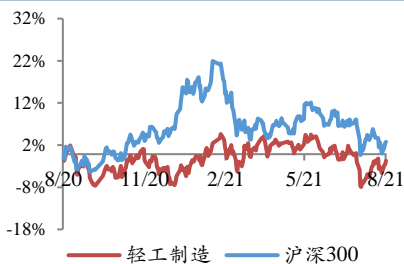


全球户外休闲运动需求高增长，相关产业链内外销高景气

行业评级：增持

报告日期：2021-08-25

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 华安证券_行业研究_行业周报_轻工制造: 7月地产社零数据跟踪; 重点公司中报披露, 顾家表现靓丽 2021-08-22
2. 华安证券_行业研究_行业月报_轻工制造: 7月竣工持续回暖; 海运成

主要观点:

● 后疫情时代，全球户外休闲运动需求大幅增长。

伴随疫情反复和居家时间延长，美国消费者对户外活动的需求愈发强烈。人们为缓解疫情及居家防疫所产生的孤独感和焦躁情绪，参与露营人数与频次增长明显。过去3年，美国参加户外活动的人数每年呈3%以上的平稳增长。但2020年，6岁及以上的美人中参加一次户外娱乐活动的人数激增至1.60亿，参与人数增加710万人，渗透率达52.9%，是近年来渗透率提升最快的一年。

● 国内露营市场发展迅猛，具备品牌力的产品公司优先受益

疫情使得出国旅游遭受沉重打击，短期出境游的热度难以恢复，但是人们外出游玩的需求仍在，兼具体育运动、旅游、休闲和社交等多重属性的户外运动不仅早已成为人们强身健体的重要形式，更成为人们青睐的社交选择。同时，随着全民健身计划上升为国家战略，各类体育产业扶持政策频出。据浙江自然公告，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，同增331.6%，有1.7万家企业成立于近三年，占比总量的81%。户外产品基于性能要求高（防水、防雨、保温）、客单值高（需要品牌信任度），产品品牌集中度集中趋势明显，在2018年CR10可达57%，先发的品牌企业有望优先受益。

● 或为继2020年居家消费热潮后，内外销同步高增长的成长主线。

消费行为由居家隔离，在疫苗推进但在新常态背景下，基于运动及社交的身心需求，休闲运动成为后疫情时代的高增长场景之一，成为消费热点。户外休闲运动场景产业链相关公司业绩在21Q1高增长，在20Q2进一步确认景气度，部分公司高增长延续确定性强，并具备内销高增长或管理改革加持，有望迎接行业高景气、OBM业务高增长带来的量及质的优质发展。

● 投资建议

建议关注：牧高笛：出口高景气、内销品牌业务高增长的高性能户外露营设备企业；哈尔斯：户外专业真空水具领军企业，未来战略规划指引清晰，股票激励凝聚战斗力，下游客户相关产品高增长验证景气度；浙江自然：户外充气床垫产品研发、生产及销售的高新领军企业，掌握关键技术享受高ROE，TPU产能释放打开订单承接能力、浙江永强：海外花园（户外）休闲用品需求增长，订单高增长延续性强；华生科技：国内拉丝气垫材料第一股，受全球户外运动高增长需求驱动，作为划水板、瑜伽垫上游产品，拉丝气垫材料增长迅速。

● 风险提示

疫情影响扩大、汇率大幅波动、原材料大幅涨价。

正文目录

投资摘要	4
1 后疫情时代美国户外用品需求爆发，国内户外运动市场发展潜力大	5
1.1 疫情催化美国户外运动参与渗透率跃迁	5
1.2 户外用品出口企业订单快速增长，帐篷类产品尤为突出	6
1.3 国内：国家鼓励发展的产业方向，户外运动市场潜力巨大	8
2 全球户外休闲运动产品相关供应商	12
2.1 哈尔斯：下游验证景气度，内部战略运营新气象	12
2.2 牧高笛：内外销共振，品牌力崛起	15
2.3 浙江自然：掌握关键技术，研发实力带来高 ROE	17
2.4 华生科技：户外运动高增长驱动拉丝气垫高成长	17
2.5 浙江永强：花园（户外）休闲家具类高增长延续	18
风险提示：	19

图表目录

图表 1 疫情期间美国参与户外活动的人数占比提升.....	5
图表 2 2020 年美国最受欢迎户外活动 TOP5.....	6
图表 3 2020 年美国户外活动参与者分类.....	6
图表 4 我国保温瓶及其他真空容器出口情况.....	7
图表 5 我国雨伞、阳伞类产品出口情况.....	7
图表 6 我国天蓬、帐篷类产品出口情况.....	7
图表 7 我国箱包类出口情况.....	7
图表 8 2019-2024 年欧洲户外运动用品电商市场规模.....	8
图表 9 2019-2024 年美国户外运动用品电商市场规模.....	8
图表 10 国内户外用品行业零售额及增速.....	9
图表 11 国内户外用品行业出货额及增速.....	9
图表 12 2012-2018 年中国户外用品行业 CR10 集中度.....	9
图表 13 2002-2019 年中国户外用品市场规模.....	10
图表 14 我国居民人均可支配收入及增速.....	11
图表 15 我国 2010-2020 年旅游人数(亿人).....	11
图表 16 历年中国户外产品品牌数量.....	11
图表 17 公司主要产品品牌矩阵.....	12
图表 18 2016-2021H1 公司营收及增速.....	13
图表 19 2016-2021H1 公司归母净利润及增速.....	13
图表 20 2020 年公司限制性股票激励方案.....	13
图表 21 2016-2021H1 YETI 营收构成及增速(亿美元).....	14
图表 22 2016-2021H1 YETI 扣非归母净利润及增速.....	14
图表 23 YETI 户外水杯历年营收及增速.....	14
图表 24 YETI 上市至今历史股价.....	14
图表 25 公司主要产品.....	15
图表 26 2016-2021H1 公司营收及增速.....	16
图表 27 2016-2021H1 公司营收及增速.....	16
图表 28 2016-2021H1 公司自主品牌内销收入及占比.....	16
图表 29 2016-2021H1 公司营收及增速.....	17
图表 30 2016-2021H1 公司归母净利润及增速.....	17
图表 31 2016-2021H1 公司营收及增速.....	18
图表 32 2016-2021H1 公司归母净利润及增速.....	18
图表 33 2016-2021H1 公司营收及增速.....	19
图表 34 2016-2021H1 公司归母净利润及增速.....	19

投资摘要

后疫情时代，全球范围户外休闲活动增加。随着新冠疫苗注射的进一步推进，虽然一些聚集性、接触性的大型户外活动受到一定制约，但非聚集性的户外运动项目和场所已基本开放。同时，疫情使得出境游遭受打击，短期出境游热度难以恢复，但是出游、运动、社交需求依然存在，兼具体育运动、旅游、休闲和社交的多重属性的户外休闲运动收到人们青睐，在全球市场出现明显高增长态势，主要场景为野营、徒步等。**美国：**根据新华网转载美联社报道，美国户外基金会调查民众 2020 年户外运动情况，美国 2020 年远足人数比 2019 年增加 810 万，野营度假人数同比增加 790 万，淡水钓鱼人数同比增加 340 万。**国内：**根据企查查数据显示，2020 年是露营相关企业注册量的爆发年，全年注册企业为 7933 家，同比增长 331.6%，从成立时间来看，有 1.7 万家企业成立于近三年，占比近 81%，国内露营市场发展迅猛。

户外运动带来相关产品销量大幅增长。相关公司在 20Q1 业绩高增长，20Q2 确认景气度，后疫情时代高增长延续性强。**根据浙江永强 2021 年中报，**受疫情影响，海外花园（户外）休闲用品需求增长，根据目前已接订单及意向订单统计，公司预计 21Q3-22Q2 的订单量同比或将增加 30% 以上。（上一业务年度收入约 62 亿元）。**根据牧高笛 2021 年业绩快报，**作为户外休闲运动主流市场欧美日韩等国家，2020 年开始人们为缓解新馆疫情及居家防疫所产生的孤独感和焦躁情绪，露营人数与频次增长明显，国内相关产业市场规模及渗透率对标发达国家增长潜力较大。受益于海外露营市场需求旺盛，公司外销 OEM/ODM 业务收入同增 34.7%，内销 OBM 业务，线上同增 99.3% 达 0.42 亿元，大牧收入 0.27 亿元，同增 347.6%，小牧收入 0.27 亿元，同增 1.55%。**哈尔斯真空保温器皿具备保冷、保温功能，可承载咖啡、热茶等并具备密封性，出口广泛应用于徒步、野营、骑行、车载等场景，**根据公司 2021 年中报，外销收入同增 108.1%，内销收入同增 58.8%，上半年归母净利润 0.57 亿元，超过 2019 年全年利润，下游大客户 YETI 相关产品高增长验证景气度。**根据浙江自然 2021 年中报，**欧洲和北美地区疫情使得人们更加注重身体健康状况，户外运动和户外用品需求有所上升，国内露营发展态势迅猛，得益于全球户外用品行业快速增长，上半年收入增长 44.72%，在原材料剧烈波动、人民币升值、人工成本上升情况下依然保持净利润增长 44.73%。**华生科技受全球户外运动高增长需求驱动，作为划水板、瑜伽垫上游产品，拉丝气垫材料增长迅速。**

户外休闲运动是继 2020 年居家消费热潮之后，更具延续性、内外销同时高增长的成长主线。我们建议关注相关产品受海外需求拉动，同时内销 OBM 业务同步高速开展的相关企业。**【哈尔斯】**外销受户外徒步、野营、骑行、车载场景驱动，内销市场基于品牌研发实力积极开展大客户联名等，股票激励业绩目标清晰：2021-2022 年归母净利润 1.4/1.8/2.3 亿元；**【牧高笛】**内外销逻辑规划清晰，外销高增长外，高度重视内销品牌运营，把握线上及跨界品牌营销出圈，内销品牌业务上半年呈现爆发性增长。**【浙江自然】**具备垂直一体化产业链优势，掌握 TPU 薄膜及面料复合技术等关键环节，TPU 产线产能释放打开订单承接能力，基于研发生产优势 21H1 净利率可达 27.7%。**【浙江永强】**户外休闲家具及遮阳、帐篷等放量增长，已接及意向订单在未来年度高增长确定性高。**【华生科技】**受全球户外运动高增长需求驱动，作为划水板、瑜伽垫上游产品，拉丝气垫材料增长迅速。

1 后疫情时代美国户外用品需求爆发，国内户外运动市场发展潜力大

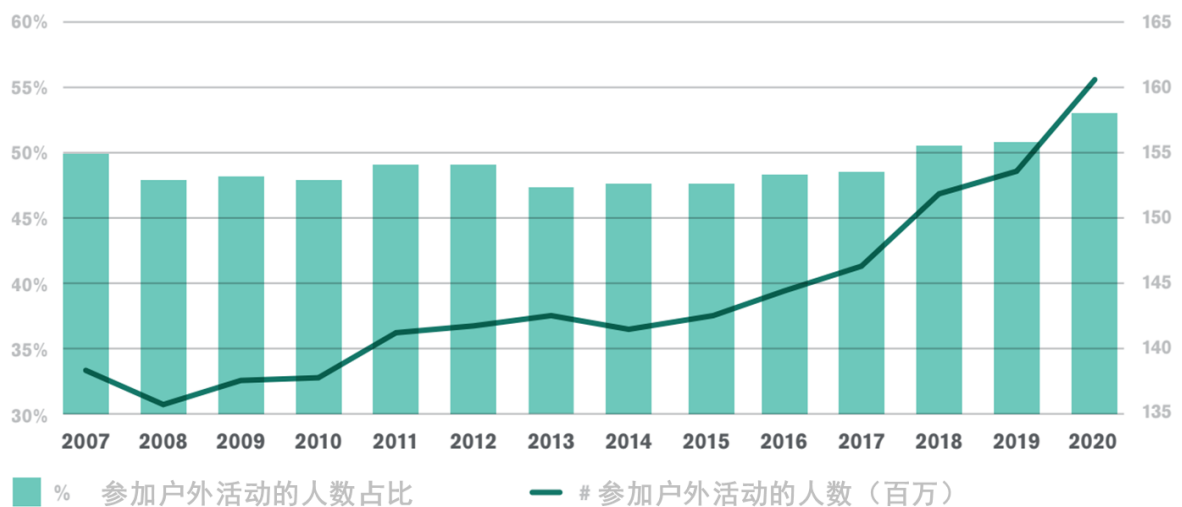
户外运动是文体与休闲活动的分支，是人们消遣、节日度假以及外出旅游的主要选择之一，也是一种生活方式。户外运动在发达国家的发展历史较为悠久，文化底蕴较为深厚。欧美的户外运动市场规模处于领先地位。中国户外运动市场经历了近 20 年的发展，凭借迅速发展的社会经济以及庞大的人口规模，也逐步成长为全球主要户外运动用品市场之一。

伴随疫情反复和居家时间延长，消费者对户外活动的需求愈发强烈。2020 年人们为缓解新冠疫情及居家防疫所产生的孤独感和焦虑情绪，参与露营和旅行人数与频次增长明显。根据美国户外基金会的数据，在过去 3 年里，美国参加户外活动的人数每年呈 3% 以上的平稳增长。但 2020 年该 6 岁及以上美国人中参加一次户外娱乐活动的人数激增至 1.60 亿，渗透率达 52.9%，**2020 年是近年来渗透率提升最快的一年。户外活动参与人数的激增直接导致了户外用品需求的爆发增长，我国户外用品出口行业景气度高企。**

1.1 疫情催化美国户外运动参与渗透率跃迁

2020 年全球范围内新冠疫情肆虐，海内外多数国家和地区被迫限制外出与封锁，居家隔离和办公渐成常态。随着疫情反复和居家时间延长，人们对户外活动的需求愈发强烈，户外活动能有效满足人们所必需的社交、生理和情感需求。根据美国户外基金会(Outdoor Foundation)的调查报告显示，**2020 年 6 岁及以上美国人中参加一次户外娱乐活动的人数为 1.60 亿，占比达到 53%，受疫情影响，参与户外活动的人数比 2019 年增加 710 万人。**这也是记录以来最高的参与率。

图表 1 疫情期间美国参与户外活动的人数占比提升



资料来源：Outdoor Foundation，华安证券研究所

从具体的户外活动项目来看，最受欢迎的前五大运动分别是跑步、徒步旅行、钓鱼、自行车和露营。其中跑步、慢跑和小跑活动参与人数最多，达到 6380 万人，占比约为 21.0%；汽车、后院、背包和房车露营等对户外用品需求较多的项目参与人数为 4790 万人，占比为 15.8%。

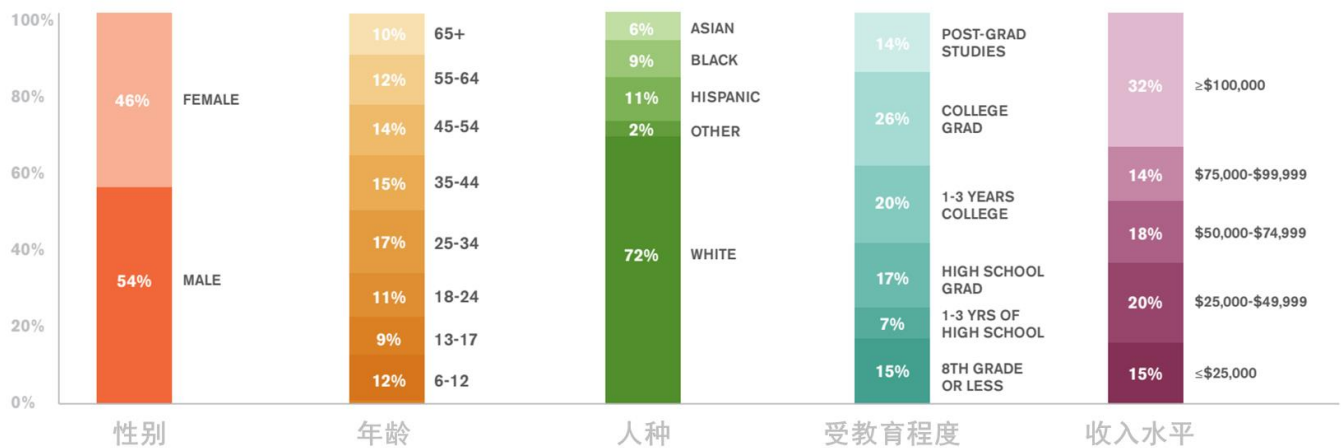
图表 2 2020 年美国最受欢迎户外活动 TOP5

	参与人数 (万人)	占比
跑步、慢跑和小跑	6380	21.0%
徒步旅行	5780	19.9%
淡水、咸水和飞钓	5470	18.0%
公路自行车、山地车和小轮车	5270	17.3%
汽车, 后院, 背包和房车露营	4790	15.8%

资料来源: Outdoor Foundation, 华安证券研究所

根据美国户外基金会的调查发现，在过去 3 年里，美国参加户外活动的人数每年增长 3% 以上，其中有孩子的家庭户外活动参与率为 60%，没有孩子的家庭户外活动参与率仅为 46%。2020 年美国户外活动参与人数中，从性别来看，女性占比 46%，男性占比 54%；从年龄分布来看，18-44 岁人数合计占比为 43%，接近半数；从受教育程度来看，高中及以上学历的人数合计占比达到 78%。从收入水平来看，年收入超过 10 万美元的人数占比最高，达到 32%。另外，约 30% 的参与者表示，他们在 2020 年的户外活动比前一年更加活跃。

图表 3 2020 年美国户外活动参与者分类



资料来源: Outdoor Foundation, 华安证券研究所

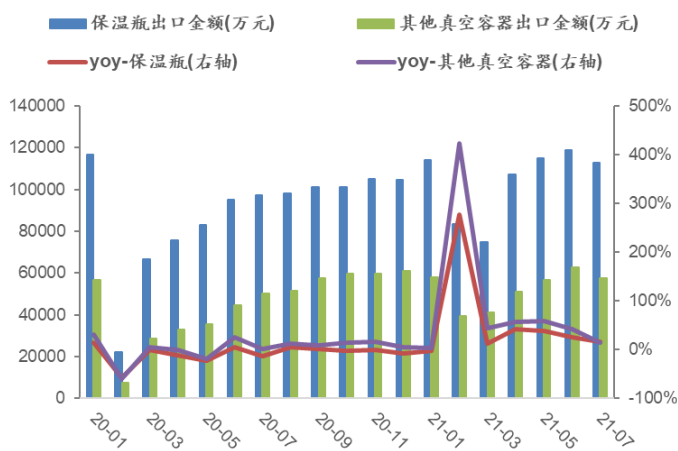
1.2 户外用品出口企业订单快速增长，帐篷类产品尤为突出

2020 年全球受疫情影响，供需陷入“双困”局面。2020 年下半年开始，国内供需格局逐渐走出疫情阴影，经济在世界范围内率先恢复，复工复产速度领先全球。

到 2021 年，全球疫情逐渐可控，人们户外活动的需求和机会显著增加，对户外用品的需求也随之提升。但海外供给恢复速度滞后于需求修复，供需存在错配，增量需求主要通过进口来满足。中国作为世界制造业的中心之一，疫情管控效果好，供应链优势明显，户外用品的出口量快速增长。

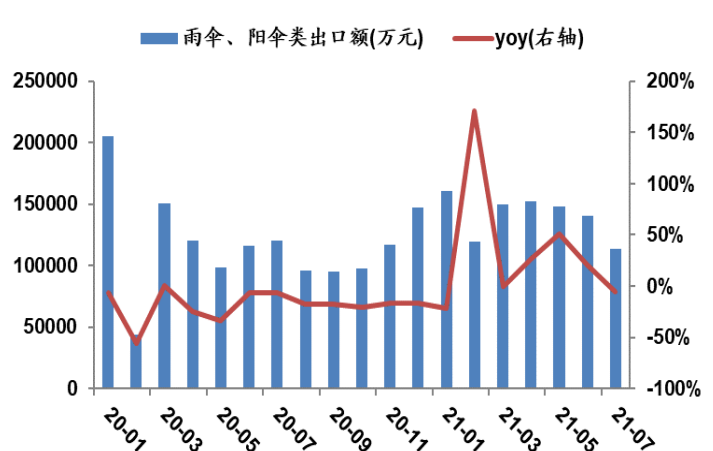
我们重点跟踪了雨蓬及帐篷用品、雨伞及遮阳伞、箱包、保温杯及其他真空用品的月度出口情况。从海关总署的出口数据中可以看出，2021 年上半年天蓬、帐篷类产品累计出口 147.47 亿元，同比增长 48.2%；雨伞、阳伞类上半年累计出口 87.02 亿元，同比增长 18.5%；保温杯累计出口金额为 61.32 亿元，同比增长 33.6%；箱包类上半年累计出口 772.5 亿元，同比增长 22.9%。

图表 4 我国保温瓶及其他真空容器出口情况



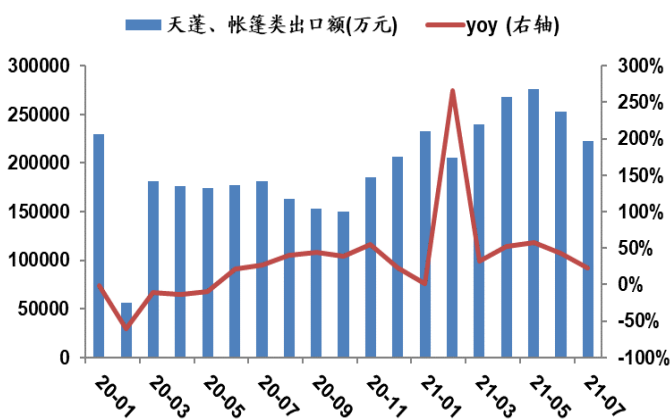
资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 5 我国雨伞、阳伞类产品出口情况



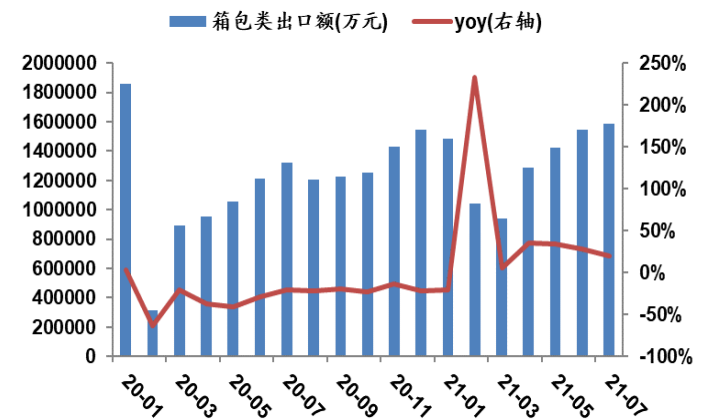
资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 6 我国天蓬、帐篷类产品出口情况



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 7 我国箱包类出口情况

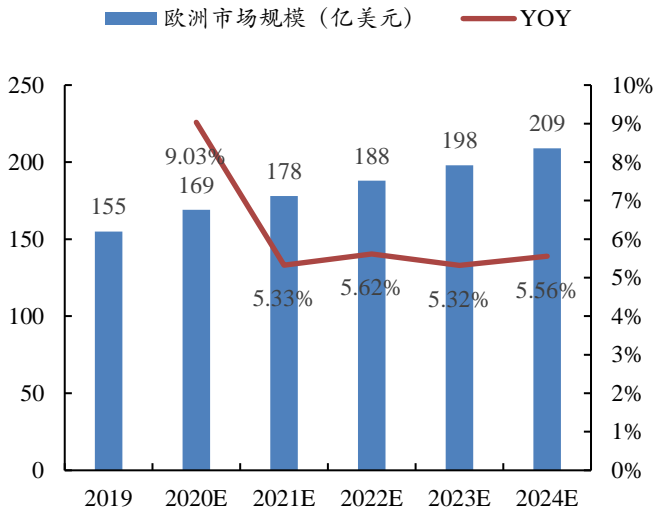


资料来源：海关总署，华安证券研究所

1.3 国内：国家鼓励发展的产业方向，户外运动市场潜力巨大

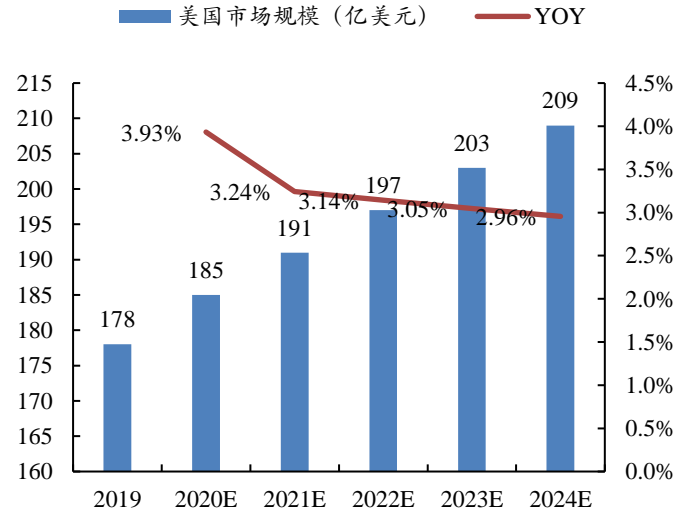
欧美等发达国家户外运动用品电商市场规模庞大且增长较快。发达国家的户外运动发展历史悠久，户外用品行业拥有庞大的用户群体和市场基础。据 Statista 数据，2019 年欧洲/美国户外运动用品电商市场规模分别为 155/178 亿美元，且自 2020-2014 年，将分别以 6.16%/3.26% 的复合增长率增长，在高规模基数上保持较快增长。

图表 8 2019-2024 年欧洲户外运动用品电商市场规模



资料来源：Statista，华安证券研究所

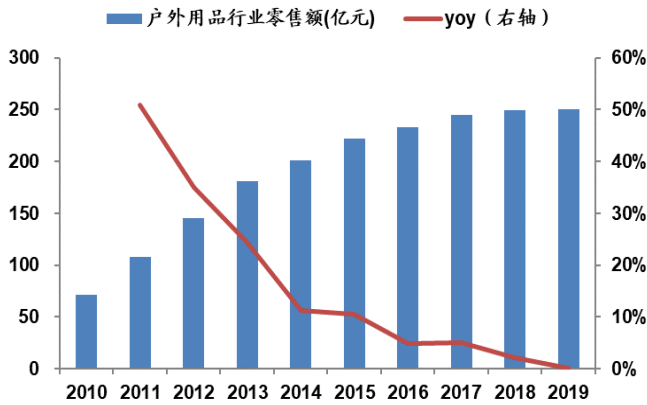
图表 9 2019-2024 年美国户外运动用品电商市场规模



资料来源：Statista，华安证券研究所

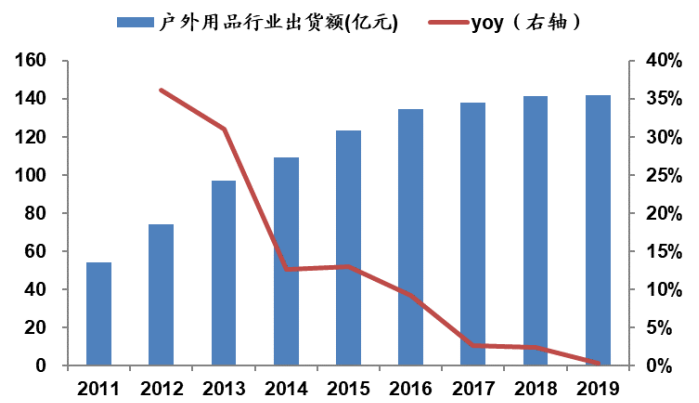
在中国，户外运动正逐渐成为提升生活品质的重要方式，尤其是年轻群体，野外探险运动以及户外露营活动深受喜爱。全国泛户外运动参与者已达 1.4-1.7 亿。根据 COCA 数据，我国 2019 年户外用品行业零售额为 250.2 亿元，同比增长 0.2%；我国 2019 年户外用品行业出货额达到 141.6 亿元，同比增长 0.3%。与美国等发达国家和地区相比，我国户外运动行业在规模、品牌力、用户培育方面仍存在一定差距。具体表现在户外运动普及率及户外运动用品的人均消费金额较低。目前，中国人均户外用品消费金额不足欧美市场的 1/4。中国户外用品市场刚刚走过导入期，开始迈入成长期。

图表 10 国内户外用品行业零售额及增速



资料来源：COCA，华安证券研究所

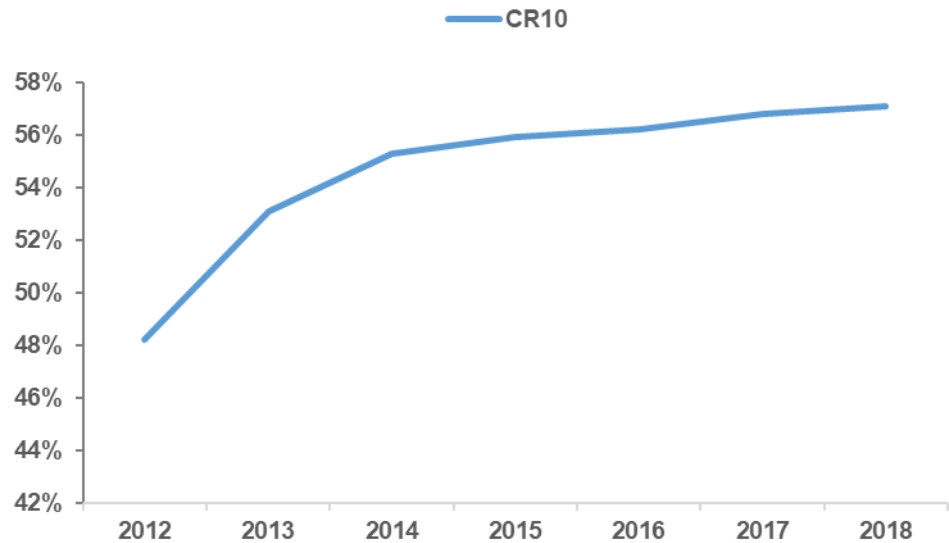
图表 11 国内户外用品行业出货额及增速



资料来源：COCA，华安证券研究所

从市场竞争格局来看，我国户外用品行业集中度提升是大势。根据纺织工业协会数据，我国户外用品行业集中度 CR10 由 2012 年的 48% 提升至 2018 年的 57%。随着人们消费水平和户外活动需求的进一步提升，长期来看利好拥有品牌力、渠道、产能等优势户外用品行业龙头市占率上升。

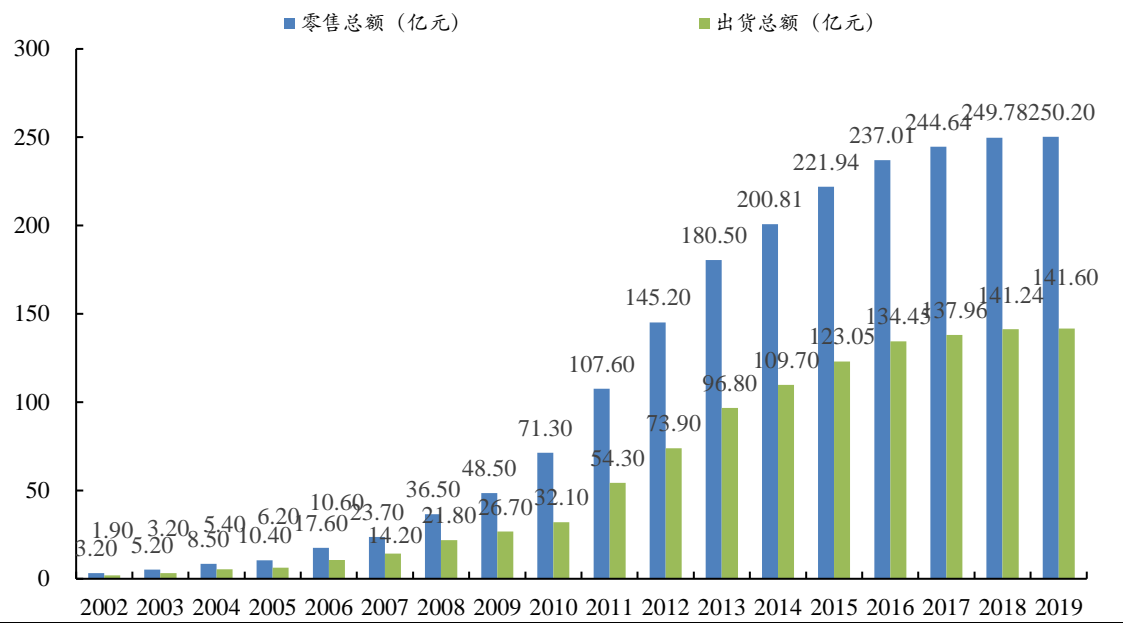
图表 12 2012-2018 年中国户外用品行业 CR10 集中度



资料来源：纺织工业协会，华安证券研究所

长期来看中国户外用品市场规模随经济发展而腾飞且前景明朗。户外用品市场规模与社会经济的发展水平、人口规模和户外运动普及程度等因素密切相关。据 COCA 数据，2002-2019 年，我国户外用品市场零售总额和出货总额的复合增长率分别达 29.23% 和 28.87%，随国内经济发展而腾飞，未来受国内经济水平进一步提升、消费升级、健康中国战略下群众户外运动习惯养成，国内户外用品市场规模向好的前景较为明朗。

图表 13 2002-2019 年中国户外用品市场规模

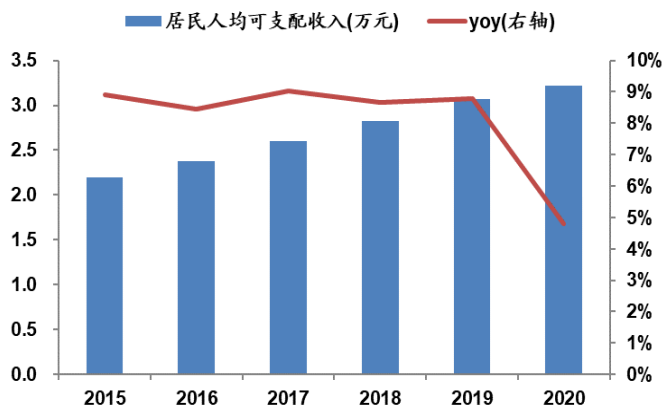


资料来源：COCA《中国户外用品 2019 年度市场调查报告》，华安证券研究所

随着户外运动普及率、人均支配收入水平不断提升，我国户外运动参与人群将持续扩大，户外运动市场发展前景十分广阔。根据国家统计局数据，2020 年我国居民人均可支配收入达到 3.22 万元，相比 2015 年的 2.20 万元上涨 1.02 万元，CAGR 为 7.94%。旅游是我国主要户外活动之一，根据国家统计局数据，2019 年我国旅游人数相比 2010 年的 21.03 亿人上升至 60.06 亿人，CAGR 达到 12.4%。2020 年受疫情影响居家隔离时间延长导致旅游人数下滑至 28.79 亿人。随着疫情常态化和需求复苏，预计我国旅游人数也将得到迅速提升。

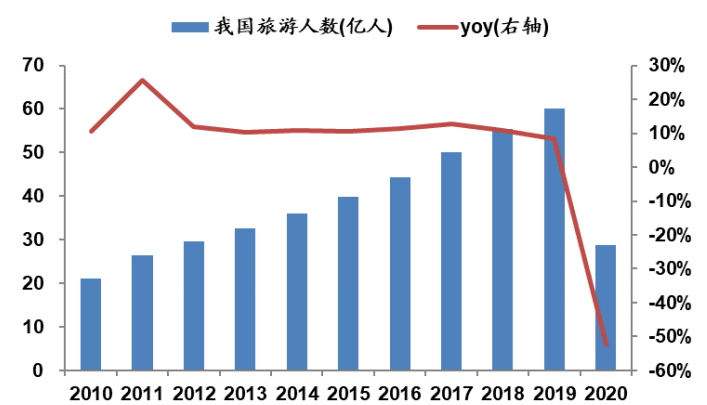
此外，户外运动也是国家鼓励发展的产业之一。2021 年 6 月 11 日，商务部等 17 部门发布的关于加强县域商业体系建设促进农村消费的意见中，就指出要鼓励客栈酒店提供文旅服务，配合全国乡村旅游重点村镇、全国优选乡村民宿名录和森林景区建设，发展乡村民宿、自驾车旅居车营地、木屋营地、帐篷营地等，完善生活服务配套设施，提升服务水平。在国家的发力支持下，我国户外运动有望在未来 10 年得到更快的发展，潜力巨大。

图表 14 我国居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

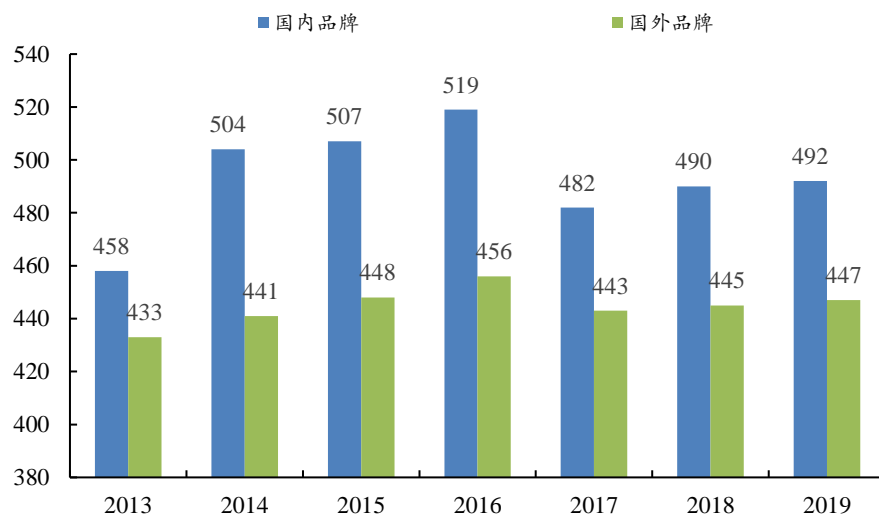
图表 15 我国 2010-2020 年旅游人数(亿人)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

户外运动用品激烈市场竞争将使品牌集中度进一步提升。国内户外运动用品行业将由导入期蓝海重“量”市场转为成长期红海重“质”市场，原有户外运动品牌的持续研发、众多体育品牌的户外运动产品线延伸及低端市场容量缩小，将进一步加剧市场竞争，市场份额将向具有强新材料研发、自动化制造和渠道能力的企业集中。

图表 16 历年中国户外产品品牌数量



资料来源：历年 COCA 中国户外用品 2019 年度市场调查报告，华安证券研究所

2 全球户外休闲运动产品相关供应商

海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩 2020 年以来表现亮眼，**建议关注哈尔斯、牧高笛、浙江自然、华生科技等相关户外休闲体育运动场景产品供应商。**

2.1 哈尔斯：下游验证景气度，内部战略运营新气象

哈尔斯成立于 1996 年，公司始终专注于日用不锈钢真空保温器皿的研发、设计、生产与销售，历经 20 余年发展，已成为国内最具影响力的专业不锈钢真空保温器皿制造商之一，产品远销全球 80 多个国家和地区。公司是国内杯壶行业的首家上市公司。主要产品包括保温杯、保温瓶、保温壶、保温饭盒、焖烧壶、真空保温电热水壶等不锈钢真空保温器皿以及铝瓶、玻璃杯，PP、PC、Tritan 等材质的塑料杯。

公司集产品研发设计、生产、销售为一体，采用经销为主、直销为辅的销售模式实现自主品牌的销售，并通过 OEM 及 ODM 的业务模式与国际、国内的知名品牌商进行合作，从而进一步拓展市场。公司通过研发积累和持续的技术改造形成了较强的产品制造的核心能力，具备行业先进的优势。

图表 17 公司主要产品品牌矩阵

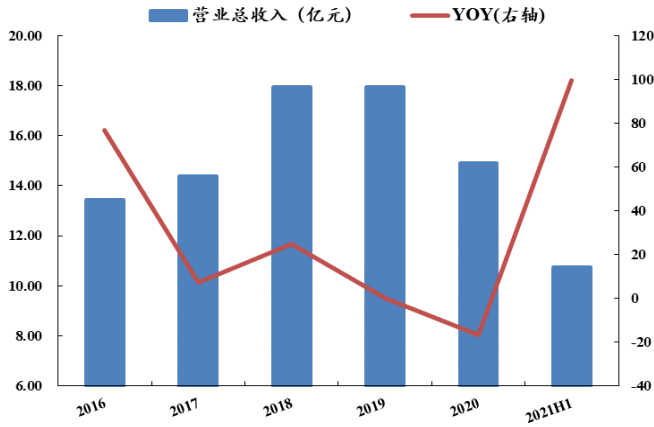
品牌名称	商标	品牌定位	品牌内涵	产品类型
HAERS		中端健康生活器具	好杯子	各类保温杯壶、轻量杯、玻璃杯、塑料杯、保健养生杯、智能数字水杯等
SIGG		高端饮用器具	高端、时尚、运动户外	铝瓶、不锈钢保温杯、运动杯等
NONOO		原创设计、潮牌水杯	高颜值、重品质、有态度	保温杯壶、玻璃杯、塑料、智能杯、轻量杯、个性潮流杯等
SANTECO		中高端饮用器具	设计、时尚、轻奢	保温杯、塑料杯、智能数字杯等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2021H1 公司业绩表现亮眼，上半年公司实现营收 10.73 亿元，同比增长 99.73%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 281.39%。公司实现国外销售收入 9.15 亿元，同比增长 108.09%，占营业收入的 85.26%；实现国内销售收入 1.39 亿元，同比增

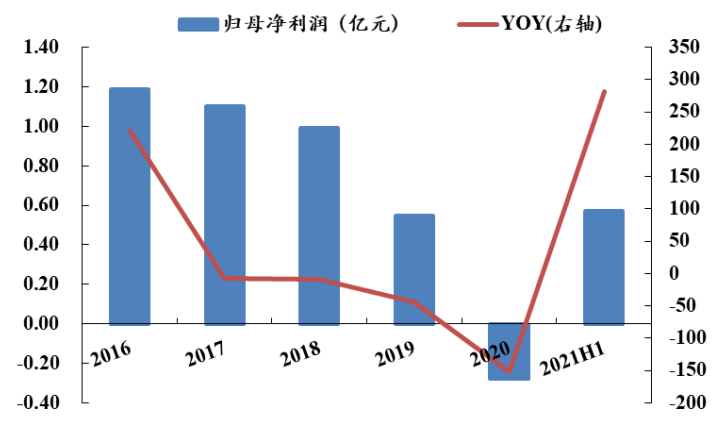
长 58.77%，占营业收入的 12.94%。2021 年上半年，公司 OEM 业务实现销售收入 7.73 亿元，同比增长 120.23%；OBM 业务实现销售收入 1.95 亿元，同比增长 53.54%；ODM 业务实现销售收入 0.86 亿元，同比增长 75.51%。

图表 18 2016-2021H1 公司营收及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 2016-2021H1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

股权激励深度绑定中高层及核心骨干人员，彰显发展信心。2020 年 11 月公司完成向中高层和核心骨干人员共 116 人授予限制性股票共 907.5 万股，占公司股本总额的 2.21%，授予价格 2.90 元/股，激励目标为 2021/2022/2023 年归母净利润相比 2019 年的增速分别不低于 145%/220%/316%，对应归母净利润大致分别为 1.35/1.76/2.29 亿元。股权激励有效绑定各方利益，使各方共同发力公司长远发展，彰显各方对公司的发展信心。

图表 20 2020 年公司限制性股票激励方案

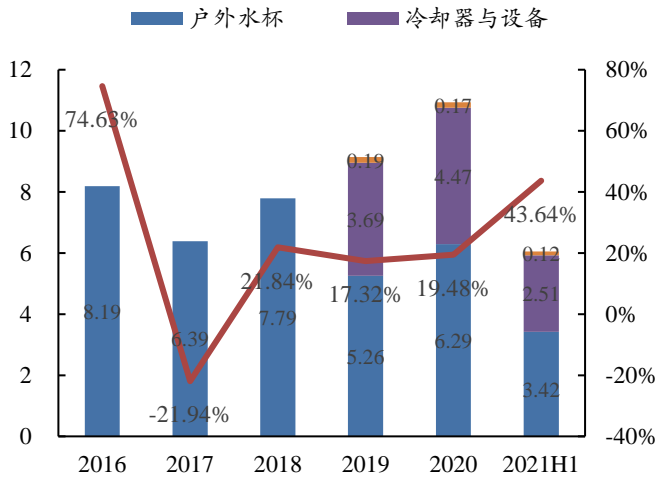
	2019 年	2021 年	2022 年	2023 年
归母净利润增长率（定比 2019）	-	≥145%	≥220%	≥316%
归母净利润（百万元）	55.12	≥135.04	≥176.37	≥229.29
对应 PE	40.42	17.12	13.11	10.08

资料来源：公司公告，华安证券研究所

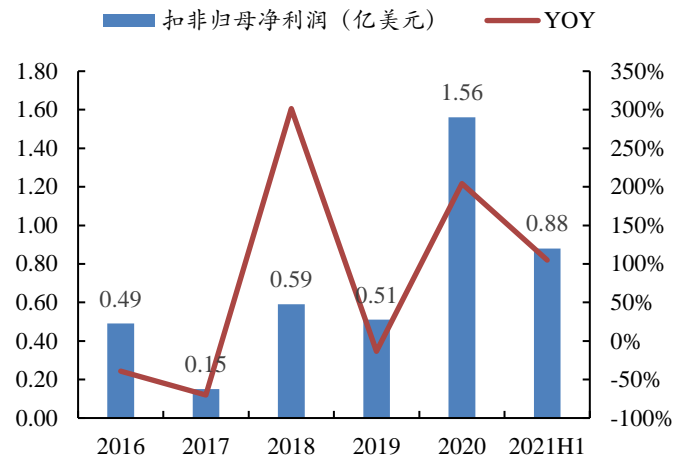
注：对应 PE 以 2021 年 8 月 25 日公司收盘价对应市值计算

下游第一大客户相关业绩高增长带来景气度确认。YETI 作为哈尔斯核心客户，疫情影响之下，营收仍由 2019 年的 5.26 亿美元逆势增长至 2020 年的 6.29 亿美元，同比+10.92%，同期扣非归母净利润由 0.51 亿美元提升至 1.56 亿美元，同比+204.25%，主要系国外疫情后期户外运动需求强势反弹，批发销售渠道受阻情况下，公司发力高毛利的自营零售 DTC 渠道获得良好效益。同比 20 年 H1，2021 年 H1，TETI 营收/扣非归母净利分别+43.64%/105.14%，保持高增态势，有效验证了上游哈尔斯订单高增预期。

图表 21 2016-2021H1 YETI 营收构成及增速 (亿美元) 图表 22 2016-2021H1 YETI 扣非归母净利润及增速



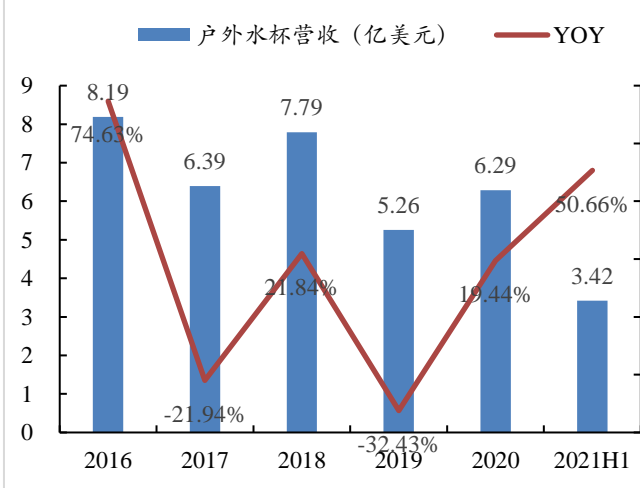
资料来源: Wind, 华安证券研究所



资料来源: Wind, 华安证券研究所

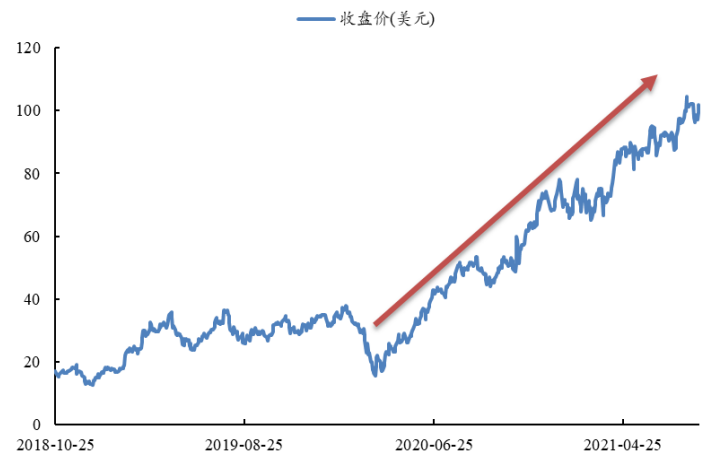
市场持续看好下游大客户主营业务, 股价持续新高。YETI 作为户外运动用品公司, 户外水杯是核心业务之一, 2019 和 2020 年, YETI 的户外水杯营收占比约为 58%。自疫情发生以来, 海外用户户外活动需求的持续增长拉动户外用品的销售量上升, YETI 的户外水杯产品营收也在这一轮户外运动潮中有亮眼表现。市场持续看好 YETI 的户外运动业务, 股价已由疫情发生初 2020 年 3 月 23 日的低点 15.28 美元持续创新高至 2021 年 8 月 6 日的 105.62 美元, 涨幅达 591.23%。哈尔斯作为其户外水杯的上游主要供应商也将持续受益。

图表 23 YETI 户外水杯历年营收及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 24 YETI 上市至今历史股价



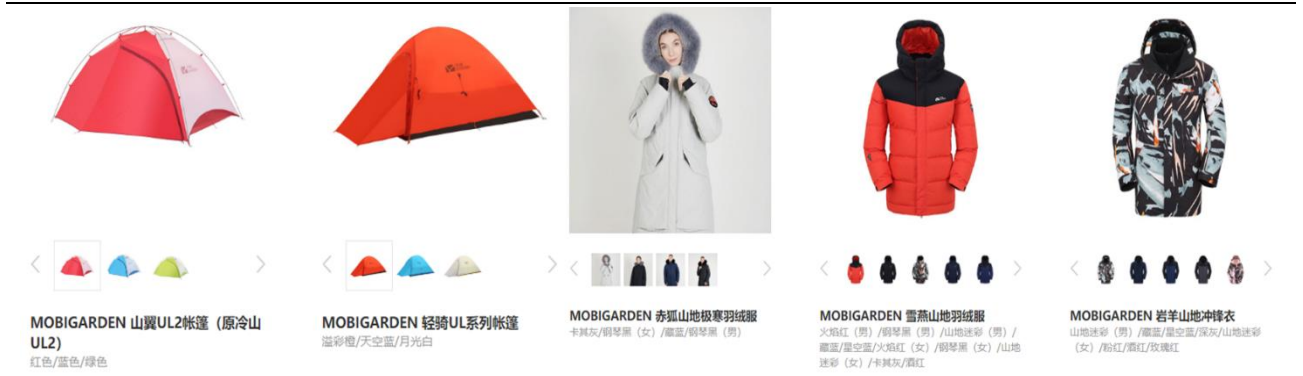
资料来源: Wind, 华安证券研究所

管理层战略规划清晰。据公司 2021 年中报, 公司确定 2021-2023 年战略发展框架, 将持续推进精益生产、渠道策略、品牌业务崛起、业务精准发力, 力争在 3-4 年时间实现收入在 2020 年基础上翻一番, 推进公司业绩有影响力、有质量、可持续的增长, 逐步实现企业中长期战略目标百亿、百强、百年。

2.2 牧高笛：内外销共振，品牌力崛起

公司是一家专业从事露营帐篷、户外服饰及其他户外用品研发设计、生产和销售的企业，主要产品包括帐篷、睡袋、自充垫等户外装备，以及冲锋衣、羽绒服、登山鞋、运动背包等户外服装、鞋及配饰。公司主营业务包括品牌运营业务（自有品牌牧高笛 MOBIGARDEN）与露营帐篷 OEM/ODM 业务两大板块。品牌业务以国内市场为主。其中，主品牌大牧从 2003 年的“冷山”帐篷开始，始终秉持“露营专业主义”理念，核心主打产品的户外露营装备系列，满足各场景下的专业装备和服装需求；子品牌小牧是延续大牧的专业户外基因的高性能出行服饰品牌。OEM/ODM 业务为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。

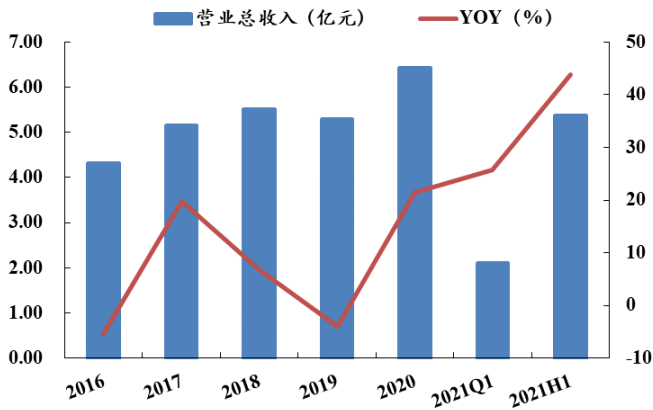
图表 25 公司主要产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

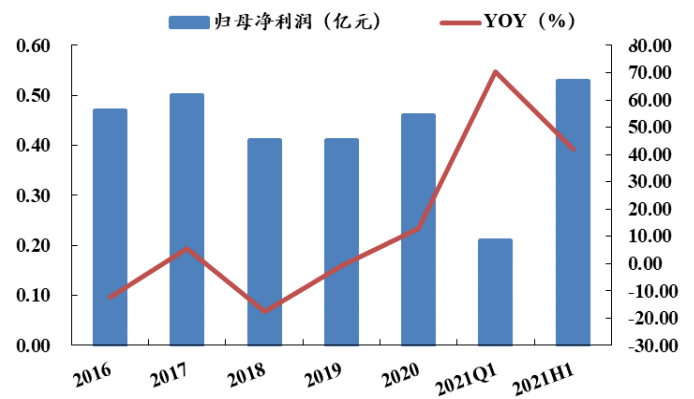
疫情以来，人们为缓解居家防疫所产生的孤独感和焦躁情绪，参与户外露营的人数与频次增长，进而带动户外露营用品需求的增长。公司 2020 年以来收入强势反弹，2020 年全年实现营收 6.43 亿元，同比增长 21.41%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 12.72%。2021 年 H1 公司继续维持业绩高增，2021 年上半年实现营收 5.38 亿元，同比增长 43.80%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比增长 41.82%。按季度来看，公司 2021Q1/Q2 分别实现营收 2.1/3.28 亿元，同比分别增长 25.71%/58.45%。

图表 26 2016-2021H1 公司营收及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

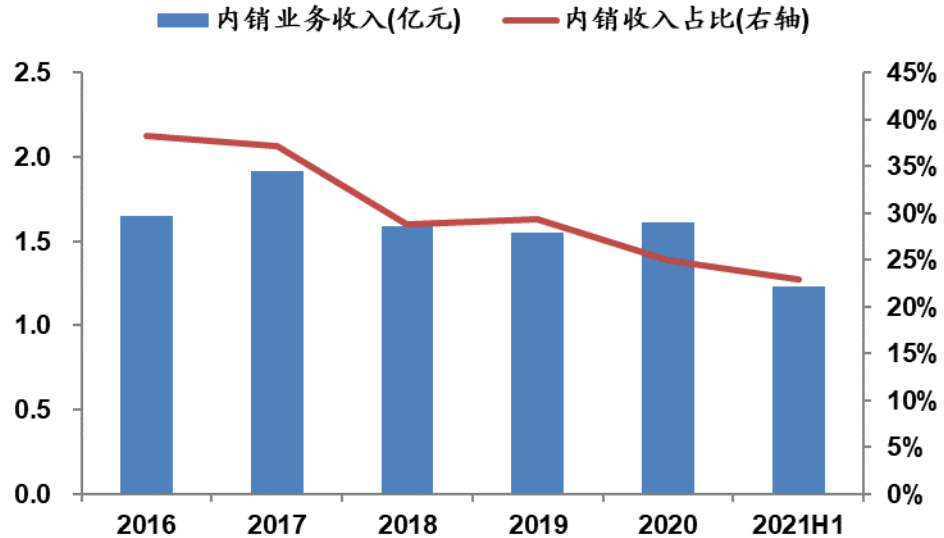
图表 27 2016-2021H1 公司营收及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司自有品牌大牧/小牧主要在国内市场销售，2021 年上半年国内露营及周边市场需求增长带动公司自主品牌业务收入同比增长 86.53%。其中，大牧事业部通过加强政企团购以及与各行业头部品牌联动（Line friends IP 联名、乡伴文旅及美帆营地深度合作、理想和小鹏等新锐汽车品牌跨界合作），建立了综合性精致露营头部品牌的地位，抓住了精致露营市场爆发红利；小牧事业部则通过老店坪效提升，亏损门店关闭，精准市场推广与渠道下沉，2021H1 实现直营店渠道收入 1222.46 万元，同比增长 45.73%。

图表 28 2016-2021H1 公司自主品牌内销收入及占比



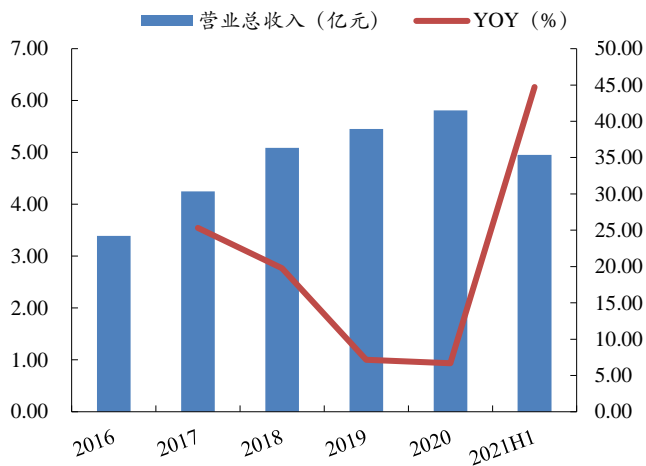
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.3 浙江自然：掌握关键技术，研发实力带来高 ROE

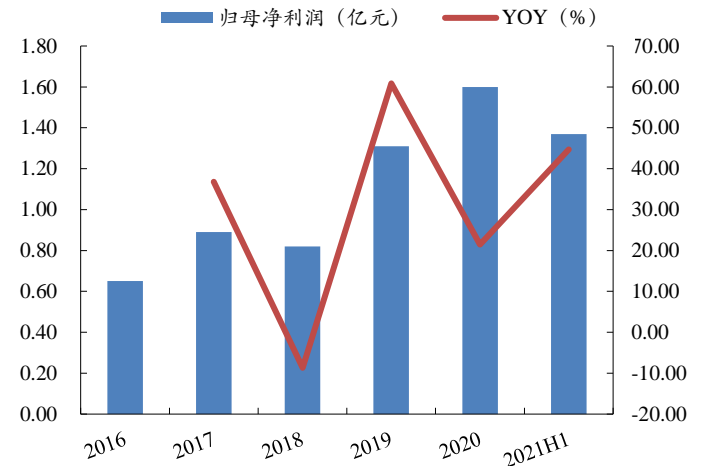
浙江自然是国内最早从事户外充气床垫产品研发、生产及销售的高新技术企业之一，主要产品有充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品。在长期的经营过程中，公司掌握了多项关键工艺和技术，形成了多项核心竞争优势：**垂直一体化优势、研发优势、优质客户的发展优势、产品质量及管理优势等**。公司已经同全球 200 多个品牌建立了良好的合作关系，客户覆盖户外运动、大型商超等类型，产品涵盖高中低所有档次。公司通过发挥研发优势，产品广泛应用于户外运动的诸多场景，逐步成长为全球户外运动用品领域的重要参与者。

今年上半年得益于国内外疫情防控形势的巩固，国内外消费市场快速复苏。同时加上 TPU 复合面料的产线扩增带来产能释放，聚氨酯软泡自动化产线建成，极大提高了生产效率。**2021H1 公司实现营收 4.95 亿元，同比增长 44.72%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比增长 44.73%**。公司经受住了美元贬值、原料成本和物流成本上升的考验，具有较强的风险管理和成本控制的能力。公司垂直一体化产业链优势、研发优势以及优质客户结构带来高盈利能力，公司 21 年中报净利率达 27.4%，2018-2020 年净利率分别为 16.17%/20.16%/20.25%。

图表 29 2016-2021H1 公司营收及增速



图表 30 2016-2021H1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

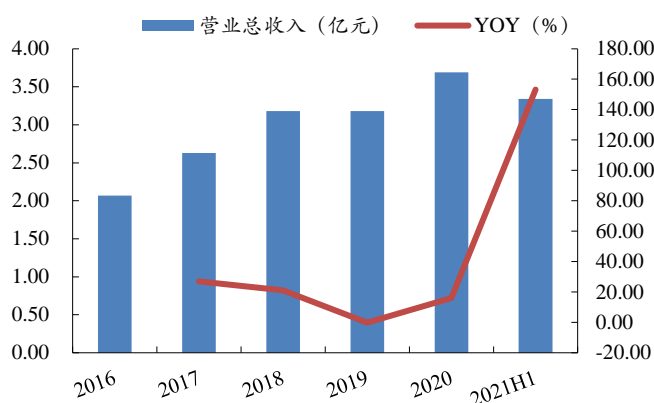
2.4 华生科技：户外运动高增长驱动拉丝气垫高成长

华生科技是一家主要从事塑胶复合材料的研发、生产和销售的高新技术企业，先后在国内率先成功研发 PET 灯箱广告材料、篷盖材料和拉丝气垫材料，填补国内市场空白，作为塑胶复合材料供应商方面具有领先优势。公司产品主要可以分为两大类：拉丝气垫材料和充气游艇材料等气密材料，主要应用于划水板、充气游艇等运动休闲领域；另一类是篷盖材料和灯箱广告材料等柔性材料，主要应用在交通物流、平面广告等领域。

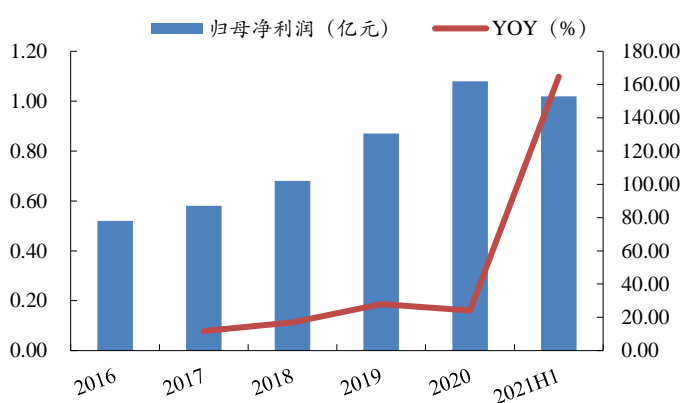
公司采取循环采购的采购方式、自主生产模式为主、外协生产为辅的生产模式、直接向下游客户销售的销售模式。在多年研究经验的基础上，公司坚持自主研发和产学研相结合，专注塑胶复合材料、尤其是气密材料方面的技术研究工作，掌握同行业内先进核心的技术研发优势。

得益于公司在气密材料、柔性材料等塑胶复合材料的研发技术优势，产品质量稳定、品质优良，具有较强的竞争优势。2021H1 公司实现了 3.34 亿元的营收收入，同比增长 153.19%；归母净利润达到 1.02 亿元，同比增长 164.71%。其中气密材料实现营收为 2.92 亿元，占比 87.3%；柔性材料实现营收 0.40 亿元，占比 11.80%。

图表 31 2016-2021H1 公司营收及增速



图表 32 2016-2021H1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

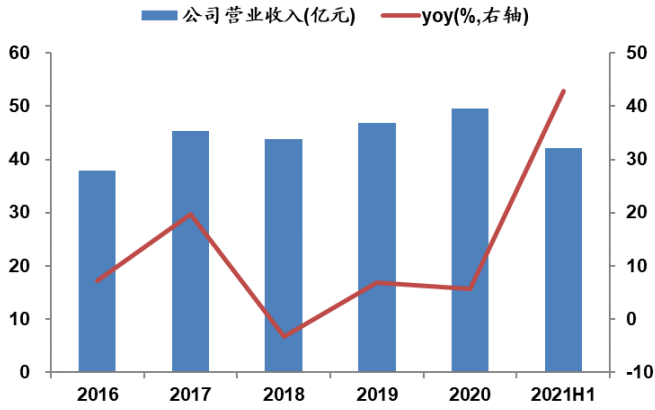
2.5 浙江永强：花园（户外）休闲家具类高增长延续

公司主要从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售。产品主要有户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等三大系列，用于家庭庭院和露台、户外休闲场所（餐馆、酒吧、海滩、公园）及酒店等场所，公司拥有自营进出口权，产品主要销往美国、德国、澳大利亚、香港等发达国家和地区。经过多年的市场开发与经验积累，公司已经在北美以及欧洲等发达国家建立了完善的销售网络，并在美国设立了售后服务体系，为公司在北美市场的长期稳定发展打下了坚实的基础。目前公司已经建立覆盖国际上主要大型超市的庞大客户群，并树立了良好的市场形象与影响力。在稳固发展现有广大客户的同时，逐步开发区域性销售渠道客户，并积极尝试自主开发运营跨境电商业务。

2020 年以来，受疫情影响海外市场的家庭花园休闲用品需求大幅增加。2020 年公司实现营收 49.55 亿元，同比增长 5.75%；实现归母净利润 5.30 亿元，同比增长 6.04%。2021 年上半年公司围绕年度经营计划，面对激烈的市场竞争及新冠疫情带来的不确定性，密切跟踪形势变化，及时调整营销策略，积极开发新客户，积极探索不同营销模式，拓展电商销售渠道，取得较好效果。2021H1 公司实现营业总收入 42.06 亿元，同比上升 42.86%；21H1 公司受人民币汇率波动、原材料价格上涨以

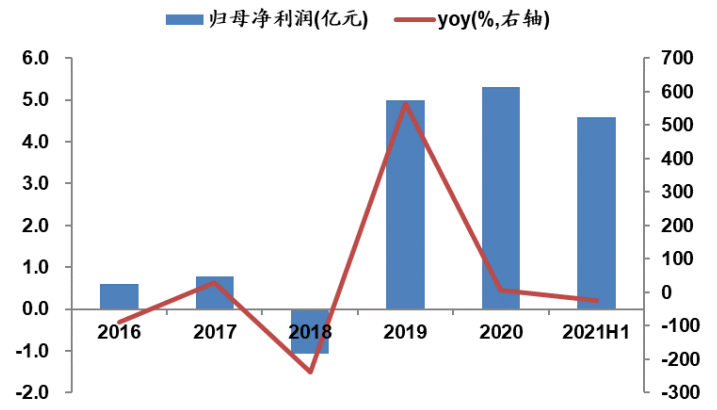
及用工成本上升的等因素影响,公司归母净利润实现 4.58 亿元,同比下滑 24.57%。
受疫情影响,海外花园(户外)休闲用品需求增长,根据目前已接订单及意向订单统计,公司预计 21Q3-22Q2 的订单量同比或将增加 30%以上。

图表 33 2016-2021H1 公司营收及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 34 2016-2021H1 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

疫情影响扩大、汇率大幅波动、原材料大幅涨价。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和个护板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。