39.5%	35.4%
净利润增长率	21.4%	34.1%	38.7%	33.6%
偿债能力指标				
资产负债率	21.4%	11.2%	12.4%	13.3%
流动比率	2.6	4.8	3.3	3.3
速动比率	1.7	3.7	2.2	2.2
现金比率	0.9	2.9	1.5	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	59.1	54.0	54.7	56.0
存货周转天数	155.2	149.6	159.2	154.7
总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	2.4	1.8	1.9	2.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	160	214	297	396
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	19	23	13	10
非经营收益	-9	2	-0	-3
营运资金变动	37	-35	-44	-49
经营活动现金流	206	204	265	355
资产	-98	-563	-429	-230
投资	4	-6	-6	-8
其他	1	-5	-3	-1
投资活动现金流	-94	-575	-439	-239
债权募资	-33	-3	-3	-2
股权募资	0	788	0	0
其他	-4	-13	-0	-0
融资活动现金流	-37	772	-4	-2
现金净流量	71	401	-177	113

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 13 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	581	817	1,091	1,443
营业成本	345	495	650	858
毛利率%	40.7%	39.5%	40.4%	40.5%
营业税金及附加	4	7	9	12
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	16	20	27	32
营业费用率%	2.7%	2.5%	2.5%	2.2%
管理费用	27	31	40	52
管理费用率%	4.7%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用	21	29	39	52
研发费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EBIT	170	236	330	447
财务费用	6	-12	-16	-15
财务费用率%	1.1%	-1.4%	-1.4%	-1.0%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	4	-5	-3	-1
营业利润	180	245	342	457
营业外收支	6	3	4	4
利润总额	186	248	346	461
EBITDA	188	259	342	456
所得税	27	34	49	65
有效所得税率%	14.4%	13.8%	14.1%	14.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	160	214	297	396

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	145	546	369	483
应收账款及应收票据	94	124	169	226
存货	147	202	282	362
其它流动资产	31	30	27	32
流动资产合计	417	903	847	1,103
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	246	459	573	662
在建工程	45	375	683	819
无形资产	117	117	117	117
非流动资产合计	442	986	1,407	1,633
资产总计	859	1,889	2,255	2,736
短期借款	12	0	0	0
应付票据及应付账款	97	133	186	239
预收账款	0	6	7	7
其它流动负债	51	47	61	91
流动负债合计	160	186	254	336
长期借款	3	5	6	8
其它长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	24	25	27	29
负债总计	184	212	281	365
实收资本	76	101	101	101
普通股股东权益	676	1,677	1,974	2,370
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	859	1,889	2,255	2,735



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。