

户外用品优质龙头，先发优势驱动成长

——浙江自然首次覆盖报告

报告要点：

● 深耕户外用品，细分赛道领先龙头

定位于户外运动用品领域，深耕户外运动用品研发及 ODM 生产二十余载，主营产品包括充气床垫、头枕坐垫、户外箱包等户外运动消费品，产品矩阵丰富且定制化能力强，充气床垫为核心优势产品。此外，公司与 200 余个优质品牌建立稳定长期的合作关系，客户资源较为优质。

● 户外用品市场稳步扩容，TPU 渗透率或逐步提升

市场规模方面，全球户外用品行业处于稳步增长阶段，2020 年全球户外运动用品电商市场规模为 845 亿美元，预计 2021-2024 年 CAGR 为 7%，其中欧美等发达地区市场较为成熟，其规模占全球市场约 40% 左右，中国仍处于初步发展阶段，未来增长潜力较大；**行业趋势方面**，TPU 材料较 PVC 材料具有显著竞争优势，随着未来 TPU 原材料价格进一步降低叠加欧美环保政策日趋严格，TPU 或将逐步对 PVC 实现替代；**竞争格局方面**，户外行业竞争格局较为集中，头部品牌市占率稳步提升。

● 垂直一体化产业链构建高竞争壁垒，先发优势助力长期发展

产业链端，构筑垂直一体化的产业链，实现对全生产流程的整体把控及精益管理，提升产品竞争力且促进生产效益最大化，充分享受超额收益；**研发端**，重视设计研发及产品创新，在研项目储备丰富，技术成果积累丰厚，为未来丰富产品矩阵提供扎实的技术支持；**客户端**，具备稳定优质的客户资源优势，打造优质客户资源壁垒，并成为迪卡侬户外熔接领域唯一战略合作伙伴，持续拓展 SKU 驱动业绩高增长；**产能端**，布局“境内+境外”双生产基地，产能稳步扩张为未来三年的业绩增长提供强力支撑。

● 投资建议与盈利预测

我们看好公司具备多年技术积累叠加产能处于快速释放周期，且所处赛道景气度向好，预计公司在 2022-2024 年实现营业收入 11.29/14.78/18.70 亿元，同比增速分别为 34.01%/30.94%/26.52%，实现归母净利润 2.92/3.86/4.90 亿元，同比增速分别为 33.21%/31.91%/27.04%，对应 EPS 为 2.89/3.81/4.85 元/股，给予 2022 年 27 倍 PE，对应目标价为 78.07 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

客户集中度较高、汇率波动风险、原材料价格波动风险、新增产线建设进度不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581.34	842.44	1128.95	1478.27	1870.28
收入同比 (%)	6.68	44.91	34.01	30.94	26.52
归母净利润(百万元)	159.54	219.51	292.41	385.72	490.01
归母净利润同比 (%)	21.44	37.59	33.21	31.91	27.04
ROE (%)	23.62	13.55	15.29	16.79	17.58
每股收益 (元)	1.58	2.17	2.89	3.81	4.85
市盈率(P/E)	42.90	31.18	23.41	17.74	13.97

资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|首次评级

当前价/目标价：68.41 元/78.07 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：79.97 / 37.01

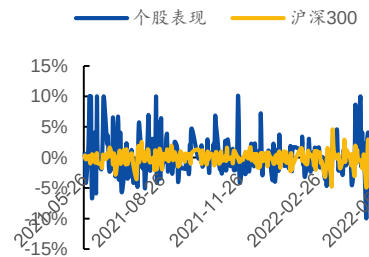
A 股流通股 (百万股)：33.62

A 股总股本 (百万股)：101.12

流通市值 (百万元)：2300.19

总市值 (百万元)：6917.87

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

分析师 余倩莹

执业证书编号 S0020522040001

邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

联系人 许元琨

邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

目录

1. 公司：深耕户外用品，细分赛道领先龙头	4
1.1 公司概况：户外运动用品代工龙头，深耕行业二十余载	4
1.2 股权结构：股权结构明晰稳定，管理层行业经验丰富	6
1.3 财务数据：营收稳健增长，盈利能力逐年提升	7
2. 行业：户外用品市场稳步扩容，TPU 渗透率或逐步提升	9
2.1 行业规模：全球户外用品行业稳健增长，欧美占据领先地位	9
2.2 行业趋势：充气床垫品类下，TPU 材料或将逐步替代 PVC 材料	11
2.3 竞争格局：行业集中度较高，头部品牌市占率稳步提升	11
3. 竞争优势：垂直一体化产业链构建高竞争壁垒，先发优势助力长期发展	13
3.1 产业链端：构筑垂直一体化产业链，充分享受超额收益	13
3.2 研发端：重视设计研发及产品创新，在研项目储备丰富	15
3.3 客户端：打造优质客户资源壁垒，持续扩展 SKU 驱动业绩增长	18
3.4 产能端：布局“境内+境外”双生产基地，产能稳步扩张	19
4. 盈利预测及估值	21
4.1 关键假设及盈利预测	21
4.2 估值	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截止 2021 年底）	6
图 3：公司营业收入及增速（单位：亿元）	7
图 4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）	7
图 5：公司毛利率及净利率情况	8
图 6：公司按产品品类拆分毛利率	8
图 7：公司按产品品类拆分营收（单位：亿元）	8
图 8：公司期间费用率情况	8
图 9：公司按地区拆分营收（单位：亿元）	9
图 10：公司按季节拆分营收（单位：亿元）	9
图 11：全球户外运动用品电商市场规模及增速（单位：亿美元）	9
图 12：欧美户外运动用品电商市场规模及增速（单位：亿美元）	10
图 13：美国户外运动参与率情况	10
图 14：中国户外用品市场规模及增速（单位：亿元）	10
图 15：中国户外用品行业品牌数量（单位：个）	10
图 16：按年出货额划分中国户外品牌数量情况（单位：个）	12
图 17：中国户外用品行业 CR10 情况	12
图 18：公司产品设计环节流程	13
图 19：公司面料制作环节流程	14

图 20: 公司聚氨酯 (PU) 软泡发泡环节流程	14
图 21: 公司成品制作环节流程	14
图 22: 公司与同业可比公司毛利率对比情况	15
图 23: 公司营收及毛利率按业务模式拆分 (单位: 亿元)	16
图 24: 公司研发费用率与同业可比公司比较情况	17
图 25: 公司专利技术分类 (单位: 个)	17
图 26: 公司前五大客户占比情况	19
图 27: 迪卡侬各级供应商数量情况 (单位: 个)	19
图 28: 公司产能利用率情况 (单位: 万件)	20
图 29: 公司产销率情况 (单位: 万件)	20
表 1: 公司产品矩阵列示	4
表 2: 公司核心管理层情况列示	6
表 3: TPU 和 PVC 性能对比	11
表 4: 公司竞争对手情况	12
表 5: 公司正在进行的研发项目情况	16
表 6: 公司目前拥有的核心技术情况	17
表 7: 公司与主要客户的合作历程以及产品占主要客户的采购份额情况	18
表 8: 公司开发的部分新产品及实现收入 (单位: 万元)	19
表 9: 募投项目中产能扩充项目及对应产值 (单位: 亿元)	20
表 10: 公司分产品收入及毛利预测 (单位: 百万元)	21
表 11: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	22
表 12: 可比公司估值情况	22

1. 公司：深耕户外用品，细分赛道领先龙头

1.1 公司概况：户外运动用品代工龙头，深耕行业二十余载

定位于户外运动用品代工龙头。公司前身天台旅游品厂成立于 1992 年，2018 年变更为股份有限公司，深耕户外运动用品研发及 ODM 生产二十余载，在长期的生产经营过程中，公司掌握了 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺及技术，主营产品包括充气床垫、头枕坐垫、户外箱包等户外运动消费品，并广泛应用于户外运动领域的多项场景。此外，凭借领先同行的技术研发优势，公司与迪卡侬、SEATO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等全球 40 余国家的 200 余个优质品牌建立了稳定长期的合作关系，全球客户资源较为优质。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司产品矩阵丰富且定制化能力强，充气床垫为核心优势产品。公司产品涵盖充气床垫系列、户外箱包系列及头枕坐垫系列，各系列在海绵厚度、复合方式、尺寸颜色等方面均可按照客户需求设计，定制化能力较强。从品类来看，充气床垫为公司核心优势产品，贡献主要营收来源，2021 年充气床垫营收占比 75%，户外箱包/头枕坐垫营收占比分别为 13%/7%。

表 1：公司产品矩阵列示

产品种类	产品名称	产品展示	产品特点
充气床垫	TPU 双人自动充气床垫		30D 弹性面料复合 TPU，柔软细腻环保；高回弹聚氨酯软泡，提供较好侧身体验； 3D 立体直边设计，使得睡眠面积更大；两个大型阀门快速充放气，收放自如

TPU 单人自动充气床垫



超轻自动充气垫；有机硅涂层，可实现自洁防污；20D 尼龙复合 TPU 面料，更为轻薄环保抗撕裂；内置低密度高回弹聚氨酯软泡，重量更轻

TPU 单人非自动充气垫



连续空气支撑单元结构使身体重量分布均匀合理；Primaloft 拒水保温棉，有效阻隔热量散失；超轻且具有超小收卷体积，满足专业玩家轻量化追求

TPU 双人非自动充气垫



150D 牛津复合 TPU 面料，牢固耐用性强；专利网环状结构技术，提供更高的支撑力稳定性；128 个拉带结点，有效提高承受力；双层结构充放气阀，进气排气分层操作

PVC 单人自动充气床垫



一体式充气枕头，更轻便舒适；内置高回弹聚氨酯泡棉，打开气阀即可实现快速自动充气；点式高周波熔接，美观强韧，固定海绵不移位

PVC 双人自动充气床垫



190T 春亚纺复合 PVC 面料，触感舒适；内置高回弹聚氨酯泡棉，可以有效阻隔热量散失；人体工程学造型设计，使人体不同部位得到不同支撑

冰包



840D 尼龙复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；拥有气密性拉链，有效阻隔空气能量的交流；半独立泡孔 PU 泡棉，具有更好的保温性能；一体式全熔接工艺，防水性能卓越；可实现 72 小时长效保温，携带方便

户外箱包 肩包背包



300D 牛津复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；有机硅涂层，拒水防污；无缝全熔接工艺，防水性能卓越；具有反光条设计，适合夜间使用

防水桶袋



210D 涤纶格子复合 TPU 面料，抗撕裂；透明窗方便存取物品；圆底桶状，具有更大的容量；卷口设计，操作简便

头枕



弹力布复合 TPU 面料，触感更加轻盈柔软；符合人体工学设计，U 型造型，多维度包围并适合各种睡姿；快速充放气阀门，操作简易

头枕坐垫

靠垫



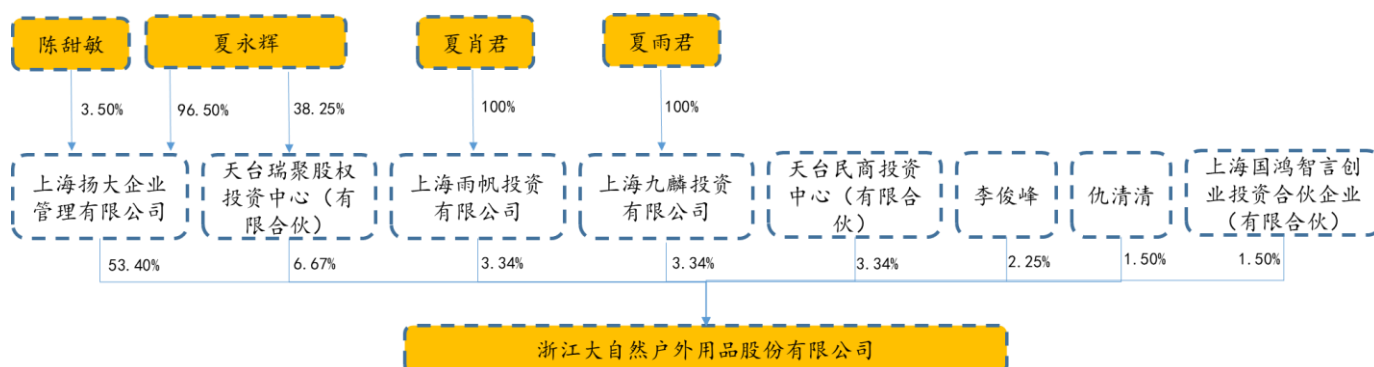
内置独立纯 TPU 充气枕，轻盈柔软；40D 阳离子外套，方便拆洗；贝型设计，给侧睡者更多支撑；超小收纳包装，便于携带

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2 股权结构：股权结构明晰稳定，管理层行业经验丰富

公司由夏永辉、陈甜敏夫妇共同创立，二人同为公司实际控制人。公司于 2021 年 5 月 6 日上市，发行后公司总股本增至 1 亿股，其中，控股股东为上海扬大企业管理有限公司，实际控制人为夏永辉、陈甜敏夫妇，二人通过扬大管理持有公司 53.40% 的股份，通过瑞聚投资持有公司 6.67% 的股份，其中，瑞聚投资为公司员工持股平台，覆盖员工 59 名。整体而言，公司股权结构明晰稳定，有利于公司保持长期可持续发展。

图 2：公司股权结构图（截止 2021 年底）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

核心管理团队结构稳定，行业经验丰富。核心管理团队较为成熟，普遍为 70 后，自公司成立以来保持稳定，董事长夏永辉、副总经理陈甜敏、董秘董毅敏与公司共同成长二十余年，总经理俞清尧曾担任百威英博啤酒公司的厂长职位二十余年，对制造业的各生产环节把控力较强。整体而言，核心管理团队熟悉公司业务发展并积累丰富的管理运营经验，对把握行业迭代趋势具有前瞻性思考及布局，为公司业绩稳步提升打下坚实基础。

表 2：公司核心管理层情况列示

姓名	职务	年龄	任职期限	工作经历
夏永辉	董事长、核心技术人员	52	2018.6.3-2024.6.28	2000 年 9 月-2018 年 6 月担任浙江大自然旅游用品有限公司总经理、董事长；2018 年 6 月至今，担任公司董事长。
俞清尧	董事、总经理、核心技术人员	51	2018.6.3-2024.6.28	1994 年 8 月-2014 年 1 月担任百威英博（台州）啤酒有限公司厂长；2014 年 2 月-2018 年 6 月担任浙江大自然旅游用品有限公司总经理；2018 年 6 月至今担任公司董事、总经理。
陈甜敏	董事、副总经理	41	2018.6.3-2024.6.28	1999 年 1 月-2018 年 6 月担任浙江大自然旅游用品有限公司副总经理；2018 年 6 月至今担任公司董事、副总经理。
董毅敏	董事、副总经理、董事会秘书	49	2018.6.3-2024.6.28	1992 年 5 月-2001 年 6 月担任浙江九洲药业有限公司，销售主管；2001 年 6 月-2018 年 6 月担任公司副总经理；2018 年 6 月至今担任公司董事、副总经理、董事会秘书。
夏秀华	董事、财务总监	51	2018.6.3-2024.6.28	2008 年 4 月-2018 年 6 月担任公司财务总监；2018 年 6 月至今担任浙江大自然户外用品股份有限公司财务总监；2018 年 10 月至今担任公司董事、财务总监。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.3 财务数据：营收稳健增长，盈利能力逐年提升

营收及归母净利润稳健增长，经营韧性较为优秀。受益于公司产能的持续增加叠加下游订单的稳步释放，2017-2021 年营收/归母净利润 CAGR 分别达到 20%/28%，其中，2020 年上半年受疫情限制终端消费者出行、旅游等户外运动领域致使业绩增速有所放缓，随着欧美市场防疫措施逐步放松叠加公司综合产能逐步提升，2021 年营收/归母净利润分别实现 8.42/2.20 亿元，同比增长 45%/38%，展现出较为优秀的经营韧性。

图 3：公司营业收入及增速（单位：亿元）

图 4：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



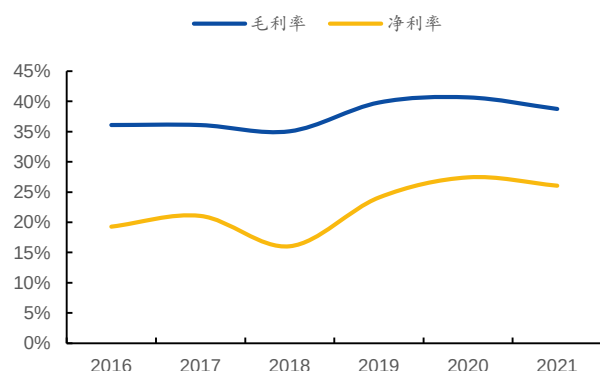
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

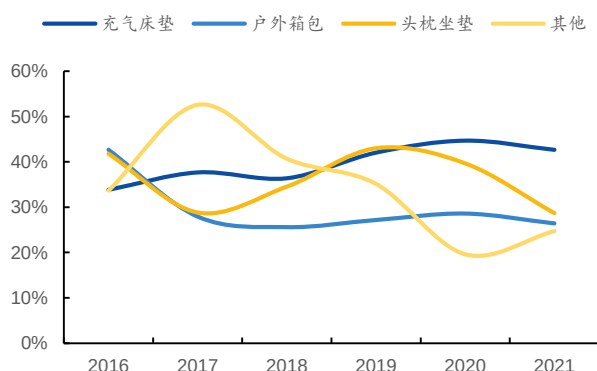
综合毛利率稳步提升，整体费用管控水平较好。毛利率方面，综合毛利率由 2016 年的 36.10% 提升至 2021 年的 38.76%，呈稳步提升态势，原因系受产品结构优化及高毛利新品推出叠加人民币汇率变化等因素驱动，具体来看，充气床垫毛利率保持较高水平且其销售占比逐年提升，2021 年其毛利率为 42.66%，较 2016 年提升 8.84pct，其增幅远远领先其他产品，系受益于近几年充气床垫系列产品结构不断优化，毛利率相对较高的 TPU 类充气床垫营收贡献逐年增长驱动；期间费用方面，2021 年期间费用率为 10.10%，同比下降 1.95pct，整体费用管控水平较好，其中 2017 年管理费用大幅增长，原因系公司向员工支付股份费用 0.28 亿元，剔除该部分后管理费用率为 5.53%。基于公司在户外运动用品细分领域具有明显的竞争优势及较高的品牌知名度，凭借高标准的定制化生产服务、稳定优异的产品质量及长期稳定的客户资源，未来综合毛利率中枢有望进一步抬升。

图 5：公司毛利率及净利率情况



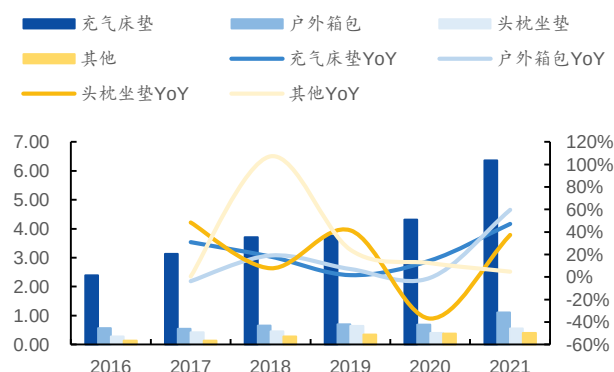
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 6：公司按产品品类拆分毛利率



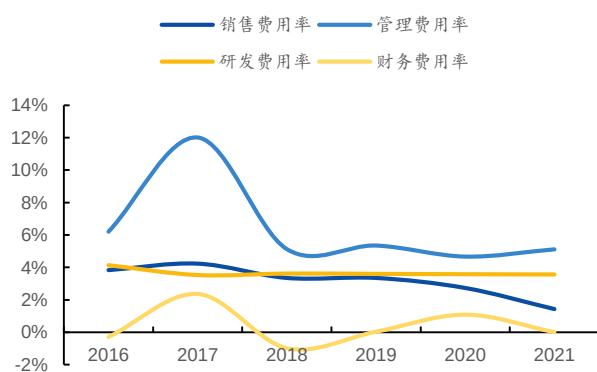
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 7：公司按产品品类拆分管收（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

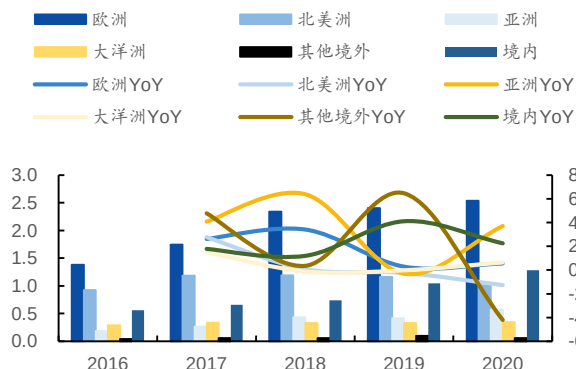
图 8：公司期间费用率情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

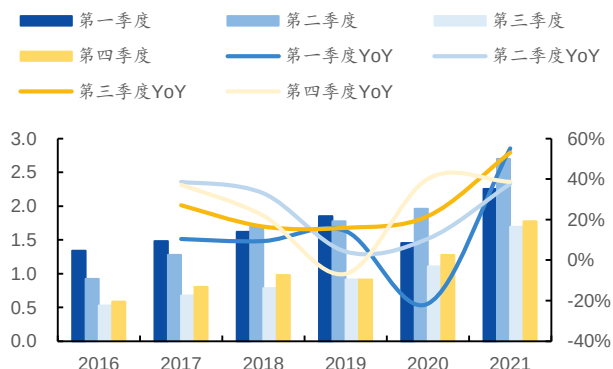
分地区来看，公司产品以外销为主，欧洲及北美洲为主要销售区域，亚洲市场销售增速较快。2020 年，欧洲、北美洲及大洋洲占总营收比重为 67%，原因系上述地区经济较为发达，人均收入较高及户外活动普及度、接受度更好，公司在稳步拓展海外市场的同时，也加大对其他区域的开拓与覆盖，2020 年亚洲市场实现营收 0.57 亿，同比增速居于各地区首位；分季节来看，受户外运动季节性因素影响，上半年营收占全年比重相对较高。2016-2021 年，Q1 和 Q2 合计收入占比均维持在 58%以上，业绩存在一定季节波动性，原因系户外运动主要集中在夏秋季节，叠加客户安排及交货周期影响，每年 Q1 和 Q2 为北半球客户的销售旺季，因而销售占比较高。其中 20Q1 收入占比出现明显下降，系受疫情停工影响所致。

图 9：公司按地区拆分营收（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 10：公司按季节拆分营收（单位：亿元）



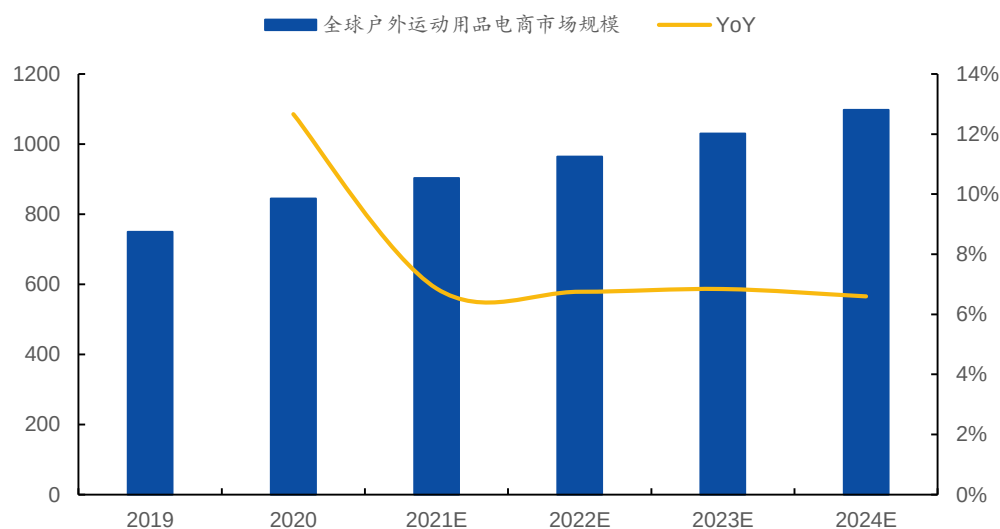
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2. 行业：户外用品市场稳步扩容，TPU 渗透率或逐步提升

2.1 行业规模：全球户外用品行业稳健增长，欧美占据领先地位

全球户外用品行业当前处于稳步增长阶段。根据 Statista 数据，2020 年全球户外运动用品电商市场规模为 845 亿美元，预计 2024 年增长至 1098 亿美元，2021-2024 年 CAGR 为 7%，整体增长呈稳健态势。从全球范围来看，欧美等发达地区户外运动普及率较高，市场较为成熟，而中国仍处于初步发展阶段，未来增长潜力较大。

图 11：全球户外运动用品电商市场规模及增速（单位：亿美元）

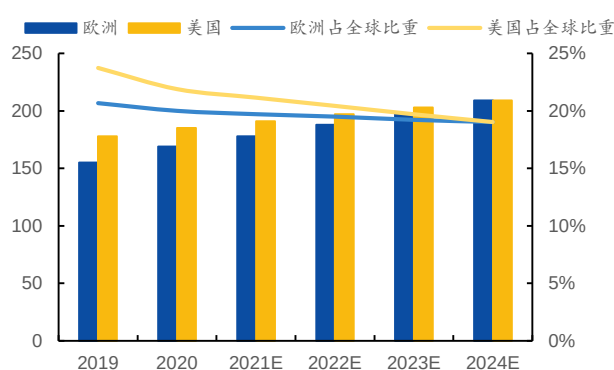


资料来源：Statista，国元证券研究所

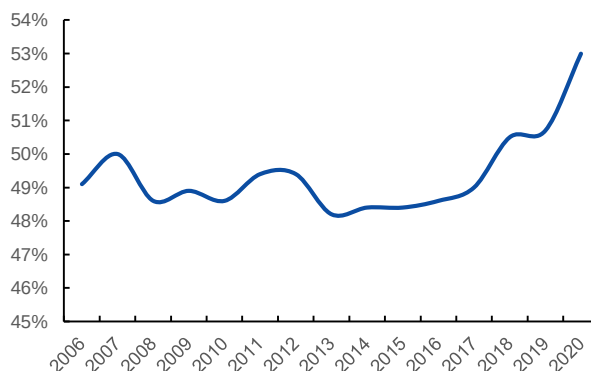
欧美户外运动文化底蕴深厚，其规模占全球市场约 40%左右。根据 Statista 数据，2020 年欧洲/美国户外运动用品电商市场规模分别为 169/185 亿美元，预计 2024 年

分别增长至 209/209 亿美元，欧美的户外运动用品电商规模占全球比重约 40%，欧洲及美国的户外运动市场规模居于全球领先地位，拆分原因来看，一方面，欧洲大部分地区气候条件宜人，地形地貌资源丰富，户外环境资源丰富，另一方面，欧美地区户外运动起源较早且经济发展程度较高，户外活动的参与人次及参与频率较高，根据 Outdoor Foundation 数据，2020 年 6 岁及以上美国人中参加一次户外娱乐活动的人数达到 1.60 亿，较 2019 年增加 710 万人次，参与率达到历史最高值 53%，因此，与户外运动有关的服装、器材、用品等均产生较为旺盛的市场需求，户外运动产业已成为欧美最大的经济产业之一。

图 12：欧美户外运动用品电商市场规模及增速（单位：亿美元） 图 13：美国户外运动参与率情况



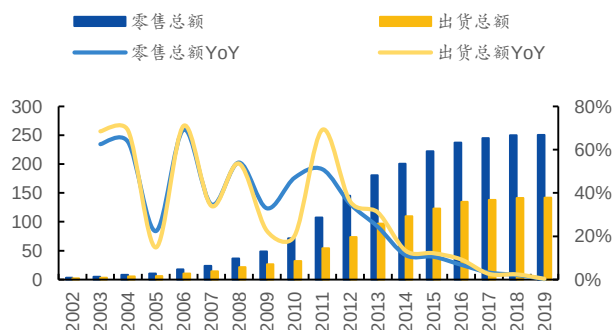
资料来源：Statista，国元证券研究所



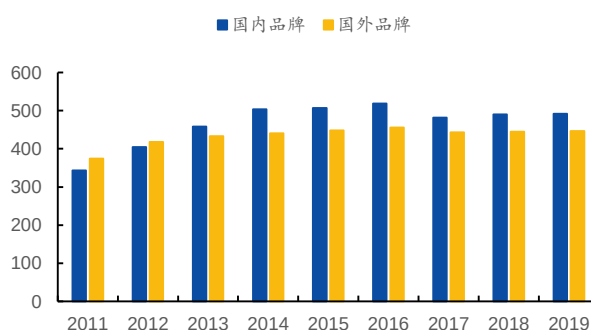
资料来源：Outdoor Foundation，国元证券研究所

中国户外运动用品经高速增长后期后进入成熟扩容期。中国户外运动用品的市场规模与经济发展水平、户外运动的普及程度及人口规模高度相关，其发展初期经历高速增长阶段，根据 COCA 数据，2002-2012 年户外用品零售总额/出货总额 CAGR 分别高达 46%/44%，系行业处于起步培育期且基数较小，同时，受益于 2012 年前的行业高景气度，中国户外用品品牌数量迅速增长，2013 年首次超过国外品牌数量，随后行业进入成熟扩容期，2013 年至今发展趋缓，总量稳中有升，2013-2019 年户外用品零售总额/出货总额 CAGR 放缓至 6%/7%。随着国内居民消费升级叠加运动意识逐步提升，中国户外运动用品发展前景较为广阔。

图 14：中国户外用品市场规模及增速（单位：亿元） 图 15：中国户外用品行业品牌数量（单位：个）



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



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

2.2 行业趋势：充气床垫品类下，TPU 材料或将逐步替代 PVC 材料

TPU 材料具有优异的物理及化学性能，较 PVC 材料具有显著竞争优势。按防水材料划分，充气床垫可分为 TPU 及 PVC 系列产品，具体来看，TPU 材料是采用 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复合材料，定位中高端市场，而 PVC 材料则为全球产量最大的塑料产品之一，价格便宜，应用广泛，面向中低端市场。TPU 在硬度范围、耐磨性、抗撕裂性、回弹性、热稳定性、耐油性等指标均优于 PVC，具有卓越的高张力、高抗拉力、高韧性、耐老化、耐油性、环保无毒等优越特征，且耐寒性能突出，系 TPU 的玻璃态转变温度较低，在零下 35 度仍能保持良好的弹性、柔顺性和其他物理性能，可取代一般 PVC 材料因低温脆化而无法应用的领域，尤为适用在户外使用对耐寒性要求较高的品类。我们认为，随着未来 TPU 原材料价格进一步降低叠加欧美环保政策日趋严格的情况下，TPU 材料或将率先在一些高价值行业中对 PVC 材料实现替代。

表 3：TPU 和 PVC 性能对比

性能指标	TPU	PVC
分子结构	结构复杂，各个厂商间产品品质差异大	结构简单，各个厂商间产品品质差不大
加工性能	工艺较不成熟，易出现粘料	工艺较成熟
环保性	环保材料，不含增强剂，无毒无危害	须添加多种增加剂，加工过程中会产生有害残留，环保性低
气味	无味	气味较大
硬度 (Shore)	shore A 60-shore D 85	shore A 30-120
耐磨性 (Taber 磨耗指数)	0.5-3.5mg	187mg
断裂延伸率 (%)	400-600	200-400
抗拉强度 PSI (1000)	4-10	1-3
耐低温性	优	较差
耐撕裂性	优	一般
抗撕裂性	优	一般
耐油性	良	较好
耐臭氧性	优	优
耐水性	优	良
综合评估	TPU 在硬度范围、耐磨性、抗撕裂性、回弹性、热稳定性、耐油性、耐化学品性均优于 PVC，因此承载能力、抗冲击能力和减震能力较好，可塑性、可设计性强，且耐寒能力突出，在-35 度仍能保持较好性能，适用于户外等耐寒产品中	

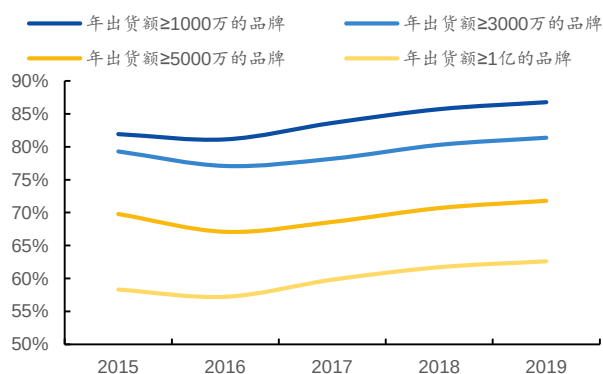
资料来源：中国供应商网，国元证券研究所

2.3 竞争格局：行业集中度较高，头部品牌市占率稳步提升

户外行业竞争格局较为集中，头部品牌市占率稳步提升。年出货额口径方面，年出货额超过 1 亿的户外品牌出货金额占比由 2015 年的 82% 增长至 2019 年的 87%，市场份额向具有强研发能力、优质客户资源及丰富产品线的头部品牌倾斜，反映至行业集中度上，根据 COCA《中国户外用品 2019 年度市场调查报告》，2018 年户外用品

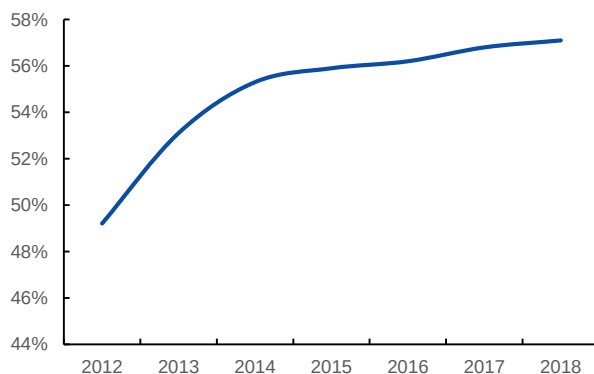
行业 CR10 达到 57%，较 2012 年提升 8pct。此外，基于客户筛选供应商周期较长且审核严格，叠加头部供应商持续强化良好的行业声誉，已形成较高的口碑壁垒，新进入者通常无法快速树立品牌信誉、获得客户认可，因而未来市场集中度或将进一步提升。

图 16：按年出货额划分中国户外品牌数量情况（单位：个）



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

图 17：中国户外用品行业 CR10 情况



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

对户外用品细分赛道分析，以经营模式分类，荣威国际、明达实业、Cascade Designs 为品牌商，而浙江自然、台湾 FENGYI 及 Trangoworld 仅承接代工业务，没有自营品牌；以床垫材质分类，荣威国际、明达实业及 Trangoworld 以生产 PVC 床垫为主，TPU 充气床垫方面，除浙江自然具备规模量产的生产能力，仅台湾 FENGYI 及 Cascade Designs 涉及 TPU 充气床垫的生产制造，此外，国内未有涉及以生产充气床垫为主营业务的户外用品上市公司，牧高笛、浙江永强、聚杰微纤、开润股份等户外用品公司在原材料、生产工艺流程、产品应用场景等均与浙江自然存在较大差异。整体而言，浙江自然在 TPU 充气床垫中已占据先发优势，且掌握 TPU 薄膜及面料复合技术等关键技术，差异化优势显著，中长期竞争格局较好。

表 4：公司竞争对手情况

	浙江自然	荣威国际	明达实业	台湾 FENGYI	Cascade Designs	Trangoworld
成立时间	2000 年	1994 年	1995 年	1994 年	1972 年	
所属国家	中国	中国	美国	中国台湾	美国	西班牙
自有品牌	无	Bestway、Lay-Z-Spa、CoolerZ、HYDRO FORCE 等	INTEX	无	Therm-a-Rest、Mountain Safety Research、Platypus、SeaLine、Packtowl、Varilite 等	无
主要生产产品	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等	地上游泳池及便携式移动 spa、娱乐和运动产品（如水上滑梯、浮岛和站式划桨）、野营	水上用品、运动用品、充气家具、室内外游戏用品	自动充气床垫、空气床垫、床垫特别气嘴、防水袋等	睡袋、枕头、座垫、便携的饮水系统、防水袋、拐杖、登山杖等	冲锋衣、鞋、裤子、手套、背包、充气床垫等

	欧洲、北美洲、大洋洲等	欧洲、北美洲、亚洲等	全球	北美、亚太等	北美、欧洲等	全球
销往国家	迪卡侬、SEA TO					
合作品牌	SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等	亚马逊、家乐福、麦德龙、eBay 等	/	/	/	/
2021 年营收	8.4 亿元 (+44.9%)	63.3 亿元 (+67.1%)	/	/	/	/
2021 年毛利率	38.8% (-2pp)	22% (-5.7pp)	/	/	/	/

资料来源：各公司官网，公司招股说明书，国元证券研究所（注：荣威国际于 2021 年 10 月港股退市，2021 年收入仅有上半年数据，基于 2022 年 5 月 27 日美元对人民币汇率 6.4613）

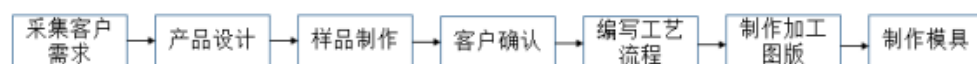
3. 竞争优势：垂直一体化产业链构建高竞争壁垒，先发优势助力长期发展

3.1 产业链端：构筑垂直一体化产业链，充分享受超额收益

公司主要生产工艺分为产品设计、面料制作、聚氨酯（PU）软泡发泡、成品制作四个阶段，涉及包括面料多重处理、热塑性聚氨酯（TPU）多功能复合、聚氨酯（PU）软泡发泡、高周波熔接、热压成型、检验等环节。

具体来看：（1）产品设计：为生产流程中最为重要的环节，在客户提出需求后，公司研发部门依托较强的研发设计和产品开发能力，协助客户改进更新老品及开发创新新品，此外，公司也会紧跟市场迭代趋势，自行设计开发新品挖掘潜在市场需求，提供方案供客户选择，待制作样品经客户确认后，技术部门则根据样品编写工艺流程、制作加工图版并制作模具。

图 18：公司产品设计环节流程

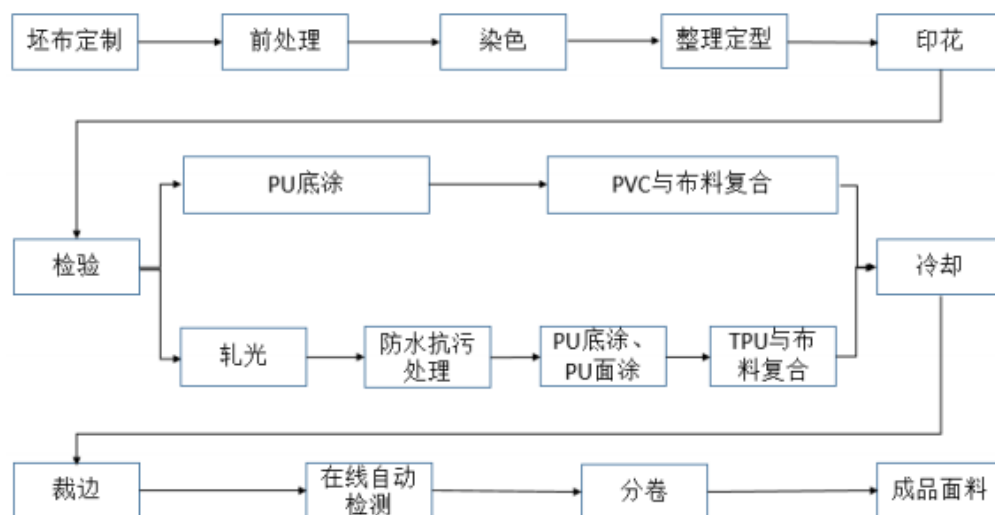


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

（2）面料制作：为全产业链核心竞争优势之一。公司面料可分为 PVC 复合面料及 TPU 复合面料，其中用于低端产品的 PVC 面料复合通过委托加工进行生产，用于高端产品的 TPU 面料从制膜到复合由公司全部自行生产，公司按客户需求定制好各种坯布，并对其进行前处理、染色、整理定型、印花等工序操作，检验后的布料经轧光、

防水抗污处理、底涂、面涂后与 PVC 或 TPU 在线复合、冷却、裁边、在线自动检测、分卷后成为成品面料。

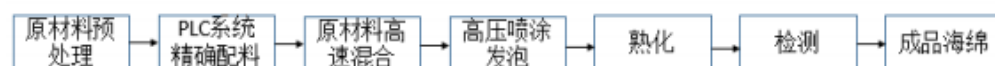
图 19：公司面料制作环节流程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

(3) 聚氨酯（PU）软泡发泡：聚氨酯（PU）软泡为影响户外充气床垫质量的重要材料。聚氨酯（PU）软泡为主要生产原材料，其生产原料以聚醚多元醇和 TDI 为主，公司通过持续自研，积累了一系列提高回弹率及抗撕裂强度、降低压缩永久变形率率的领先同行的技术工艺。

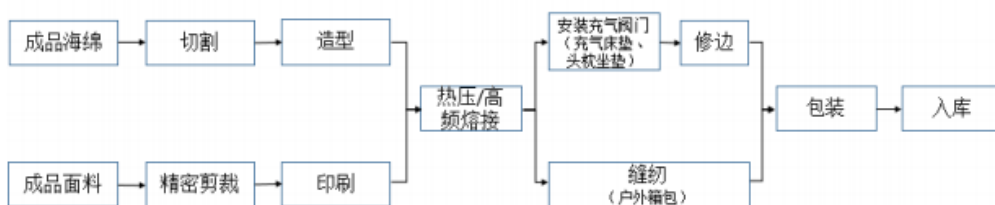
图 20：公司聚氨酯（PU）软泡发泡环节流程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

(4) 成品制作：通过熔接技术将复合面料制作成型。复合面料按图版进行精密裁剪、印刷，成品海绵经过切割、造型后，再通过热压熔接、高周波熔接等关键技术，将复合面料或填充海绵块的面料经模具多重熔接成型。充气床垫、头枕坐垫产品安装充气阀门后，最终经修边后检验、包装入库。户外箱包类产品经过缝纫、修边、检验、包装等工序后入库。

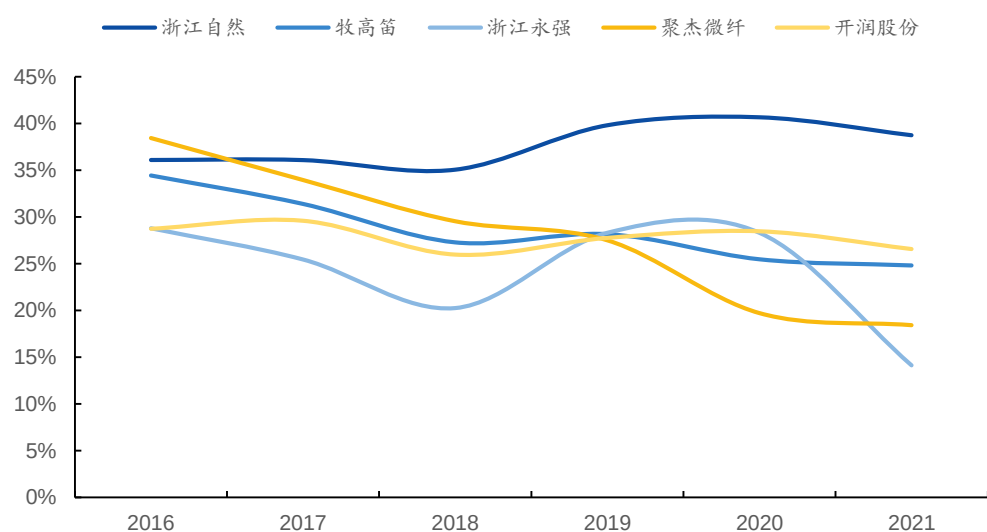
图 21：公司成品制作环节流程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

构筑垂直一体化产业链，充分享受超额收益。公司生产方式为自主生产为主、外协生产为辅，从胚布面料到成品生产的所有关键工序均由公司自主完成，对于技术含量较低、工艺简单的非关键环节则交付外协厂商生产。此外，基于下游客户会根据市场变化及库存情况实时调整采购规模的情况下，公司还具备多品类、多批次、小批量的快反柔性生产能力，全面覆盖客户多批次的供货要求及多样化的产品需求。整体而言，公司构筑垂直一体化的产业链实现对全生产流程的整体把控及精益管理，提升产品竞争力且促进生产效益最大化，横向对比来看，近几年公司盈利能力显著超过同业可比公司平均水平，其毛利率由 2016 年 36.10% 提升至 2021 年的 38.76%，其余可比公司毛利率水平介于 15%-30% 区间且较 2016 年水平均出现不同程度的下滑。

图 22：公司与同业可比公司毛利率对比情况

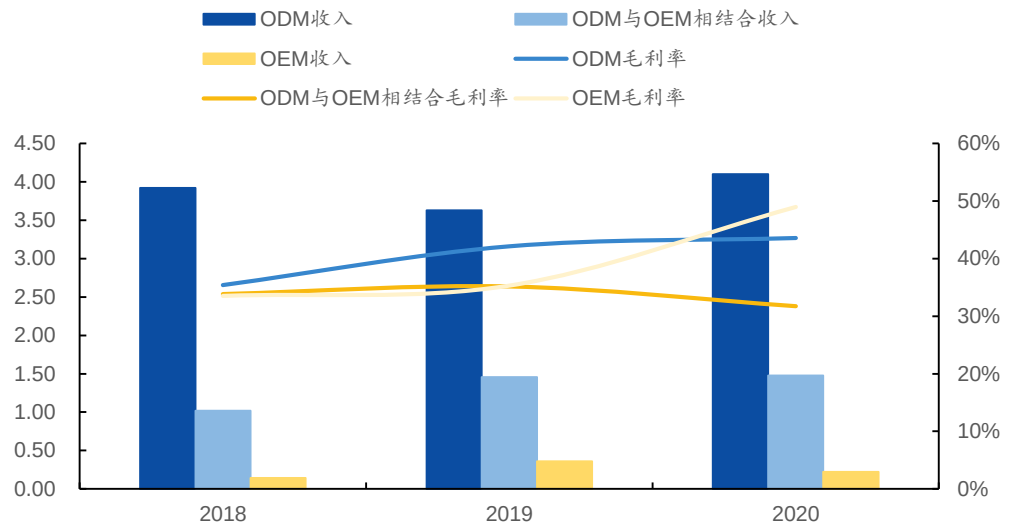


资料来源：公司招股说明书，各公司年报，国元证券研究所

3.2 研发端：重视设计研发及产品创新，在研项目储备丰富

公司重视设计研发及产品创新的持续提升，为未来丰富产品矩阵提供扎实的技术支持。公司在新材料应用、新品设计、工艺优化、设备改进、配方研究等方面持续加大研发投入，分业务模式来看，2018-2020 年，公司负责产品设计(ODM)或积极参与产品设计(ODM 与 OEM 相结合)的产品贡献营收占比均维持在 93% 以上，与公司优异的研发设计能力相匹配。**从当前在研项目来看**，公司基于“研发一批，储备一批，应用一批”的战略方针，从客户需求出发，围绕 TPU 复合箱包面料、充气水上用品、低密度高回弹海绵、家用充气床垫自动化生产线等核心项目展开研发，目前公司拥有 9 个在研项目（均为独立研发），其中已有 4 个进入应用研究阶段，在研项目储备丰富，为公司未来拓展产品矩阵提供扎实的技术支持。

图 23：公司营收及毛利率按业务模式拆分（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

表 5：公司正在进行的研发项目情况

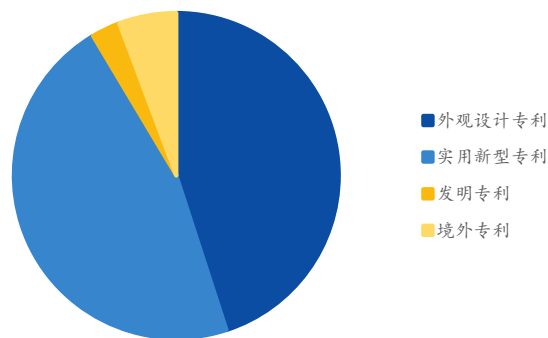
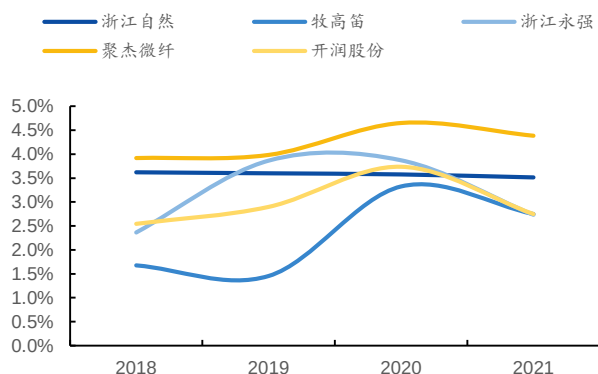
项目名称	研究方式	技术描述	研发进展
具有保温特性的充气床垫内表面制备工艺改进	独立研发	具有保温特性的“三明治”充气床垫内表面结构设计技术；TPU 膜配方及共混技术；一次性热压熔接成型技术；热辊和橡胶辊挤压成型技术	应用研究
充气床面料与海绵快干复合工艺研究	独立研发	环保型快干粘接剂应用技术；充气床面料与海绵复合全自动上胶设备开发技术；上胶设备涂胶量自动控制技术	应用研究
海绵数控竖打孔机的研发	独立研发	PC 电脑+数控钻孔控制系统的设计应用技术；步进伺服混合系统和气压脱模系统技术；钻孔装备的设计研发	应用研究
TPU 充气家用床的研发	独立研发	具有贴合人体舒适度要求的面料开发及工艺设计技术；TPU 充气家用床内置充气泵开发设计技术	应用研究
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	超高密度半闭孔海绵材料切割工艺改进技术；研发自充气海绵床花型方案技术	基础研究
户外充气沙发轻量化技术研究	独立研发	户外充气沙发的结构及生产工艺技术；户外充气沙发一次成型的设备研发技术	基础研究
具有气垫保护结构的数码产品收纳包开发	独立研发	贴合电子产品外轮廓收纳包的结构设计技术；TPU 充气式数码电子包专用热压自动装备设计技术；TPU 环保型自充气的嘴的设计研发技术	基础研究
具有防褥疮功能的 TPU 充气护理床垫开发	独立研发	多条平行气囊设计贴合病患身体受压部位；充气床垫翻身控制器辅助病患定时体位翻身；床垫状态手机监控 APP 监测床垫充气压力	基础研究
基于人机工程学的家用充气床舒适性研究	独立研发	基于人机工程学的家用充气床结构；优化家用 TPU 充气床垫拉筋工艺；添加智能感应配件	基础研究

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司研发投入逐年提升，技术成果积累丰厚。研发费用方面，2018-2021 年公司研发费用率维持较高水平且较为稳定，2021 年公司研发费用支出为 0.30 亿元，同比提升 42%，主要系公司对自动化技术研究项目投入大幅增加所致，2021 研发费用率为 3.52%，处于同业公司领先水平；研发队伍方面，公司将研发部门设于上海厂区，利用上海的信息优势、人才优势及高校科研优势，密切跟踪国内外户外用品行业迭代信息，广泛获取原材料加工、自动化设备的先进技术，2021 年，公司拥有 131 名研发人员，占总体雇员人数的 8.74%，公司一方面持续强化对现有技术人才的培养，稳步开展岗位技术培训，另一方面，积极推进人才队伍建设，不断吸纳各类优秀专业人才；研发成果方面，截止 2020 年底，公司拥有境内专利 132 个，境外专利 8 个，境内专利中，实用新型专利及外观专利分别为 65/63 个，其余为发明专利。

图 24：公司研发费用率与同业可比公司比较情况

图 25：公司专利技术分类（单位：个）



资料来源：公司招股说明书，各公司年报，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

表 6：公司目前拥有的核心技术情况

技术名称	性能描述	所处阶段
聚氨酯软发泡技术	公司拥有近 20 年的聚氨酯软发泡经验，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	公司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	公司是国内较早研发 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	高周波熔接是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	热压熔接成型是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：公司招股说明书，国元证券研究所

3.3 客户端：打造优质客户资源壁垒，持续扩展 SKU 驱动业绩增长

公司具备稳定优质的客户资源优势，订单需求持续旺盛。目前公司已与迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等全球 200 余个户外品牌建立了良好稳定的合作关系，客户均来自大型商超、专业户外运动品牌等户外运动用品领域的优质企业，下游需求量将持续保持旺盛。此外，基于户外运动用品主要面向欧洲、北美洲、大洋洲等地区销售下，境外客户对供应商的资质认定标准较为严格，对产品质量、产能规模、交付周期、产品低碳环保等方面均有诸多细分要求，认证流程复杂（认证时间约 1-2 年甚至更长）且认证成本较高，若通过资质合格认证后，双方合作关系通常较为稳定长期，根据公司招股说明书披露，以公司进入其前十大供应商的客户分析，与其合作时间普遍超过十年，合作期间公司不断提升产品质量和管理水平，以持续符合客户的认证标准，合作粘性较高。

表 7：公司与主要客户的合作历程以及产品占主要客户的采购份额情况

客户	客户背景	主营产品	开始合作时间	采购份额	采购地位	2018-2020 年采购额 CAGR
迪卡侬	全球知名的专业综合性体育用品专卖店	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他	2010 年	/	/	30%
SEA TO SUMMIT	全球知名的户外专业运动品牌	充气床垫、头枕坐垫	2012 年	15%左右	前十大供应商	-5%
LSO LP	为 Costco、Walmart、Dick's、LLbean 等美国超市采购各类产品	充气床垫	2010 年	15%左右	前十大供应商	-63%
Balluck Outdoor Gear Corp.	为美国高端户外品牌采购各类产品	充气床垫、头枕坐垫	2009 年	25%左右	前十大供应商	12%
际华集团	中国知名的服装、鞋靴等产品生产商	充气床垫	2015 年	1%以内	供应商排名一百名以上	97%
历德超市	欧洲知名的连锁零售企业	充气床垫	2006 年	1%以内	供应商排名一百名以上	-45%
Flexxtrade	德国知名户外运动产品贸易商	充气床垫、头枕坐垫	2011 年	1%以内	前一百大供应商	-18%
REI	全球知名的户外用品连锁店	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫	2013 年	1%左右	供应商排名 15 名左右	114%
Exxel	全球领先的创新户外娱乐用品生产及品牌商	充气床垫	2013 年	5%以内	前五十大供应商	354%
Super Retail Group	澳大利亚知名的连锁零售企业	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他	2016 年	1%以内	前一百大供应商	23%

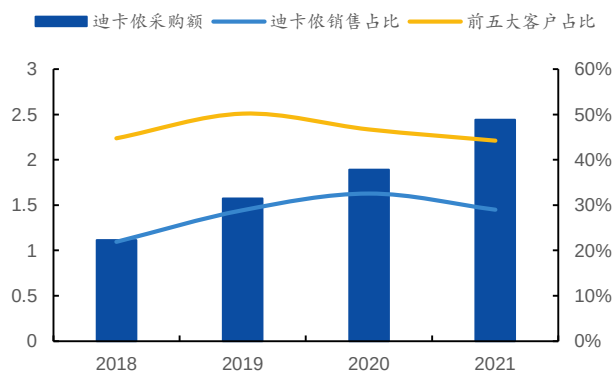
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

成为迪卡侬户外熔接领域唯一战略合作伙伴，持续拓展 SKU 驱动业绩高增长。2008 年，迪卡侬通过公开网络搜索了解到公司并开始接触，通过长期严格的资质及能力等各方面审核，于 2010 年正式与公司签约并开始合作，2021 年上半年，公司正式被纳入迪卡侬的战略合作伙伴之列，同时成为迪卡侬在户外熔接领域中全球唯一一家

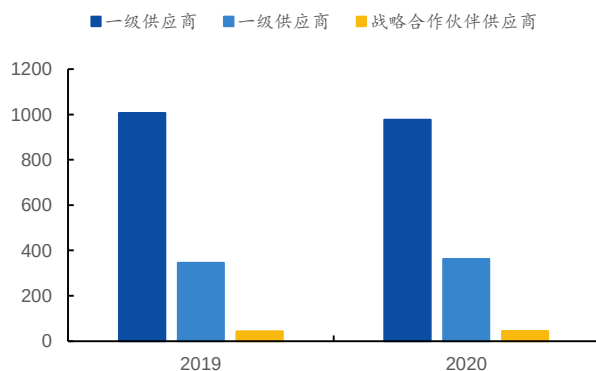
战略合作伙伴，根据《迪卡侬 2020 年可持续发展报告》，2020 年迪卡侬拥有 45 家战略合作伙伴供应商，其产量占迪卡侬全球总产量的 32.3%，2021 年迪卡侬作为第一大客户，贡献营收 2.44 亿元，同比增长 29%，占公司营收比重达 30%，第二到第五名客户营收占比为 15%，占比进一步提升。一方面，公司作为第一大客户的战略合作伙伴，可与迪卡侬在户外熔接领域的研发创新、设计生产等方面实现资源协同共享，另一方面，随着募投项目逐步落地，新增产能助力开拓新客户，客户结构或将进一步得以优化，同时依托于长期积累的核心研发优势，当前足球门、3D 包边床、冰包等新品业绩增长较快，未来或将持续释放以驱动营收高增长。

图 26：公司前五大客户占比情况

图 27：迪卡侬各级供应商数量情况（单位：个）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



资料来源：迪卡侬可持续发展报告，国元证券研究所（注：一级供应商为有直接合同关系的成品和原材料供应商；二级供应商为一级供应商的上游供应商，与迪卡侬没有直接合同关系）

表 8：公司开发的部分新产品及实现收入（单位：万元）

客户名称	产品	推出时间	2019 年收入	2020 年收入
迪卡侬	足球门	2019 年 2 月	968.41	1884.42
	3D 包边床	2020 年 1 月	/	2028.38
	30 升防水桶	2019 年 1 月	434.92	470.98
	PVC 冲浪板	2020 年 4 月	/	297.72
REI	包边床	2019 年 1 月	883.96	758.09
	水袋	2020 年 5 月	/	101.48
Igloo Products Corp.	冰包	2020 年 6 月	/	748.75
傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 包边床	2020 年 7 月	/	310.72
Corinto Co., Ltd	PVC 双人胶粘充气床	2020 年 7 月	/	106.4

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

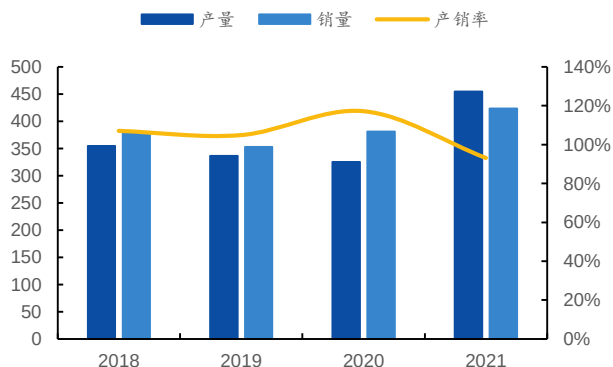
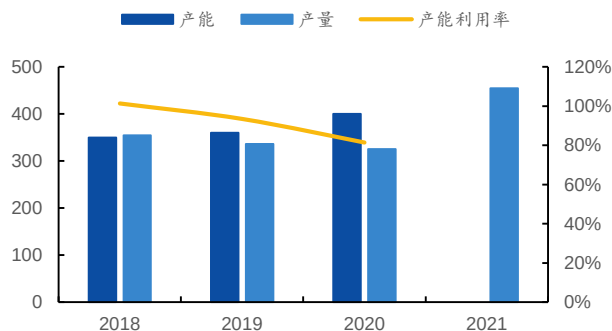
3.4 产能端：布局“境内+境外”双生产基地，产能稳步扩张

公司近年产销两端旺盛，产能利用率及产销率均维持较高水平。随着充气床垫的持续推陈出新叠加下游客户需求较为旺盛，公司通过引入先进设备、提升生产效率等措

施，逐步扩大提升生产能力，其产能由 2018 年的 350 万件增长至 2020 年的 400 万件。此外，2018-2020 年充气床垫的产能利用率分别为 101.31%/93.41%/81.37%，产销率分别为 107.04%/104.87%/117.15%，二者均维持较高水平，2020 年产能利用率略有下降，系受疫情、停工等因素扰动，20H1 产量规模略有下降所致，2019 年产销率略有下降，系受市场对非 TPU 类产品需求量下降致使公司着重推广更具优势的 TPU 类产品，非 TPU 类充气床垫销量下降幅度加大所致。

图 28：公司产能利用率情况（单位：万件）

图 29：公司产销率情况（单位：万件）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司招股说明书，各公司年报，国元证券研究所

布局“境内+境外”双生产基地，为未来三年的业绩增长提供强力支撑。受益于新品和新客的开拓，公司经营规模处于快速增长阶段，产能限制已成为掣肘业务发展的主要瓶颈，公司一方面通过新建智能工厂厂房、增加先进工艺设备对现有生产基地进行升级改造，另一方面，基于越南当地人工成本较低叠加关税优惠，公司利用募集资金建设越南生产基地，随着募投项目的顺利落地实施，公司将形成“境内+境外”双生产基地布局，在提升公司生产规模、增强抵御国际风险的能力的同时享受境内外业务形成相互促进协同的市场拓展效应，进一步强化公司的成本管控及核心竞争力，为未来三年的业绩增长提供强力支撑。

表 9：募投项目中产能扩充项目及对应产值（单位：亿元）

项目	项目总投资额	募集资金投资额	建设周期	项目选址	主要用途	投资税后内部收益率	投资回收期（税后）	具体产能提升计划
改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	4.75	2.47	42 月	浙江省台州市天台县	用于生产 TPU 面料及充气床等产品	16.20%	8.2 年（含建设期）	/
户外用品自动化生产基地改造项目	1.88	1.48	24 月	浙江台州天台县	新增防水包、防水袋、充气垫等产品的生产能力	21%	6.5 年（含建设期）	/
户外产品技术研发中心建设项目	1.11	1.11	24 月	上海市松江区	提升公司的研发实力	/	/	/

越南户外用品					发挥国内外生产			本项目建后，
生产基地建设	0.68	0.68	18 月	越南河南	基地的协同效			计划年产 75
项目				省平陆区	应、	21%	6.4 年（含	万条充气床垫
					进一步提升生产		建设期）	及 40 万只防
					能力			水户外箱包

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1 关键假设及盈利预测

关键假设：

（1）充气床垫：为公司贡献主要营收的核心品类，基于下游客户需求持续旺盛叠加附加值较高的 TPU 充气床垫产品占比持续提升，毛利率呈增长态势，此外，随着新增部分产能开始释放业绩，销量或将突破产能掣肘快速增长，预测 2022-2024 年充气床垫销量同比增长 25%/25%/20%，平均售价同比增长 10%/8%/8%，毛利率为 43.0%/43.3%/43.6%。

（2）户外箱包：公司大力拓展防水背包等新品系列，并不断拓展新增客户，随着新增部分产能开始释放业绩且箱包类营收基数较小，箱包类产品有望维持高速增长，预测 2022-2024 年户外箱包销量同比增长 30%/20%/15%，平均售价同比增长 2%/2%/2%，毛利率为 26.8%/27.2%/27.6%。

（3）头枕坐垫：贡献营收呈下降态势，属于公司非核心产品，预测 2022-2024 年头枕坐垫销量同比增长 15%/10%/10%，平均售价同比增长 2%/2%/2%，毛利率为 28.8%/28.9%/29.0%。

（4）其他产品：公司立足于长期积累的研发优势，积极开拓新品以丰富产品矩阵，且部分新品已逐渐开始贡献营收，未来新品销量或将快速增长以释放业绩，预测 2022-2024 年其他产品销量同比增长 5%/5%/5%，平均售价同比增长 1%/1%/1%，毛利率为 25.0%/25.3%/25.6%。

表 10：公司分产品收入及毛利预测（单位：百万元）

时间	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
充气床垫						
营业收入	376.62	432.03	635.66	874.03	1179.94	1529.21
增长率	1.71%	14.71%	47.13%	37.50%	35.00%	29.60%
毛利率	42.04%	44.69%	42.66%	43.00%	43.30%	43.60%
占比	69.11%	74.32%	75.45%	77.42%	79.82%	81.76%
户外箱包						
营业收入	69.84	69.30	110.59	146.64	179.49	210.54
增长率	6.97%	-0.77%	59.57%	32.60%	22.40%	17.30%

毛利率	27.17%	28.59%	26.42%	26.80%	27.20%	27.60%
占比	12.82%	11.92%	13.13%	12.99%	12.14%	11.26%

头枕坐垫

营业收入	64.15	40.54	55.71	65.35	73.32	82.27
增长率	41.45%	-36.80%	37.42%	17.30%	12.20%	12.20%
毛利率	43.03%	39.68%	28.67%	28.80%	28.90%	29.00%
占比	11.77%	6.97%	6.61%	5.79%	4.96%	4.40%

其他产品

营业收入	34.19	38.36	40.15	42.58	45.15	47.88
增长率	24.07%	12.22%	4.66%	6.05%	6.05%	6.05%
毛利率	35.14%	19.59%	24.71%	25.00%	25.30%	25.60%
占比	6.27%	6.60%	4.77%	3.77%	3.05%	2.56%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

盈利预测：

我们预计公司在 2022-2024 年实现营业收入 11.29/14.78/18.70 亿元，同比增速分别为 34.01%/30.94%/26.52%，实现归母净利润 2.92/3.86/4.90 亿元，同比增速分别为 33.21%/31.91%/27.04%，对应 EPS 为 2.89/3.81/4.85 元/股，对应 PE 为 23/18/14 倍。

表 11：公司盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	581.34	842.44	1128.95	1478.27	1870.28
收入同比(%)	6.68	44.91	34.01	30.94	26.52
归母净利润	159.54	219.51	292.41	385.72	490.01
归母净利润同比(%)	21.44	37.59	33.21	31.91	27.04
ROE(%)	23.62	13.55	15.29	16.79	17.58
每股收益	1.58	2.17	2.89	3.81	4.85

资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 估值

公司作为户外用品细分赛道的代工龙头，我们选取华利集团、申洲国际、开润股份三家优质 ODM 制造企业作为可比公司，根据 Wind，2022 年可比公司一致预期平均 PE 为 22.92 倍，基于公司在所处细分赛道具有绝对领先优势，且随着募投项目落地带来的产能逐步稳健释放叠加积极拓展新客户及研发高毛利新品，中期业绩高增长态势或将延续，我们给予公司 2022 年 27 倍 PE，对应目标价为 78.07 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值情况（单位：百万元）

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	PE (2022E)	PE (2023E)	PE (2024E)
300979.SZ	华利集团	76.19	88,913.73	25.53	20.78	17.31
2313.HK	申洲国际	82.33	123,754.64	24.76	19.3	16.33

300577.SZ	开润股份	16.21	3,886.99	18.48	14.55	11.74
平均				22.92	18.21	15.13

资料来源：Wind，国元证券研究所预测（华利集团、申洲国际、开润股份盈利预测均采 Wind 一致预期，基于 2022 年 5 月 26 日收盘价）

5.风险提示

（1）客户集中度较高

公司主要客户为迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等，2021 年前五大客户销售收入占比 44.20%，客户集中度相对较高，若主要客户的经营情况发生变化或与主要客户的合作发生变化，或将对公司的盈利能力与业务发展产生不利影响；

（2）汇率波动风险

公司主要面向海外市场销售，其出口业务主要以美元结算，人民币升值在短期内可能给公司造成汇兑损失，并降低出口产品的价格竞争力，若未来人民币汇率波动幅度增大，则可能会给公司经营业绩及出口产品的价格竞争力造成不利影响；

（3）原材料价格波动风险

公司主要原材料包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等，直接材料占营业成本的比重较高，其价格受国际经济形势、石油价格、供求关系等多方面因素影响，且原材料采购价格的波动对公司经营业绩的影响较大，若未来原材料价格持续剧烈波动，或将对公司的经营业绩造成不利影响；

（4）新增产线建设进度不及预期

若相关政策、宏观经济环境或市场竞争等方面因素出现不利变化，募集资金投资项目不能按计划进展或市场拓展不理想，新增产线建设投产进度不及预期，则将对公司效益产生负面影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	416.98	1299.55	1346.79	1414.14	1556.30
现金	145.29	541.84	702.58	575.65	483.94
应收账款	94.14	129.80	171.63	230.62	288.11
其他应收款	4.38	15.21	15.52	19.38	28.00
预付账款	5.74	3.85	7.90	10.53	11.42
存货	146.63	255.08	317.77	408.81	525.21
其他流动资产	20.79	353.77	131.39	169.15	219.61
非流动资产	442.43	526.85	845.98	1208.30	1614.57
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	245.87	349.65	681.43	1043.18	1448.94
无形资产	117.27	114.34	113.93	113.44	112.84
其他非流动资产	79.29	62.85	50.62	51.68	52.79
资产总计	859.41	1826.40	2192.77	2622.44	3170.86
流动负债	160.04	188.09	260.78	305.47	365.39
短期借款	12.17	0.00	19.70	10.62	10.11
应付账款	78.81	91.41	154.15	186.33	226.58
其他流动负债	69.06	96.68	86.94	108.51	128.70
非流动负债	23.83	18.76	20.03	19.29	17.78
长期借款	3.19	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	20.64	18.76	20.03	19.81	19.53
负债合计	183.87	206.85	280.81	324.76	383.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.84	101.12	101.12	101.12	101.12
资本公积	252.62	951.84	951.84	951.84	951.84
留存收益	347.08	566.59	858.99	1244.72	1734.73
归属母公司股东权益	675.54	1619.55	1911.95	2297.68	2787.69
负债和股东权益	859.41	1826.40	2192.77	2622.44	3170.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	205.71	142.59	269.46	347.36	445.05
净利润	159.54	219.51	292.41	385.72	490.01
折旧摊销	17.71	25.29	41.19	80.07	97.49
财务费用	6.25	0.10	-2.32	-2.00	-1.88
投资损失	-4.34	-25.17	-7.88	-12.46	-15.17
营运资金变动	37.07	-89.01	-52.84	-107.69	-129.11
其他经营现金流	-10.52	11.86	-1.08	3.72	3.70
投资活动现金流	-93.56	-458.41	-131.74	-466.70	-536.88
资本支出	98.52	138.29	370.00	440.00	500.00
长期投资	-4.06	320.63	-0.35	0.11	0.04
其他投资现金流	0.90	0.51	237.92	-26.58	-36.84
筹资活动现金流	-36.80	713.90	23.02	-7.60	0.13
短期借款	-34.75	-12.17	19.70	-9.07	-0.52
长期借款	1.63	-3.19	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	25.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	699.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3.69	4.76	3.32	2.00	1.88
现金净增加额	71.49	395.02	160.74	-126.93	-91.71

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	581.34	842.44	1128.95	1478.27	1870.28
营业成本	344.83	515.92	684.35	885.92	1109.33
营业税金及附加	4.50	6.04	8.69	11.83	15.34
营业费用	15.87	11.56	24.84	36.96	50.50
管理费用	27.08	43.18	58.71	78.35	101.00
研发费用	20.80	29.62	32.58	39.10	44.96
财务费用	6.25	0.10	-2.32	-2.00	-1.88
资产减值损失	-1.39	-1.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	12.27	-6.56	5.53	3.75	0.91
投资净收益	4.34	25.17	7.88	12.46	15.17
营业利润	180.44	252.04	336.89	445.63	567.79
营业外收入	6.56	4.51	4.48	5.18	4.72
营业外支出	0.69	0.91	0.56	0.72	0.73
利润总额	186.31	255.64	340.80	450.09	571.78
所得税	26.77	36.12	48.39	64.36	81.76
净利润	159.54	219.51	292.41	385.72	490.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	159.54	219.51	292.41	385.72	490.01
EBITDA	204.40	277.43	375.75	523.69	663.40
EPS (元)	2.10	2.17	2.89	3.81	4.85

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.68	44.91	34.01	30.94	26.52
营业利润(%)	19.48	39.68	33.66	32.28	27.41
归属母公司净利润(%)	21.44	37.59	33.21	31.91	27.04
获利能力					
毛利率(%)	40.68	38.76	39.38	40.07	40.69
净利率(%)	27.44	26.06	25.90	26.09	26.20
ROE(%)	23.62	13.55	15.29	16.79	17.58
ROIC(%)	29.23	29.87	25.91	24.21	23.14
偿债能力					
资产负债率(%)	21.39	11.33	12.81	12.38	12.08
净负债比率(%)	8.35	0.00	7.01	3.11	2.18
流动比率	2.61	6.91	5.16	4.63	4.26
速动比率	1.69	5.54	3.94	3.29	2.81
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.63	0.56	0.61	0.65
应收账款周转率	6.38	6.93	6.89	6.80	6.65
应付账款周转率	4.12	6.06	5.57	5.20	5.37
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.17	2.89	3.81	4.85
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.41	2.66	3.44	4.40
每股净资产(最新摊薄)	6.68	16.02	18.91	22.72	27.57
估值比率					
P/E	42.90	31.18	23.41	17.74	13.97
P/B	10.13	4.23	3.58	2.98	2.46
EV/EBITDA	28.96	21.34	15.75	11.30	8.92

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188