

华生科技(605180.SH)

报告日期: 2021年08月22日

深度报告

公司研究—纺织服装行业—

证券研究报告

# 拉丝气垫材料第一股，与全民健身时代共振

## ——华生科技深度报告

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨  
✉️ : mali@stocke.com.cn

### 报告导读

拉丝气垫材料是体育用品赛道的战略新型材料，公司在该领域率先实现国产突破并处于国内领先水平，本次募投后将突破产能瓶颈，未来三年业绩有望放量！

### 投资要点

#### □ 拉丝气垫材料国产化推动者，下游以运动用品为主，可拓性强

**市场空间方面**，拉丝气垫材料为划水板、瑜伽垫等运动用品的重要半成品材料，性能优越，且可拓展至救护、国防、农业等领域，具有广阔市场空间，预计我国未来5年年均复合增速可达15%，2020年全球市场容量达10亿美元。

**竞争格局方面**，公司于2012年率先突破进口依赖，是国内最早量产拉丝气垫材料的厂商，根据我们对全国产量以及主要竞争对手业务规模的测算，公司目前在细分领域已占三分之一左右的国内市场份额，公司产品经过市场多年验证，在业内具有较好口碑，与众多优质客户建立稳定合作关系。

**公司技术优势方面**，公司持续自主研发以及引进消化再创新，拥有21项自主知识产权，掌握全产业链的核心技术，在基布织造和成品贴合两个区分产品品质的核心环节上均具有较强技术优势。

#### □ 产能进入瓶颈期，募资扩产正逢其时，未来三年业绩将放量

通过对公司拉丝气垫材料的量价拆分，我们看到：

**产量和销量上**，拉丝气垫材料销量、产量近三年实现翻倍，产销率和产能利用率均已接近或超过100%，现有产能已不足以支撑公司承接更多订单。另一方面，公司IPO募资将新增拉丝基布产能450万平方米，预计三年后投产，公司市场份额有望极大提升。

**价格和成本上**，近年来公司拉丝气垫材料单价从93.8元下降至65.6元，毛利率从56.6%下降至53.8%。产品单价下降主要来源于：1) 原材料成本下降，其中占比最高的涤纶工业长丝采购单价从12.6元下降至7.7元，降幅达39%；2) 加工制造费下降：公司拉丝基布自产比例从2018年的30%上升至2020年的91%，由于自产的制造费用相比外协生产低5-6元/平米，因此公司制造费下降明显。公司在定价上坚持市场化路线，在保持合理利润上争取更大市场份额，单价降低并非公司产品力下降的表现。

#### □ 逐步淡出低端产品市场，利润率在高位仍有上升空间

**分产品毛利率来看**，公司拉丝气垫材料、充气游艇材料、篷盖材料、灯箱广告材料的毛利率水平分别在50%/30%/20%/10%+，差距悬殊。其中灯箱广告材料技术门槛较低，是公司低端产品系列。公司近年将业务重心转向毛利率更高的气密材料，而灯箱广告材料的收入占比从12.9%萎缩至1.3%。产品结构的优化将使公司整体毛利率水平在目前43%的高位上进一步上升。

### 评级

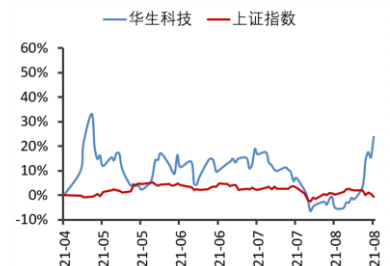
买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥39.88

### 单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.62
1Q/2021	0.61
4Q/2020	/
3Q/2020	/



### 公司简介

公司是一家专业从事塑胶复合材料的研发、生产、销售业务的高新技术企业，产品包括拉丝气垫材料、充气游艇材料、篷盖材料和灯箱广告材料。

### 相关报告

报告撰写人: 马莉  
联系人: 林骥川、詹陆雨

### □ 盈利预测及估值

公司核心产品产能扩张确定性强，下游需求旺盛，产能消化有所保障，预计公司 21/22/23 年归母净利润 2.0/2.5/3.2 亿，对应增速 90%/24%/28%，对应估值 20/16/12X。作为国内拉丝气垫材料的领军企业，考虑其较高的中短期业绩释放速度、未来业绩发展潜力以及公司优秀的盈利能力，我们认为 21 年合理估值为 28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### □ 风险提示

产能扩张项目推进不及预期，原材料价格上升风险，疫情反复导致下游需求不足

### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	368.8	633.4	792.3	1011.1
(+/-)	16.1%	71.7%	25.1%	27.6%
净利润	107.5	203.8	253.0	322.9
(+/-)	24.2%	89.5%	24.1%	27.6%
每股收益 (元)	1.43	2.04	2.53	3.23
P/E	37.1	19.6	15.8	12.4

## 正文目录

<b>1. 气密材料国内先行者，卡位优质运动赛道</b>	<b>5</b>
1.1. 深耕塑胶行业二十多年，多次实现国产突破	5
1.2. 公司股权结构集中，员工激励充分	6
1.3. 拉丝气垫材料带动高增长和高利润率	6
<b>2. 核心看点：拉丝气垫国内领军者，前景广阔</b>	<b>9</b>
2.1. 性能优越的新型材料，应用领域可拓性强	9
2.2. 技术和资本高壁垒，行业格局集中且稳固	10
2.3. 公司持续加码研发投入，技术处于国内领先	12
<b>3. 量价拆分：拉丝气垫产能扩张，规模优势凸显</b>	<b>15</b>
3.1. 产能瓶颈破除后将打开销量天花板	15
3.2. 有效的成本改善构筑定价主动权	16
<b>4. 其他业务：业务重心转移，产品结构优化</b>	<b>18</b>
4.1. 充气游艇材料：第二大业绩增长点	18
4.2. 柔性材料：低端产品系列，市场竞争充分	19
<b>5. 盈利预测和估值</b>	<b>21</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 华生科技发展历程	5
图 2: 公司产品及下游应用领域	5
图 3: 公司股权结构 (截至 2021 年 4 月 30 日)	6
图 4: 公司近 5 年营业收入	6
图 5: 公司近 5 年归母净利润	6
图 6: 公司各产品销售收入占比	7
图 7: 公司营业收入的地区分布	7
图 8: 公司近 5 年毛利率及净利率	7
图 9: 公司近 5 年各产品的毛利率水平	7
图 10: 公司近 5 年期间费用率	8
图 11: 拉丝气垫材料基本结构	9
图 12: 拉丝气垫材料的下游应用领域	9
图 13: 2000-2018 年中国户外用品市场规模	10
图 14: 全球划水板市场规模预测	10
图 15: 全球瑜伽垫市场规模预测	10
图 16: 我国拉丝气垫材料产量预测	10
图 17: 气密材料生产流程及核心环节	13
图 18: 核心环节生产设备	13

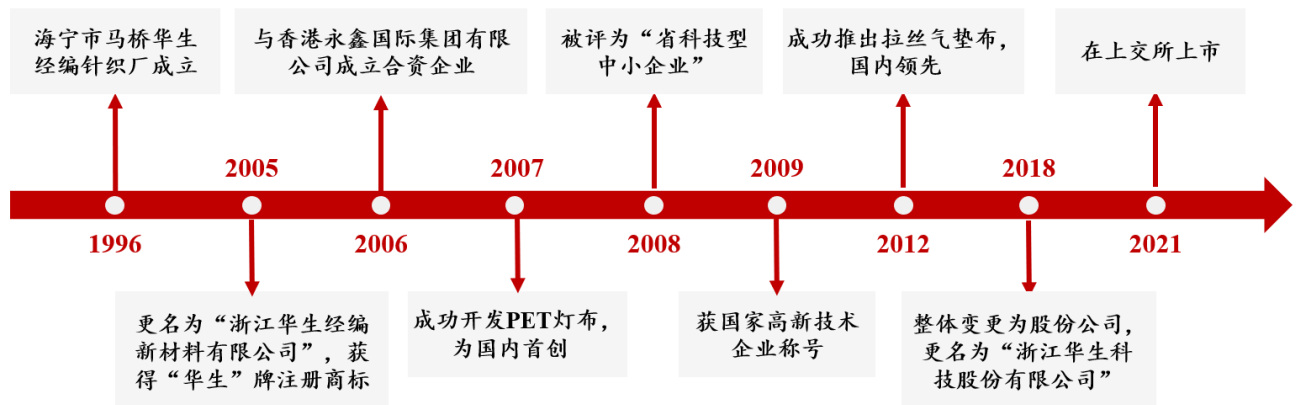
图 19: 充气艇应用场景 .....	18
图 20: 充气游乐设施产品 .....	18
图 21: 全球篷布市场规模预测 .....	19
图 22: 全球野营帐篷市场规模预测 .....	19
图 23: 灯箱广告材料应用场景 .....	19
图 24: 我国广告市场规模及户外广告占比 .....	19
表 1: 公司拉丝气垫材料产量占比 .....	10
表 2: 国内拉丝气垫材料主要生产商财务数据对比 .....	11
表 3: 华生科技气密材料主要客户名单 .....	12
表 4: 公司研发项目和成果 .....	12
表 5: 公司在拉丝气垫材料核心生产环节上的技术优势 .....	14
表 6: 公司拉丝气垫材料产销量 .....	15
表 7: 公司拉丝基布产能利用率 .....	15
表 8: 公司本次募集资金项目概况 .....	16
表 9: 公司拉丝气垫材料销售单价 .....	16
表 10: 公司主要原材料采购价格 .....	17
表 11: 外协加工与自主加工同种拉丝基布的成本对比 .....	17
表 12: 公司充气游艇材料经营情况 .....	18
表 13: 公司柔性材料经营数据 .....	20
表 14: 华生科技分业务盈利预测 .....	21
表 15: 华生科技费用率预测 .....	22
表 16: 可比公司估值对比 .....	22
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1. 气密材料国内先行者，卡位优质运动赛道

### 1.1. 深耕塑胶行业二十多年，多次实现国产突破

华生科技是一家专业从事塑胶复合材料的研发、生产、销售业务的高新技术企业，是最早研发并量产拉丝气垫材料的国内企业。公司前身是1996年成立的海宁市马桥华生经编针织厂，2005年改制为有限责任公司，2018年整体变更为股份有限公司，2021年3月于上交所上市。

图 1：华生科技发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司产品的下游成品可应用于户外运动、水上用品、安全防护、交通运输、广告灯箱等广泛领域。塑胶复合材料是产业用纺织品的一种，根据气密性标准的不同，公司产品可分为气密材料和柔性材料两大类。其中，气密材料包括拉丝气垫材料和充气游艇材料，主要应用在划水板、体操垫、充气游艇等运动、休闲领域；柔性材料包括篷盖材料和灯箱广告材料，主要应用在交通物流、平面广告等领域。

图 2：公司产品及下游应用领域

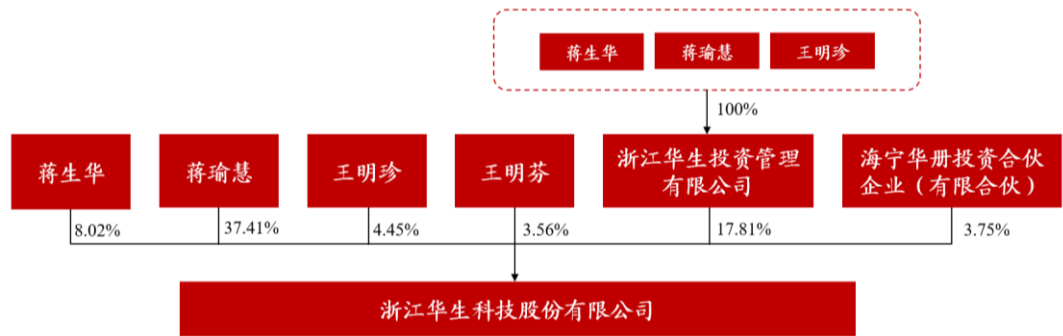


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

## 1.2. 公司股权结构集中，员工激励充分

公司股权结构集中，核心员工拥有股权激励。截至2021年4月30日，蒋瑜慧、蒋生华和王明珍三人直接和间接持有公司67.69%的股权，为公司实际控制人，其中蒋瑜慧为蒋生华和王明珍之女。海宁华册为员工持股平台，其合伙人均为公司核心员工，合计持有公司3.75%股份，合理的员工持股比例有利于调动其工作积极性。

图 3：公司股权结构（截至 2021 年 4 月 30 日）

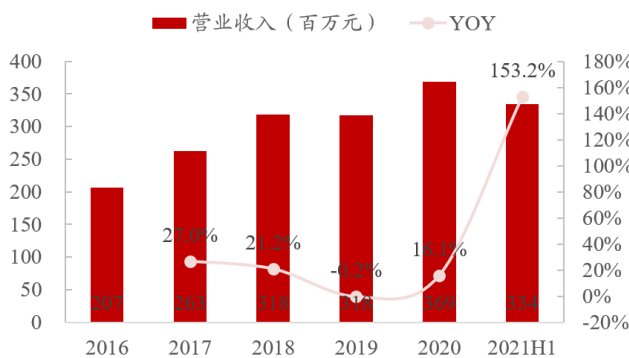


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.3. 拉丝气垫材料带动高增长和高利润率

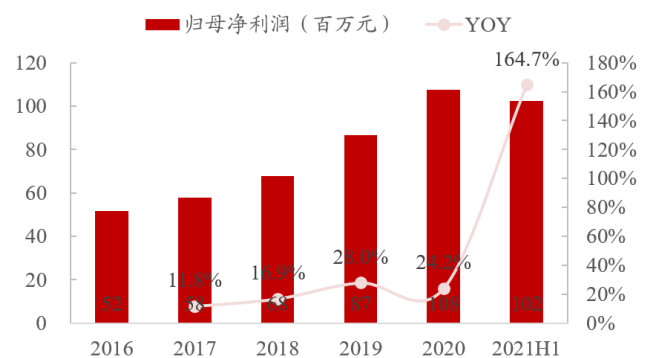
近年来公司营收、利润保持高速增长。2016-2020年，公司营收从2.07亿元增长至3.69亿元，CAGR达15.6%；公司归母净利润从0.52亿元增长至1.08亿元，CAGR达20%。2020年公司在疫情之下逆势高增长，主要是因为受疫情影响人们较多居家生活，体操垫、瑜伽垫等室内休闲娱乐产品销量良好，带动公司气密材料产品销量情况良好。2021H1公司收入3.34亿元（+153%），归母净利润1.02亿（+165%），业绩大超预期。

图 4：公司近 5 年营业收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：公司近 5 年归母净利润



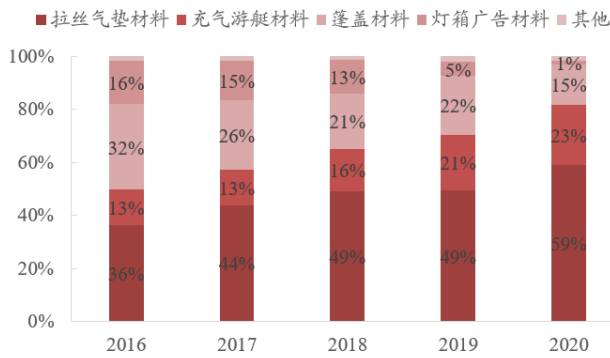
资料来源：Wind，浙商证券研究所

分产品来看，气密材料占比逐渐提升，柔性材料业务逐渐萎缩。拉丝气垫材料是公司核心产品，占比从2016年的36%提升至2020年的59%，尤其是2020年销售额同比增长38%，占比大幅提升10%，是公司收入增长的主要驱动力。充气游艇材料作为另一项气密材料，近5年的占比提升10%至23%，已成为公司第二大业务。与此相对应，柔性材料(篷盖材料和灯箱广告材料)的销售占比从2016年的48%下降至2020年的16%，尤其是灯箱广告材料2020年占比已萎缩至1.3%，已成为公司边缘业务。

分地区来看，国内华东地区是最大市场，出口体量和占比均逐年下滑。公司各类产品中，气密材料主要面向国内休闲、运动器材生产厂家，因此受气密材料收入大幅

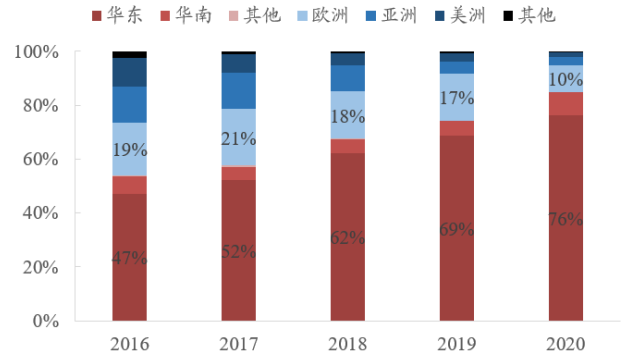
增长的驱动，公司内销收入稳步增长且占比逐年提高（集中在华东地区）。公司出口业务呈下降趋势，一方面是由于公司调整业务结构，主要面向国外客户的柔性材料业务逐渐萎缩；另一方面是受中美贸易摩擦影响，公司产品多在美国政府加征关税的商品清单内。

图 6：公司各产品销售收入占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

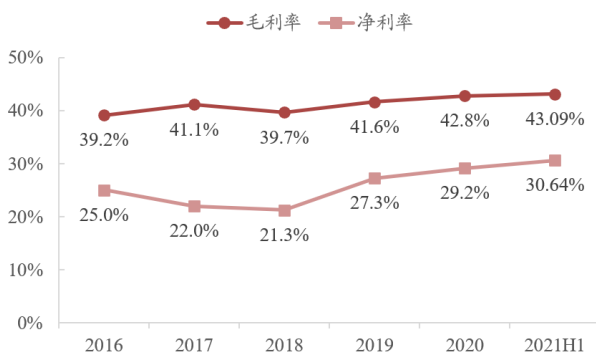
图 7：公司营业收入的地区分布



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

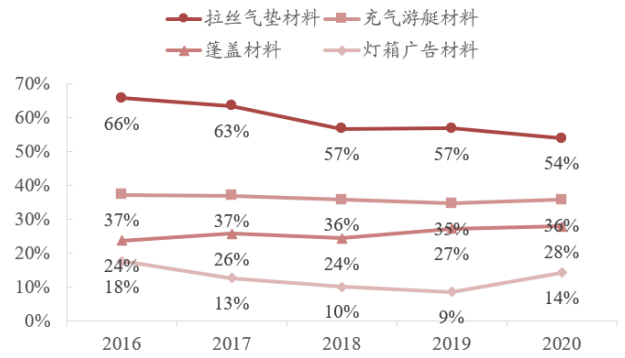
随着高毛利的拉丝气垫材料占比提升，公司利润率在高位仍然保持向上趋势。由于拉丝气垫材料具有较高技术含量，国内竞争者较少，因此它相比公司其他产品拥有更高的产品定价及毛利率水平，如图所示，拉丝气垫材料、充气游艇材料、篷盖材料、灯箱广告材料的毛利率水平分别在 50%+/30%/+20%/+10%+，差距悬殊。得益于公司较高的且持续增长的气密材料销售占比，公司整体毛利率维持在 40%以上，并且呈现明显上升趋势。

图 8：公司近 5 年毛利率及净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

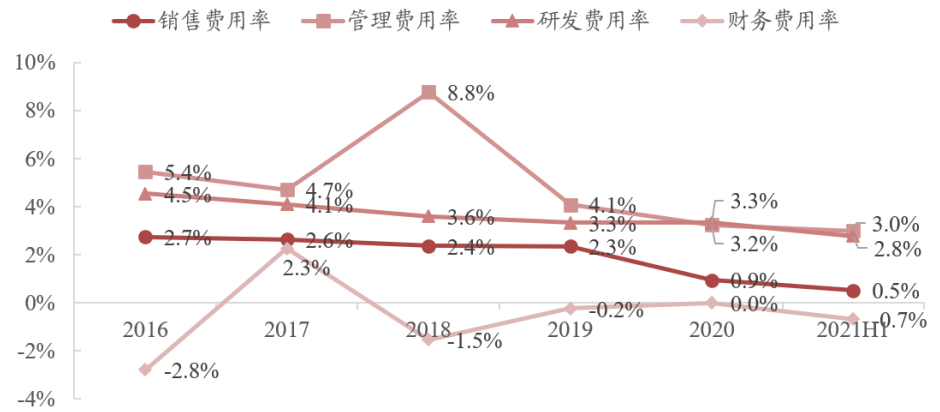
图 9：公司近 5 年各产品的毛利率水平



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

由于规模效应及公司较强的控费能力，近年来公司各项期间费用率（除财务费用率）均呈现逐年下滑的趋势，净利率提升明显，2021H1 已达到 30.6%。其中，2018 年管理费用率较高主要系当年度员工持股平台增资，确认了股份支付费用 1,580.29 万元，剔除后当年管理费用率为 3.8%，符合整体趋势。

图 10：公司近 5 年期间费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

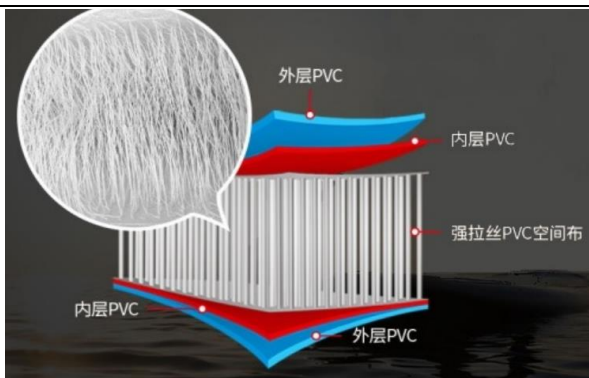


## 2. 核心看点：拉丝气垫国内领军者，前景广阔

### 2.1. 性能优越的新型材料，应用领域可拓性强

拉丝气垫材料为战略新材料产品，性能优越，应用领域富有想象空间。不同于充气游艇材料、篷盖材料、灯箱广告材料所使用的单层涤纶基布，拉丝气垫材料是一种以拉丝基布为增强材料的复合材料，为立体空间结构，既保有常规充气的密封材料的特点，又拥有很好的机械强度、缓冲功能及较强的冲击吸收作用等优点。拉丝气垫材料主要用于制造划水板、皮划艇、体操垫、瑜伽垫等户外水上、室内健身场景下的运动用品，此外还有望逐步应用于医疗卫生、防护救护、国防军事、农业绿化等广泛领域，如医用床垫、救生气垫、隔垫等，可拓展性较强。

图 11：拉丝气垫材料基本结构



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 12：拉丝气垫材料的下游应用领域



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

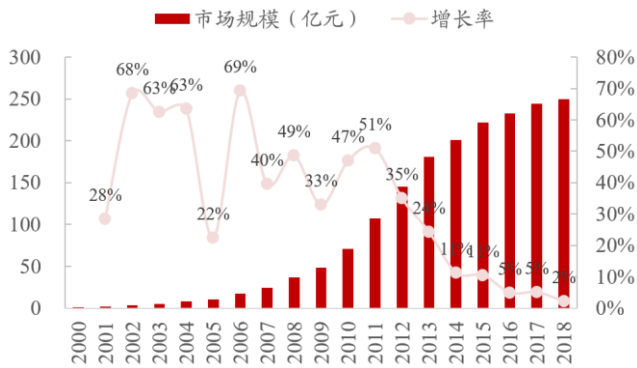
水上运动和室内健身市场规模快速扩大，带动拉丝气垫材料需求量高增。

1) **户外水上运动**：在全球，户外运动已经成为人们平日消遣、节日度假旅游的重要选择之一，但我国人均户外用品消费金额不足欧美市场的 1/4，中国户外用品市场还远未达到成熟期。根据中国纺织品商业协会户外用品分会（COCA）数据，2001 年至 2010 年十年间，我国户外用品市场年均复合增速达 43.67%，2010 年以来尽管增速有所放缓，但前景依然广阔。以水上运动中划水板（SUP）为例，根据 Technavio 报告数据，预计从 2015 年至 2020 年，全球划水板（SUP）市场规模将从 49.56 亿美元增长至 99.90 亿美元，年均增幅 15% 左右。在材质上，充气式划水板由于其体积小、轻便耐用等优势，成为冲浪板行业增速最快、规模最大的行业。

2) **室内健身**：室内健身主要包括健身房和居家健身，随着生活节奏加快和疫情催化，省时、便捷的居家健身日渐普及。根据美国 Allied Market Research 的数据，2019 年全球瑜伽垫市场规模达到 142.9 亿美元，预计 2026 年将达到 232 亿美元，年均复合增长率为 7.1%。在材质上，PVC 瑜伽垫在 2018 年全球市场占据的份额超过三分之一，这个市场主导地位将保持到 2026 年。

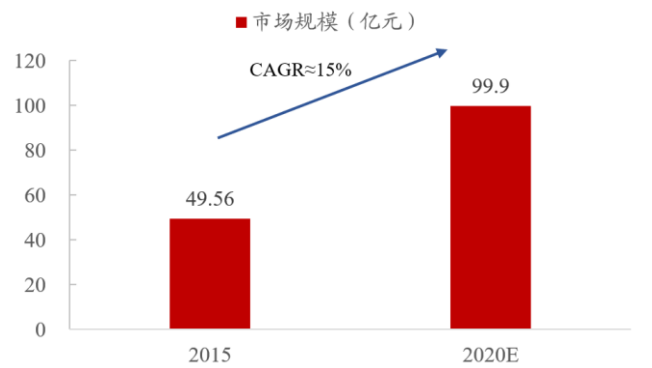
作为划水板、瑜伽垫等运动用品的重要优质原材料，拉丝气垫材料于 2013 年在国内研发成功并推向市场后即获得快速发展。根据中国产业用纺织品行业协会数据，2014-2018 年，我国大隔距经编间隔织物（即拉丝气垫材料）年复合增长率在 30% 以上，2018 年产量达 782 万平方米，今后将以每年 15% 以上的速度增长，预计到 2025 年全球的市场容量在 10 亿美元左右。

图 13：2000-2018 年中国户外用品市场规模



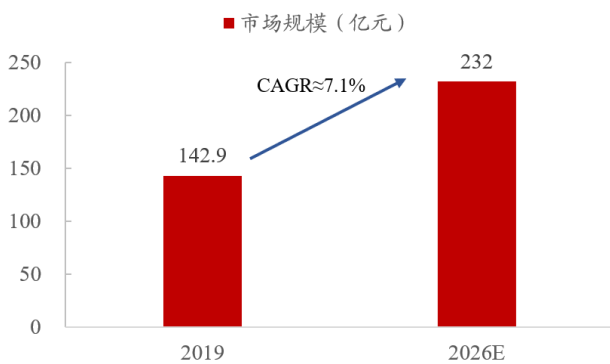
资料来源：中国纺织品商业协会户外用品分会，浙商证券研究所

图 14：全球划水板市场规模预测



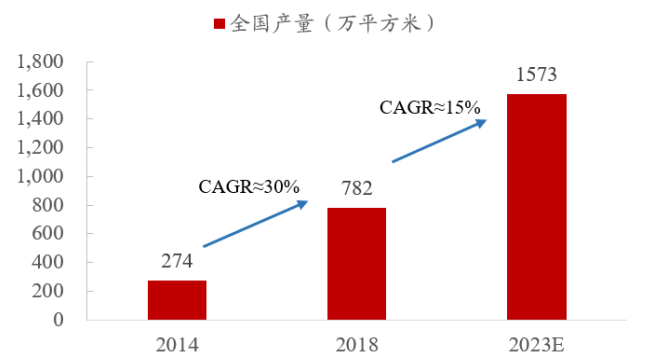
资料来源：Technavio，浙商证券研究所

图 15：全球瑜伽垫市场规模预测



资料来源：Allied Market Research，浙商证券研究所

图 16：我国拉丝气垫材料产量预测



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，浙商证券研究所

## 2.2. 技术和资本高壁垒，行业格局集中且稳固

2012 年开始进口替代之路，目前全球产能集中于国内，竞争者仅三家。2012 年之前，我国拉丝气垫材料主要依赖从德国、韩国等国家进口。与普通的纺织用品相比，拉丝气垫材料研发难度高、资本投资大，存在着较高的进入壁垒，如公司从 2011 年开始研发拉丝气垫材料，至 2013 年才实现量产并推向市场；在单台设备上的投入亦较大，如单台压延机，其单价在 2,000 万元左右。因此，目前国内能实现拉丝气垫材料持续稳定量产并对外销售的企业仅有华生科技、中国龙天集团、浙江明士达三家企业。海外竞争者主要为德国海德思、韩国源丰等，但其生产和销售规模较小，价格较高，在国内基本无市场份额。并且，由于下游划水板厂商基本都位于中国，因此可以得出，拉丝气垫材料的全球产能基本都位于中国。

根据测算，华生科技约供给国内三分之一的拉丝气垫材料。根据前文数据，假设我国拉丝气垫材料的产量从 2018 年的 782 万平方米以每年 15% 以上的速度增长，则 2020 年全国产量为 1034 万平方米，华生科技 2020 年拉丝气垫材料产量约占全国产量的 33%。

表 1：公司拉丝气垫材料产量占比

	2018	2019	2020
全国产量 (万平方米)	782.0	899.3	1,034.2
华生科技产量 (万平方米)	171.3	174.4	343.5
华生科技占比	21.9%	19.4%	33.2%

资料来源：中国产业用纺织品行业协会，公司招股书，浙商证券研究所

从国内竞争对手的拉丝气垫材料收入规模来看：

- ✓ 龙天集团 拉丝气垫材料年收入规模约 3.0 亿元。龙天集团材料产品 2020 年占比为 91.5%，其中以空间布材料（即拉丝气垫材料）和汽艇材料为主，近两年空间布材料具体占比未披露，从 2018 年数据来看，空间布材料占材料产品的 26.6%，由于近两年材料产品的收入增加主要来自于空间布材料，据此推测目前空间布材料总规模约 2.95 亿元，占公司总收入的 36% 左右。
- ✓ 明士达 拉丝气垫材料年收入规模约 1.6 亿元。明士达以环保装饰材料为核心产品，2020 年占比 59.3%，功能性运动材料占比为 21.48%，假设其中高隔距空间材料（即拉丝气垫材料）和气密船布各占一半，则 2020 年公司拉丝气垫材料规模为 1.64 亿元。根据明士达招股书申报稿，其即将 IPO 募集的资金将主要用于建设柔性材料生产线，预计近几年内拉丝气垫材料的规模不会有大幅上升。

由于华生科技拉丝气垫材料年收入规模为 2.16 亿元，假设华生科技、龙天集团、明士达三家企业生产的拉丝气垫材料即为全国产量，则可以估算华生科技的拉丝气垫材料所占国内市场份额约为 32%，与前一种测算方法的结果基本一致。

此外，由于华生科技的拉丝气垫材料的占比（59%）远高于龙天集团（约 36%）和明士达（约 11%），得益于拉丝气垫材料的高毛利率，华生科技的整体毛利率和净利率水平均远高于可比公司。

表 2：国内拉丝气垫材料主要生产商财务数据对比

单位：百万元		2016	2017	2018	2019	2020
华生科技	公司产品	拉丝气垫材料、充气游艇材料、篷盖材料、灯箱广告材料				
	收入	204.1	259.4	314.9	315.3	365.9
	YOY		27.1%	21.4%	0.1%	16.0%
	毛利率	39.2%	41.1%	39.7%	41.6%	42.8%
	归母净利润	51.8	57.9	67.6	86.6	107.5
	净利率	25.0%	22.0%	21.3%	27.3%	29.2%
龙天集团	公司产品	材料产品（空间布材料、汽艇材料、气密材料及气模材料等）、地板产品				
	收入	472.7	523.8	536.6	660.5	812.1
	YOY		10.8%	2.4%	23.1%	23.0%
	毛利率	19.9%	22.7%	22.8%	22.0%	23.2%
	归母净利润	22.3	28.4	31.1	40.4	45.0
	净利率	4.7%	5.4%	5.8%	6.1%	5.5%
明士达	公司产品	环保装饰材料、功能性运动材料（高隔距空间材料、气密船布）、其他柔性材料				
	收入			1,180.3	1,342.4	1,524.9
	YOY				13.7%	13.6%
	毛利率			17.1%	22.4%	22.2%
	归母净利润			79.0	72.0	197.5
	净利率			6.7%	5.4%	12.9%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

拉丝气垫材料行业存在较强品牌效应，客户资源稳定且集中。公司拉丝气垫材料的终端产品中有 70% 为划水板，划水板涉及消费者人身安全，对产品的安全性、稳定

性要求较高,以华生科技为代表的现有供应商的产品质量经过市场多年验证,在下游客户心中具有较强的品牌力。此外,下游生产厂商对拉丝气垫材料的定制化程度高,基于产品质量稳定的要求以及更换成本等方面考虑,一般不会轻易更换供应商,新进入者较难抢占市场份额。2018-2020年,进入过华生科技前十大的客户共17家,其中购买气密材料的客户共12家,这12家客户交易规模占公司气密材料总收入的比例维持在50%左右,公司的客户资源非常集中和稳定。

**表 3: 华生科技气密材料主要客户名单**

序号	客户名称	交易规模 (万元)			主营业务
		2020	2019	2018	
1	嘉兴明珩健康科技有限公司	3,776.5	2,766.9	2,609.4	充气运动产品
2	威海东诺体育用品有限公司	3,512.0	1,846.6	1,082.1	充气冲浪板和充气游艇
3	威海波斯顿游艇股份有限公司	2,068.6	1,060.2	391.2	SUP 桨板等
4	昆山市欣欣塑胶制品有限公司	1,657.6	1,549.9	1,019.6	按摩浴缸、SUP 的冲浪板
5	威海宇成杰船游艇有限公司	916.2	43.6	-	充气艇、冲浪板、充气泳池等
6	江苏波涛户外用品有限公司	897.0	384.7	-	户外体育用品
7	广州市宇虹气模制品有限公司	793.4	360.9	441.7	划水板、充气玩具和瑜伽垫
8	海宁浙龙布业有限公司	758.7	507.4	159.1	冲浪板、皮划艇等
9	吉龙塑胶制品江苏有限公司	443.4	1,359.2	460.9	充气玩具、充气床、充气水池、充气冲浪板和充气 SPA
10	张家港市都市运动休闲用品有限公司	437.8	666.4	793.7	水上户外产品, 主要产品是 SUP 板
11	韩国 WOOSUNG I B CO LTD	245.6	677.8	1,552.8	充气类产品
12	东辉休闲运动用品 (上海) 有限公司	98.1	360.8	1,025.0	SPA 按摩浴缸、充气船、冲浪板、玻璃钢船等
合计		<b>15,604.7</b>	<b>11,584.3</b>	<b>9,535.3</b>	
占公司气密材料收入比例		<b>52.3%</b>	<b>52.3%</b>	<b>46.6%</b>	

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### 2.3. 公司持续加码研发投入, 技术处于国内领先

公司专注于塑胶复合材料产品的研发和生产二十多年, 积累了丰富的研发成果。为适应市场发展趋势, 公司通过自主研发以及引进消化吸收再创新等多种方式, 目前已充分掌握了相关产品的核心生产技术。目前公司拥有省级高新技术企业研究开发中心, 已获得加强型拉丝气垫材料、机织拉丝气垫材料生产工艺等 21 项专利, 通过或参与制定的国家、行业、联盟等标准累计达 10 余项。

**表 4: 公司研发项目和成果**

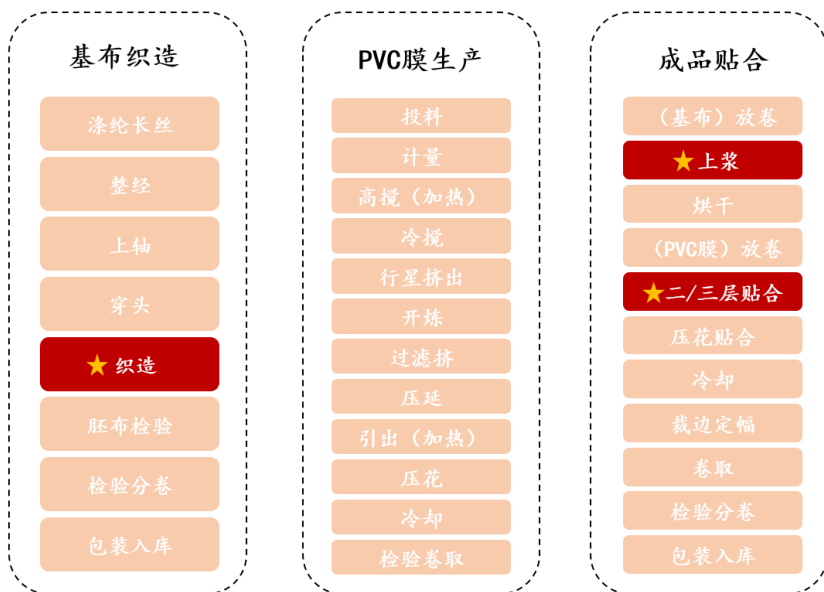
项目	内容
专利情况	自主知识产权 21 项, 其中发明专利 11 项、实用新型专利 8 项、外观设计专利 2 项
认证情况	获得美国消防部 NFPA701 认证 (未通过该认证的产品不得于美国阻燃相关产品市场出售); 通过欧盟玩具类产品的 EN71-3 环保标准检测
参与制定标准	参与制定的国家、行业、联盟等标准累计达 10 余项
研发中心	省级高新技术企业研究开发中心
研发项目	“环保热塑性弹性膜”、“无毒环保复合材料”、“复合材料防火性能研究”、“TPU 充气材料用合幅布”、“抗芯吸高强大型水池布”、“高气密性游艇布”、“轻型便携式冲浪板材料”、“高强抗老化喷绘广告材料”等

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

公司在基布织造和成品贴合两个核心环节上均具有较强技术优势。拉丝气垫材料生产流程包括基布织造、PVC膜生产、成品贴合等环节，其中PVC膜生产工艺较为成熟，不具有较高技术壁垒；而基布织造、成品贴合工艺复杂，且会对成品质量和使用性能产生明显影响，是区分产品品质的核心环节。

- **基布织造**：公司于17年起已掌握拉丝基布技术并逐步提高自产比例，目前不存在生产依赖。拉丝气垫材料所使用的拉丝基布技术壁垒高，主要体现在间隔层的制作宽度（越宽越难）、间隔层中拉丝的密度（密度越低越轻便和低成本）、穿纱方式（成品表面有不同的花型结构）等方面。目前公司已掌握相关织机的改装能力、配套生产控制软件的设计、穿纱技术、基布纬斜度控制、平整度等专业生产技术，已具备3-42.5厘米多种间隔规格拉丝基布的生产能力，能满足客户在不同场景下的应用需求。
- **上浆贴合**：公司采用最先进的轮涂法并持续改进技术细节。上浆、贴合环节的工艺优劣，直接决定了产品的外观、平整度、纬斜度、牢固度等指标，进而影响终端成品的气密性、使用效果、寿命等。公司使用先进的轮涂法上浆工艺，并持续对生产设备、浆料配方、工艺细节进行改进，较传统的涂刮法、含浸法成本更低、生产效率和产品质量更高。

图 17：气密材料生产流程及核心环节



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 18：核心环节生产设备



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**表 5：公司在拉丝气垫材料核心生产环节上的技术优势**

生产环节	公司技术优势
基布织造	<p>不断改进基布织机设备，间隔已覆盖从 3 厘米至 42.5 厘米多种规格</p> <p>通过增加/调整基布电机及设计的配套生产控制软件、控制织机梳节的摆动频率，使基布拉丝密度满足要求，还增加了基布花型</p> <p>掌握独特的穿纱技术，通过控制生产车间环境温、湿度，有效减少了断纱情况，提高了产品拉丝强度及成品率</p> <p>注意细节控制，成品具有纬斜小的优点，且保持成品充气后的表面平整度</p> <p>选择合适的涤纶工业丝原料及合适的涤纶丝油剂，解决基布纱线部分渗气的问题</p>
上浆贴合	<p>使用轮涂工艺，使用的浆料明显降低，成本更低；挥发物更少、环保性更好；一次贴合完成，生产步骤少、效率高</p> <p>使用自制浆料，具有用量低、挥发少、牢度高等特点；还根据不同的产品研发出不同的浆料配方，以达到最佳上浆、贴合效果</p> <p>摸索出了合适的温度和速度配比，既能保证较高的贴合速度，也能保证成品的性能合格率和稳定性</p> <p>通过在上浆贴合环节的细节控制，使得成品具有纬斜小的优点（纬斜度保持在 1 厘米以内）</p> <p>控制贴合环节烘箱的温度和风量，使得拉丝气垫材料的上、下层宽度差异降低至 0.5 厘米以内，保证了最终成品生产不变形</p>

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 3. 量价拆分：拉丝气垫产能扩张，规模优势凸显

公司拉丝气垫材料收入高速增长的背后是销量的增长还是价格的提升？未来销量和价格的变化趋势是怎样的？拉丝气垫材料的单价和毛利率下降，是否是产品竞争力下滑的表现？下面将通过对比拉丝气垫材料的量价拆解分析，来回答上述问题。

#### 3.1. 产能瓶颈破除后将打开销量天花板

拉丝气垫材料收入增长主要源自销量的持续上升。2019年、2020年公司拉丝气垫材料销量分别同比增加8.6%/84.1%，均远超过同年收入的同比增速(1.0%/38.4%)，表明收入增长完全由销量增长所驱动。近三年公司拉丝气垫材料产销率分别为96.1%/102.4%/95.8%，接近甚至超过100%，表明公司经营状况健康，无积压库存的现象，这主要得益于公司“以销定产、适度库存”的经营模式：公司定制并完善了ERP系统，目前已基本实现产供销全链条精细化管理，使管理层能够及时、精确的掌握销售订单执行情况以及存货管理情况，大大提高了公司的管理精度。

**表 6：公司拉丝气垫材料产销量**

	2018	2019	2020
产量 (万㎡)	171.3	174.4	343.5
YOY		1.8%	96.9%
销量 (万㎡)	164.6	178.6	328.9
YOY		8.6%	84.1%
产销率	96.1%	102.4%	95.8%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

产销量近百+产能利用率过百=产能不足是制约销量进一步上升的主要因素。公司于2017年起开始拉丝基布的自主生产，2018年由于新增设备尚在调试阶段，当期产能利用率较低，仅64%；2019年随着设备基本正常运作，产能利用率明显上升，而到2020年拉丝基布已处于满负荷生产状态。随着拉丝气垫材料下游市场需求不断上升，公司现有产能已不足以支撑订单增长，公司亟需扩充产能以突破销量瓶颈。

**表 7：公司拉丝基布产能利用率**

	2018	2019	2020
产量 (万㎡)	100.35	169.94	317.63
YOY		69.3%	86.9%
销量 (万㎡)	64.38	148.33	330.34
YOY		130.4%	122.7%
产能利用率	64.2%	87.3%	104.0%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

IPO募集资金主要用于建立拉丝基布生产线，3年达产后产能将增长142%。公司拟将本次IPO募集资金的4.28亿元投入“年产450万平方米拉丝基布建设项目”，建设期三年，项目达产后公司拉丝基布总产能达到767万平方米，约占目前全国销量的70%多。该建设项目将有效解决公司拉丝基布产能瓶颈问题，若产能消化顺利，预计拉丝气垫材料销售收入将增长3.96亿元，将极大提升公司在该领域的市场份额。

此外，本次募集资金还将5,322万元用于“高性能产业用复合新材料技改项目”和“研发中心建设项目”，这两个项目将进一步增强公司产品竞争力，提升现存设备的产能，为公司持续、高速发展提供充足动力。

**表 8：公司本次募集资金项目概况**

序号	项目名称	总投资金额 (百万元)	项目介绍
1	年产 450 万平方米拉丝基布建设项目	428.41	公司拟在浙江海宁经编产业园区实施本项目，募集资金主要用于土地购置、土建工程以及机器设备购置及安装，项目达产后公司将新增拉丝气垫材料基布产能 450 万平方米。
2	高性能产业用复合新材料技改项目	31.88	公司计划引进热熔贴合机等国内外成熟、先进的生产设备对公司贴合环节现有老旧设备进行更新换代，进一步完善公司生产硬件设施基础。
3	研发中心建设项目	21.34	通过设立新的研发实验室，引进国际先进的实验设备与检测设备，并引进专业技术人才，将研发中心建设成为集技术研发、功能试验、外观设计等为一体的塑胶复合材料研发试验平台。
<b>合计</b>		<b>481.63</b>	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 3.2. 有效的成本改善构筑定价主动权

**拉丝气垫材料单价大幅下滑并非产品竞争力下降所致。**公司拉丝气垫材料产品规格、性能多样，单价也存在一定差异，从平均售价来看，2018-2020 年分别为 93.8 元、87.3 元和 65.6 元/平方米，2019 和 2020 年同比下降 7%和 25%，但单价下滑主要是由于单位成本下降，因此对产品毛利率影响不大，近三年公司拉丝气垫材料毛利率分别为 56.6%/56.7%/53.8%，其中 2020 年毛利率下滑 2.89pct 主要是受疫情对行业的冲击影响。总之，公司拉丝气垫材料价格变化与行业整体变化基本匹配，公司的产品竞争力和议价能力并未有明显下降。

**表 9：公司拉丝气垫材料销售单价**

	2018	2019	2020
销售单价 (元/m <sup>2</sup> )	93.8	87.3	65.6
YOY		-7.0%	-24.8%
单位成本 (元/m <sup>2</sup> )	40.7	37.8	30.3
YOY		-7.2%	-19.8%
毛利率	56.6%	56.7%	53.8%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**单位成本下降来源于原材料成本和加工制造费两方面。**

**1) 原材料成本下降：**公司拉丝气垫材料原材料成本占生产成本的 70%以上，原材料中又以涤纶工业长丝、PVC 树脂粉、增塑剂为主，三者占原材料采购总额的比例约 75%。由于三项主要原材料均为石油化工下游产品，因此其价格走势总体随石油价格波动（就相关性而言，涤纶工业长丝最强，PVC 树脂粉和增塑剂相对较弱）。2018 年以来，受市场变化及疫情影响，国际原油价格整体呈下降趋势，因此公司采购的涤纶工业长丝单价从 12.6 元下降至 7.7 元，降幅达 39%，增塑剂单价亦有一定下降。此外，公司根据生产计划和需求进行循环采购，并根据市场供求状况，对部分原材料进行集中采购，以降低采购成本。



**表 10：公司主要原材料采购价格**

项目	2018		2019		2020	
	单价	采购占比	单价	采购占比	单价	采购占比
涤纶工业长丝	12.6	36.3%	9.7	28.6%	7.7	23.6%
PVC 树脂粉	6.0	22.6%	6.1	27.0%	6.3	28.6%
增塑剂	7.8	17.5%	7.1	19.6%	6.9	22.5%
<b>三者合计</b>	<b>26.4</b>	<b>76.4%</b>	<b>22.9</b>	<b>75.2%</b>	<b>20.9</b>	<b>74.7%</b>

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**2) 外协转自产后带来的加工费下降：**公司在量产拉丝气垫材料初期，出于降低经营风险、提高生产效率的考虑，将拉丝基布委托给沃克纺织加工生产；随着公司逐步积累了拉丝基布的生产加工经验，公司于 2017 年起逐步实现拉丝基布的自主生产，2020 自主比例已达到 91%。由于公司给予外协加工厂合理的利润空间，因此外协加工费用明显高于自主生产，两者价差为 5-6 元/m<sup>2</sup>。随着自产拉丝基布比例逐步上升，以及规模效应下成本摊薄，公司拉丝气垫材料的单位制造费用持续下降。

**表 11：外协加工与自主加工同种拉丝基布的成本对比**

	2018	2019	2020
<b>外协生产</b>			
产量 (万 m <sup>2</sup> )	148.72	87.25	32.92
<b>占比</b>	<b>69.8%</b>	<b>37.0%</b>	<b>9.1%</b>
<b>单位成本 (元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>21.24</b>	<b>17.56</b>	<b>15.45</b>
其中：直接材料	13.45	11.02	8.76
加工费	7.79	6.53	6.69
<b>自主生产</b>			
产量 (万 m <sup>2</sup> )	64.38	148.33	330.34
<b>占比</b>	<b>30.2%</b>	<b>63.0%</b>	<b>90.9%</b>
<b>单位成本 (元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>16.99</b>	<b>12.49</b>	<b>9.20</b>
其中：直接材料	13.81	10.12	7.60
直接人工	1.13	0.89	0.71
制造费用	2.05	1.47	0.88

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**公司坚持市场化定价体系，高毛利率需依赖持续的成本结构改善。**从销售策略上来看，公司将争取市场份额放在最突出的位置，在产品定价上坚持走市场化路线，积极参与市场竞争，因此我们看到公司拉丝气垫材料的定价水平及波动趋势与国内同行公司相一致。公司订单周期较短，正常情况下从下单到交货仅需 20 天左右，公司会根据原材料价格每月或每季度调整相应产品售价，行业整体能够较快地向下游传导成本的波动。

未来，若拉丝气垫材料市场竞争加剧，其售价存在进一步下降的可能，将对公司提出更大挑战。但我们认为，随着公司技术改进、生产效率提升、规模效应凸显，公司有望在各个环节上进一步降低成本，保持较好的盈利能力。

## 4. 其他业务：业务重心转移，产品结构优化

### 4.1. 充气游艇材料：第二大业绩增长点

充气游艇材料的下游应用与拉丝气垫材料相似，主要为充气艇、皮划艇、游乐设施等户外水上运动用品，此外也可以应用到医疗救援、国防军事、农林牧渔等场景，因此这两种产品的下游客户较为重叠。随着户外体育、水上休闲娱乐等下游应用需求持续旺盛，充气游艇材料也具有广阔发展空间。

图 19：充气艇应用场景



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

图 20：充气游乐设施产品



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

**充气游艇材料销量高增、单价略降，毛利率保持稳定。**2018-2020 年，公司充气游艇材料保持较高增速，占比从 16% 提升至 23%。由于充气游艇材料主要使用机织基布，少量使用网格基布，这两类基布都属于单层基布，目前技术较为成熟，因此其毛利率水平（30%+）略低于拉丝气垫材料（50%+）。近两年公司销量增速保持 35% 以上，产销率接近 100%，符合公司“以销定产”的经营模式，产品售价与成本同幅度下降。公司机织基布产能利用率也已接近 100%，尽管公司并未有相应扩张计划，但由于机织基布生产技术相对成熟，采购渠道畅通，公司可通过外购方式解决产能不足问题。

表 12：公司充气游艇材料经营情况

	2018	2019	2020
营业收入（百万元）	50.16	65.75	82.91
YOY	46%	31%	26%
占比	15.9%	20.9%	22.7%
毛利率	35.7%	34.6%	35.7%
产量（万 m <sup>2</sup> ）	342.54	479.61	626.53
YOY		40%	31%
销量（万 m <sup>2</sup> ）	335.02	453.82	621.69
YOY		35%	37%
产销率	97.8%	94.6%	99.2%
销售单价（元/m <sup>2</sup> ）	14.97	14.49	13.34
YOY		-3%	-8%
单位成本（元/m <sup>2</sup> ）	9.62	9.48	8.58
YOY		-2%	-9%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

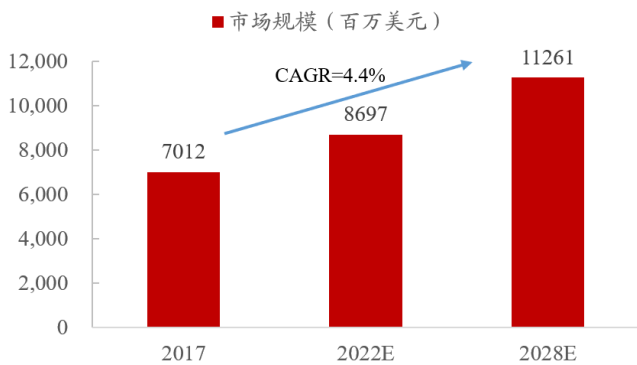
## 4.2. 柔性材料：低端产品系列，市场竞争充分

公司柔性材料包括篷盖材料和灯箱广告材料。

### 1) 篷盖材料：下游产品主要应用于物流运输和户外帐篷等领域。

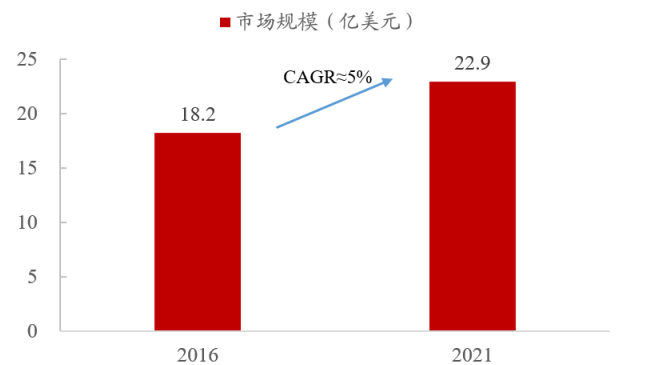
- ✓ **物流运输领域：**受益于快速发展的物流运输业以及农业、仓储等场景使用，全球篷布市场稳定增长。根据 Future Market Insights 的数据，2017 年全球篷布市场价值为 7,012.2 百万美元，预计 2018-2028 年全球篷布市场以 4.4% 的复合年增长率保持稳定增长。
- ✓ **户外帐篷领域：**随着自驾游、户外文化兴起和普及，露营成为当代社会休闲放松的流行方式，全球露营帐篷市场也持续增长。根据 Technavio 发布的《global camping tent market 2017-2021》数据，2016-2021 年，全球野营帐篷市场规模预计以 5% 的复合增速增长，到 2021 年市场规模将达 22.9 亿美元。与发达国家相比，我国露营旅游还处于起步阶段，随着我国露营基地数量爆发式增长，预计露营帐篷市场具有巨大的上升空间。

图 21：全球篷布市场规模预测



资料来源：Future Market Insights，浙商证券研究所

图 22：全球野营帐篷市场规模预测

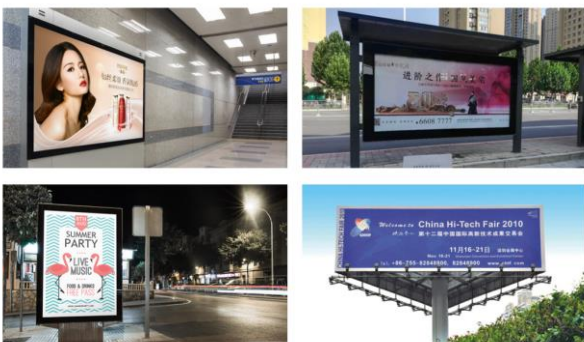


资料来源：Technavio，浙商证券研究所

### 2) 灯箱广告材料：主要用于户外广告牌、商业看板、展览展示、建筑装饰等。

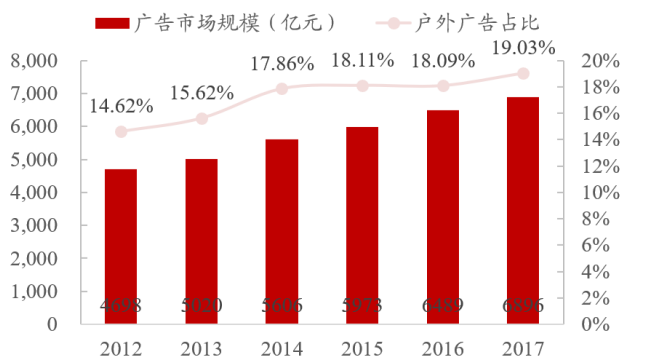
随着国民消费水平提高、零售业快速发展，各行业在激烈市场竞争下普遍加大广告投入。根据 CODC 数据显示，2012 年至 2017 年，我国广告市场规模从 4698 亿元上升至 6896 亿元，其中户外广告比重由 14.62% 增长至 19.03%。从用材上来看，柔性材料灯箱布凭借其色彩鲜艳、使用方便安全等优势，已逐步取代霓虹灯、有机玻璃等成为户外广告灯箱的首选材料。

图 23：灯箱广告材料应用场景



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

图 24：我国广告市场规模及户外广告占比



资料来源：CODC 户外广告研究，浙商证券研究所

柔性材料技术门槛较低，市场竞争者众多，毛利率相对较低。柔性材料使用的基布为传统单层的机织基布和网格基布，中国已成为全球灯箱布的主要生产基地，国内技术成熟，厂商同质化问题严重，因此产品的毛利率较低。公司在柔性材料上的市场占有率较低，与其他竞争者相比不具备明显优势。其中，公司灯箱广告材料的毛利率仅在 8%-14% 之间，属于公司的低端产品系列。

公司业务重心转移带来柔性材料收入规模和占比均降低。近三年，公司篷盖材料收入从 6583 万元下降至 5547 万元，占比从 20.9% 下降至 15.2%；公司灯箱广告材料收入从 4048 万元下降至 491 万元，占比从 12.9% 萎缩至 1.3%。柔性材料收入降低有两方面原因：一是主动放弃部分毛利率较低的柔性材料订单，继而将业务重心转向盈利能力更强的气密材料；二是公司柔性材料中有 70%-90% 销往海外市场，2020 年受疫情影响，出口业务受到较大打击。

**表 13：公司柔性材料经营数据**

	篷盖材料			灯箱广告材料		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
营业收入（百万元）	65.83	70.34	55.47	40.48	16.18	4.91
YOY	-3%	7%	-21%	4%	-60%	-70%
占比	20.90%	22.31%	15.16%	12.85%	5.13%	1.34%
外销占比	72.4%	77.7%	76.1%	91.8%	83.9%	82.8%
毛利率	24.29%	27.17%	27.78%	10.09%	8.61%	14.15%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

## 5. 盈利预测和估值

我们预计 21/22/23 年公司实现营收 6.33/7.92/10.11 亿元, 同比增长 73%/25%/28%。分业务来看:

1) **拉丝气垫材料:** 公司募集资金建立拉丝基布生产线, 预计 3 年后新增 450 万 m<sup>2</sup> 拉丝基布产能, 且设备改造也可增加一部分产能, 产品下游应用需求旺盛, 我们预计产能消化状态良好, 2021 销量超过 1000 万 m<sup>2</sup>。公司拉丝基布自产比例目前为 90%, 预计未来三年将实现 100% 自产, 制造费用仍有下降空间, 叠加公司规模效应带来的成本降低, 预计未来 3 年产品单价保持小幅度下降。

2) **充气游艇材料:** 产品下游应用领域和客户与拉丝气垫材料基本相同, 由于公司与客户建立稳定合作关系, 我们预计该产品销量增长与拉丝气垫材料保持一致, 产品单价由于规模效应以及市场竞争加剧, 每年有一定幅度下滑。充气游艇材料未来 3 年收入增速将达 59%/31%/29%。

3) **篷盖材料、灯箱广告材料:** 该产品外销比例较高, 由于海外疫情形势仍然严峻, 预计露营帐篷、户外广告下游需求不足, 产品外销困难, 预计今年销量仍有所下滑。2022/2023 年随着疫情好转, 销量有望回升, 但由于公司业务重心已转移至气密材料, 预计柔性材料业务规模不会有明显上升, 将保持在较低比例。由于市场竞争激烈、供大于求, 预计未来 3 年产品单价仍将小幅下滑。

**表 14: 华生科技分业务盈利预测**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总营业收入 (百万元)</b>	<b>365.88</b>	<b>633.44</b>	<b>792.29</b>	<b>1011.14</b>
YOY	16%	73%	25%	28%
<b>拉丝气垫材料</b>				
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>215.73</b>	<b>417.77</b>	<b>521.64</b>	<b>674.38</b>
YOY	38%	94%	25%	29%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	328.89	630.61	779.61	997.90
YOY	84%	92%	24%	28%
销售单价 (元/m <sup>2</sup> )	65.59	66.25	66.91	67.58
YOY	-25%	1%	1%	1%
<b>充气游艇材料</b>				
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>82.91</b>	<b>132.00</b>	<b>173.31</b>	<b>224.06</b>
YOY	26%	59%	31%	29%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	621.69	980.02	1274.02	1630.75
YOY	37%	58%	30%	28%
销售单价 (元/m <sup>2</sup> )	13.34	13.47	13.60	13.74
YOY	-8%	1%	1%	1%
<b>篷盖材料</b>				
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>55.47</b>	<b>69.98</b>	<b>81.28</b>	<b>94.41</b>
YOY	-21%	26%	16%	16%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	746.43	932.39	1072.24	1233.08
YOY	-13%	25%	15%	15%
销售单价 (元/m <sup>2</sup> )	7.43	7.51	7.58	7.66
YOY	-9%	1%	1%	1%

灯箱广告材料				
营业收入 (百万元)	4.91	6.48	8.48	10.34
YOY	-70%	32%	31%	22%
销量 (万 m <sup>2</sup> )	103.29	123.95	150.20	177.86
YOY	-78%	20%	21%	18%
销售单价 (元/m <sup>2</sup> )	4.75	5.23	5.64	5.81
YOY	39%	10%	8%	3%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**盈利能力上**，随着高毛利率的拉丝气垫材料占比提升，公司整体毛利率将继续保持上升趋势，销售费用和管理费用随着规模提升而被摊薄，研发费用率和财务费用率保持稳定。我们预计 21~23 年公司归母净利润将达到 2.04/2.53/3.23 亿元，同比增长 90%/24%/28%，净利率分别为 32.2%/31.9%/31.9%。

**表 15：华生科技费用率预测**

	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.81%	43.09%	42.61%	42.34%
销售费用率	0.94%	0.62%	0.52%	0.47%
管理费用率	3.24%	2.92%	2.75%	2.60%
研发费用率	3.33%	2.90%	2.60%	2.40%
财务费用率	0.00%	-1.00%	-0.60%	-0.20%
净利润 (百万元)	107.53	203.79	252.96	322.89
YOY	24.20%	89.52%	24.13%	27.64%
净利率	29.15%	32.17%	31.93%	31.93%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司核心产品产能扩张确定性强，下游需求旺盛，产能消化有所保障，预计公司 21/22/23 年归母净利润 2.0/2.5/3.2 亿，对应增速 90%/24%/28%，对应估值 20/16/12X。以业务属性较为接近的海利得、浙江自然作为可比公司，考虑到华生科技较高的中短期业绩释放速度、未来业绩增长潜力巨大以及产品技术壁垒所构筑的高利润率，我们认为 21 年合理估值应当高于行业平均达到 28 倍左右，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 16：可比公司估值对比**

	2020	2021E	2022E	2023E
华生科技				
净利润 (百万元)	1.08	2.04	2.53	3.23
YOY	24.20%	89.52%	24.13%	27.64%
PE	37.1	19.6	15.8	12.4
海利得				
净利润 (百万元)	2.52	5.75	6.93	8.03
YOY	-23.08%	128.40%	20.60%	15.85%
PE	33.9	14.8	12.3	10.6
浙江自然				
净利润 (百万元)	1.60	2.16	2.98	3.95
YOY	21.44%	35.39%	37.74%	32.76%
PE	39.6	29.3	21.3	16.0
可比公司平均 PE	36.8	22.1	16.8	13.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6. 风险提示

**1. 产能扩张项目推进不及预期:** 公司新建产线预期 2 年半后陆续投产, 若产线未能按照预定计划投入生产, 则公司业绩将受限于产能而不及预期。

**2. 原材料价格上升风险:** 原材料价格波动对产品成本的影响较大, 若未来石油价格大幅上涨, 而公司不能及时将成本转移至售价上, 则可能对利润率造成影响。

**3. 疫情反复导致下游需求不足:** 公司产品下游应用场景多为户外休闲运动, 若国内外疫情反复, 户外运动人数大幅减少, 则公司产品销量将不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>324</b>	<b>777</b>	<b>768</b>	<b>964</b>
现金	116	469	442	544
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	133	200	206	300
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	14	23	23	23
存货	60	84	98	97
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>196</b>	<b>411</b>	<b>605</b>	<b>682</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	93	255	399	524
无形资产	36	0	0	0
在建工程	62	150	200	150
其他	5	6	7	8
<b>资产总计</b>	<b>520</b>	<b>1,188</b>	<b>1,374</b>	<b>1,646</b>
<b>流动负债</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>72</b>
短期借款	1	0	0	0
应付款项	15	33	28	50
预收账款	0	3	1	4
其他	22	17	18	18
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>72</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	482	1,135	1,327	1,574
<b>负债和股东权益</b>	<b>520</b>	<b>1,188</b>	<b>1,374</b>	<b>1,646</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>108</b>	<b>236</b>	<b>235</b>
净利润	108	204	253	323
折旧摊销	10	10	10	10
财务费用	2	(4)	(7)	(7)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(43)	(99)	(20)	(90)
其它	4	(3)	(1)	(1)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(71)</b>	<b>(204)</b>	<b>(202)</b>	<b>(56)</b>
资本支出	72	292	254	154
长期投资	0	0	0	0
其他	(143)	(496)	(456)	(210)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(29)</b>	<b>449</b>	<b>(61)</b>	<b>(76)</b>
短期借款	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(30)	449	(61)	(76)
<b>现金净增加额</b>	<b>(21)</b>	<b>353</b>	<b>(27)</b>	<b>102</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>369</b>	<b>633</b>	<b>792</b>	<b>1,011</b>
营业成本	211	360	455	583
营业税金及附加	2	5	6	8
营业费用	3	4	4	5
管理费用	12	18	22	26
研发费用	12	18	21	24
财务费用	(0)	(4)	(7)	(7)
资产减值损失	(1)	(2)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	2	4	3	4
<b>营业利润</b>	<b>125</b>	<b>237</b>	<b>295</b>	<b>376</b>
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	<b>125</b>	<b>237</b>	<b>294</b>	<b>375</b>
所得税	17	33	41	53
<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>204</b>	<b>253</b>	<b>323</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>108</b>	<b>204</b>	<b>253</b>	<b>323</b>
EBITDA	191	328	416	534
EPS (最新摊薄)	1.43	2.04	2.53	3.23
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.1%	71.7%	25.1%	27.6%
营业利润	24.2%	89.2%	24.1%	27.6%
归属母公司净利润	24.2%	89.5%	24.1%	27.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.8%	43.1%	42.6%	42.3%
净利率	29.2%	32.2%	31.9%	31.9%
ROE	24.4%	25.2%	20.5%	22.3%
ROIC	32.3%	24.1%	26.3%	28.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7.3%	4.5%	3.4%	4.4%
净负债比率	7.9%	4.7%	3.5%	4.6%
流动比率	8.5	14.6	16.5	13.4
速动比率	6.6	12.6	13.9	11.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7
应收帐款周转率	3.4	3.8	3.9	4.0
应付帐款周转率	21.2	15.0	15.0	15.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.43	2.04	2.53	3.23
每股经营现金	0.17	0.09	0.18	0.15
每股净资产	6.43	11.35	13.27	15.74
<b>估值比率</b>				
P/E	37.1	19.6	15.8	12.4
P/B	8.3	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	20.3	10.7	8.5	6.4

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>