

## 积极拓展新品类，开启第二成长曲线！



## 核心观点

- 公司在近 30 年的发展历程中，深耕自动充气床垫细分领域，通过过硬的产品和服务，与全球 200 多家客户形成了良好的合作关系。我们认为，公司正在进行积极的品类扩张，未来有望开启第二增长曲线，具体原因如下：
- 后疫情时代，海外户外运动赛道保持高景气。根据 Outdoor Foundation 的研究，2020 年疫情期间，美国户外运动参与率创近十年新高，达 52.9%，相应的美国户外运动零售商 2020 年后表现优异，带动国内 ODM/OEM 实现业绩高增。此外调查显示，新参与者在疫情结束后继续参与户外运动的意愿较强，我们预计赛道的高景气具有较好的延续性。
- 垂直一体化供应链是品类扩张的重要基础之一。公司通过多年积累，掌握了上游 TPU 面料和聚氨酯（PU）软发泡等核心技术，成功打造了垂直一体化的产业模式，在市场上形成了差异化竞争。其主要优势表现为：1）获取上游利润，盈利能力更强；2）通过提升上游生产效率，降低原材料上涨对毛利率的冲击；3）保障产品质量的同时，能更好地满足客户快反、新品开发的需求。
- 新品类市场前景广阔，空间巨大。公司新品类的拓展主要围绕自身核心技术和大客户进行，在生产和订单获取上具有良好保障，而上市后更好的资金和平台优势将进一步加快公司新品扩张的步伐。中短期看，保温和防水箱包、水上用品、家用充气床垫是公司主要品类拓展方向，粗略估计新品的市场规模合计至少在 300 亿左右且未来有望保持较快增长，叠加环保消费趋势下 TPU 替代 PVC 的进程加速（TPU 是公司强项），为未来公司发展提供了更广阔的空间。

## 财务预测与投资建议

- 我们看好公司“垂直一体化+大客户深度绑定”模式下未来新品类扩张的确定性，小幅上调公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.21 元、2.98 元、3.9 元（原 2.13、2.84、3.75 元），参考可比公司平均估值水平，我们给予公司 2022 年 27 倍的 PE，对应目标价 80.5 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**客户集中度较高、疫情反复影响海外需求及运输、原材料波动以及新产能投放不及预期等。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	832	1,118	1,476
同比增长(%)	7.2%	6.7%	43.1%	34.4%	32.0%
营业利润(百万元)	151	180	255	345	454
同比增长(%)	63.2%	19.5%	41.1%	35.6%	31.5%
归属母公司净利润(百万元)	131	160	223	301	395
同比增长(%)	60.9%	21.4%	40.1%	34.8%	30.9%
每股收益(元)	1.30	1.58	2.21	2.98	3.90
毛利率(%)	39.8%	40.7%	40.1%	40.3%	40.4%
净利率(%)	24.1%	27.4%	26.9%	26.9%	26.7%
净资产收益率(%)	29.3%	26.8%	19.4%	17.2%	19.3%
市盈率	55.8	46.0	32.8	24.3	18.6
市净率	14.2	10.9	4.5	3.9	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年12月24日)	72.51 元
目标价格	80.5 元
52周最高价/最低价	80.89/36.11 元
总股本/流通A股(万股)	10,112/2,528
A股市值(百万元)	7,332
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年12月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.34	-9.33	20.53	
相对表现	2.21	-3.2	24.53	
沪深300	0.13	-6.13	-4	-11.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
证券分析师	赵越峰
	021-63325888*7507
	zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
证券分析师	朱炎
	021-63325888*6107
	zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006

## 相关报告

成本上涨压力下，单季度盈利能力维持高位	2021-10-28
“垂直一体化+深度绑定大客户”的户外隐形龙头	2021-08-09

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

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

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

## 目 录

1、后疫情时代，海外户外运动赛道保持高景气.....	4
2、垂直一体化供应链是品类扩张的重要基础之一.....	6
3、新品类市场前景广阔，空间巨大.....	10
投资建议.....	15
风险提示.....	16

## 图表目录

图 1: 美国户外运动参与人数和参与率 (百万人) .....	5
图 2: 2020 年参与率最高的五个项目 .....	5
图 3: 疫情结束后, 户外运动新人最有可能继续参与的项目 .....	5
图 4: Academy Sports Outdoors 营业收入及增速 (亿美元) .....	6
图 5: 迪克体育用品营业收入及增速 (亿美元) .....	6
图 6: 约翰逊户外营业收入及增速 (亿美元) .....	6
图 7: 牧高笛营业收入及增速 (亿元) .....	6
图 8: 公司聚氨酯 (PU) 软泡发泡 .....	7
图 9: 公司面料制作工艺 .....	7
图 10: 公司成品制作工艺 .....	7
图 11: 公司毛利率和净利率变化 .....	8
图 12: 荣威国际毛利率和净利率变化 .....	8
图 13: 公司成本拆分 .....	8
图 14: 公司研发费用率变化 .....	9
图 15: 公司 ODM 和 OEM 开发占比 .....	9
图 16: 公司收入拆分 .....	10
图 17: 公司充气床垫品类中 TPU 的销量和销售占比 .....	10
图 18: 户外休闲市场规模拆分 (2016, 亿美元) .....	12
图 19: 户外休闲市场规模拆分 (2021E, 2016 年预测, 亿美元) .....	12
图 20: 荣威国际收入规模及增速 (亿元) .....	13
图 21: 荣威国际收入拆分 .....	13
图 22: TPU 和 PVC 现价比较 (元/吨) .....	14
表 1: 公司主要客户收入及占比 (百万元) .....	4
表 2: 公司正在进行的研发项目情况 .....	9
表 3: 越南户外用品生产基地项目募投项目规划 (万元) .....	11
表 4: 全球 SUP 市场规模预测 .....	12
表 5: 行业可比公司估值 (截止 2021 年 12 月 23 日) .....	15

浙江自然在近 30 年的发展历程中，深耕自动充气床垫细分领域，通过过硬的产品和服务，与 200 多家全球客户形成了良好的合作伙伴关系，其中公司与第一大客户迪卡侬绑定深入，2020 年收入占比超过 32%。我们认为，公司正在进行积极的品类扩张，未来有望成功开启第二增长曲线，具体原因如下：

**表 1：公司主要客户收入及占比（百万元）**

	2018		2019		2020	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
迪卡侬	111.5	21.9%	157.3	28.9%	189.0	32.5%
Balluck Outdoor Gear Corp.	20.4	4.0%	23.7	4.3%	25.7	4.4%
SEA TO SUMMIT	24.2	4.8%	38.3	7.0%	21.9	3.8%
Super Retail Group	11.6	2.3%	11.1	2.0%	17.7	3.0%
Flexxtrade	22.9	4.5%	19.6	3.6%	15.5	2.7%
REI	3.7	0.7%	13.1	2.4%	17.0	2.9%
Exxel	0.6	0.1%	0.3	0.1%	12.7	2.2%
际华集团	2.4	0.5%	20.3	3.7%	9.3	1.6%
历德超市	30.5	6.0%	3.1	0.6%	9.3	1.6%
LSO LP	38.4	7.5%	34.0	6.2%	5.3	0.9%

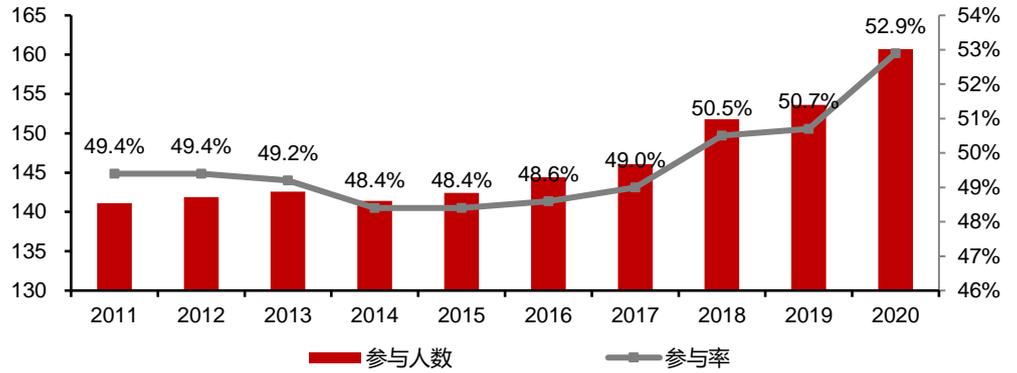
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1、后疫情时代，海外户外运动赛道保持高景气

**2020 年疫情期间，美国户外运动参与率创近十年新高。**根据 Outdoor Foundation 数据，2020 年美国合计 1.6 亿人（6 岁以上）参与了至少一项户外运动，相比 2019 年净增 710 万人，运动参与率为 52.9%，同比净增 2.2 pcts。后疫情时代，欧美人群倾向于选择人群密集度较低的户外运动，降低感染病毒的风险，分运动来看，跑步、徒步、垂钓、自行车和露营参与率最高，分别为 21%、19%、18%、17.3%和 15.8%。

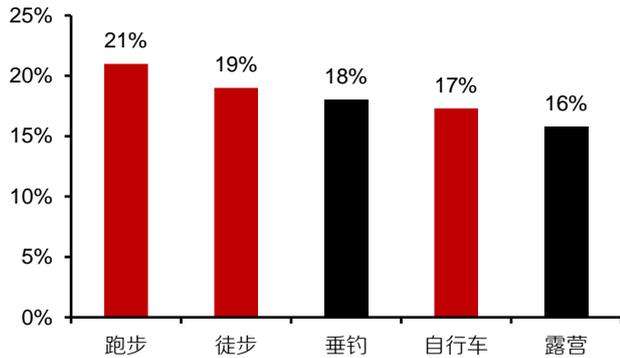
另一方面，根据 Outdoor Foundation 的研究，新参与者在疫情结束后继续参与户外运动的意愿较强，其中健步走、自行车、垂钓是参与意愿最高的三个项目，仅有四分之一的新人明确表示疫情后不愿继续，因此我们预计，海外户外运动的高景气未来具有较好的延续性。

图 1：美国户外运动参与人数和参与率（百万人）



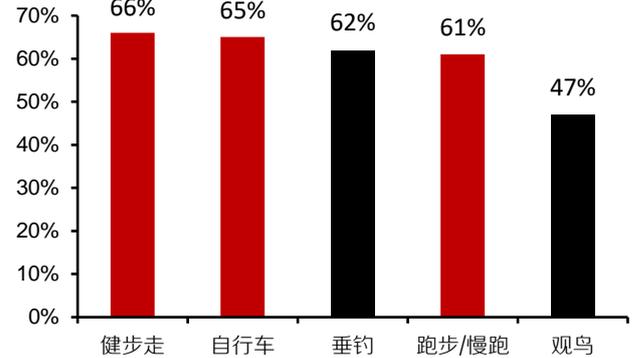
数据来源：Outdoor Foundation，东方证券研究所

图 2：2020 年参与率最高的五个项目



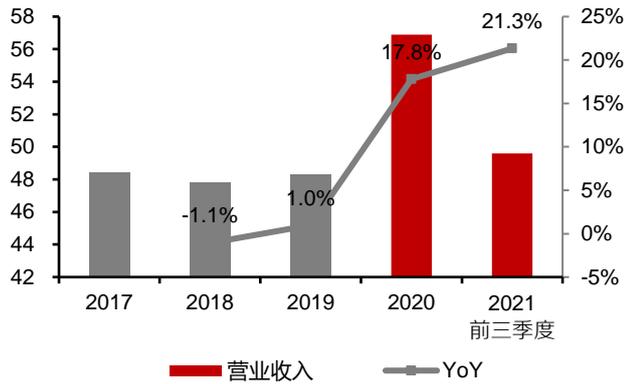
数据来源：Outdoor Foundation，东方证券研究所

图 3：疫情结束后，户外运动新人最有可能继续参与的项目

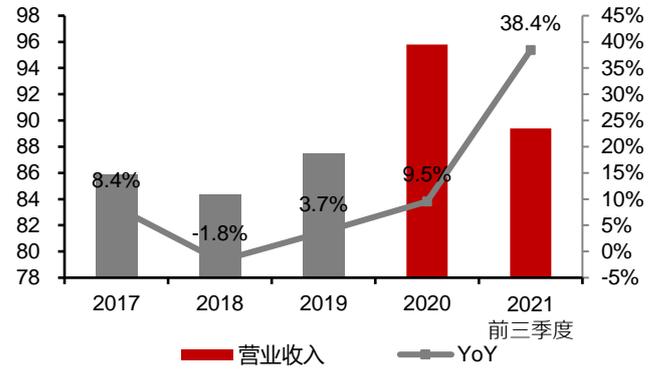


数据来源：Outdoor Foundation，东方证券研究所

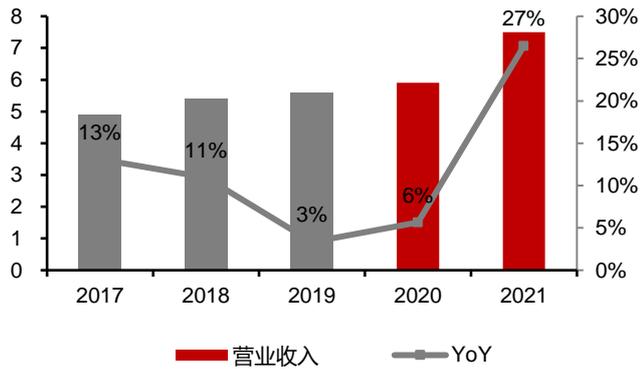
美国户外运动零售商 2020 年后表现优异，带动国内 ODM/OEM 实现业绩高增。从我们跟踪的 Academy Sports Outdoor、迪克体育用品、约翰逊户外等零售商表现来看，2020 年疫情后均实现了较快的收入增长，2021 年后增长提速，其中迪克体育收入增速最高，2021 前三季度达到 38.4%。我们认为，海外品牌和渠道的高景气将直接利好上游供应商，a 股的牧高笛、浙江自然均有较好的业绩表现，牧高笛前三季度收入增速高达 42%，浙江自然高达 47%。

**图 4：Academy Sports Outdoors 营业收入及增速（亿美元）**


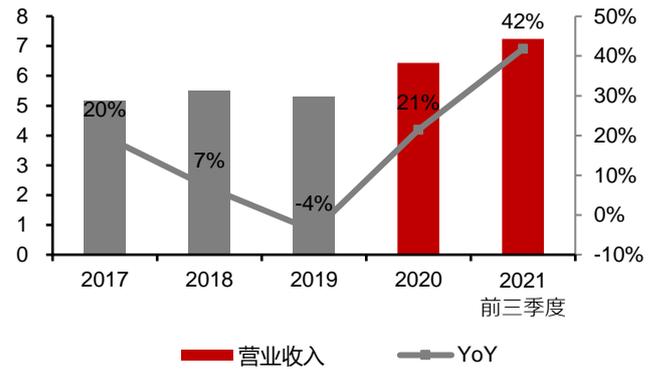
数据来源：wind，东方证券研究所

**图 5：迪克体育用品营业收入及增速（亿美元）**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 6：约翰逊户外营业收入及增速（亿美元）**


数据来源：wind，东方证券研究所，注：公司年报披露周期为 10 月到次年 9 月底

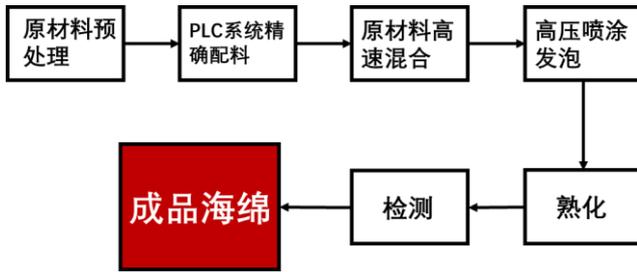
**图 7：牧高笛营业收入及增速（亿元）**


数据来源：wind，东方证券研究所

## 2、垂直一体化供应链是品类扩张的重要基础之一

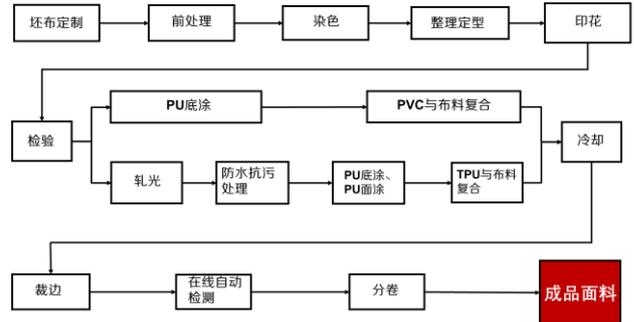
从产业链角度来看，大部分充气床垫制造商一般将面料和海绵等关键上游材料外包，自身主要负责切割、裁剪、熔接等劳动密集型工序。浙江自然通过多年积累，掌握了 TPU 面料制作和聚氨酯（PU）软泡发泡等核心技术，打造了垂直一体化的产业模式，在市场上形成了差异化竞争，我们认为主要优势表现如下：

图 8：公司聚氨酯（PU）软泡发泡



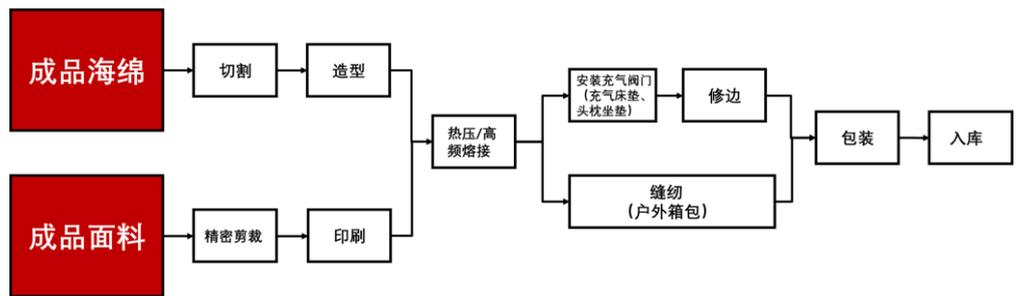
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司面料制作工艺



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司成品制作工艺

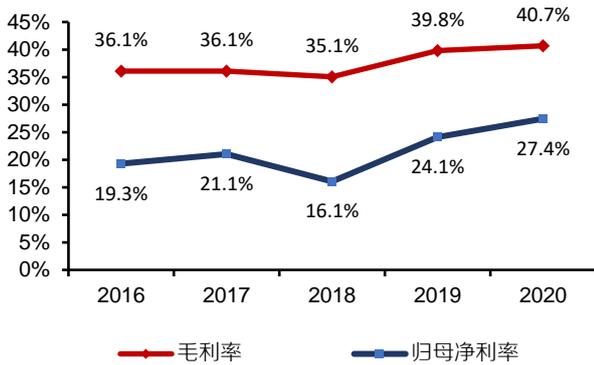


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**1、获取上游利润，盈利能力更强。**公司通过掌握上游供应链，额外赚取了本应属于外包供应商的利润，从报表上来看，随着近年来自动化水平的提高，毛利率和净利率呈现逐年上升的趋势，2020年分别实现40.7%和27.4%，2021年前三季度仍然维持在较高水平。另一方面，较高盈利能力也保障了在向供应商报价时，公司有明显的竞争优势和回旋余地。

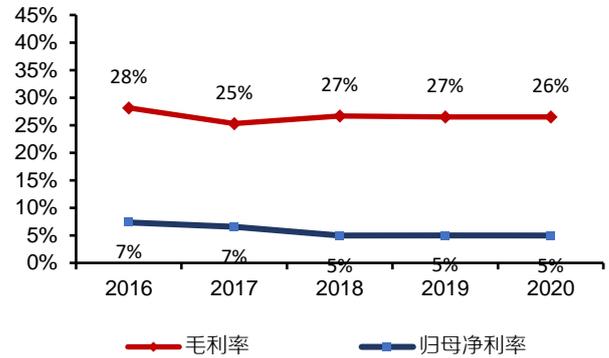
行业比较来看，荣威国际主要通过外购PVC原材料来制作充气类产品，其盈利能力明显低于浙江自然，2020年荣威国际的毛利率和净利率水平仅分别为26%和5%。

图 11：公司毛利率和净利率变化



数据来源：wind，东方证券研究所

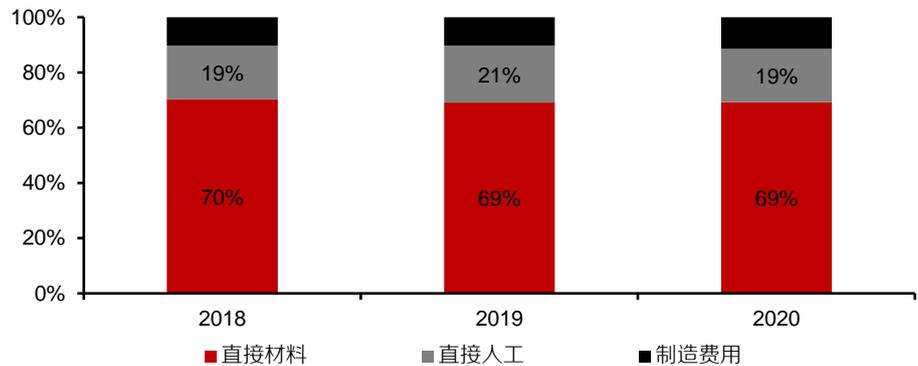
图 12：荣威国际毛利率和净利率变化



数据来源：wind，东方证券研究所

**2、通过提升上游生产效率，降低原材料上涨对毛利率的冲击。**公司的原材料主要包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等，在原材料上行趋势中，公司能通过自动化的改造和投入，提升原材料的利用率，对冲原材料价格上涨对于毛利率的影响，因此抗风险能力比传统同行更强。

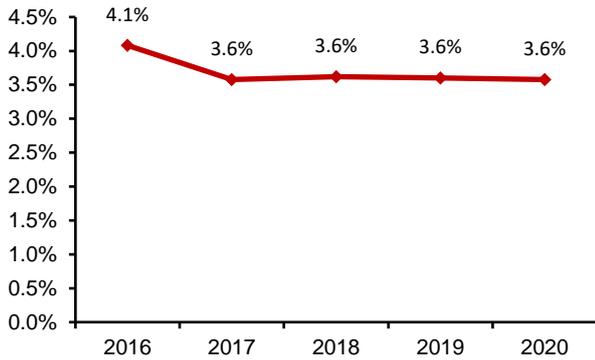
图 13：公司成本拆分



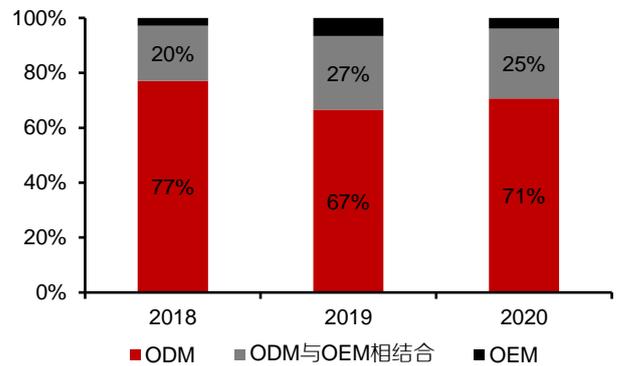
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**3、在保障产品质量的同时，能更好地满足客户快反、新品开发的需求。**我们认为，公司垂直一体化的发展模式有利于其更好地从源头保障产品的质量，同时更灵活快速地响应客户需求。从行业上游供给看，TPU 面料的制造大多集中在台湾企业，由于 TPU 面料应用较为广泛，下游的客户行业繁多，充气床垫机器相关业务只是其中一个细分行业，因此在开发新品时，普通充气床垫制造商反应速度相对较慢，开发成本较高。相反，浙江自然通过对上游的控制，更好地针对客户需求实现快反，量产后产品质量也更有保障，品牌方也更愿意与公司共同开发新品。

2018-2020 年，公司 ODM 开发占比分别为 77%、67%和 71%，维持高位，纯 OEM 开发占比仅为个位数。公司已在上海设立研发中心，公司合计研发人员 130 人，研发费用率长期维持在 3%-4%左右。

**图 14：公司研发费用率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 15：公司 ODM 和 OEM 开发占比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 2：公司正在进行的研发项目情况**

序号	项目名称	技术描述	研发进展
1	具有保温特性的充气床垫内表面制备工艺改进	1、具有保温特性的“三明治”充气床垫内表面结构设计技术 2、TPU 膜配方及共混技术 3、一次性热压熔接成型技术 4、热辊和橡胶辊挤压成型技术	应用研究
2	充气床面料与海绵快干复合工艺研究	1、环保型快干粘接剂应用技术 2、充气床面料与海绵复合全自动上胶设备开发技术 3、上胶设备涂胶量自动控制技术	应用研究
3	海绵数控竖打孔机的研发	1、PC 电脑+数控钻孔控制系统的设计应用技术 2、步进伺服混合系统和气压脱模系统技术 3、钻孔装备的设计研发	应用研究
4	TPU 充气家用床的研发	1、具有贴合人体舒适度要求的面料开发及工艺设计技术 2、TPU 充气家用床内置充气泵开发设计技术	应用研究
5	充气床用超高密度半闭孔海绵材料高效切割工艺研究	1、超高密度半闭孔海绵材料切割工艺改进技术 2、研发自充气海绵床花型方案技术	基础研究
6	户外充气沙发轻量化技术研究	1、户外充气沙发的结构及生产工艺技术 2、户外充气沙发一次成型的设备研发技术	基础研究
7	具有气垫保护结构的数码产品收纳包开发	1、贴合电子产品外轮廓收纳包的结构设计技术 2、TPU 充气式数码电子包专用热压自动装备设计技术 3、TPU 环保型自充气气嘴的设计研发技术	基础研究
8	具有防褥疮功能的 TPU 充气护理床垫开发	1、TPU 充气床垫采用多条平行气囊设计，通过间隔气囊的充、放气，使气囊随之起伏波动，从而调整病患身体受压部位，提高床垫的舒适度，减少床垫的不透气性和粘身感，利于患者的血液循环，改善病患背部疼痛，达到预防褥疮的效果，结构简单，使用便利。 2、利用充气床垫翻身控制器，使充气床垫的左右侧气囊充气而发生床面抬高，辅助病患进行定时体位翻身，避免患者身体长时间局部受压，	基础研究

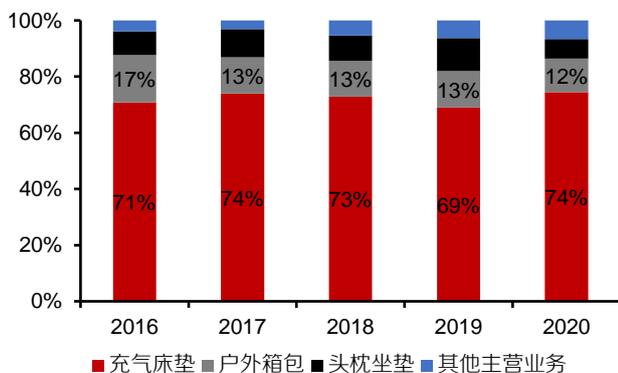
		并减少护理人员的工作量。 3、通过开发床垫状态手机监控 APP，利用高性能传感设备监测床垫充气压力、病患睡眠情况等数据并进行传输，由手机 APP 操作进行压力调整，及时了解病患的睡眠情况，并优化病患的睡眠体验。	
9	基于人机工程学的家用充气床舒适性研究	1、设计基于人机工程学的家用充气床结构，根据不同部位受力大小不同选用合适的填充材料及结构，结合现有的海绵切割工艺，制得由不同软硬分区组合的海绵自充气床垫，使充气床更有层次感，提高家用充气床的舒适度。 2、通过优化家用 TPU 充气床垫拉筋工艺，利用不同模具线组合形成符合人机工学的起伏曲线，设计开发出各部位软硬松驰度能够随人体曲线变化的 TPU 充气床垫产品，并使外观更贴近真正的家用床产品，从而提高产品的市场竞争力。 3、通过添加智能感应配件，将人体分区划分得更为精确，使充气床垫能够满足不同人体部位的软硬度需求，根据不同的身高体重，调节不同分区的气室饱满程度，以达到各部位不同软硬度的要求，从而提升用户的使用感受，让家用充气床更加舒适、且性价比更高。	基础研究

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

### 3、新品类市场前景广阔，空间巨大

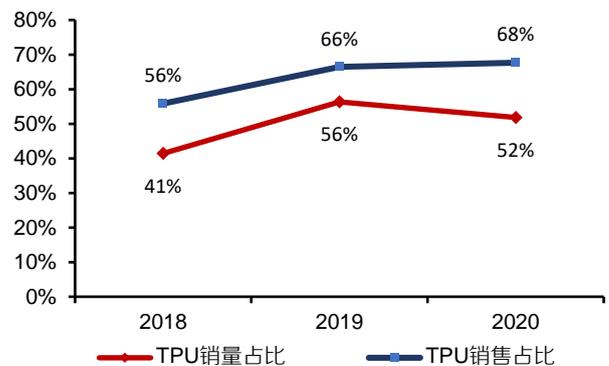
主业户外充气床垫市占率已较高，未来有望享受高于行业平均增速。公司目前主业为户外自动充气床垫，近五年销售占比高达 74%以上，其中 2020 年，TPU 材质床垫的销量和销售占比分别为 52% 和 68%，从竞争格局来看，目前仅有美国的 Cascade Designs、台湾 FENGYI 大规模涉足 TPU 充气床垫的生产制造。根据草根调研数据，目前公司在户外自动充气床垫（TPU 相关）的市占率已超过 50%。但是受益于垂直一体化的供应链，我们认为公司未来有望通过新品的研发+与客户更深度的绑定，持续享受高于行业的增速水平。

图 16：公司收入拆分



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：公司充气床垫品类中 TPU 的销量和销售占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 1：公司竞争对手展示**

公司名称	所生产充气床垫主要材质	成立时间	所属国家	自有品牌	主营业务
浙江自然	TPU 相关	2000	中国	无	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫
Cascade Designs		1972	美国	Therm-a-Rest	便携的睡垫、枕头和座垫
台湾 FENGYI		1994	中国台湾	无	自动充气床垫、空气床垫、床垫特制气嘴、防水袋和其他轻型户外用品

数据来源：公司公告，各公司官网，东方证券研究所

考虑到自动充气床垫业务的规模容量、竞争格局等综合因素，公司从前几年就开始积极拓展新品类，而上市后更充沛的资金和平台优势也将助力公司进一步加快其拓展步伐。公司正在进行中的新品类拓展主要围绕其核心技术和大客户展开，因此在生产（垂直一体化优势）和销售方面均有良好的保障。正如前文所述，公司在 30 年左右的发展历程中，积累了大量深度合作的大客户，彼此建立了充分的信任，不少大客户的订单占比呈现稳步提升态势。对于户外品牌商和户外零售商而言，所需产品种类繁多，迫切需要能提供更稳定、更丰富产品的高质量供应商，公司不少新品开发正是基于大客户的需求而开展。

从中短期角度看，保温和防水箱包、水上用品、家用充气床垫等是公司新品类拓展的主要方向，公司正在加速扩产进度。从公司收入拆分来看，2020 年户外箱包、头枕坐垫品类的占比已分别达到 12% 和 7%。今年 IPO 上市后，公司加速了品类的扩张速度，举例如下：

- 1) 在 IPO 募投项目中，公司拟投资 6,381 万布局越南海外生产基地，建成后计划年产 40 万只防水户外箱包和 75 万条充气床垫，截止今年年底已部分投产。
- 2) 2021 年 9 月，公司通过对越南子公司债务担保等方式，合计控制位于柬埔寨的美御塑胶 60% 的股权（主要生产保温桶、塑料桶的工厂），顺利切入水上休闲市场的产品制造。
- 3) 家用充气床垫工艺与户外充气床垫类似，该产品舒适程度更高，体积较大，通常需要电动泵来充气，从技术角度，我们认为公司拓展的难度相对较小，预计未来收入占比将持续扩大，并且在工厂改扩建后仓储空间充足。家用充气床垫市场规模远超户外，目前市场份额主要集中在 Intex（美资企业）和荣威国际（港股私有化）手中。

**表 3：越南户外用品生产基地项目募投资项目规划（万元）**

序号	项目名称	金额	占比
1	建筑工程	2,902.4	42.5%
2	设备购置及安装费	1,191.1	17.4%
3	其他费用	1,714.5	25.1%
4	预备费	292.1	4.3%
总计		6,831	100%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**未来空间探讨：**受制于数据的可得性，我们试图通过市场公开信息，预估新拓展品类的市场规模。

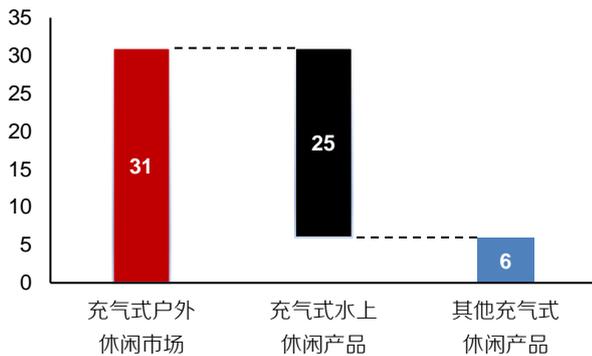
**充气式水上休闲市场规模预计超过 200 亿+**。根据弗若斯特沙利文报告数据，2016 年全球充气式户外休闲市场规模为 31 亿美元，2021 年预计达到 53 亿美元（折合人民币 330 亿+），复合增速

为 11%。拆分来看，充气式水上休闲产品为主要构成，市场规模为 35 亿美元（折合人民币 220 亿+），占比为 66%。

**PVC 充气休闲品市场规模（非水上，包括家用充气床垫）在 100 亿左右。**2021 年其他充气式休闲产品市场规模预计为 18 亿美元（折合人民币 110 亿+），占比为 34%，由于 TPU 充气床垫整体市场规模较小（且浙江自然全球市占率已超过 50%），我们合理推断 PVC 充气休闲品市场规模在 100 亿左右。

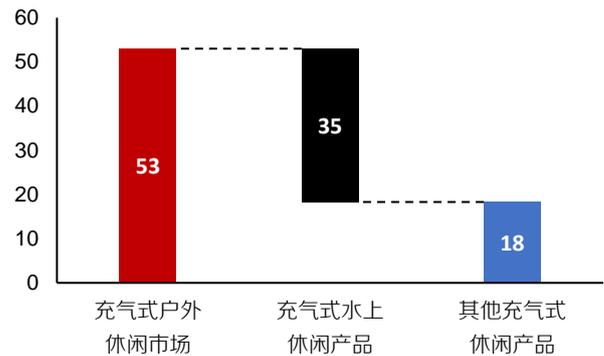
**SUP（站立式滑水板）未来预期增速较快。**随着户外水上运动的兴起，SUP 作为小众细分赛道在过去几年也经历了快速增长，根据 Technavio 研究（转引华生科技招股说明书），全球 SUP 市场规模预计将从 2015 年 49.56 亿美元增长至 2020 年的 99.9 亿美元（推测为零售口径），复合增速为 15%，展望未来，从我们收集的多个数据来源来看，大家对于市场未来预期较为乐观，**我们预计市场将保持高单位数增长。**

图 18：户外休闲市场规模拆分（2016，亿美元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 19：户外休闲市场规模拆分（2021E，2016 年预测，亿美元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

表 4：全球 SUP 市场规模预测

序号	预测机构	预测时间范围	CAGR
1	Technavio	2021-2025	6%
2	Adroit Market Research	2018-2028	8%
3	Fact.MR	2018-2028	11.9%
4	QY RESEARCH	2021-2027	11.9%
5	Technavio	2020-2024	4%

数据来源：Technavio、Adroit Market Research、Fact.MR，东方证券研究所

荣威国际是未来公司拓展新品类的潜在竞争对手之一，它是全球最大便携移动式 SPA 制造商（以 PVC 材质为主），在使用充气技术制成的运动休闲产品行业中占据三分之一的全球份额（来源为公司年报），与全球前 50 大顶级零售商长期合作的至少有 20 家，2017 年在港股上市，2020 年私有化。

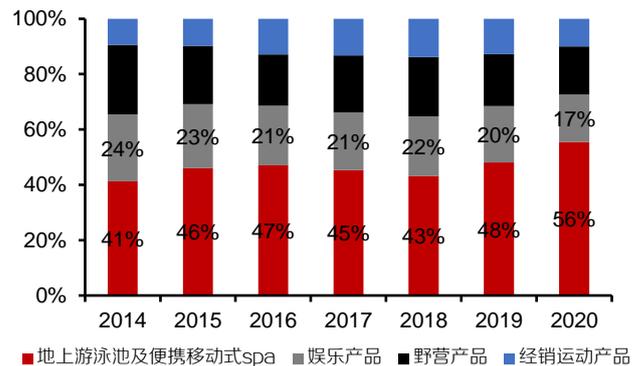
从报表数据来看,2020年荣威国际实现收入63.2亿元,同比增长6%,2014-2020 CAGR为13.3%,拆分来看,2020年地上游泳池及便携移动式spa、娱乐产品、野营产品、经销运动产品收入分别为35.1亿、10.8亿、11亿和6.3亿,占比分别为56%、17%、17%和10%。我们认为,若剔除野营、经销运动类产品,家用充气类PVC产品收入为40亿+,考虑到公司占据的全球份额(三分之一),我们推断整体市场规模在100亿以上,与上述预估基本匹配。

图 20: 荣威国际收入规模及增速 (亿元)



数据来源:wind,东方证券研究所,注:原始报表为美元,转换汇率为最新wind汇率

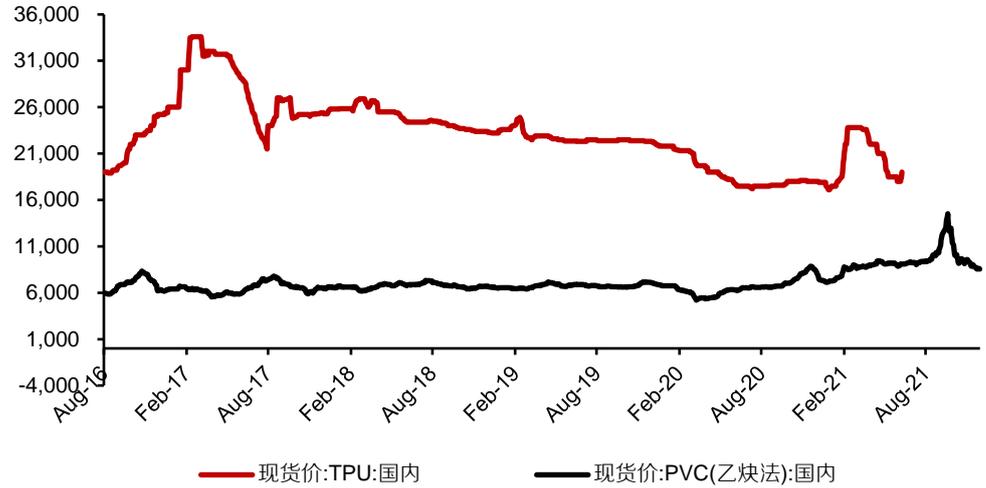
图 21: 荣威国际收入拆分



数据来源:wind,东方证券研究所

公司新拓展的品类中,原材料大多以PVC材质为主,我们认为TPU(公司强项)将在未来逐步替代PVC。TPU面料是用TPU薄膜或TPU粒子复合在各种面料上并结合二者特性形成的一种复合材料;PVC则是世界上产量最大的通用塑料之一,历史悠久、应用广泛。在物理指标上,TPU在弹性、强韧、耐磨、耐寒等方面保持绝对领先,在极端天气下仍然能正常使用。环保性能上,TPU可降解,而PVC不可降解,因此TPU更受到欧美环保组织和消费者的青睐。在高端户外产品中,由于消费者更注重产品性能、环保等因素,对价格敏感度较低,TPU已对PVC材质产品大幅替代,我们认为该趋势将延续。同时随着TPU和PVC价差的持续收窄,以及全球范围内消费者对可持续、环保理念的日益重视,在中低端产品领域的替代未来预计也将加速。

图 22: TPU 和 PVC 现价比较 (元/吨)



数据来源：wind，东方证券研究所

综上，我们粗略估计公司新品的市场规模合计至少在 300 亿左右且未来有望保持较快增长，叠加环保消费趋势下 TPU 替代 PVC 的进程加速（TPU 是公司强项），为未来公司发展提供了更广阔的空间。

## 投资建议

我们看好公司“垂直一体化+大客户深度绑定”模式下未来新品类扩张的确定性，我们上调了收入，略微下调了毛利率，公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.21 元、2.98 元、3.9 元（原 2.13、2.84、3.75 元），参考可比公司平均估值水平，我们给予公司 2022 年 27 倍的 PE，对应目标价 80.5 元，维持公司“买入”评级！

表 5：行业可比公司估值（截止 2021 年 12 月 24 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华利集团	300979	1.61	2.34	2.95	3.59	54	37	30	24
开润股份	300577	0.33	0.87	1.24	1.56	63	24	17	13
三夫户外	002780	-0.42	0.19	0.36	0.48	-42	89	48	36
牧高笛	603908	0.69	1.24	1.82	2.36	58	32	22	17
申洲国际	2313.HK	3.40	3.56	4.46	5.26	38	35	28	23
调整后平均							35	27	22

数据来源：朝阳永续，Bloomberg，东方证券研究所

## 风险提示

### （1）客户集中度较高的可能风险。

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

### （2）疫情影响海外需求及运输。

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

### （3）原材料价格大幅波动。

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

### （4）新产能投放不及预期。

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

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	77	145	919	911	1,034	营业收入	545	581	832	1,118	1,476
应收票据、账款及款项融资	82	94	133	179	236	营业成本	328	345	499	667	879
预付账款	3	6	8	11	15	营业税金及附加	5	4	6	9	11
存货	155	147	213	285	375	营业费用	18	16	19	25	32
其他	17	25	27	30	32	管理费用及研发费用	49	48	58	79	105
<b>流动资产合计</b>	<b>334</b>	<b>417</b>	<b>1,301</b>	<b>1,416</b>	<b>1,692</b>	财务费用	0	6	(6)	(11)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	6	7	9
固定资产	74	246	296	385	436	公允价值变动收益	11	12	0	0	0
在建工程	163	45	112	224	304	投资净收益	(6)	4	2	0	0
无形资产	109	117	114	112	109	其他	3	3	3	3	3
其他	37	35	17	17	17	<b>营业利润</b>	<b>151</b>	<b>180</b>	<b>255</b>	<b>345</b>	<b>454</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>382</b>	<b>442</b>	<b>539</b>	<b>737</b>	<b>865</b>	营业外收入	2	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>716</b>	<b>859</b>	<b>1,840</b>	<b>2,153</b>	<b>2,558</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	47	12	13	13	13	<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>186</b>	<b>260</b>	<b>351</b>	<b>460</b>
应付票据及应付账款	102	97	141	188	248	所得税	22	27	37	50	65
其他	29	51	60	69	79	<b>净利润</b>	<b>131</b>	<b>160</b>	<b>223</b>	<b>301</b>	<b>395</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>178</b>	<b>160</b>	<b>213</b>	<b>270</b>	<b>340</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2	3	3	3	3	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>131</b>	<b>160</b>	<b>223</b>	<b>301</b>	<b>395</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.30	1.58	2.21	2.98	3.90
其他	21	21	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>						
<b>负债合计</b>	<b>200</b>	<b>184</b>	<b>217</b>	<b>273</b>	<b>343</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	76	76	101	101	101						
资本公积	253	253	952	952	952						
留存收益	188	347	571	827	1,161						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>516</b>	<b>676</b>	<b>1,624</b>	<b>1,880</b>	<b>2,214</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>716</b>	<b>859</b>	<b>1,840</b>	<b>2,153</b>	<b>2,558</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	131	160	223	301	395
折旧摊销	3	91	20	26	32
财务费用	0	6	(6)	(11)	(12)
投资损失	6	(4)	(2)	0	0
营运资金变动	(4)	14	(64)	(73)	(93)
其它	(50)	(61)	3	7	9
<b>经营活动现金流</b>	<b>86</b>	<b>206</b>	<b>175</b>	<b>250</b>	<b>331</b>
资本支出	(116)	(224)	(135)	(224)	(160)
长期投资	3	0	0	0	0
其他	43	131	2	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(70)</b>	<b>(94)</b>	<b>(133)</b>	<b>(224)</b>	<b>(160)</b>
债权融资	1	2	0	0	0
股权融资	0	0	724	0	0
其他	(24)	(38)	7	(34)	(48)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>(37)</b>	<b>731</b>	<b>(34)</b>	<b>(48)</b>
汇率变动影响	1	(4)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(6)</b>	<b>71</b>	<b>774</b>	<b>(8)</b>	<b>123</b>

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.2%	6.7%	43.1%	34.4%	32.0%
营业利润	63.2%	19.5%	41.1%	35.6%	31.5%
归属于母公司净利润	60.9%	21.4%	40.1%	34.8%	30.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.8%	40.7%	40.1%	40.3%	40.4%
净利率	24.1%	27.4%	26.9%	26.9%	26.7%
ROE	29.3%	26.8%	19.4%	17.2%	19.3%
ROIC	25.6%	25.5%	18.3%	16.2%	18.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.0%	21.4%	11.8%	12.7%	13.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.88	2.61	6.10	5.25	4.97
速动比率	1.00	1.68	5.08	4.18	3.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.3	6.0	6.5	6.3	6.3
存货周转率	2.4	2.3	2.7	2.6	2.6
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.30	1.58	2.21	2.98	3.90
每股经营现金流	1.13	2.71	1.73	2.47	3.27
每股净资产	5.10	6.68	16.05	18.59	21.90
<b>估值比率</b>					
市盈率	55.8	46.0	32.8	24.3	18.6
市净率	14.2	10.9	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	46.7	25.9	26.7	20.0	15.2
EV/EBIT	47.6	38.5	28.9	21.5	16.3

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

## 投资评级和相关定义

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

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

## 免责声明

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

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

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

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

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

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

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

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

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

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)