

户外产业：顺风远航，机会凸显

户外报告系列之二

2021年11月19日

看好/维持

轻工制造 | 行业报告

| | | | | |
|------|-----|-----------------|------------------------|-----------------------|
| 分析师 | 刘田田 | 电话：010-66554038 | 邮箱：liutt@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480521010001 |
| 分析师 | 常子杰 | 电话：010-66554040 | 邮箱：changzj@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480521080005 |
| 研究助理 | 沈逸伦 | 电话：010-66554044 | 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480121050014 |

投资摘要：

对标欧美，我国户外参与率提升空间大，疫情加速发展。户外运动是指在自然环境中进行的体育活动，细分项目较多，用品类别更加多样。从户外参与率看，我国仅为10%左右，而户外产业成熟的欧美国家基本都在50%以上，我国户外参与率与产值都有巨大增量空间。根据国际经验，人均GDP突破1万美元后，人们对于户外运动消费接受度已达高水平。随着对运动健康的愈加重视，户外产业成长可期。长期来看，未成年和高收入群体的户外参与率提升，将持续为户外运动提供发展动能。目前两个群体的参与率显著低于海外，我们认为随着教育政策向体育的侧重以及运动健康的流行，差距有望收窄。短期来看，疫情的隔离措施，显著提升户外运动的参与热情，促使户外产业加速发展。

户外在国内前路宽广，海外稳健成长为外销提供机会。我国户外用品公司业务涉及国内外，受益于中外户外产业的蓬勃发展。国内户外产业有广阔的发展空间，机会众多，露营和冰雪运动是其中具有代表性的细分领域。露营的社交属性和低参与门槛使得它在疫情催化下迅速普及。年轻人的高参与率带动户外文化的形成，同时露营对其他项目有引流作用，因此露营有望带动户外整体发展。露营地与海外相比差距仍然显著，家庭游、营地教育等多种应用场景有望打开长期空间。冰雪运动在冬奥的带动下持续快速，但目前与海外相比，渗透率差距仍然巨大。因相对较高的门槛以及对场地较高的需求，我们认为大型滑雪场是冰雪运动发展的关键。随大型滑雪场占比的提升，冰雪运动有望持续快速发展。海外户外产业虽已成熟，但从美国市场来看，仍然保持稳健成长，且疫情进一步提高了户外参与率。低门槛运动是海外当前增速较快的细分领域，将带动户外产业持续发展。

细分品类深耕技术，是户外生产制造企业优质发展路径。从产业链角度看，我国户外相关企业多数处于生产制造环节。户外产品类别细碎，多数品类市场空间较小，难成规模效应。但由于户外用品具备较强的功能性，对生产技术要求较高，细分品类存在利基市场机会，具备明显技术优势的公司能建立强壁垒，是国内制造环节公司优质的发展路径。品牌商方面，户外运动在海外流行多年，海外品牌已基本占据专业市场，我国户外品牌普遍定位低端。海外户外零售商品类齐全规模较大，进驻国内后具备较强竞争力。综合来看，在生产制造端，国内户外企业有望通过在细分品类上深耕技术，实现优质发展；在品牌零售端，海外户外企业具有更大的优势。

生产制造端重点公司：

浙江自然（605080）：公司专注于户外用品的研发与ODM业务，其中充气床垫是公司的核心品类。公司盈利能力较高，近三年平均净利率保持在20%以上且逐步上升，同时收入也呈现稳健增长，CAGR3为11%。公司通过研发掌握关键技术和垂直一体化布局，保障自身盈利能力的产业链效率。

华生科技（605180）：公司主营业务为气密材料和柔性材料，主要应用于滑板、体操垫、充气游艇等运动领域。公司盈利能力较高，近三年平均净利率在20%以上且逐步上升，同时收入也呈现稳健增长，CAGR3为12%。产品技术壁垒助力公司实现高盈利能力，产品未来有望拓展应用场景。

台华新材（603055）：公司专注锦纶产业链，是垂直一体化行业龙头，下游主要为运动服、冲锋衣等服装的制造。收入规模在30亿元左右，今年前三季度收入利润重回增长，分别达到30.68亿元、3.77亿元，均超2020年全年水平。公司主营的锦纶产品为运动品类通用上游，覆盖多种运动品类，有望受益产品升级。

风险提示：户外运动参与率不及预期，人均收入水平提升不及预期。

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 户外参与率提升空间大，疫情催化加速提升 | 4 |
| 1.1 对标欧美，我国户外产业尚处初期 | 4 |
| 1.2 未成年与高收入群体为户外产业提供长期发展动能 | 5 |
| 1.3 疫情加速户外产业发展，参与率有望实质性提升 | 6 |
| 2. 户外活动细分项目存机会 | 6 |
| 2.1 我国户外：露营乘风而起，冰雪运动未来可期 | 6 |
| 2.2 美国户外：疫情加速发展，低门槛运动具备发展潜力 | 10 |
| 3. 细分品类深耕技术，是户外生产制造企业优质发展路径 | 11 |
| 3.1 产业链梳理：生产制造专业性强，品牌零售国内定位低端 | 11 |
| 3.2 生产制造端重点企业 | 13 |
| 4. 风险提示 | 16 |

插图目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1： 中国户外用品零售总额 | 4 |
| 图 2： 欧美户外用品电商零售额 | 4 |
| 图 3： 我国户外运动人口占比远低于美国 | 5 |
| 图 4： 中国户外运动人口年龄结构（2018 年） | 5 |
| 图 5： 美国户外运动人口年龄结构（2020 年） | 5 |
| 图 6： 中国户外运动人口年收入结构（2018 年） | 6 |
| 图 7： 美国户外运动人口年收入结构（2020 年） | 6 |
| 图 8： 美国露营参与率维持在 13% 以上 | 7 |
| 图 9： 95 后是参与露营最主要群体 | 7 |
| 图 10： 我国露营地建设进度 | 8 |
| 图 11： 2017 年各国露营地数量对比 | 8 |
| 图 12： 冰雪设施规划数量 | 8 |
| 图 13： 我国滑雪人次及雪场数量增长情况 | 9 |
| 图 14： 全球我国滑雪渗透率仍处于低水平 | 9 |
| 图 15： 滑呗 APP 客户关注项调研 | 10 |
| 图 16： 雪场类型特点 | 10 |
| 图 17： 美国户外产业规模持续增长 | 11 |
| 图 18： 美国户外运动参与率在 2020 年达到新高 | 11 |
| 图 19： 低门槛户外运动参与率持续增长 | 11 |
| 图 20： 户外相关上市公司收入体量及毛利率水平 | 12 |
| 图 21： 迪卡侬全球收入情况 | 13 |
| 图 22： REI 美国收入情况 | 13 |
| 图 23： 浙江自然近三年及一期收入及增速 | 14 |
| 图 24： 浙江自然近三年及一期归母净利润及增速 | 14 |

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 25: 华生科技近三年及一期收入及增速 | 14 |
| 图 26: 华生科技近三年及一期归母净利及增速 | 14 |
| 图 27: 气密材料收入对比 | 15 |
| 图 28: 气密材料毛利率对比 | 15 |
| 图 29: 台华新材近三年及一期收入及增速 | 15 |
| 图 30: 台华新材近三年及一期归母净利及增速 | 15 |

表格目录

| | |
|--------------------------|----|
| 表 1: 户外产品分类及对应上市公司 | 4 |
| 表 2: 各类型雪场数量及滑雪人次 | 10 |

报告亮点：我们在去年推出了首篇户外行业的报告《户外用品：山高水阔、风雪兼程》，报告侧重于分析我国户外产业整体的发展状况。本篇报告为上篇的“加强篇”：一是户外基于疫情的发生其发展趋势发生了变化，需对行业进行重新梳理；二是本篇从产品类别和产业链两个角度梳理了户外相关的主要上市公司。我们认为疫情加速了健康理念的发展，进而加速了户外行业的发展，一些户外用品公司将得到更好的发展。

表1：户外产品分类及对应上市公司

| 类别 | 产品 | 相关上市公司 |
|--------|---|------------------------------|
| 服装类 | 衣、裤等 | 安踏体育、探路者、三夫户外、嘉麟杰、台华新材（上游面料） |
| 鞋靴类 | 登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等 | 安踏体育、探路者、三夫户外、华利集团 |
| 背包类 | 登山包、旅行包、骑行包、背包架等 | 安踏体育、探路者、三夫户外 |
| 装备类 | 帐篷、睡袋、垫子、帷帐等 | 浙江自然、牧高笛 |
| 配件及器械类 | 配件包括岩点、冰锥、手表、GPS、炉具、灯具、刀具、绳索、登山杖、头盔、安全带、运动巾等；器械包括自行车、船艇类、滑翔伞等 | 久祺股份、聚杰微纤、哈尔斯、华生科技（充气艇材料） |
| 休闲家具类 | 户外桌椅、遮阳伞 | 浙江永强 |

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

1. 户外参与率提升空间大，疫情催化加速提升

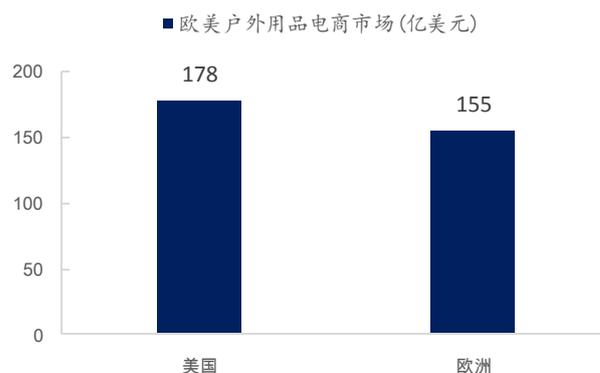
1.1 对标欧美，我国户外产业尚处初期

我国户外运动相关市场空间广阔。户外运动是指在自然环境中进行的体育活动，其中包括登山、远足、垂钓、滑雪等诸多项目，用品类别更加多样。欧美等发达国家是多种户外运动的发源地，户外运动整体发展时间悠久，已形成较强的户外文化，当前户外运动已成为不可或缺的生活方式。与欧美相比，我国户外运动起步较晚，近年来产业规模不断增长，但与欧美相比仍有较大差距。从户外参与率看，我国仅为10%左右，而美国以及德国、英国等欧洲国家，户外运动参与率基本都在50%以上。根据纺织协会对专业品牌和渠道的统计，2019年我国户外用品零售总额250亿元，而根据Statista数据，2019年美国、欧洲仅线上户外用品零售额就分别达到178亿美元、155亿美元。因此，我国户外运动参与率和消费支出两方面都有较大提升空间。

图1：中国户外用品零售总额



图2：欧美户外用品电商零售额



资料来源：中国纺织协会，东兴证券研究所

资料来源：Statista，东兴证券研究所

图3：我国户外运动人口占比远低于美国



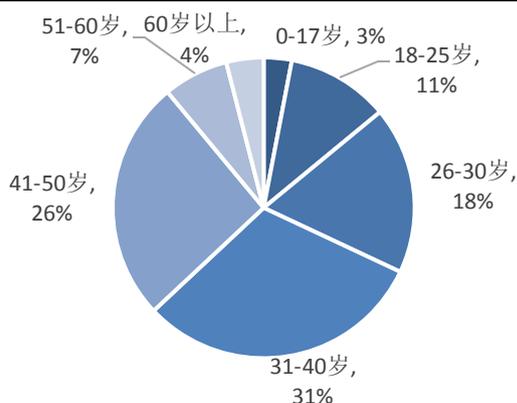
资料来源：《2018 中国户外用品市场报告》，Outdoor Industry Association，东兴证券研究所

1.2 未成年与高收入群体为户外产业提供长期发展动能

经济发展达到较高水平后人们对于运动健康的愈加重视，将推动户外运动长期发展。根据国际经验，户外运动随人均 GDP 的增加而逐步普及，达到 1 万美元后，包括攀岩、潜水等小众运动在内的所有户外活动均已能走入人们生活。我国人均 GDP 在 2019 年就已超过一万美元，经济水平对户外运动发展的桎梏已基本突破，随着人们对运动健康的逐渐重视，户外文化有望逐步成为潮流和社交资本，相关消费随之增加。叠加近期一系列鼓励政策的出台，户外运动有望迎来黄金发展时期。

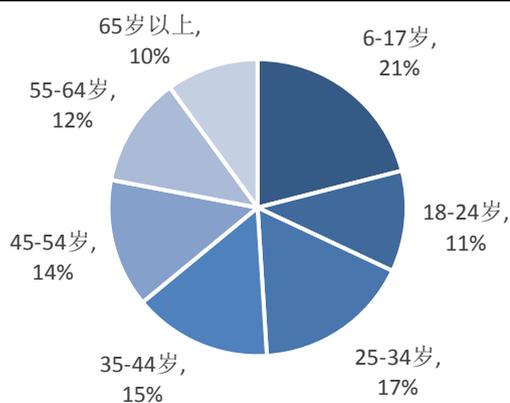
减负政策有望助推未成年参与户外活动，推动整体户外参与率提升。我国户外运动人口中，未成年参与率较低，根据报告统计，2018 年仅占 3%。而从美国 2020 年数据来看，6-17 岁是各年龄段中最大的户外运动参与群体，占比达 21%。随着我国双减等减负政策的推进以及体育重要性的提升，未成年有望成为户外运动的主要增量群体。未成年参与率的提高有望带动全家出游，且未来随着成长有望推动户外文化的普及，因此我们认为未成年或成为我国户外产业开启快速发展的主要动力。

图4：中国户外运动人口年龄结构（2018年）



资料来源：《2018 中国户外用品市场报告》，东兴证券研究所

图5：美国户外运动人口年龄结构（2020年）



资料来源：Outdoor Industry Association，东兴证券研究所

高收入人口未来将成为户外产业重要消费增量。我国高收入群体参与率相比美国较低：2018年我国24万年薪以上群体占总运动人口4%，2020年美国10万美元年薪以上群体该占比为32%。我们认为占比较低主要是由于体育文化尚未形成且我国高收入群体压力较大所致。随着健康理念的逐步普及，运动经历或成为个人社交名片的一部分，高尔夫、登山等户外运动或将成为重要的社交资本，拉动高收入群体积极参与。高收入群体参与率的提升会极大提升户外用品消费总额，带动行业发展。

图6：中国户外运动人口年收入结构（2018年）

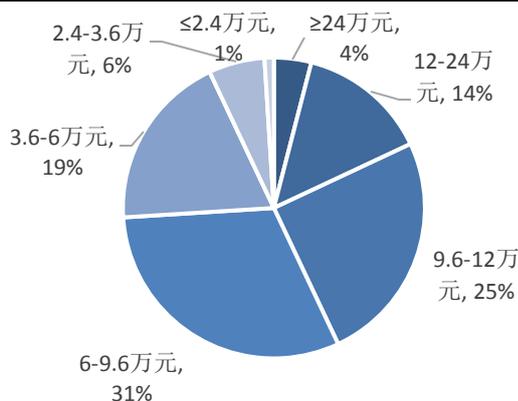
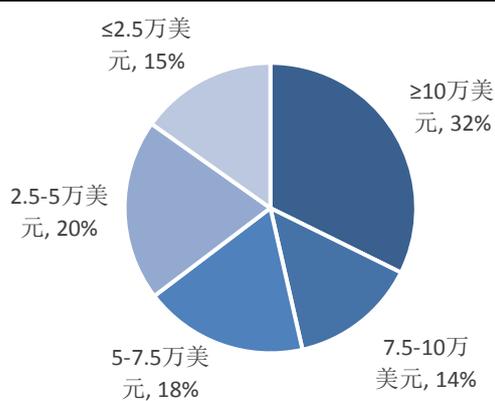


图7：美国户外运动人口年收入结构（2020年）



资料来源：《2018中国户外用品市场报告》，东兴证券研究所

资料来源：Outdoor Industry Association，东兴证券研究所

1.3 疫情加速户外产业发展，参与率有望实质性提升

疫情推动户外运动参与率提高。为限制新冠疫情而出台的隔离措施增加了人们的烦闷感和孤独感，因此人们对于社交活动和旅游出行的需求会更加迫切，同时由于跨境出行受到极大限制，因此境内户外活动成为人们放松身心、锻炼身体的重要选择。我国今年以来对于户外运动的关注度呈现快速增加的态势。根据天猫数据，去年疫情解封后的3、4月，露营消费同比增长超过200%；今年十一期间在高基数情况下，天猫露营类、冲浪类、垂钓类商品销售分别同比增长仍超50%、30%和20%。

户外习惯形成，参与率有望得进一步提升。户外运动参与率的短期提升，来自于疫情隔离措施激发出的人们锻炼身体、亲近自然的需求。我们认为对于健康理念的重视是人们经济水平达标后必然的发展方向，因此户外运动参与者的消费习惯有望就此形成，未来持续拉动参与率的提升。

2. 户外活动细分项目存机会

国内户外产业存在诸多机会，其中露营受疫情催化加速发展，有望作为入口拉动其他户外运动的参与率；冰雪运动在冬奥会的助推下，有望实现持续的高速发展。欧美发达国家虽然户外产业成熟，但仍然保持稳健增长。以美国为例，户外参与率持续提升，其中有引流作用的低门槛运动增长较快。我国户外用品公司的业务涉及国内外，将受益于中外户外产业的蓬勃发展。

2.1 我国户外：露营乘风而起，冰雪运动未来可期

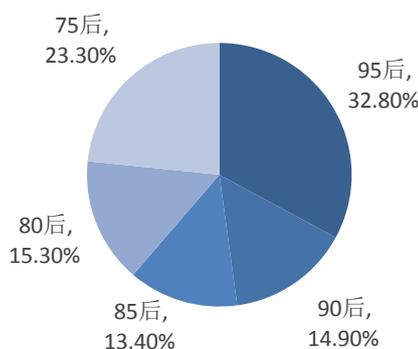
2.1.1 露营：有望带动户外运动风潮

美国露营文化成熟，中国潜力巨大。露营兼具休闲与社交属性，同时参与门槛较低，因此参与度较高，美国露营参与率多年保持在13%以上，露营费用1668.62亿美元，人均年露营花费3995美元，其中露营装备市场规模在312.71亿美元，占比18.74%。参考2020年美国露营参与率估算，我国潜在露营人群1.81亿人，露营装备市场规模潜力巨大。

露营在疫情催化下迅速普及。疫情爆发后长途出行受限，短途出游成了主要选择，我国露营风潮随之兴起。携程数据显示，2020年长三角一带的家庭游订单同比增长206%；今年十一期间，飞猪平台露营预定量环比超13倍。其中年轻的95后是最偏好露营的群体，较强的社交属性和较低的参与门槛是年轻人积极参与露营的主要原因。我们认为年轻人的高参与度对于家庭游的拉动以及户外文化的普及都有着关键的作用，未来露营有望维持快速发展。露营地旁一般都建有山道、健步道、鱼塘等设施，露营的火爆也能为其他户外活动引流。

图8：美国露营参与率维持在13%以上


资料来源：Outdoor Industry Association, 东兴证券研究所

图9：95后是参与露营最主要群体


资料来源：《2021Z世代露营式社交白皮书》，东兴证券研究所

精致露营应运而生，为户外运动提供门槛更低的入口。与野营不同，精致露营更注重舒适，营地一般有搭好的帐篷，同时会配套有WIFI、电源、公共浴室。较为舒适的环境能够让习惯城市生活的人们更容易地迈过户外运动的门槛，将精致露营作为户外运动初体验，同时也有较高的留存率。根据美国机构调研数据，81%的精致露营受访者都愿意继续体验。因此精致露营有望推动露营保持当前的发展速度。

强社交属性是露营高速发展的主因。互联网时代通信便利，使得社交大多在线上完成，但越来越多的人不满足于线上较为“虚拟”的社交，因此能够让人们面对面，且富有趣味性、体验感的露营、剧本杀、密室逃脱等活动成为热门社交活动。根据2021 Z世代露营式社交白皮书，露营已经成为其中最受欢迎的活动，78%的95后都表示露营交到的朋友相处更长久。较强的社交属性成为露营实现高速发展的主要原因。

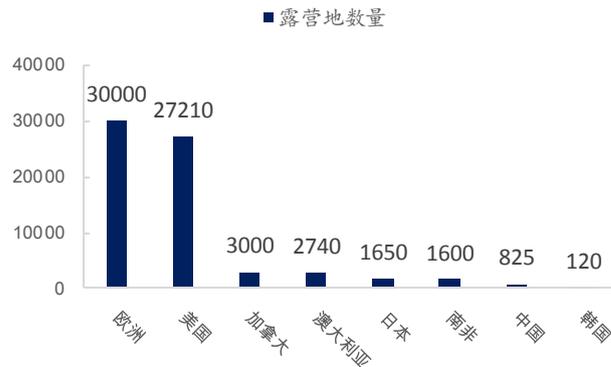
从设施角度看，露营仍有巨大发展空间。露营非常依赖露营地，即使是野营也大多在公园中进行。我国露营地近年来保持较快的增长速度，根据露营天下数据，2019年我国已有1565个露营基地，在建213个；在2018年，已有近半数营地接待近7万人次，旺季出租率达96%。但我国露营地数量与欧美相比，仍有近20倍的差距，未来供给端发展空间依然广阔。

图10：我国露营地建设进度



资料来源：露营天下，东兴证券研究所

图11：2017年各国露营地数量对比



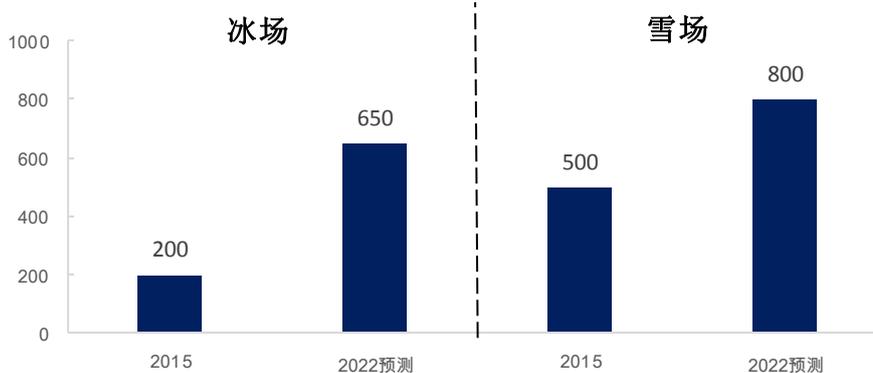
资料来源：露营天下，东兴证券研究所

家庭游、营地教育等应用场景有望推动露营持续发展。年轻人是家庭中潮流信息的主要获取者，他们对于活动的喜爱有望推动露营文化的持续出圈。精致露营注重体验与舒适，有配套的住宿设施，同时也能满足户外体验需求，高度契合家庭游的应用场景。在年轻人热爱露营的风潮下，家庭游有望推动露营持续发展。此外，营地教育也是露营一大应用场景，在欧美已经有百年的历史。随着我国对素质教育的推动，我国营地教育也有望逐步开拓，年轻人对于露营的接受度将会更高，实现露营发展正循环。

2.1.2 冰雪运动：冬奥会助推驶上发展快车道

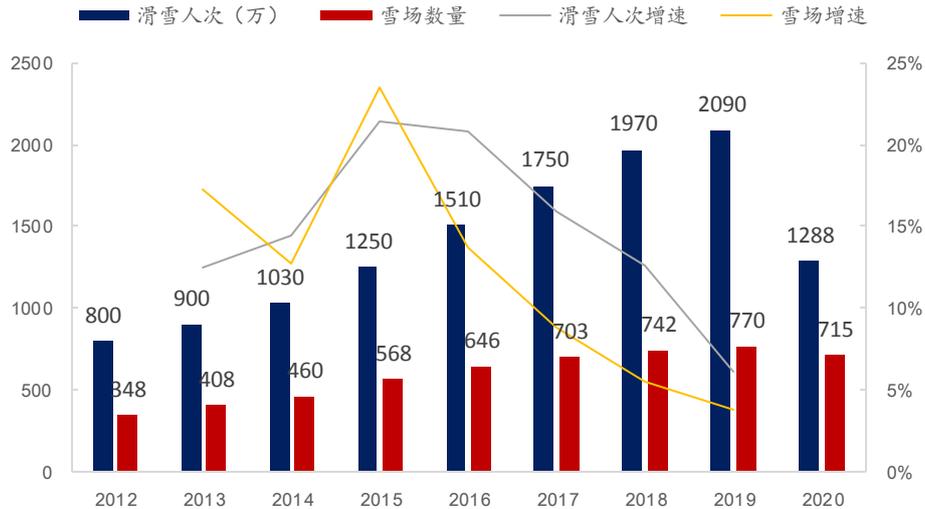
政策和需求共振，推动冰雪产业发展。2015年我国申冬奥成功后出台了一系列政策支持冰雪产业的发展，包括场地、装备、培训、赛事等各细项。作为冰雪产业中规模最大的门类，滑雪的需求也随着人均GDP的增长而不断涌现。在政策和需求的共振下，冰雪产业实现较快发展，场地的开拓带动了参与人次的增长，2015-2019滑雪人次CAGR4在14%左右。

图12：冰雪设施规划数量



资料来源：国家体育总局，东兴证券研究所

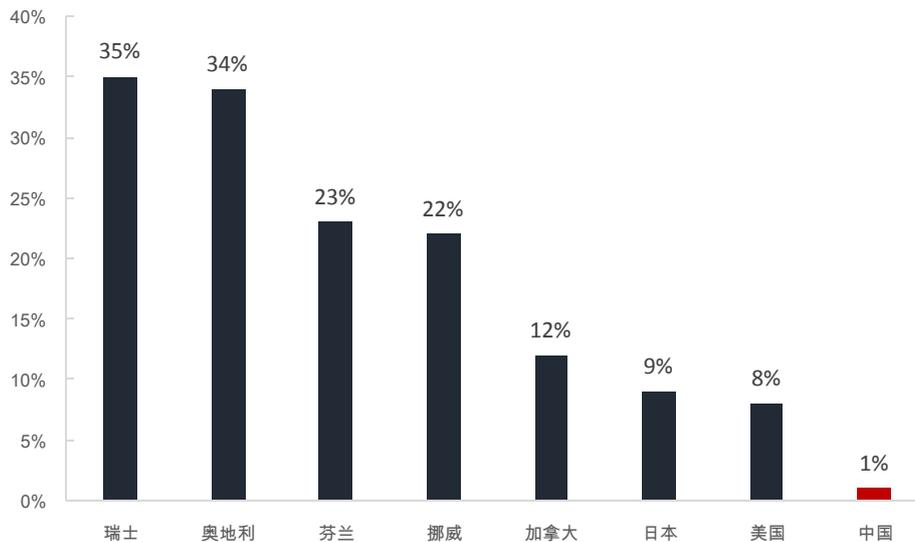
图13：我国滑雪人次及雪场数量增长情况



资料来源：《2020 中国滑雪产业白皮书》，东兴证券研究所

渗透率仍处低位，发展空间宽广。作为一项参与人数多，经济产值大的户外运动，滑雪全球产值约 7000 亿美元，全球滑雪人次近 4 亿，滑雪者约 1.3 亿。我国目前滑雪渗透率仅为 1% 左右，与欧美发达国家相比差距较大。即使与我国气候条件相似的美国，滑雪渗透率也是我国的 8 倍。未来随着冬奥会的成功举办，冰雪产业有望迎来新一轮的快速增长。目前我国滑雪产值在 4000 亿元左右，滑雪叠加其他冰上项目的发展，有望为用品、场地设备等相关行业带来一波巨大的增量。

图14：全球我国滑雪渗透率仍处于低水平

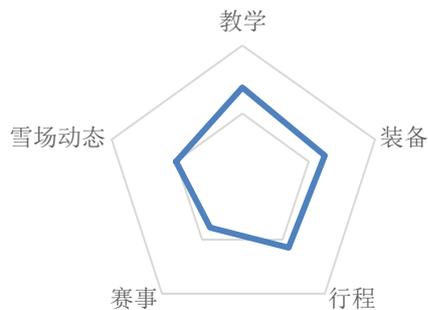


资料来源：《2019 全球滑雪市场报告》，东兴证券研究所

大型度假雪场是行业发展关键。滑雪具有一定专业门槛，一般需要多天的学习和练习才能入门。未经训练的新手很容易出现冲撞、摔倒等问题，难以取得优质体验。根据滑呗 APP 调研，教学是滑雪者最为关心的事项，雪场的配套教学将有助于滑雪者的留存。大型度假雪场有更高更长的雪道，滑雪体验更佳，同时能够提供良

好住宿配套设施和滑雪教学，对于新老滑雪者均有更大的吸引力。根据海外经验，大型度假雪场的滑雪人次占比最高，雪场数量和质量是带动行业发展的关键。

图15：滑呗 APP 客户关注项调研



资料来源：《2020 中国滑雪产业白皮书》，滑呗，东兴证券研究所

图16：雪场类型特点

| 雪场类型 | 场地特征 | 客群特征 |
|--------|-----------------|----------------------|
| 旅游体验型 | 只有初级道，一般在景点或城郊 | 90%为体验客户，平均停留 1-2 小时 |
| 城郊学习型 | 有初中高级雪道，但山体落差不大 | 本地自驾占比大，平均停留 3-4 小时 |
| 目的地度假型 | 山体有一定规模，且有住宿等设施 | 过夜消费占比大，平均停留 1 天以上 |

资料来源：《2020 中国滑雪产业白皮书》，东兴证券研究所

大型雪场占比增加，有望引领行业发展。我国大型雪场集中度持续增加，其中 2020 年因疫情导致小雪场关闭，大型雪场集中度达到高峰，达到 45%左右。目前我国 10 万人次以上雪场数量达到 38 家，其中流量最大的雪场年人次已经接近百万。根据全球滑雪报告数据，10 万人次以上的滑雪场占全球滑雪场总数的 20%，占据所有滑雪人次的 80%。与全球相比，我国大型雪场的占比都还有较大提升空间，当前大雪场的火热有望带动大型雪场的建设，拉动滑雪产业发展。

表2：各类型雪场数量及滑雪人次

| 雪场 | 2020 雪场数量 (家) | 2019 雪场数量 (家) | 2020 滑雪人次 (万) | 2019 滑雪人次 (万) | 2018 滑雪人次 (万) |
|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 15 万人次以上 | 25 | 16 | 491 | 451 | 349 |
| 10 万人次以上 | 38 | 31 | 587 | 609 | 487 |
| 全部 | 715 | 770 | 1288 | 2090 | 1970 |
| 雪场 | 2020 数量占比 | 2019 数量占比 | 2020 人次占比 | 2019 人次占比 | 2018 人次占比 |
| 15 万人次以上 | 3.50% | 2.08% | 38.12% | 21.58% | 17.72% |
| 10 万人次以上 | 5.31% | 4.03% | 45.57% | 29.14% | 24.72% |

资料来源：《2020 中国滑雪产业白皮书》，东兴证券研究所

2.2 美国户外：疫情加速发展，低门槛运动具备发展潜力

美国户外运动产业规模和参与率均存增长空间，疫情加速效果有望留存，我国外销业务仍具机会。美国户外运动已处于成熟期，整体参与率处于很高水平。随着消费水平的提升和细分项目的不断拓展，户外参与率呈现增长态势，产业规模保持稳健的增长。疫情加快了增长速度，根据美国户外联合会调研数据，2020 年户外运动参与率达到 52.9%，创历史新高，同时大量户外运动新参与者表示未来会继续参加户外运动，其中徒步、跑步、骑行、垂钓等运动的新参与者留存率达 60%以上。疫情后，美国户外运动有望继续保持增长态势。我国存在较多以出口为主的户外用品公司，在海外户外行业增长的背景下，依然存在增长机会。

图17：美国户外产业规模持续增长



图18：美国户外运动参与率在 2020 年达到新高

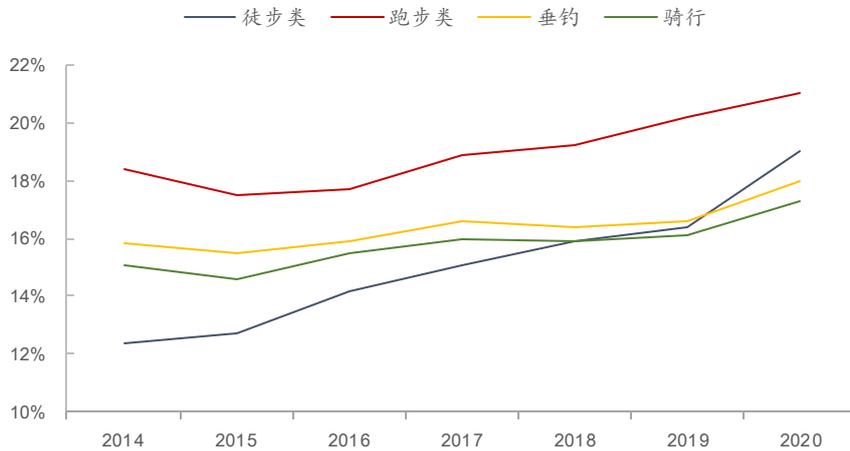


资料来源：美国经济分析局，东兴证券研究所

资料来源：Outdoor Industry Association，东兴证券研究所

低门槛户外运动增长速度较快。对于参与者身体素质、活动经验要求较低的运动，包括徒步类、跑步类、垂钓以及骑行，在近年来参与率持续增长，是美国增长最快的户外运动类别。低门槛运动由于较强的普适性，能满足多数人户外锻炼的需求，同时也能满足亲人或朋友间的聚会需求，因此实现参与率的持续提升。我们推测低门槛运动包含较多的新参与者，未来他们随参与频次的提升有望持续带动户外产业发展。

图19：低门槛户外运动参与率持续增长



资料来源：Outdoor Industry Association，东兴证券研究所

3. 细分品类深耕技术，是户外生产制造企业优质发展路径

3.1 产业链梳理：生产制造专业性强，品牌零售国内定位低端

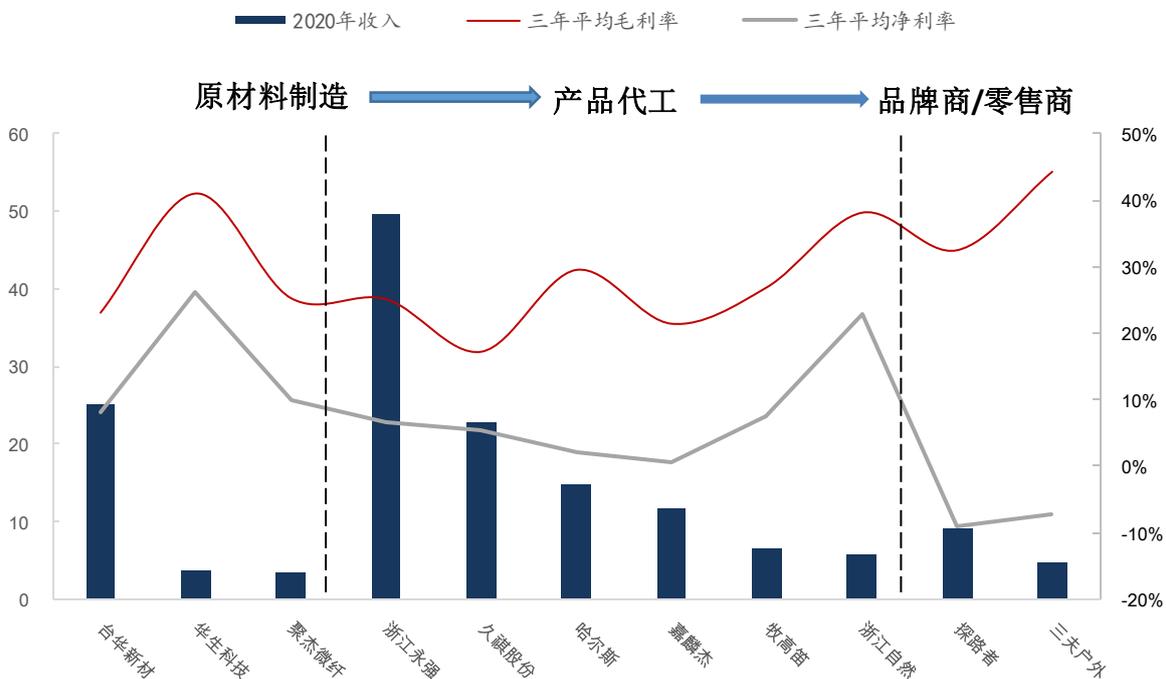
我国上市公司多处工厂制造环节，零售端尚未有规模较大企业。户外用品具备较强专业性，对于防水防风、保温、轻量化等功能要求较高，有一定的研发制造门槛。产业链有四个环节，分别是原材料生产环节、工厂制造环节、品牌商环节、零售商环节。从我国上市公司情况来看，大多处于生产制造端的前两个环节，具备一定收入体量；品牌零售端应有更高的附加值方面和更高的毛利率，但国内品牌和零售商与海外玩家定位不同，国内主要定位中低端且规模较小，盈利能力也有待加强。

1) 原材料生产环节：户外用品的原料主要是化纤材料，公司相对更易做到较大的规模以形成规模优势，如以锦纶和涤纶为主营业务的台华新材。因为户外用品功能性较强，因此面料企业如果掌握专有技术，能对下游形成较强的议价权，例如华生科技凭借拉丝气垫材料达到较高的毛利率。

2) 工厂制造环节：我国公司大多集中在这个环节，主要是做产品代工业务，以出口为主。户外用品产品类别较多，大致分为大众产品和利基产品：其中专注于大众产品的企业能够做到较大体量，如主营自行车的久祺股份，其主要通过品类本身的进化而公司具备先发优势获得了较好发展；大部分户外用品的市场规模不大存在利基市场机会，具备明显技术优势的公司能建立强壁垒，是国内制造环节公司优质的发展路径，如在充气床垫具备优势的浙江自然。

3) 品牌/零售环节：国内的专业户外市场基本为海外品牌占据，国内品牌商探路者等主打性价比。中高端产品在该环节有较高的附加值，而低端产品则容易陷入价格竞争，对成本控制有更高的要求。目前户外用品零售商分为两种，专门的户外用品零售商如迪卡侬、三夫户外，和综合性零售商如家乐福、沃尔玛等。本文我们只对专门零售商进行分析。海外头部零售商品类全面，且具备规模优势，进驻国内后有明显的竞争优势。

图20：户外相关上市公司收入体量及毛利率水平



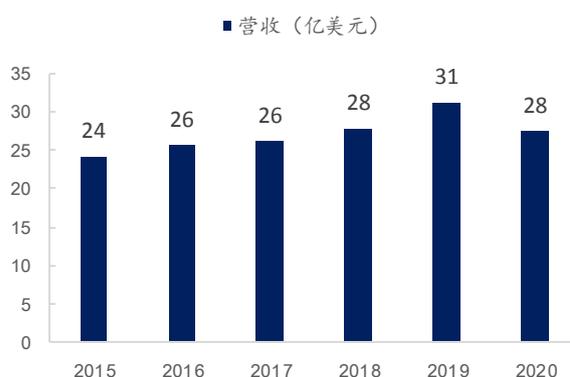
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

生产制造端：少数公司能成规模效应，核心技术是细分品类发展关键。户外用品品类多样，且多数品类市场空间较小。仅有工厂制造环节中的大众产品企业，以及原材料制造环节中普适性强的功能性原料或零部件企业，易形成规模效应，其中具备先发优势的公司有望随产品进化持续增长。多数细分品类制造商难成规模效应，但能够通过深耕核心技术持续成长。户外用品对防水防风、耐磨性等功能性有很高要求，因此技术水平高的公司能够提升产品价值。同时由于细分市场空间有限，竞争对手基本不会以重投入突破技术壁垒，因此技术壁垒容易保持，技术领先的制造商能够实现较为长期的收益。随着下游的扩展以及持续的研发，护城河也会持续加深。如戈尔公司的功能性面料已经占据高端市场50年的时间，在产业链上的话语权较大。另外，技术领先的公司更容易实现品牌，带来盈利能力的进一步提升。

品牌零售端：海外品牌技术领先，零售向一站式服务发展。在欧美等发达国家，户外运动已流行多年，因此欧美品牌已经基本占据了中高端户外用品市场，如始祖鸟、北面等，它们已通过多年的研发和营销投入，形成较强的专业性壁垒。零售商方面，海外也已形成大型零售商，如欧洲的迪卡侬和美国的REI，两公司都以全品类大门店的模式实现高收入。它们基本都覆盖全部户外品类，同时门店面积至少在2000平方米以上。丰富的品类矩阵契合户外运动品类丰富的特点，满足消费者一站式购物需求。1) 迪卡侬：通过自行设计，全球代工的模式保证低成本高质量的产品，同时用几乎不做广告的模式压低销售费用，且保持净利率在5%左右，打造产品的极致性价比。2) REI组织：合作社的形式，终身会员费只要20美元，便可享受购物会员折扣，同时享受公司利润。REI除销售产品外也会组织户外活动和培训等，以商品与服务相结合的方式，维持会员对公司较强的黏性。海外零售商凭借品类全、规模大、运营经验等优势迅速占据国内市场，如迪卡侬进入中国近20年，2017年中国区收入突破100亿元，在国内户外市场已有较强的影响力。

图21：迪卡侬全球收入情况


资料来源：迪卡侬官网，东兴证券研究所

图22：REI美国收入情况


资料来源：REI官网，东兴证券研究所

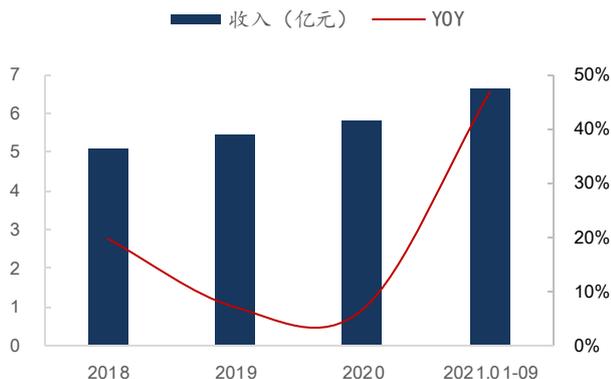
综合来看，在生产制造端，国内的户外用品企业机会凸显：在细分品类深耕技术，是制造企业的优质发展路径；少数能形成规模效应的制造企业，凭借先发优势能够在品类自身的进化中实现较好的发展。而在品牌零售端，海外的户外用品企业普遍有更强的优势。

3.2 生产制造端重点企业

3.2.1 浙江自然

浙江自然专注于户外用品的研发与ODM业务，其中充气床垫是公司的核心品类。公司盈利能力较高，近三年平均净利率保持在20%以上且逐步上升，同时收入也呈现稳健增长，CAGR3为11%。受益于下游户外运动的快速发展，2021前三季度收入和利润均已超过2020全年，分别达到6.65亿元、1.83亿元，同比增速分别达到46%、43%。

图23：浙江自然近三年及一期收入及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图24：浙江自然近三年及一期归母净利润及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

深耕充气类户外用品，掌握关键技术提高产品竞争力。公司通过二十年的研发，逐步掌握TPU面料制造和热熔接两大关键技术，使得TPU面料的充气类户外产品得以量产。TPU面料在耐磨、耐水、延伸性等户外用品需要的关键属性上都优于其他材料，因此随公司通过不断技术改良降低成本，逐步实现对传统PVC材料的替代。公司TPU产品具备较强的市场竞争力，充气床垫占据迪卡侬同类产品销售额的80%以上，并进入SAE TO SUMMIT、REI等专业运动销售商供应链。

垂直一体化布局，保障盈利能力和生产效率。公司掌握从坯布到户外用品的所有流程工艺，大部分生产由公司自行完成，仅有少部分低门槛工序外协生产。在TPU技术的加持下，公司通过垂直一体化布局保证了较强的盈利能力和交付效率。此前公司产能已趋于紧张，随着逐步投放将有望为公司提供成长增量。

3.2.2 华生科技

华生科技主营业务为气密材料和柔性材料，主要应用于滑板、体操垫、充气游艇等运动领域。公司盈利能力较高，近三年平均净利率在20%以上且逐步上升，同时收入也呈现稳健增长，CAGR3为12%。受益于下游户外运动的快速发展，2021前三季度收入和利润均已超过2020全年，分别达到4.94亿元、1.50亿元，同比增速分别达到110%、113%。

图25：华生科技近三年及一期收入及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图26：华生科技近三年及一期归母净利润及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

产品技术壁垒助力公司实现高盈利能力。公司主要收入来自气密材料，占比接近 90%。气密材料加工工艺复杂，较早进入者掌握更多技术细节从而能较好控制产品质量和生产成本，因此具备一定技术壁垒。目前国内气密材料量产公司较少，只有公司、明士达和中国龙天集团三家，国外有德国海德思、韩国源丰等竞争对手。其中公司在 2013 年就已研制成功，后已生产多年技术领先，产品定位高，为公司带来较高的盈利能力。

图27：气密材料收入对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图28：气密材料毛利率对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

受益户外运动景气，产品有望拓展应用场景。公司产品主要作为滑板、瑜伽垫的上游材料，与相关运动景气度相关性较高。滑板、瑜伽等运动的渗透率提升将推动公司收入利润持续增长。当前公司产能已较为紧张，随着 IPO 募投项目的建成，气密材料未来也可应用到充气床垫、医用床垫等新领域，带来新增长空间。

3.2.3 台华新材

台华新材专注锦纶产业链，是垂直一体化行业龙头，下游主要为运动服、冲锋衣等服装的制造。收入规模在 30 亿元左右，2019 年起因产品价格持续下行收入有所下滑。今年前三季度收入利润重回增长，分别达到 30.68 亿元、3.77 亿元，均超过 2020 年全年水平，主要因为高端产品的逐步投产以及户外运动的火热。

图29：台华新材近三年及一期收入及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图30：台华新材近三年及一期归母净利润及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

运动品类通用上游，覆盖多种运动品类。锦纶产品相比于其他材料有更好的耐磨性，是运动服饰以及用品的上游材料，下游覆盖冲锋衣、瑜伽服、运动包等品类，能够覆盖多种运动项目的需求。因此相对于运动细分品类的专用材料，公司能实现更高的收入体量，有更好的规模效应。同时公司通过垂直一体化布局，实现供

应链成本的下降和效率的提升。

产品升级有望为公司带来业绩增量。锦纶 66 是锦纶产品中性能较好的品种，公司是具备该品产能的少数几家公司之一。锦纶 66 上游原料己二腈过去以海外产能为主，产量较低导致价格高，随着己二腈国产化产能的落地，锦纶 66 有望降价到合理水平并逐步普及。考虑到锦纶 66 较高的价格，将有望为公司带来业绩增量。

4. 风险提示

户外运动参与率不及预期，人均收入水平提升不及预期。

分析师简介

分析师：刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

分析师：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。。

研究助理简介

研究助理：沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526