

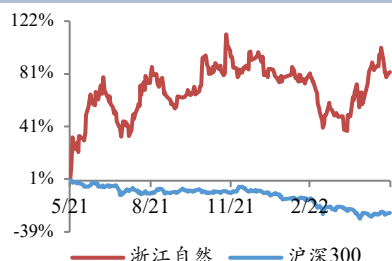
高景气户外休闲赛道，高壁垒隐形细分龙头

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-31

收盘价（元） 69.10
近 12 个月最高/最低（元） 79.97/41.58
总股本（百万股） 101
流通股本（百万股） 34
流通股比例（%） 33.25
总市值（亿元） 70
流通市值（亿元） 23

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **户外休闲供应链隐形细分龙头，高利润率验证产业链竞争力。**公司是户外休闲供应链细分龙头，生产用于旅游、露营场景的充气床垫等产品，以 ODM 代工及外销为主，是迪卡侬等全球头部品牌的重要供应商。充气床垫受 TPU 类产品增长驱动价量齐升，2021 年销量、均价分别增长 11.0%、32.5%。在传统优势品类充气床垫以外，新品持续放量，2021 年户外箱包、头枕坐垫销量同比增长 55.5%、40.3%。2021 年净利率提升至 26.1%，归母净利润 2016-21 年 CAGR 达 25.7%，公司于 21H1 与迪卡侬签订了战略合作协议。
- **户外运动用品行业：后疫情时代异军突起的新消费赛道。**户外休闲场景在后疫情时代消费频次大幅提高，带动相关产品高增长。华经产业研究院数据，20 年全球户外用品规模同比增长 28.3%，预计 2021-25 年 CAGR 约为 6.9%，到 2025 年将达 1.6 万亿元。受益于欧美防疫宽松+人民币贬值预期，疫情后出口有望持续向好。
- **高成长细分赛道，高壁垒的核心供应商。**生产端，公司拥有聚氨酯软泡发泡、面料涂层等五大核心工艺，并逐步形成一体化供应链，实现从原材料到中间材料，到制成品的全过程自控自制。除成本优势外，一体化供应链具备下游客户高度重视的快速反应、质量自主可控特性。公司的核心技术及一体化供应链，通过多年经验打磨，所实现的升级迭代具备产品结构、商业模式及客户多方面验证。基于强生产能力、优质客户资源带来的供应链地位，公司具备优异成长性。核心品类充气床垫持续量价齐升，新品户外箱包、头枕坐垫打开成长空间。
- **充气床垫细分龙头，处于延续性优异的后疫情时代高成长供应链。**公司供应链地位牢固，具备多维验证。核心品类增长趋势延续，新品持续放量。募投项目投产带动收入增长。预计 2022-24 年归母净利润 2.8/3.6/4.5 亿元，对应当前股价 PE 为 25/19/16 倍，当前 PE-TTM 低于上市以来 1/4 分位。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

居民购买力降低，疫情影响供应链，汇率波动风险，原材料价格上涨。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	842	1097	1444	1824
收入同比 (%)	44.9%	30.2%	31.7%	26.3%
归属母公司净利润	220	283	359	448
净利润同比 (%)	37.6%	29.0%	26.7%	24.9%
毛利率 (%)	38.8%	38.1%	37.2%	36.9%
ROE (%)	13.6%	14.9%	15.8%	16.5%
每股收益 (元)	2.37	2.80	3.55	4.43
P/E	34.46	24.69	19.48	15.59
P/B	4.67	3.67	3.09	2.58
EV/EBITDA	26.86	18.70	14.98	11.98

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

投资主题.....	5
1 浙江自然：户外休闲供应链隐形细分龙头，高利润率验证产业链竞争力.....	6
1.1 从 OEM 到 ODM，成长为全球领先户外运动品牌供应商.....	6
1.2 高利润率验证产业链位置竞争力.....	9
1.3 家族持股结构稳定，管理层深耕行业、架构稳定.....	13
2 户外运动用品：后疫情时代异军突起的新消费赛道.....	14
2.1 全球户外用品行业规模稳步提升，欧美市场需求旺盛.....	14
2.2 下游品牌化、依赖创新设计，优选大型供应商.....	20
3 高成长细分赛道，高壁垒的核心供应商.....	21
3.1 纵向一体化布局：快速反应、质量自主可控.....	21
3.2 五大核心技术，依赖常年生产经验.....	24
3.3 迪卡侬战略合作伙伴，客户关系牢固稳定.....	29
3.4 项目投产后预计充气床垫、其他品类产能提升超 80%、110%.....	31
4 盈利预测及估值.....	33
风险提示：.....	35
财务报表与盈利预测.....	37

图表目录

图表 1 公司通过研发掌握核心技术，逐步进入全球头部品牌供应链.....	6
图表 2 公司疫情后 2022 年第一季度营收同比增速 46.6%.....	7
图表 3 公司疫情后 2022 年第一季度归母净利润同比增速 37.8%.....	7
图表 4 公司主营充气床垫、户外箱包及头枕坐垫三类产品.....	7
图表 5 公司 2020 年 ODM 占营收比重达到 70%.....	8
图表 6 公司业务以海外市场为主，其中欧美占比最大.....	9
图表 7 公司 2021 年境外营收快速反弹.....	9
图表 8 公司 2021 年充气床垫销售均价增长显著.....	9
图表 9 公司 TPU 床垫占床垫产品营收比重持续提升（%）.....	9
图表 10 公司 2021 年充气床垫销售均价增长显著.....	10
图表 11 公司 TPU 床垫占床垫产品营收比重持续提升（%）.....	10
图表 12 公司毛利率相对稳定且高于可比公司.....	10
图表 13 公司充气床垫类产品毛利率最高.....	10
图表 14 2021 年公司充气床垫营收占比 75.4%.....	11
图表 15 公司 2021 年户外箱包产品营收高速增长.....	11
图表 16 公司近年来 ROE 处于行业领先 ROE 从高到低排序.....	11
图表 17 公司综合费用率处于行业较低水平（%）.....	12
图表 18 公司销售费用率处于行业较低水平（%）.....	12
图表 19 2022 年 4 月以来美元兑人民币中间价快速上升.....	12
图表 20 浙江自然及同行业公司管理费用率对比（%）纵轴用%.....	13
图表 21 浙江自然及同行业公司财务费用率对比（%）.....	13
图表 22 家族合计持股比重达 72.9%，夏永辉夫妇为实际控制人.....	13
图表 23 公司高管普遍具备 20 年以上的行业内生产销售、研发、管理经验.....	14
图表 24 全球户外用品行业规模稳健增长.....	15
图表 25 2016 年全球户外零售产品销售额占比（%）.....	15
图表 26 全球充气式户外休闲产品销售额（亿元）.....	15
图表 27 2016 年全球充气和非充气户外休闲产品销售额占比（%）.....	15
图表 28 全球水上休闲产品销售额（亿元）.....	16
图表 29 2016 年全球充气式水上休闲产品和其他充气式户外休闲产品销售额占比（%）.....	16
图表 30 美国、欧洲和全球其他地区户外运动用品电商市场规模（单位：亿元）.....	16
图表 31 2021 年个人最愿意参与的运动锻炼方式调查（%）.....	17
图表 32 美国户外运动参与率上升（%）.....	17
图表 33 中国户外运动用品市场零售总额.....	17
图表 34 中国体育产业规模预计 19-25 年 CAGR 达 9.2%（亿元）.....	17
图表 35 中国人均体育场地面积少（平方米）.....	18
图表 36 2020 年中国体育场地分布情况（%）.....	18
图表 37 2022 年一季度体育旅游热搜词和 2021“微度假”人群画像.....	19
图表 38 迪卡侬 2021 运动品类销售前十.....	19
图表 39 中国户外运动市场下游品牌呈金字塔状格局.....	20
图表 40 户外产品品牌数量变化（个）.....	21
图表 41 中国户外用品品牌出货金额占比变化（%）.....	21

图表 42 浙江自然的子公司及主营业务构成	22
图表 43 公司拥有完整的纵向一体化产业链	22
图表 44 公司产品分阶段制作工艺流程图	23
图表 45 公司充气床垫产品结构拆分	23
图表 46 公司直接材料占成本比重约 70%	24
图表 47 公司细分直接材料期末库存主要为布料、化工料（%）	24
图表 48 公司实现五大核心技术的批量化生产	25
图表 49 公司 2019、20 年开发部分新品及贡献收入梳理	25
图表 50 公司充气床垫产品 SKU 丰富、定制化程度高	26
图表 51 公司通过纵向一体化布局更好地掌控交货周期	26
图表 52 公司 2016-20 年外观及实用新型专利数实现显著增长（个）	27
图表 53 公司研发费用率及研发人员比重处于户外休闲用品行业平均水平（%）	27
图表 54 近年来浙江自然研发投入随规模扩大稳定增长	27
图表 55 公司上市募集资金投向分布	28
图表 56 TPU 材料在硬度范围、热稳定性、耐寒性、易加工性及环保无气味方面优于 PVC 材料	28
图表 57 公司进入其主要客户供应链时间点以及采购量占总营收比重	29
图表 58 迪卡侬供应商选择和评估流程较为严格	30
图表 59 公司占其主要客户的采购份额比重较高（%）	30
图表 60 2017 年来公司前五大客户营收占比显著提升（%）	30
图表 61 迪卡侬营业收入（亿元）	31
图表 62 迪卡侬 2020 年电商业务占比大幅提升（%）	31
图表 63 公司新增产能梳理	32
图表 64 公司充气床垫产能持续扩张	32
图表 65 公司 2021 年户外箱包销量同比增长 55.5%	32
图表 66 公司 2018 年以来户外箱包销售均价变化	32
图表 67 公司 2021 年枕头坐垫销量同比增长 40.3%	33
图表 68 公司 2018 年以来枕头坐垫销售均价变化	33
图表 69 公司分产品盈利预测	34
图表 70 公司上市以来 PE-TTM 变化	35
图表 71 公司上市以来市值变化	35
图表 72 浙江自然与可比公司估值对比	35

投资主题

公司是户外休闲供应链细分龙头，坐拥后疫情时代的高景气度赛道。2020 年全球户外用品规模同比增长 28.3%，其中充气式户外产品 2017-21 年 CAGR 约 11.4%，2021 年市场规模约 348 亿元。伴随欧美防疫逐步宽松，户外运动参与渗透率显著提升，市场需求旺盛。而国内市场疫情后大众偏好转变，短距离、高频次的户外运动和短途旅行有望承接跨省、出境游。同时相关产业支持力度加大，长期具备较大增长潜力。格局上，户外用品行业终端较为分散。且下游品牌十分依赖设计创新。我们认为下游产品更迭速度快，品牌商聚焦研发设计，而上游聚焦代工生产的模式本质上是资源配置的最优解。上游纵向一体化布局掌握核心生产技术具备较高壁垒，容易出大代工厂。

公司制造能力经过多年迭代，在生产端，公司拥有聚氨酯（PU）软泡发泡、面料涂层等五大核心工艺及技术，并逐步形成一体化供应链。一体化供应链实现从原材料到中间材料，到制成品的全过程自控自制。除成本优势外，一体化供应链具备下游客户高度重视的快速反应、质量自主可控特性。公司的核心技术及一体化供应链，通过多年经验打磨，所实现的升级迭代具备产品结构、商业模式及客户多方面验证：

1) 盈利能力强，净利率从 2016 年 19.3% 提升至 22Q1 的 26.3%，2021 年 ROE 达到 19.1%，在出口代工相关企业中处于较高水平。主要来源于公司充气床垫产品普遍采用 TPU 面料工艺，产品毛利率较高。而究其根本则是公司生产优势的综合体现。公司注重设计、自动化水平提升，盈利能力相对稳定。

2) 客户认可持续提升，公司于 21H1 通过迪卡侬的体系考核，与迪卡侬签订了战略合作协议。同时与 200 多个品牌建立合作关系，其他主要客户包括历德超市、SAE TO SUMMIT、REI 等，合作时间普遍超过 10 年。

3) 基于生产能力，商业模式历经多年持续升级。2020 年公司 ODM、ODM+OEM 营收占比达到 70.7%、3.8%，而纯粹的 OEM 模式营收占比缩减至 25.5%。

基于强生产能力、优质客户资源带来的供应链地位，公司具备优异成长性。核心品类充气床垫持续量价齐升，收入 CAGR3 19.7%，销量 CAGR2 9.5%，TPU 类床垫营收占比 2018-20 年提升 12pct，驱动价格增长。核心品类以外，新品户外箱包、头枕坐垫打开成长空间，2021 年营收同比分别增长 59.6%、37.4%。

盈利预测与投资建议

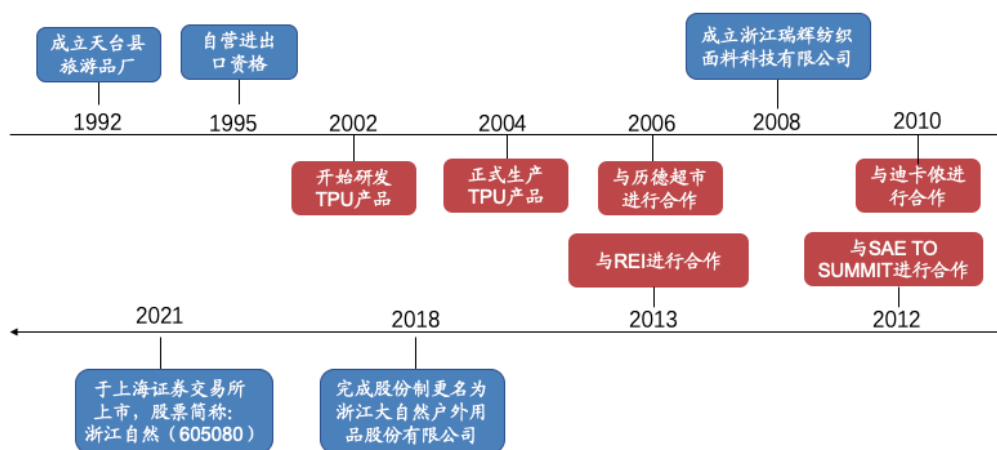
充气床垫细分龙头，处于延续性优异的后疫情时代高成长供应链，供应链地位牢固，具备多维验证。核心品类增长趋势延续，新品持续放量。募投项目投产带动收入增长。预计 2022-24 年归母净利润 2.8/3.6/4.5 亿元，对应当前股价 PE 为 25/19/16 倍，当前 PE-TTM 低于上市以来 1/4 分位。首次覆盖给予“买入”评级。

1 浙江自然：户外休闲供应链隐形细分龙头，高利润率验证产业链竞争力

1.1 从 OEM 到 ODM，成长为全球领先户外运动品牌供应商

全球领先的户外运动用品供应商，工艺、产品结构、商业模式持续演进迭代。浙江自然（原名天台县旅游品厂）1992 年成立于浙江台州天台县，是国内最早从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、设计、生产和销售的企业之一。拓展到 TPU 产品，掌握户外运动用品核心生产技术。公司早期从 PVC 床垫做起，后续拓展到 TPU 产品的生产、研发、销售，TPU 占比。2002 年开始 TPU 产品研发，并于 2004 年正式生产。2008 年成立浙江瑞辉纺织面料科技有限公司，深耕面料研发，目前已经掌握 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和技术。公司以“成为全球领先的户外运动用品供应商”为目标，逐步成为全球户外运动用品领域佼佼者，于 2021 年登陆上交所。

图表 1 公司通过研发掌握核心技术，逐步进入全球头部品牌供应链



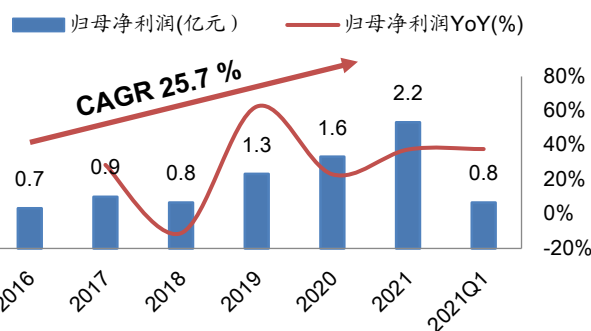
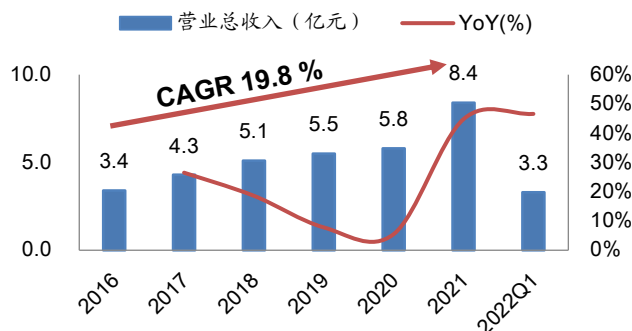
资料来源：公司官网，华安证券研究所；注：标红区域为公司核心客户以及核心工艺

进入头部品牌供应链+户外运动装备需求增长，2016-21 年归母净利润 CAGR 达 25.7%。公司自 2006 年起逐步进入全球户外运动领域知名企业的供应链。2006 年公司与历德超市合作，2010 年进入迪卡侬供应链，2012、13 分别与 SAE TO SUMMIT、REI 合作。目前公司产品销售至全球 40 多个国家，主要为欧美发达国家，与 200 多个品牌建立合作关系。叠加消费者对强身健体愈加重视，户外运动流行带动装备需求增长，公司 2016-21 年营收、归母净利润 CAGR 分别 19.8%、25.7%，利润增速高于营收增速，主因规模效应摊薄成本以及纵向一体化管理运营效率提升。

后疫情时代户外运动高景气，公司营收快速增长。2021 年疫情常态化后，户外运动等非聚集性休闲场景能够很好的解决人流密集这一问题。欧美国家户外运动需求率先释放，公司 TPU 复合面料的产线扩增、聚氨酯软泡自动化产线建成，出口带动公司营收快速反弹。2021 年公司产能提升、充气床垫及防水箱包收入增长使得营收同比增长 44.9%。22Q1 营收延续高增长，同比增速达 46.6%。

图表 2 公司疫情后 2022 年第一季度营收同比增速 46.6%

图表 3 公司疫情后 2022 年第一季度归母净利润同比增速 37.8%



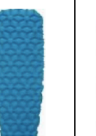
资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

主打充气床垫具备轻质、防水、耐磨、环保特点, TPU 面料广泛用于不同系列。公司产品广泛应用于户外运动领域的多项场景中。主要分为: (1) 充气床垫类按防水材料分为热塑性聚氨酯(TPU)和 PVC 系列产品, 两种面料都具有质量轻、防水防潮的特点, 而 TPU 比 PVC 弹性更好、更耐磨、更环保。产品广泛适合营地露营及自驾旅行; (2) 户外箱包系列包括冰包、肩包背包、防水桶袋等, 主要采用 TPU 面料, 环保耐磨, 适用于户外运动携带。(3) 头枕坐垫系列主要包括头枕和靠垫, 主要采用 TPU 面料, 根据人体工学设计, 能够更好的贴合脖子并提供更好的力学支撑。

产品用于旅游、野外宿营场景, 目标客群为大众消费人群。充气床垫应用于旅游, 野外宿营, 可与帐篷配套使用。床垫可在休息时充气放在帐篷里使用, 排出气体后可折叠装在旅行包里, 携带方便。据天猫旗舰店及 Naturehike 数据显示, 公司终端市场 PVC 充气床垫售价约在 100-200 元, TPU 充气床垫市场售价约 300-700 元, 户外箱包系列产品和头枕坐垫系列市场售价均约不超过 200 元。三大系列产品中床垫产品价格带较宽, 包含 100-200 元的 PVC 材质以及 300-700 的 TPU 材质。

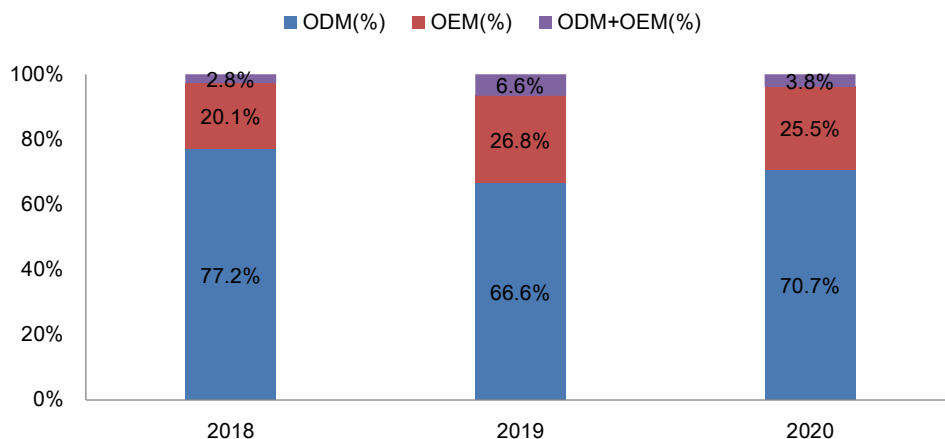
图表 4 公司主营充气床垫、户外箱包及头枕坐垫三类产品

主要产品	充气床垫						户外箱包			头枕坐垫
	TPU 充气床垫				PVC 充气床垫		冰包	肩包背包	防水桶袋	头枕/靠垫
产品展示										
产品特性	·30D 弹性面料复合 TPU, 柔软细腻环保;内置 10cm 高回弹聚氨酯软泡, 可以拥有更好的侧身体验; ·广泛适用于露营地及汽车旅行等用途。				·一体式充气枕头, 更轻便舒适;内置高回弹聚氨酯软泡, 打打气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。		·840D 尼龙复合聚氨酯 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;NBR 压模底座, 稳定坚固; ·一体式全熔接工艺, 防水性能卓越;可实现 72 小时长效保温, 携带更为方便	·300D 牛津复合聚氨酯 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; ·慢回弹海绵有效防摔防撞, 可放置笔记本电脑;具有反光条设计, 适合夜间使用;袋盖扣扣有效防止物品掉落。	·210D 涤纶格子复合 TPU 面料, 触感柔软;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;适用于衣物、电子产品防潮等。	·弹力布复合 TPU 面料, 触感更加柔软;符合人体工学设计, 更好的贴合脖子并提供更好的力学支撑; ·内置独立纯 TPU 充气枕, 轻盈柔软;40D 阳离子外套, 方便拆洗。
价格区间	300-700元				100-200元		0-200元			0-200元

资料来源: 公司招股书, 天猫旗舰店, 华安证券研究所; 注: 充气床垫价格取自迪卡侬天猫旗舰店价格区间, 户外箱包、头枕坐垫价格取自 Naturehike 天猫旗舰店价格区间。

具备优秀的产品设计能力，当前以 ODM 代工为主。公司掌握核心技术，利用自身新产品设计能力与对产品的理解，自主设计开发新产品。通过向客户推荐的方式获取更多订单，逐渐形成以 ODM 模式为主导的商业模式。据公司招股书，2020 年公司 ODM、ODM+OEM 营收占比达到 70.7%、3.8%，而纯粹的 OEM 模式营收占比仅 25.5%。

图表 5 公司 2020 年 ODM 占营收比重达到 70%

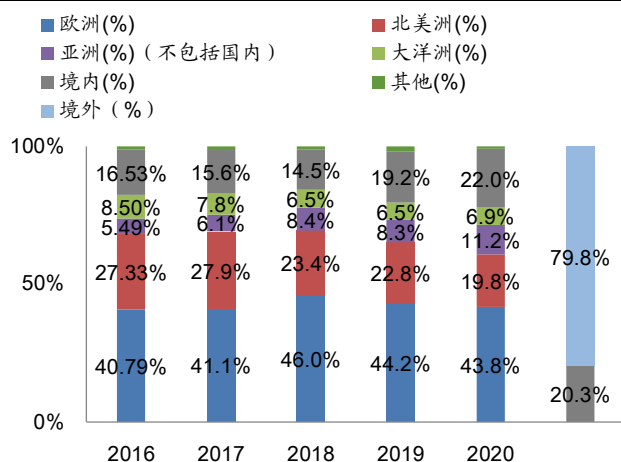


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

外销收入占比接近 80%，疫情后境外收入快速反弹。通过优质客户带来的发展优势，销售渠道拓展至全球，全球影响力逐渐显现。2021 年外销收入占比达 79.8%，其中欧洲和北美洲营收最高，2017-2020 年比重下滑主因内销高增速及客户结构优化（例如 2018 年公司与美国企业 California Innovations Inc. 发生货到付款纠纷后未再发生交易，导致 2019 年出口至美国地区户外箱包类产品金额同比下滑 1.4 千万元）。2021 年外销比重增加，主因欧美国家普遍开始发放疫情补助促进消费，进一步利好户外行业。

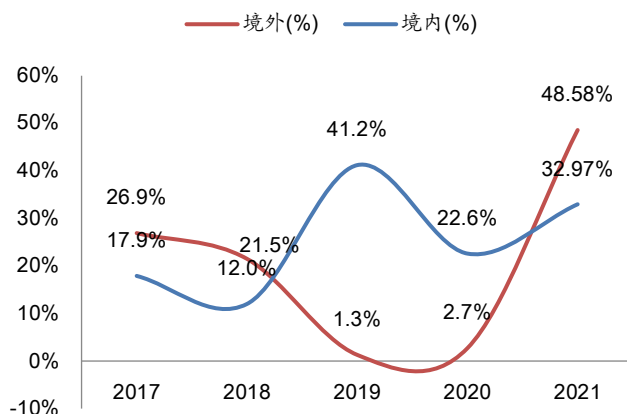
内销保持高速增长。伴随中国经济增长、户外运动用品行业的发展，以及疫情期间人们对非封闭环境下的活动的需求增加。2019-2021 年公司内销受益，同比增速均在 20% 以上，占营收比重由 2017 年的 15.6% 提升至 2020 年的 22.0%。2021 年比重有所回落，主因欧美国家复苏增长强劲。

图表 6 公司业务以海外市场为主，其中欧美占比最大



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司 2021 年境外营收快速反弹



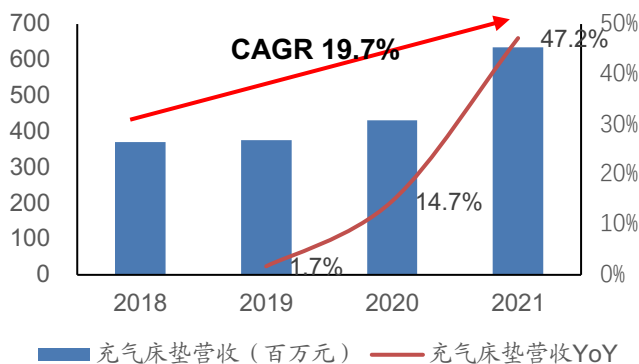
资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 高利润率验证产业链位置竞争力

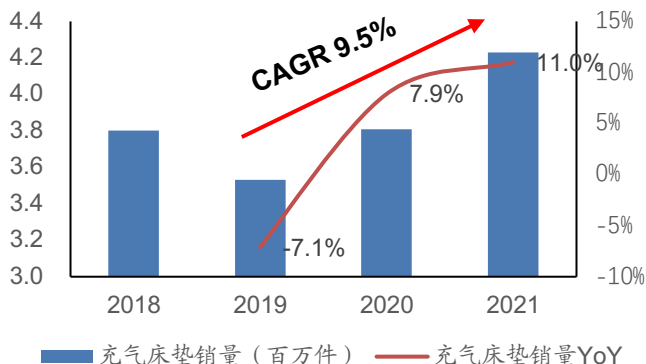
充气床垫: 受 TPU 类产品增长驱动量价齐升。2018-21 年, 公司充气床垫营收 CAGR 为 19.7%, 2021 年营收达到 6.4 亿元。充气床垫作为公司拳头产品, 近年来由于需求增长以及产品结构优化, 呈现量价齐升增长趋势。2021 年销售量、均价价格同比分别增长 11.0%、32.5%。其中, TPU 类充气床垫市场接受度较高, 广受欢迎, 其产品销量及均价增长是床垫产品营收增长的核心驱动因素。TPU 类充气床垫的营收、销售量占比分别由 2018 年的 55.8%、41.4%提升至 2020 年的 67.7%、51.8%。其中 2020 年 TPU 床垫销售均价增长明显, 同比增长 18.1%

图表 8 公司 2021 年充气床垫销售均价增长显著

图表 9 公司 TPU 床垫占床垫产品营收比重持续提升 (%)

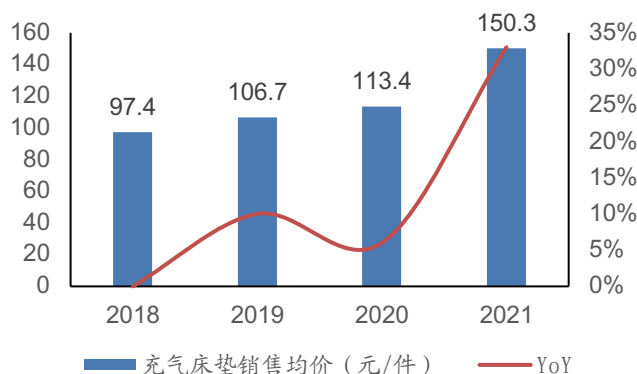


资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华安证券研究所



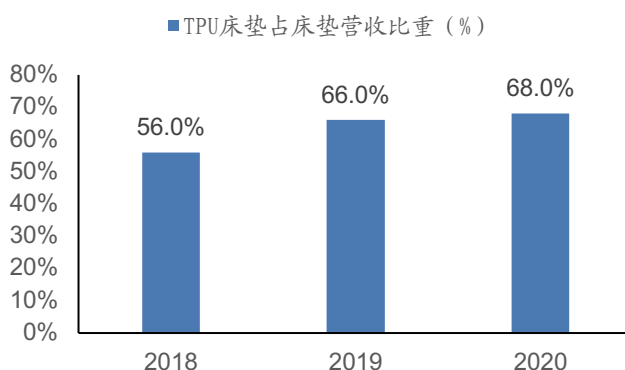
资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华安证券研究所

图表 10 公司 2021 年充气床垫销售均价增长显著



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

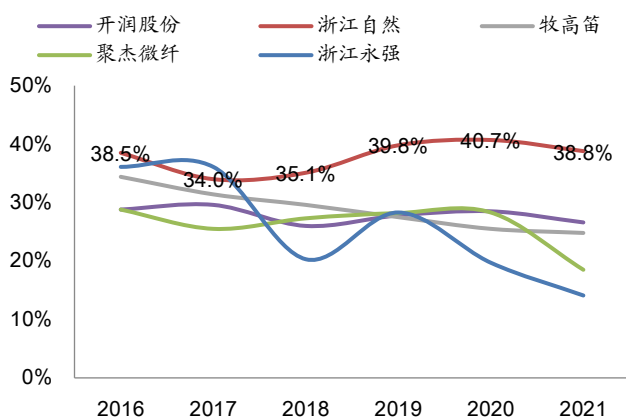
图表 11 公司 TPU 床垫占床垫产品营收比重持续提升(%)



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

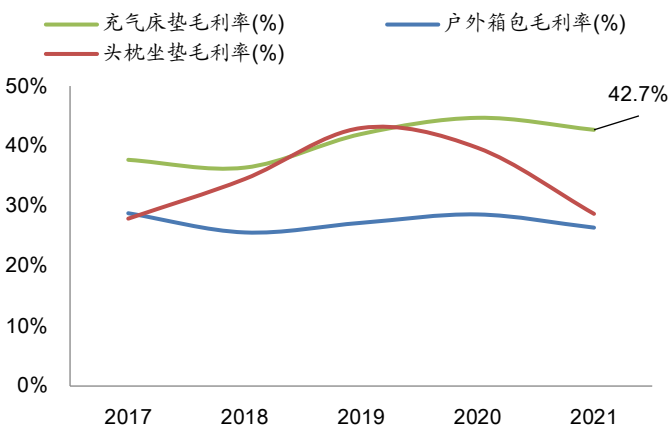
高毛利率凸显产业链竞争力，注重设计、自动化水平提升，盈利水平稳中有升。公司长期能够保持较高且稳定的毛利率，是公司产业链竞争力的体现，同时也是代工生产优势的体现。而究其根本则是公司采用生产链纵向一体化的生产模式、实现大部分工艺环节自主生产后的综合体现，同时公司注重设计、自动化水平提升，盈利能力相对稳定。普遍采用 TPU 面料工艺的充气床垫产品毛利率较高，公司 TPU 占比较高的拳头产品充气床垫毛利率最高，2019 年以来持续超过 40%。随着公司近年来自动化水平的提高，毛利率稳中有升。参考公司历史毛利率及可比公司毛利率变化，公司通过提价能够消化掉相当大部分的原材料上涨成本，毛利率保持相对稳定。2021 年大宗材料价格波动，公司报价时预判原材料走势并根据用汇情况买入远期合约，通过科学管理降低原材料价格上涨、汇率波动对毛利率的影响。21 年毛利率波动较小，依然维持在较高水平。

图表 12 公司毛利率相对稳定且高于可比公司



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 13 公司充气床垫类产品毛利率最高

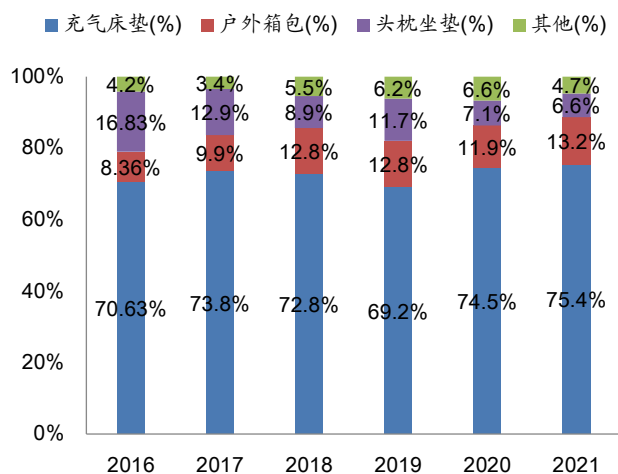


资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

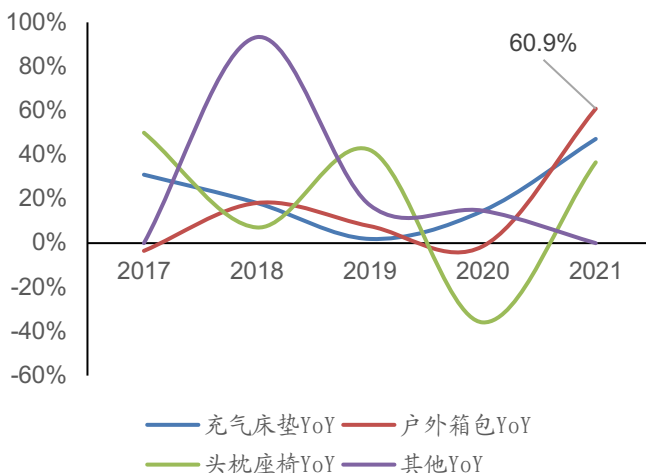
高毛利 TPU 充气床垫产品营收占比稳定，户外箱包结构性增长显著。公司近年来产品结构较为平稳，TPU 产品驱动营收高增长，其中充气床垫占比最高，2021 年营收占比约 75.4%。公司在越南户外用品生产基地新增产能，支撑防水箱包市场占有率提升，2021 年户外箱包呈现高结构性增长，营收同比增长 59.6%，占比提升至 13.2%。此外，公司快速开拓保温箱包、充气水上用品品类市场，形成业绩增长

点, 2022 防水、保温箱包, PVC 冲浪板等新品将逐步面世, 有望贡献收入弹性。

图表 14 2021 年公司充气床垫营收占比 75.4%



图表 15 公司 2021 年户外箱包产品营收高速增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

盈利能力优异, 具备高 ROE 特征, 明显高于出口代工行业水平。公司 ROE 水平持续高于 25%, 处于行业较高水平, 主要因为利润率持续维持较高水平。2016-21 年, 毛利率提升叠加公司降本提效使得期间费用率减小, 净利率有所提升。2021 年公司由于上市募资, 所有者权益增加, 因此 ROE 有所下滑, 但仍领跑同业。

图表 16 公司近年来 ROE 处于行业领先 ROE 从高到低排序

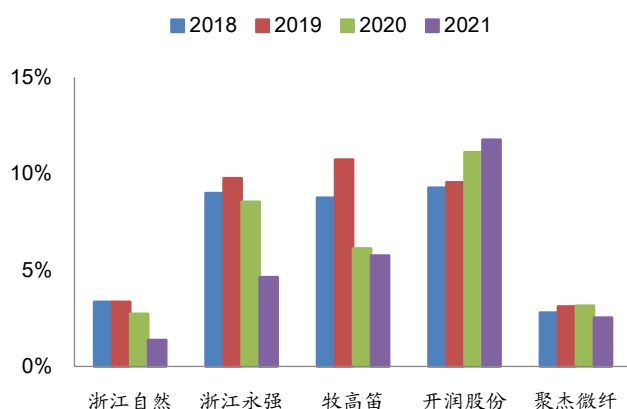
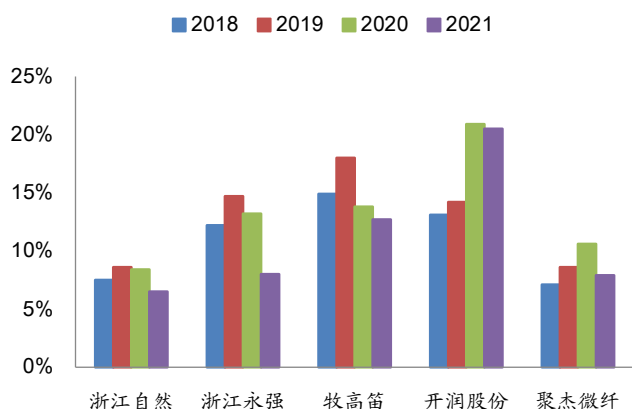
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROE						
浙江自然	25.9%	41.4%	29.2%	29.3%	26.8%	19.1%
牧高笛	26.0%	15.7%	9.2%	9.1%	10.4%	17.3%
开润股份	22.7%	26.1%	30.9%	30.7%	6.5%	11.0%
浙江永强	1.9%	2.4%	-3.4%	14.7%	14.1%	3.4%
聚杰微纤	38.7%	24.5%	17.6%	13.8%	0.9%	3.8%
净利率						
浙江自然	19.3%	21.1%	16.2%	24.3%	27.7%	26.1%
牧高笛	11.0%	9.7%	7.5%	7.7%	7.2%	8.5%
开润股份	10.5%	12.2%	9.0%	8.8%	3.4%	7.5%
浙江永强	1.1%	1.5%	-2.0%	10.6%	10.6%	1.5%
聚杰微纤	18.3%	16.3%	14.4%	11.9%	0.5%	4.9%
总资产周转率						
浙江自然	0.65	0.9	1.01	0.84	0.74	0.63
牧高笛	1.28	1.04	0.87	0.83	0.79	0.85
开润股份	1.27	1.29	1.71	1.59	0.78	0.70
浙江永强	0.61	0.61	0.58	0.69	0.7	0.97
聚杰微纤	1.19	1.07	0.97	0.9	0.44	0.50
权益乘数						
浙江自然	2.06	2.18	1.8	1.45	1.32	1.32
牧高笛	1.84	1.56	1.41	1.43	1.84	2.38
开润股份	1.66	1.76	2.13	2.3	2.07	2
浙江永强	1.89	2.31	2.4	2	1.88	2.29
聚杰微纤	1.8	1.41	1.27	1.29	1.24	1.19

资料来源: Wind, 华安证券研究所

综合费用率处于行业较低水平，较低的销售费用源于业务模式差异。公司近年来销售费用率持续减小，2021 年销售费用率减少主因包干运杂费下降。横向对比看，公司销售费用率低于浙江永强、牧高笛、开润股份，与聚杰微纤较为相似，主要源于业务模式差异。牧高笛除 OEM/ODM 业务外，亦进行自有品牌的经营。浙江永强在境外拥有自有销售体系。开润股份有自有品牌业务，线上线下同时经营，并组建境外销售团队。三家公司销售模式差异导致其销售费用率高于公司。而公司与经营模式与销售模式相似的聚杰微纤费用率基本保持一致。

图表 17 公司综合费用率处于行业较低水平 (%)

图表 18 公司销售费用率处于行业较低水平 (%)

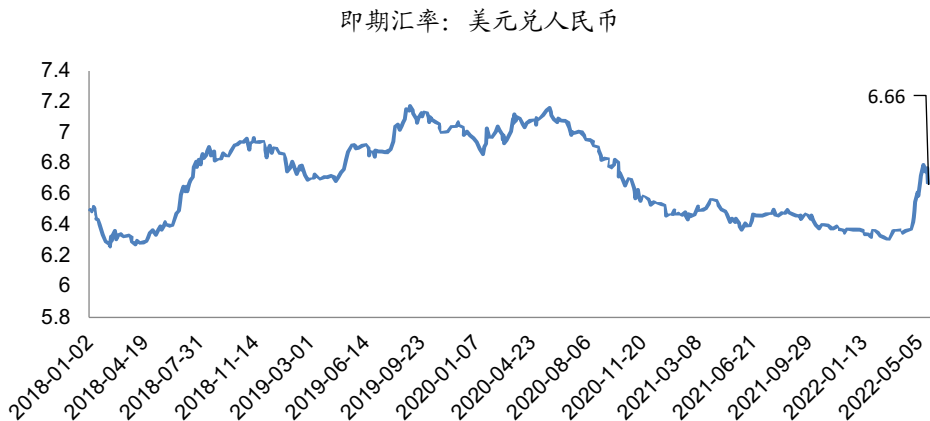


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

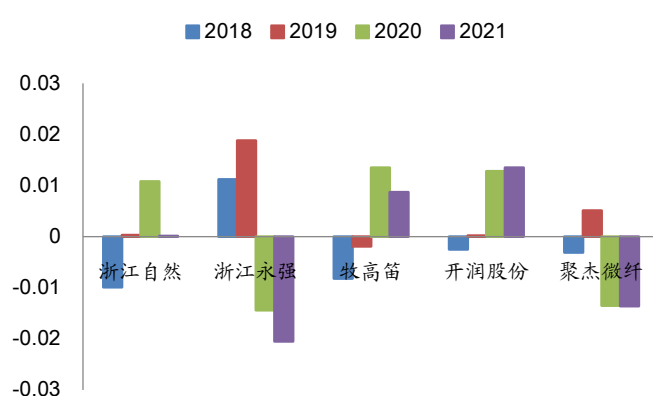
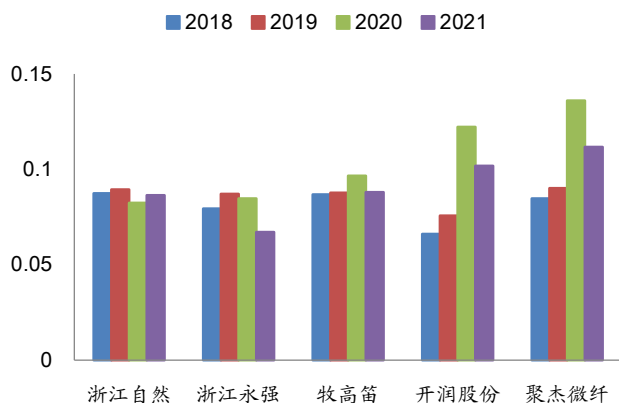
管理费用率处于行业平均水平，近年来降本提效显著。公司近年来的管理费用率较为平稳。财务费用率常年较低，波动来源于外币业务以及外币货币性项目期末汇率折算带来的汇兑损益。2018 年，美元兑人民币中间价大幅上升，公司持有美元资产金额相对较大，产生较大金额的汇兑收益。2020 年，美元兑人民币中间价大幅下降，公司持有的较大金额美元资产带来了一定的汇兑损失。2020 年财务费用率较去年同期大幅下降，主要由短期借款减少、募集资金到账导致利息收入增加所致。2022 年 4 月以来美元兑人民币中间价快速上升，预计对公司带来一定的汇兑收益，增厚利润。

图表 19 2022 年 4 月以来美元兑人民币中间价快速上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 浙江自然及同行业公司管理费用率对比 (%) 纵轴 图表 21 浙江自然及同行业公司财务费用率对比 (%) 用 %



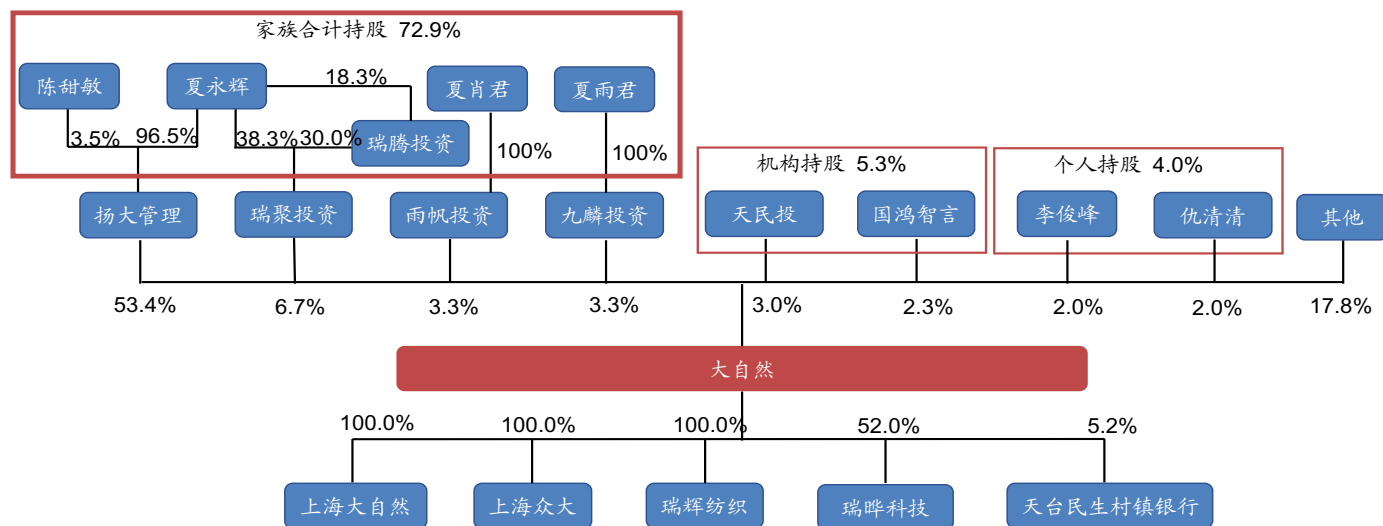
资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 家族持股结构稳定, 管理层深耕行业、架构稳定

家族持股结构稳定, 夏永辉夫妇为实际控制人。公司为家族持股企业, 股权结构及控制权稳定。截止至 2021 年 9 月, 家族合计持股达 72.9%。公司实际控制人为夏永辉、陈甜敏夫妇。夏永辉通过扬大管理、瑞腾投资和瑞聚投资共间接持有公司 54.4% 的股份并担任公司董事长职务; 陈甜敏通过扬大管理间接持有公司 1.9% 的股份并担任公司董事、副总经理职务。二人合计持有公司 66.3% 的股份, 对公司共同实施控制。

图表 22 家族合计持股比重达 72.9%, 夏永辉夫妇为实际控制人



资料来源: 公司公告, 企查查, 华安证券研究所

核心管理层具备深厚行业经验, 管理架构多年稳定。截止至 2021 年 4 月公司共有 8 名董事, 其中包括 3 名独立董事。管理人员加入公司多年, 各自具有丰富的研发、销售、财务和管理经验, 熟悉公司业务。其中董事长夏永辉于 1993 便担任天台旅游用品厂副厂长一职, 对户外旅游用品具有相当深厚的经验; 总经理俞清尧研

发技术出身，对研发和质量监控具有深厚经验；副总经理陈甜敏和董毅敏深耕销售领域，公司高管业务分工明确。

图表 23 公司高管普遍具备 20 年以上的行业内生产销售、研发、管理经验

姓名	职位	简介
夏永辉	董事长	1993 年 1 月至 2000 年 8 月，担任天台县旅游品厂副厂长；2000 年 9 月至 2004 年 12 月，担任大自然有限监事；2004 年 12 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限执行董事、经理；2018 年 6 月至今，担任公司董事长。
俞清尧	董事、总经理	高级工程师。1994 年 8 月至 2014 年 2 月，历任百威英博(台州)啤酒有限公司技术员、研发科科长、质量部经理、酿造部经理、工厂厂长。2014 年 2 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限副总经理；2018 年 6 月至今，担任公司董事、总经理。
陈甜敏	董事、副总经理	1999 年 1 月至 2000 年 8 月，担任天台县旅游品厂销售员；2000 年 9 月至 2012 年 10 月，担任大自然有限销售经理；2012 年 10 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限副总经理；2018 年 6 月至今，担任本公司董事、副总经理。
董毅敏	董事、副总经理、董事会秘书	1992 年 5 月至 2001 年 6 月，历任浙江九洲药业有限公司技术员、生产调度、销售主管。2001 年 6 月至 2018 年 6 月，历任大自然有限车间主任、副总经理；2018 年 6 月至今，担任本公司董事、副总经理；2018 年 10 月至今，担任本公司董事会秘书。
夏秀华	董事、财务总监	助理会计师。2000 年 10 月至 2008 年 4 月，担任慈溪市劳特电器有限公司会计。2008 年 4 月至 2018 年 6 月，担任大自然有限财务总监；2018 年 6 月至今，担任公司财务总监；2018 年 10 月至今，担任公司董事。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

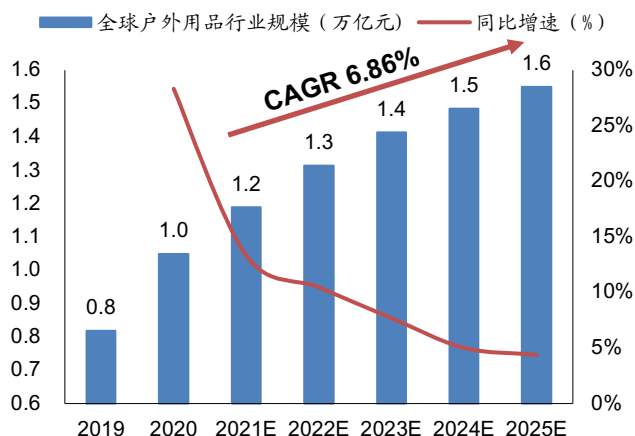
2 户外运动用品：后疫情时代异军突起的新消费赛道

后疫情时代，户外休闲运动成为热门场景，持续带动相关产品销量增长，增长具备上下游产业链验证。2020 年疫情后全球户外用品规模同比增长 28.3%，其中充气式户外产品 2017-21 年 CAGR 约 11.4%，规模约 348 亿元。伴随欧美防疫逐步宽松，户外运动参与渗透率显著提升，市场需求旺盛。同时，对于休闲运动供应链而言，具备国内外需求高增长特征，国内市场疫情后大众偏好转变，短距离、高频次的户外运动和短途旅行有望承接跨省、出境游。同时相关产业支持力度加大，长期具备较大增长潜力。

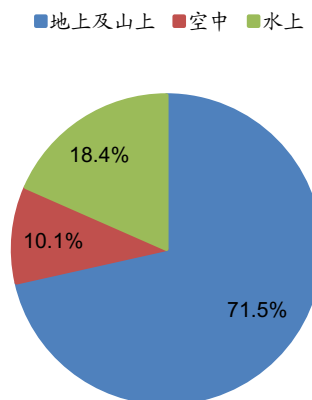
2.1 全球户外用品行业规模稳步提升，欧美市场需求旺盛

2020 年全球户外用品规模同比增长 28.3%。户外运动兼具运动与休闲双重属性，受新一代消费者欢迎。据华经产业研究院数据，2020 年全球户外用品行业营收规模近 1.05 万亿元，同比增长 28.3%，预计 2021-25 年 CAGR 约为 6.9%，到 2025 年将达 1.6 万亿元。根据弗若斯特沙利文，户外运动分成三类，分别为地上和山上运动（爬山，汽车等），水上休闲运动（划船，游泳等）以及空中休闲运动（跳伞等）。其中地上及山上产品占 2016 年零售额市场的 71.5%，水上休闲产品占 18.4%，空中产品占比最小。

图表 24 全球户外用品行业规模稳健增长



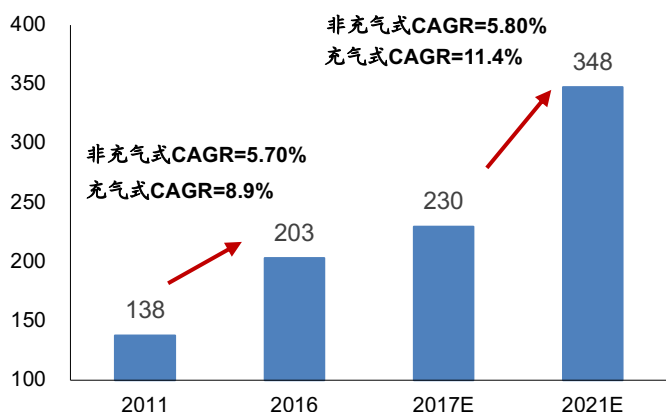
图表 25 2016 年全球户外零售产品销售额占比 (%)



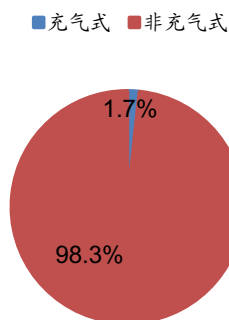
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所；注：依照 1 美元=6.5594 人民币的汇率进行换算

全球充气式户外产品 2017-21 年 CAGR 约 11.4%，规模约 348 亿元。充气式户外产品是整体户外产品里占比较小但快速增长的细分赛道，拥有良好前景，产品属性满足了消费者追求便利和方便携带的特点。根据弗若斯特沙利文测算，全球充气式户外休闲产品市场 2017-21 年复合增速约 11.4%，增速远超非充气式产品 5.8% 的复合年增长率。

图表 26 全球充气式户外休闲产品销售额 (亿元)



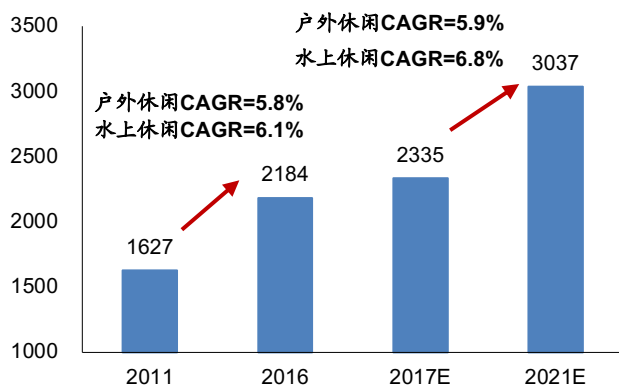
图表 27 2016 年全球充气和非充气户外休闲产品销售额占比 (%)



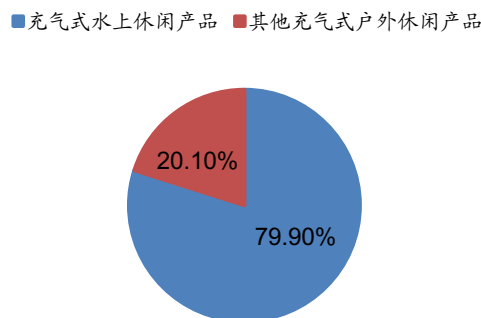
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所；注：依照 1 美元=6.5594 人民币的汇率进行换算

全球整体水上休闲活动产品 2017-21 年 CAGR 约 6.8%，规模约 3037 亿元。由于水上运动受到越来越多的运动者的欢迎，水上休闲运动参与率不断提升，全球水上休闲产品市场。据弗若斯特沙利文测算，其中充气式水上休闲产品约占充气式户外休闲产品市场的 80%，水上休闲产品市场 2017-21 年复合增长率达到 6.8%，2021 年市场规模约 3037 亿元。

图表 28 全球水上休闲产品销售额（亿元）



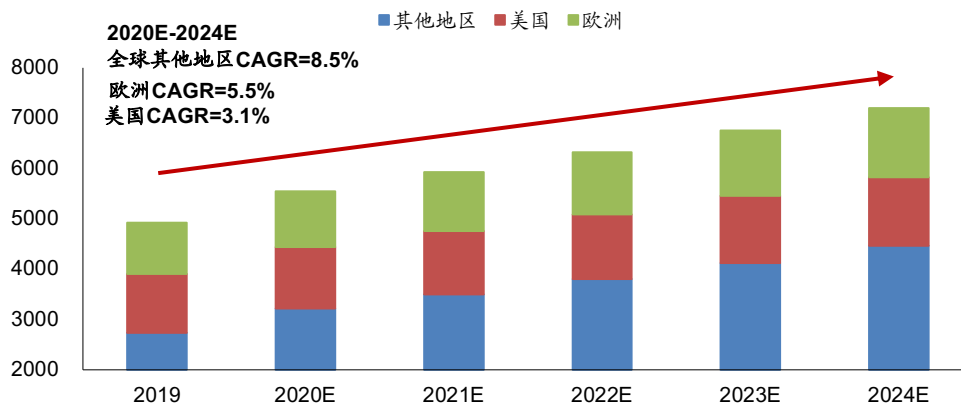
图表 29 2016 年全球充气式水上休闲产品和其他充气式户外休闲产品销售额占比 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所；注：依照 1 美元 = 6.5594 人民币的汇率进行换算

得益于气候地貌、生活方式等因素，欧美拥有庞大的户外运动市场。欧洲户外运动的发展得益于温和湿润的气候、适宜户外运动的地形地貌，以及较早的户外运动起源；美国户外运动发展则得益于地区经济发达以及户外运动文化的兴盛。在欧美等国，户外运动已成为一种不可或缺的生活方式，相关产业具有较好的市场基础和发展前景。同时由于地区经济发达，与户外运动有关的服装、器材、用品均有较大的市场需求。随着电商发展愈发完善，欧洲和美国户外运动用品电商市场规模 2020-24 年 CAGR 分别为 5.5%、3.1%。此外，全球户外运动用品电商市场规模不断扩大，预计到 2024 年达到 7202 亿元的规模。

图表 30 美国，欧洲和全球其他地区户外运动用品电商市场规模（单位：亿元）

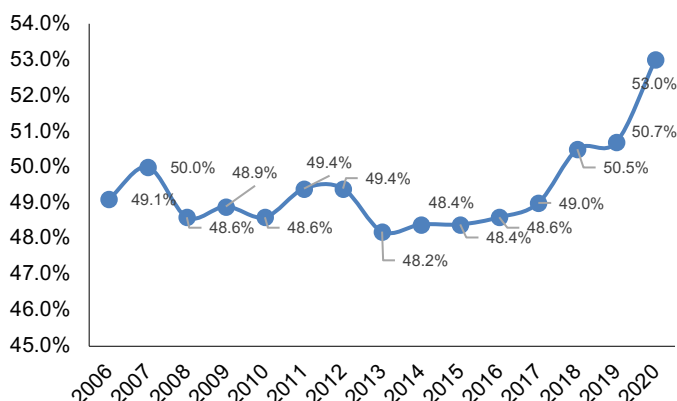
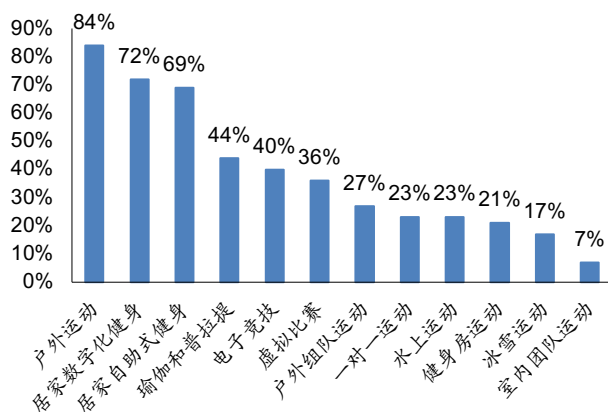


资料来源：Statista，华安证券研究所（注：依照 1 美元 = 6.5594 人民币的汇率进行换算）

后疫情时代欧美防疫逐步宽松，户外运动参与渗透率显著提升。随着美国疫苗接种率的提升，2022 年美国应对奥密克戎采取全面解封，目前大多数州均解除了新冠相关限制，包括公共场合口罩强制令以及交通工具口罩强制令等，美国消费和就业率也处于不断复苏之中。由于欧美疫情的限制逐步接触，大众远足、滑雪、钓鱼等户外运动参与率将进一步提升，根据美国户外运动协会数据，美国户外运动参与率不断攀升，2020 年同比增长 2.3pct 到 53%并且有继续提升的态势，这也是记录以来最高的参与率。此外，由于当前人民币贬值加剧，汇率重回“6.5 时代”，对我国

出口型企业有一定的利好影响，有望进一步促进我国户外运动休闲产品出口外销。

图表 31 2021 年个人最愿意参与的运动锻炼方式调查 (%) 图表 32 美国户外运动参与率上升 (%)



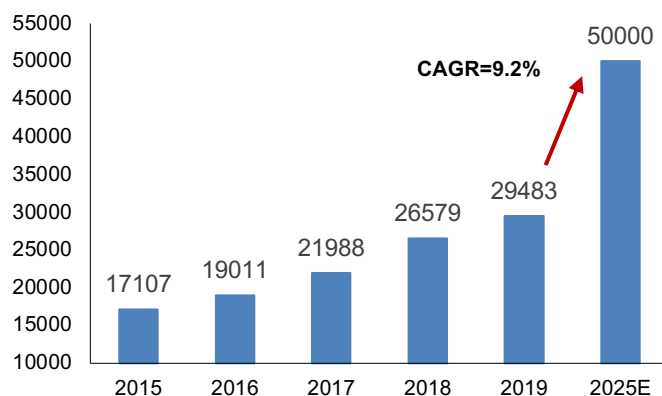
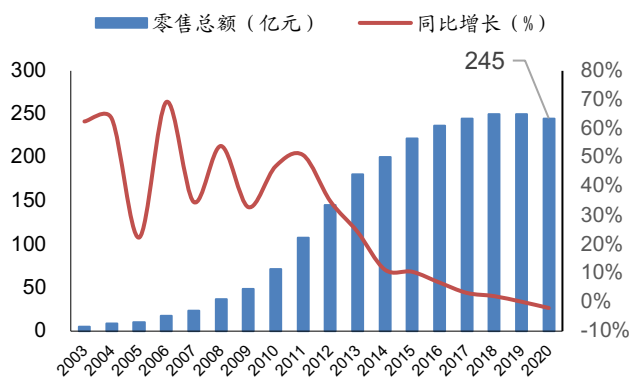
资料来源：麦肯锡报告，华安证券研究所

资料来源：美国户外运动协会，华安证券研究所

我国户外用品 2020 年规模约 245 亿元，相关产业支持力度加大。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。据 COCA 数据，中国 2020 年户外运动用品市场零售总额约 245 亿元。随着体育户外与文化、旅游、健康、教育等行业融合发展正在加强，体育户外消费理念也在日趋升级。在国家政策支持、户外活动设施完善，大众潮流响应及市场积极反馈的多重利好下，户外产业未来可期。2021 年 8 月，国务院发布《全民健身计划（2021-2025 年）》，预计 2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，体育产业总规模达到 5 万亿元，预计 2019-25 年 CAGR 约 9.2%。

图表 33 中国户外运动用品市场零售总额

图表 34 中国体育产业规模预计 19-25 年 CAGR 达 9.2% (亿元)



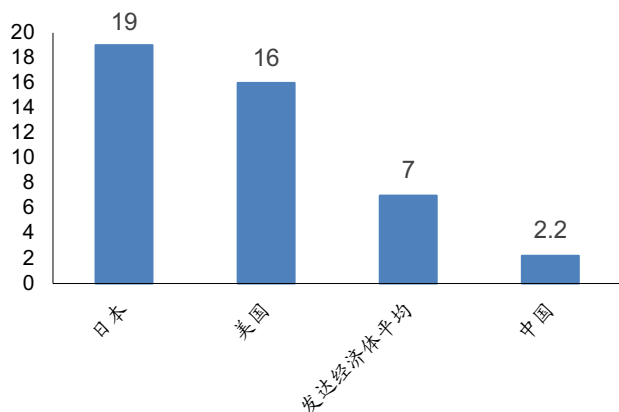
资料来源：COCA，华安证券研究所

资料来源：Wind，《全民健身计划（2021-2025 年）》，毕马威分析，华安证券研究所

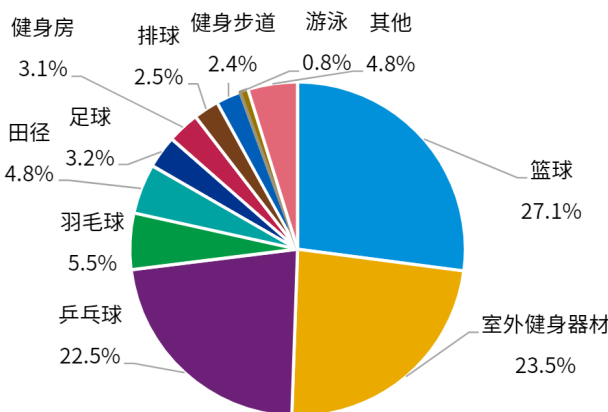
国内户外运动市场存在较大增长潜力。中国户外用品市场刚刚走过导入期，开始迈入成长期。与美国等发达国家和地区相比，我国户外运动普及率、人均运动场地及户外运动用品的人均消费金额较低，中国户外运动渗透率和市场空间小于美国。据 COCA 数据，我国 2020 年户外用品行业零售额为 245.2 亿元。由于国内草坪管控严格等原因，我国人均体育场地面积远低于发达经济体。截至 2020 年底，我国人

均体育场地为 2.2 平方米，而世界发达经济体人均场地平均水平约为 7 平方米左右，同美日的差距则更为明显，户外运动基础设施存在较大缺口。中国人均户外用品消费金额不足欧美市场 1/4。尽管我国户外运动行业在国情及文化方面与欧美国家存在差异，但随着体育产业支持政策幅度加大，以及国务院“双减”政策的实施，国内户外运动行业仍存在较大增长潜力。

图表 35 中国人均体育场地面积少（平方米）



图表 36 2020 年中国体育场地分布情况 (%)



资料来源：国家体育总局，发改委，毕马威分析，华安证券研究所

资料来源：国家体育总局，毕马威分析，华安证券研究所

疫情后大众偏好短距离、高频次户外运动和短途旅行，有望承接跨省、出境游。

疫情后多地仍不断反复的疫情散点冲击下，户外运动和微旅行成为最佳选择，主要体现在决策周期短、停留时间短、多以朋友、家庭、情侣等小团体为单位。相较于疫情前动辄需要一周甚至更久的度假模式，以本地为中心，开展 3 天以内的户外休闲体育活动，正逐步被大众从旅行变为日常，成为青年人期望度过周末及假期的重要休闲方式。且户外运动相比场馆室内运动具有受疫情管控限制更小的优越性，“登山”，“徒步”，“滑冰”等户外运动成为马蜂窝 2022 一季度体育旅游热搜词。疫情对人们生活方式的具有潜移默化的改变。户外运动成为大众休闲新形式，有望承接出境游、跨省游和场馆室内运动受限后未被满足的需求，预期将会使消费场景多元化且提升消费频次，提升行业发展上限。

从远观到尝试，后冬奥时代户外运动热潮再攀高峰。

近两年世界级大型体育赛事带动体育运动热潮，各大体育赛事相继落地中国，极大推动我国在体育运动方面的基础设施建设，也让户外体育运动热度持续攀升。随着 2022 北京冬季奥运会、2022 杭州亚运会的举办和待举办，冬奥效应”推动体育户外运动产业高质量发展，且带动了全球人民渴望真正参与各项体育运动，而不仅仅局限于冰雪运动的热忱。

图表 37 2022 年一季度体育旅游热搜词和 2021 “微度假” 人群画像



资料来源：马蜂窝，华安证券研究所

国内户外运动呈现多元化发展，儿童体育运动需求提升。国内体育消费意愿进一步加强，根据中国体育用品业联合会发布的《2021 年大众健身行为与消费研究报告》，2021 年大众健身年平均总消费相比 2020 年提升 35%，主要参与运动项目前五名是跑步、羽毛球、健步/健走、游泳和骑行，其中跑步的参与率大幅度提高，特别是在一线和新一线城市参与率超过 70%。并且，随着“双减”，“限游”等政策的深入推进，儿童的身心健康愈发受到各方重视，家庭游和营地素质教育等户外运动市场蓬勃发展，儿童运动呈现出低龄化，高频参与的趋势。根据迪卡侬 2021 运动品类销售前十，排名第一为户外运动产品（登山，露营等），排名第二为健身与儿童体能相关产品，可见儿童运动相关的户外运动市场蓬勃发展，多元化需求有望带动户外运动整体市场发展。

图表 38 迪卡侬 2021 运动品类销售前十

2021年销售额排名	分类
1	户外运动（登山，徒步，露营）
2	健身与儿童体能
3	跑步与慢跑
4	水上运动
5	自行车运动
6	团队运动（篮球，足球等）
7	球拍运动
8	轮滑运动
9	高尔夫
10	冰雪运动

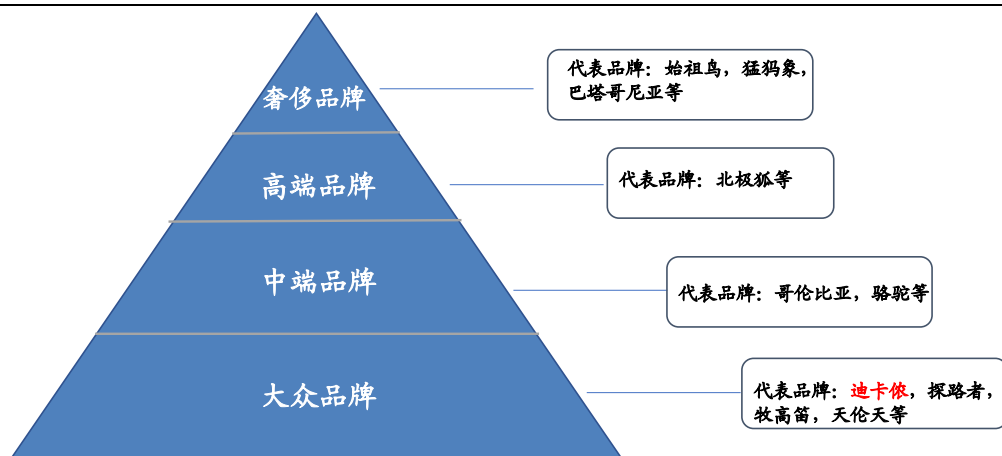
资料来源：迪卡侬《2021 中国运动消费新趋势》，华安证券研究所

2.2 下游品牌化、依赖创新设计，优选大型供应商

公司是户外运动领域中充气床垫细分龙头，同业代工企业多为非上市公司。国内户外运动用品行业市场化程度高，品牌端竞争激烈。市场整体正由“量”向“质”过渡，低端产品逐步出清。头部品牌由于设计、供应链基础扎实且拥有一定用户群体，行业集中度提升。但整体来看，户外用品行业终端仍较为分散。

我国户外运动下游品牌呈金字塔状格局，国内品牌以高性价比优势错位竞争。1) 我国户外运动中高端市场主要被国外品牌占据，这些国外品牌优势突出，如始祖鸟等属于高端品牌，北极狐等定位中高端市场。这些国外品牌普遍历史悠久，多年技术沉淀已转化为强大的产品力，并在全球范围内具备良好口碑，品牌优势突出。2) 多数国内品牌定位于大众户外用品市场，这些国内品牌以性价比为核心优势，有望受益于户外运动大众化拉动销售额，例如浙江自然，牧高笛等。国内品牌成立时间普遍较晚，多数以 OEM 起家，产品力及品牌力较国外品牌均存在一定差距。未来随着国内户外运动由小众的专业运动向大众休闲运动发展，国内品牌有望凭借逐步提升的产品力及高性价比，受益于大众市场扩大，进一步占据更大的市场份额。

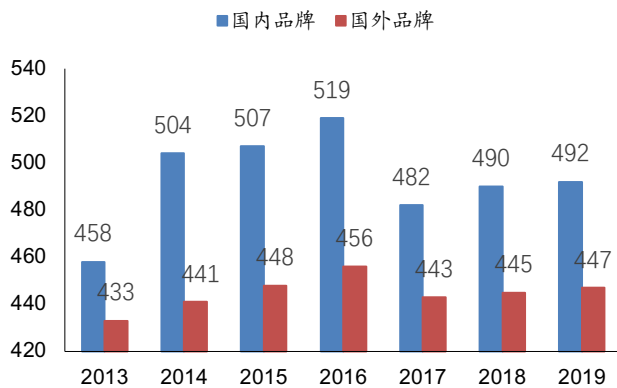
图表 39 中国户外运动市场下游品牌呈金字塔状格局



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所；注：迪卡侬是公司第一大客户

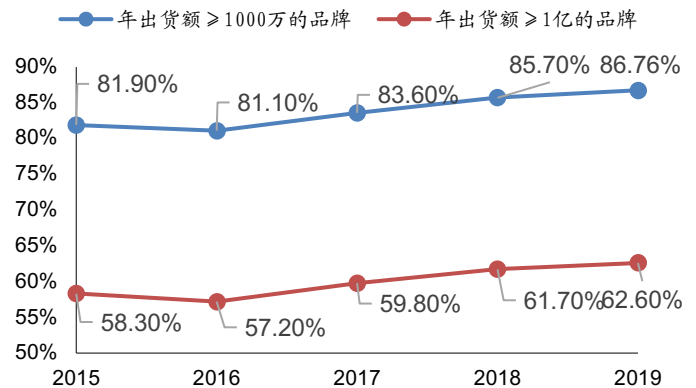
户外用品行业终端格局较为分散，优选大型供应商。2013-2019 年间，我国户外用品市场品牌数经历了竞争趋向激烈和尾部品牌淘汰的过程。经过十余年的发展，我国户外运动用品产品集中度略有提升，市场正从“量”逐步向“质”过渡，并从粗放经营到集约经营过渡。但从品牌数量及品牌年出货额分布来看，行业整体集中度仍较为分散。据 COCA 数据，2019 年国内、国外户外用品品牌分别为 492、447 个，且年出货额大于 1 亿元的品牌占比达到 62.6%，年出货额大于 1000 万的品牌达到 86.8%。我们认为由于下游品牌十分依赖设计创新，下游产品更迭速度快。品牌商聚焦研发设计，而上游聚焦代工生产的模式本质上是资源配置的最优解。上游纵向一体化布局掌握核心生产技术具备较高壁垒，容易出大代工厂。

图表 40 户外产品品牌数量变化 (个)



资料来源: COCA, 华安证券研究所

图表 41 中国户外用品品牌出货金额占比变化 (%)



资料来源: COCA, 华安证券研究所

3 高成长细分赛道, 高壁垒的核心供应商

生产端, 公司拥有聚氨酯 (PU) 软泡发泡、面料涂层等五大核心工艺及技术, 并逐步形成一体化供应链。一体化供应链实现从原材料到中间材料, 到制成品的全过程自控自制。除成本优势外, 一体化供应链具备下游客户高度重视的快速反应、质量自主可控特性。公司的核心技术及一体化供应链, 通过多年经验打磨, 所实现的升级迭代具备产品结构、商业模式及客户多方面验证:

(1) 产品结构方面, TPU 床垫营收占比由 2018 年的 56% 提升至 2020 年 68%, 实现单位价值量的明显提升。(充气床垫销售均价由 2018 年的 97 元/件提升至 2021 年 150 元/件); (2) 在商业模式角度, 公司以 OEM 起家, 2021 年 ODM 占比达 71%。(3) 从客户角度, 公司同全球 200 多个品牌建立合作关系, 在 21H1 通过迪卡侬严格考核体系, 签订战略合作伙伴协议验证供应链地位。展望未来, 公司立足多年积累、并且持续迭代的工艺技术优势及一体化供应链, 以及常年合作的大客户基础, 新品类家用充气床垫、水上用品持续开拓放量。

3.1 纵向一体化布局: 快速反应、质量自主可控

公司拥有完整的纵向一体化产业链。纵向一体化指的是企业在现有业务的基础上, 向现有业务的上游或下游发展, 形成供产、产销或供产销一体化, 以扩大现有业务范围的企业经营行为, 包括前向一体化和后向一体化。前向一体化, 是企业向产业链下游延伸, 对本公司产品做进一步深加工; 后向一体化, 是企业向产业链上游延伸, 供应生产现有产品或服务所需要的全部或部分原材料或半成品。

公司通过设立浙江瑞辉纺织面料科技有限公司等子公司, 以及企业内部设立研发中心、采购部、生产工厂、销售部等部门, 拥有完整的纵向一体化产业链。具体来看, 研发中心等部门负责产业链上游生产环节, 主要包括原材料工艺分析和研究, 强度测试、新产品研发、新材料应用, 如面料的剥离强度和撕裂强度研究及海绵的配方调整等; 生产工厂等部门负责产业链中游流通加工环节, 主要包括组织现场生

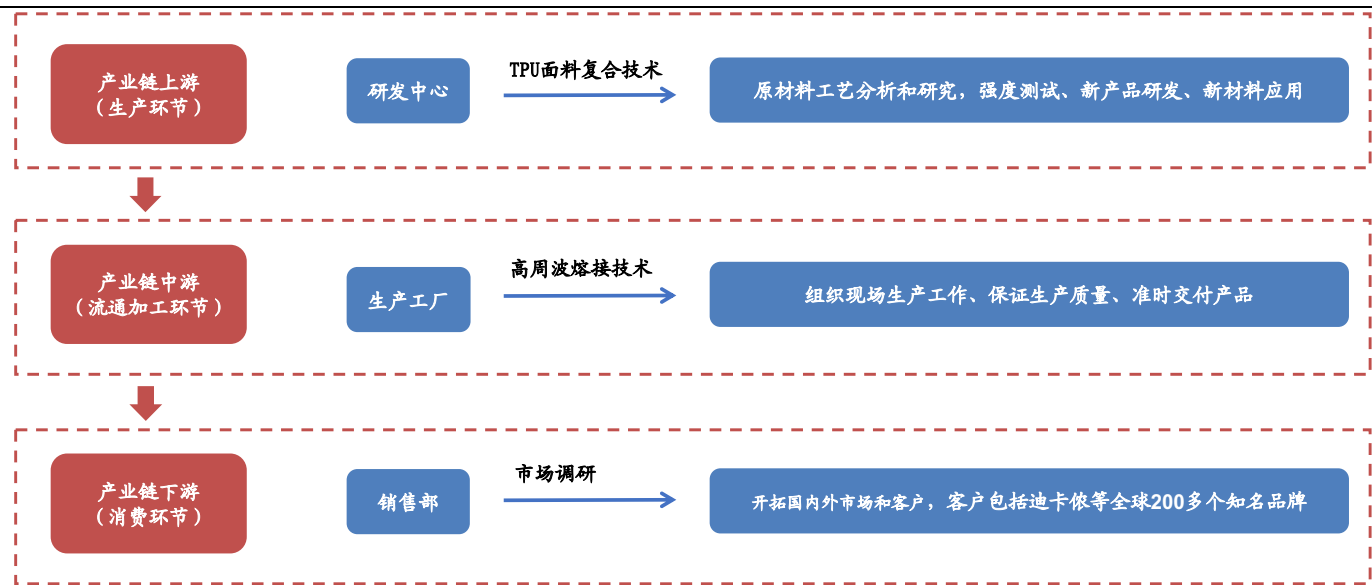
产工作、保证生产质量、准时交付产品；**销售部等部门**负责产业链下游消费环节，主要包括进行市场调研、开拓国内外市场和客户、识别客户需求、维护与客户关系等

图表 42 浙江自然的子公司及主营业务构成

子公司名称	持股比例 (%)		主营业务	取得方式
	直接	间接		
浙江瑞辉纺织面料科技有限公司	100	-	纺织面料的技术开发、服务；纺织品、纺织复合面料、塑料制品的制造、销售等	投资设立
上海众大户外用品有限公司	100	-	开发、生产、销售充气床垫、睡袋、帐篷、吊床、箱包、以及货物及技术的进出口业务等	同一控制下企业合并
上海大自然旅游用品有限公司	100	-	销售旅游用品、体育用品、户外用品、宠物用品、箱包及配件、皮革制品等	同一控制下企业合并
越南大自然户外用品有限公司	100	-	户外运动用品的生产和销售等	投资设立
天台瑞知企业管理中心（有限合伙）	-	60	企业管理咨询，技术服务、开发、推广，进出口代理、贸易经纪等	投资设立
上海瑞晔科技有限公司	52	-	橡胶制品、塑料制品销售，图文设计制作、软件开发，机械设备销售、研发及维护等	投资设立
香港瑞聘贸易有限公司	60	-	户外运动用品的生产和销售等	投资设立

资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

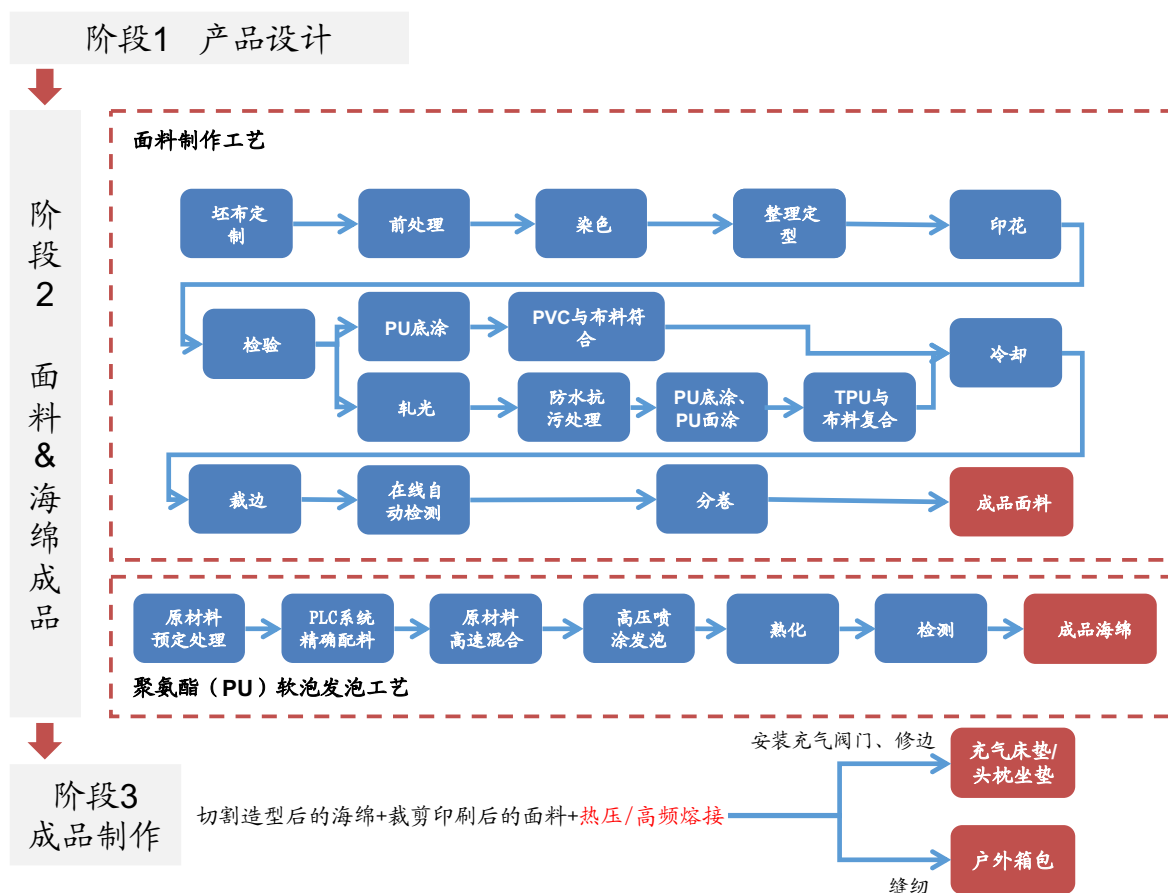
图表 43 公司拥有完整的纵向一体化产业链



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

户外运动用品生产流程高度重合，一体化布局充分发挥生产协同优势。户外运动产品具备 SKU 丰富、生产流程高度重叠的特点。公司新老品类产品本质上都是户外休闲用品，因此在生产流程及客户方面高度重叠。公司深耕户外运动行业三十余年，在长期生产过程中已掌握的成品面料及海绵的核心制作工艺，能够充分发挥生产协同优势。公司能够实现从制膜、复合到成品加工一体化，是行业内为数不多具备纵向一体化布局的企业。

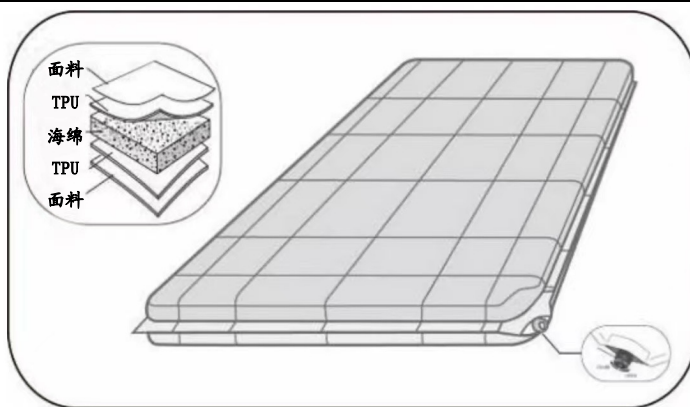
图表 44 公司产品分阶段制作工艺流程图



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

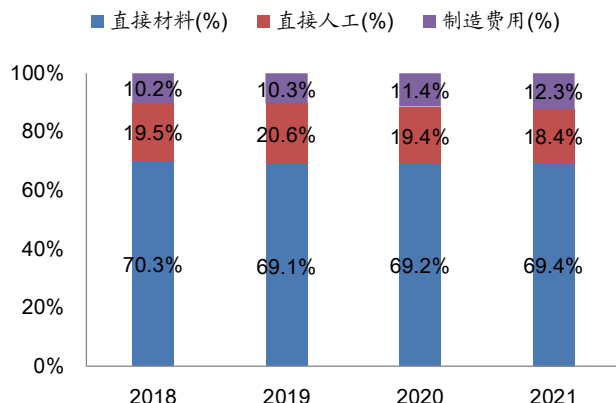
产业链向上游延伸，直接原材料占成本接近 70%。公司一体化生产布局，产业链向上游延伸后，其采购生产所需的原材料主要为直接原材料，包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等，直接材料成本占比约 70%。公司库存中主要为布料，其中布料占 2020 年库存比重约 46.8%，19.4%为化工料、6.8%为 TPU、辅料及其他占比约 27.1%。为稳定利润率，公司在合适时机增减库存。化工原材料存量占比 2019 年以来大幅减少主要因为 2018-19 公司在化工料低价时采购备货，存储时间长受价格波动影响导致。

图表 45 公司充气床垫产品结构拆分



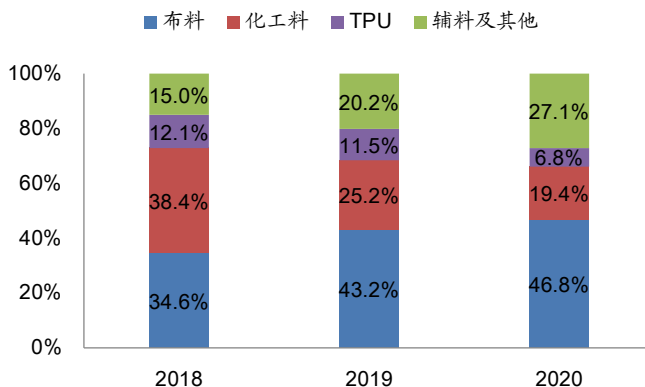
资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

图表 46 公司直接材料占成本比重约 70%



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 47 公司细分直接材料期末库存主要为布料、化工料(%)



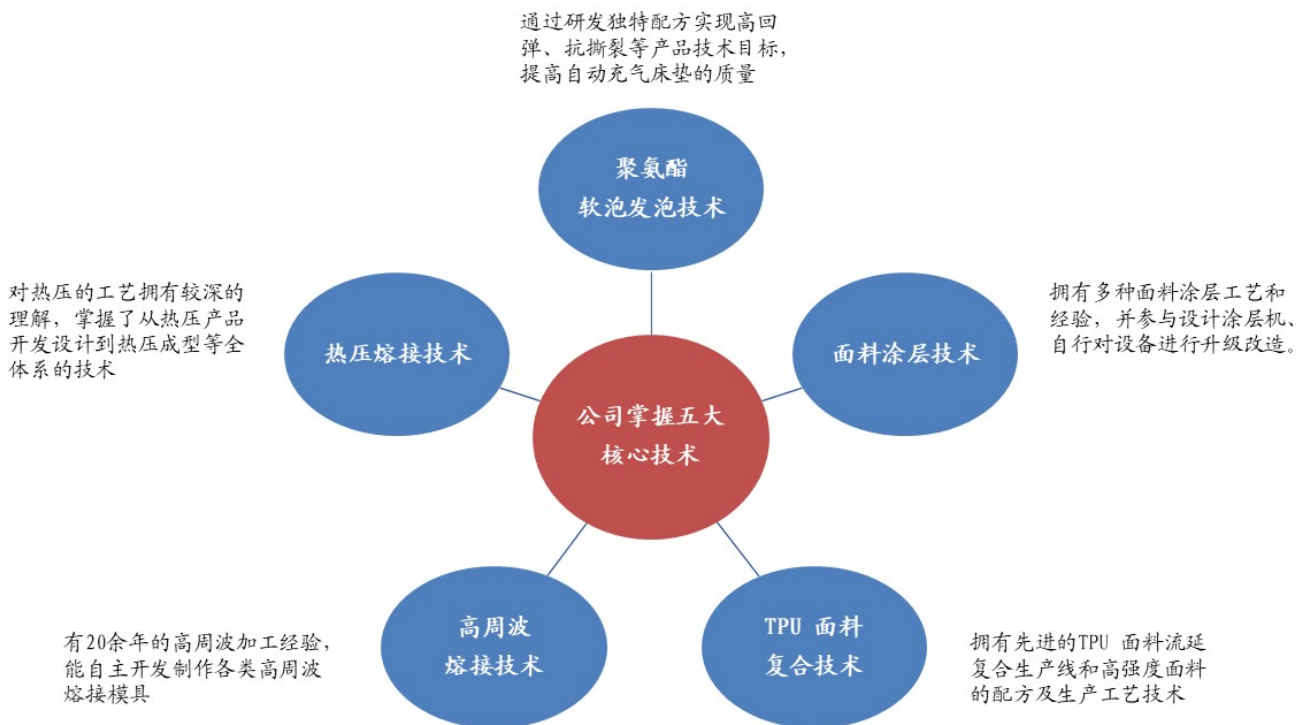
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

3.2 五大核心技术，依赖常年生产经验

通过前文产业链分析，户外用品终端相对分散。下游品牌十分依赖设计创新，品牌商聚焦研发设计，上游则通过其多年代工生产经验及掌握的核心技术，产品推新速度快、且定制化程度高，除规模化生产具备成本优势外，能够为下游品牌商稳定生产代工。我们认为本质上大代工厂服务下游分散的品牌是资源配置的最优解，上游具备较高壁垒，且容易出大代工厂。

公司实现五大核心生产技术产品的批量化生产。公司产品面料主要分为 PVC 复合面料及 TPU 复合面料，区别主要在于防水气密材料的不同，其中用于低端产品的 PVC 面料复合通过委托加工的方式进行生产，而用于高端产品的 TPU 面料复合由公司自行生产完成。公司充气床垫、头枕坐垫、户外箱包三大系列产品均以 TPU 面料为主，主要生产工艺基本相同，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、热压成型等环节相同。在户外休闲用品行业累积超 30 年的生产经营过程中，公司通过自主研发方式等关键工艺和技术，并具有自主知识产权。在高端 TPU 复合面料制作中不断将产业链向上游延伸。目前已掌握聚氨酯（PU）软泡发泡、面料涂层、热塑性聚氨酯（TPU）多功能复合、高周波熔接、热压熔接五大户外运动用品核心生产技术以及批量化生产。

图表 48 公司实现五大核心技术的批量化生产



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

生产优势一：产品推新速度快、且定制化程度高。户外用品具备多 SKU 的特点（主要体现在产品种类、结构、设计、材料、规格、型号等方面），品牌商通常要求上游代工厂具备多品类、多次少量、快速反应的柔性生产能力。公司近年来持续推出新品，且新品贡献收入占比增加，根据公司招股书，公司部分新品营收占比由 2019 年的 4.2% 提升至 2020 年的 11.54%。其中 2019-20 年推出的足球门、包边床、冰包等单品类年均贡献收入均超过 700 万元。

图表 49 公司 2019、20 年开发部分新品及贡献收入梳理

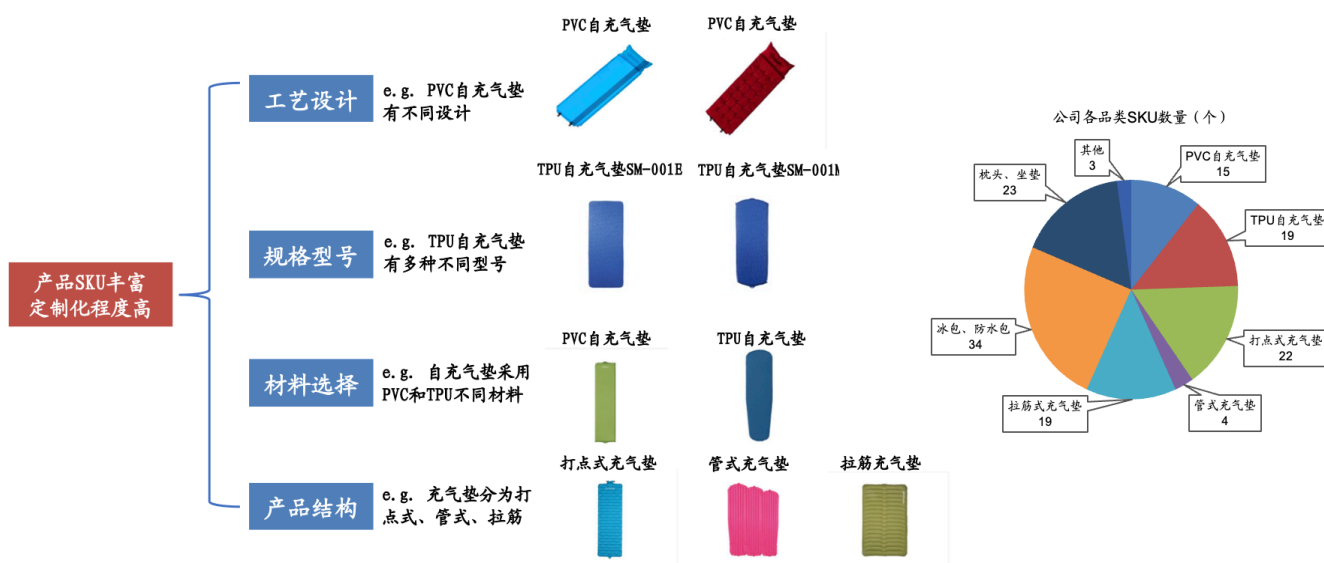
客户名称	产品名称	推出时间	2020 年收入金额（万元）	2019 年收入金额（万元）
迪卡侬	足球门	2019 年 2 月	1884.42	968.41
迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月	2028.38	-
迪卡侬	30 升防水桶	2019 年 1 月	470.98	434.92
迪卡侬	PVC 冲浪板	2020 年 4 月	297.72	-
REI	包边床	2019 年 1 月	758.09	883.86
REI	水袋	2020 年 5 月	101.48	-
Igloo Products Corp.	冰包	2020 年 6 月	748.75	-
傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 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	-
新品贡献收入占比（%）			11.54%	4.20%

资料来源：公司年报，公司招股说明书，华安证券研究所

下游品牌依赖设计创新，公司充气床垫产品具备 SKU 丰富、定制化强等特点。据公司官网信息，公司 TPU 充气床垫、PVC 自充气垫、冰包及防水包等产品合计 SKU 数量达到 139 个。产品种类丰富具体体现在：1）外形设计：具有多种工艺设计和外形特征；2）规格型号：自充气垫拥有如 SM-001E 和 SM-001M 等多种不同型号。3）材料选择：充气床垫采用 PVC 和 TPU 不同材料，充分利用不同材料的特

性打造不同性能的产品；4）产品结构：公司的充气垫分为打点式、管式、拉筋等多种结构，满足下游客户的多样化差异需求。

图表 50 公司充气床垫产品 SKU 丰富、定制化程度高

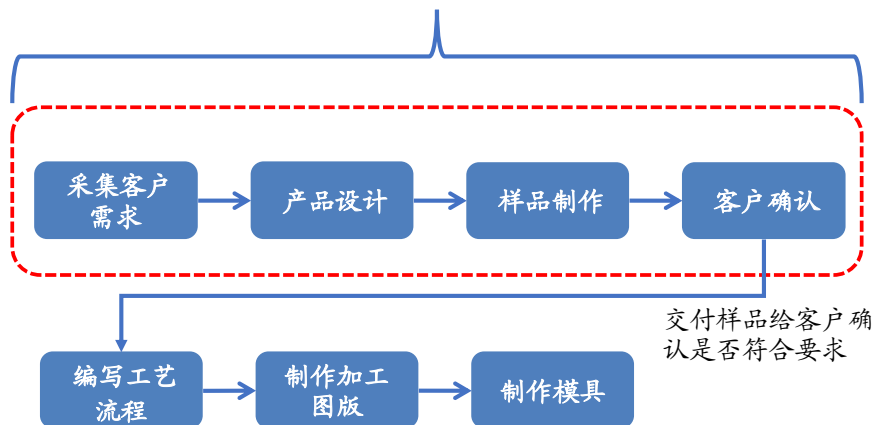


资料来源：公司官网，华安证券研究所

究其根本，我们认为公司产品推新速度快以及制化程度高主要源于公司纵向一体化布局为其带来的：（1）**供应链相对柔性**，公司通过纵向一体化的布局，供应链相对柔性，能够实现不同工艺步骤相互配合、信息互通，有效掌握各生产环节、把握生产节奏，缩短研发新品的时间，进而控制交货周期；以及（2）**产品设计环节相对灵活**，由于掌握核心生产技术，公司可灵活调配不同工艺步骤及生产环节，公司能够根据客户不同的产品结构、设计方案、材料选择、规格等进行定制化设计研发生产。例如为其提供不同海绵厚度、不同尺寸、不同复合方式以及不同颜色的充气床垫等产品。产品设计环节灵活且供应链相对柔性，两者共同决定公司代工产品具备推新速度快且定制化程度高的特点。

图表 51 公司通过纵向一体化布局更好地掌控交货周期

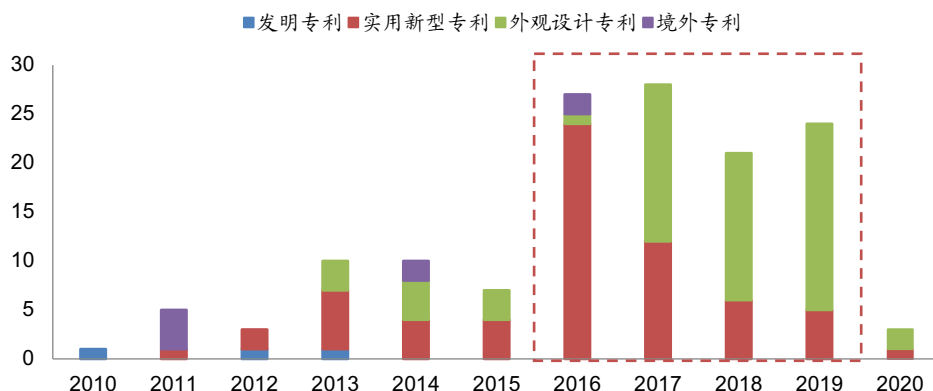
纵向一体化的布局，不同工艺步骤相互配合、信息互通，掌控各生产环节，把握生产节奏，缩短研发新品的时间，控制交货周期。



资料来源：华安证券研究所整理

公司重视产品设计、材料及自动化水平的提升。户外运动用品对产品轻质化、耐磨性等专业属性要求严格，因此研发设计不仅包含外观，还包含物理性能。公司至终重视研发、设计，2021 年在基础材料、产品、自动化设备三个方向，重点聚焦 TPU 复合箱包面料、低密度高回弹海绵、充气水上用品、家用充气床垫自动化生产线等项目。公司 2016 年以来申请专利数有显著提升，其中实用新型专利、外观设计专利数量增长较大。公司 2016 年以来专利申请主要集中在充气垫、充气床垫、充气沙发、充气吊床、充气泵，截至 2020 年末公司拥有国内外专利 132 项。

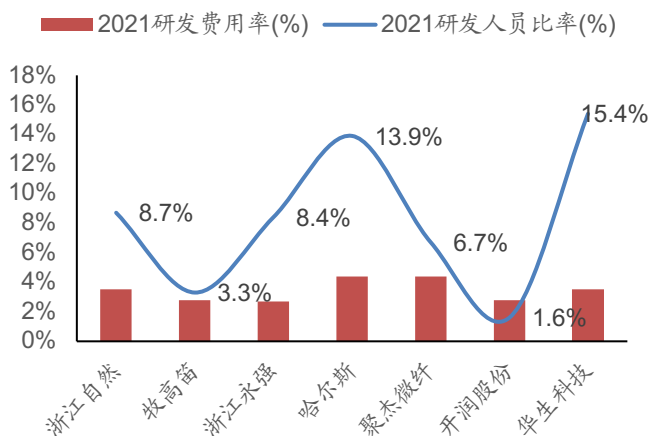
图表 52 公司 2016-20 年外观及实用新型专利数实现显著增长 (个)



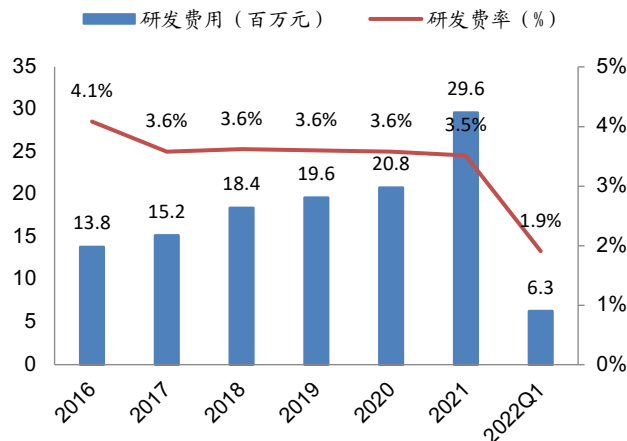
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

从研发投入来看，公司近年研发费用率及研发人员比重接近户外休闲用品行业平均水平，且随着近年来公司绑定下游全球头部品牌商稳定增长，研发费用持续提升。产出方面，公司规模、研发投入的稳定增长为技术创新提供支持。

图表 53 公司研发费用率及研发人员比重处于户外休闲用品行业平均水平 (%) 图表 54 近年来浙江自然研发投入随规模扩大稳定增长



资料来源：Choice，华安证券研究所

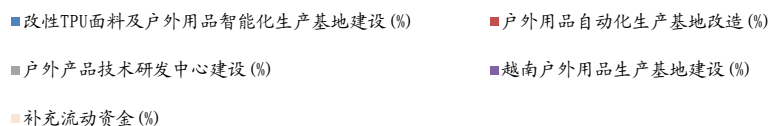


资料来源：Choice，华安证券研究所

生产优势二：生产稳定性强。除规模化生产具备成本优势外，一体化供应链具备下游客户高度重视的质量自主可控特性。公司作为头部代工厂，在供应链管理、生产管理、质控等方面具备竞争优势，能够为下游品牌商减少库存量、降低对资金

的占用。公司从制膜、复合到成品加工一体化布局，对生产环节的把控有利于提升产品质量及生产稳定性。为分散国际贸易风险，以及考虑到东南亚人力成本较低，公司 2021 年投资 6831 万元建设越南户外用品生产基地，进一步提升生产稳定性。

图表 55 公司上市募集资金投向分布



资料来源：公司官网，华安证券研究所

优势体现一：公司产品普遍采用更耐磨、易加工、环保、无气味的 TPU 材料。公司产品普遍采用 TPU 面料，TPU 面料广泛应用于医疗、健身器材、箱包、充气产品领域。TPU 材料较 PVC：（1）**硬度范围更广**，可通过改变 TPU 的各种反应组分的比例得到不同硬度的产品，并且随着硬度的增加，产品仍然保持良好的弹性和耐磨性；（2）**热稳定性较好**，TPU 材料在较热的环境中工作不容易变形；（3）**耐寒性突出**，由于玻璃态转变温度比较低，在零下 35 度仍保持良好的弹性、柔顺性和其他物理性能；（4）**易加工**，TPU 材料可采用常见的热塑性材料的加工方法进行加工，如注塑、挤出、压延等。在气味和环保程度方面；（5）**环保无气味**：TPU 材料较 PVC 没有刺激性气味且环保安全。

图表 56 TPU 材料在硬度范围、热稳定性、耐寒性、易加工性及环保无气味方面优于 PVC 材料

材质	中文名称	分类	硬度	密度	玻璃转变温度	热稳定性差	加工性	气味	耐寒性	防水性	环保程度	应用场景	图片示例
TPU	热塑性聚氨酯弹性体橡胶	聚酯型 TPU，聚醚型 TPU	硬度范围较广，60HA-85HD	1.10-1.25g/cm ³	87度左右	较好	易加工	无气味	较好，在负35度下仍保持良好的弹性	防水且透气	较好，不含可塑剂，邻苯二甲酸酯等违禁材料	日用品、体育用品、玩具、装饰材料	
PVC	聚氯乙烯	通用型 PVC、高聚合度 PVC、交联 PVC	硬度范围有限，30HA-120HA	1.38g/cm ³ 左右	100.6-122.8度	较差	不易加工	有刺激性气味	一般	防水防潮	较差，加工会产生臭味，有毒气体	工业、农业、建筑、日用品、包装以及电力	

资料来源：全球纺织网，OFweek 新材料网，华安证券研究所

优势体现二：下游品牌客户粘性强。境外客户供应商筛选标准高，公司 21 年与迪卡侬签订战略协议。公司产品以外销为主，境外客户通常对进口商品及供应商在产品质量、产品规格、产品环保性等诸多方面有严格要求，且随着环保意识的普及，越来越多的境外客户开始要求产品应当具有低碳、环保的特性。国际知名客户在选

择供应商时具有一套严格的资质认定标准。目前公司已经通过迪卡侬、LSO LP、REI、Exxel 等主要客户认证，客户粘性较强。2021H1，公司通过了迪卡侬严格的体系考核，正式同迪卡侬签订战略合作协议，为后续品类持续拓宽做铺垫。

3.3 迪卡侬战略合作伙伴，客户关系牢固稳定

公司多年经验打磨、所实现的升级迭代具备客户验证。境外客户对供应商筛选标准高，凭借优秀的生产能力，2006 年以来公司逐步进入历德超市、迪卡侬、SAE TO SUMMIT、REI 等全球头部户外运动品牌供应链，且与头部客户达成战略合作协议。新品类贡献收入增加，品类拓宽逻辑逐渐兑现。展望未来，我们认为公司基于持续稳定的生产优势以及现有客户资源优势。拓品的技术积累有所保障，且公司客户成长性较强，新品获取客户订单确定性较高。有望充分受益于后疫情时代行业需求高增长。

图表 57 公司进入其主要客户供应链时间点以及采购量占总营收比重

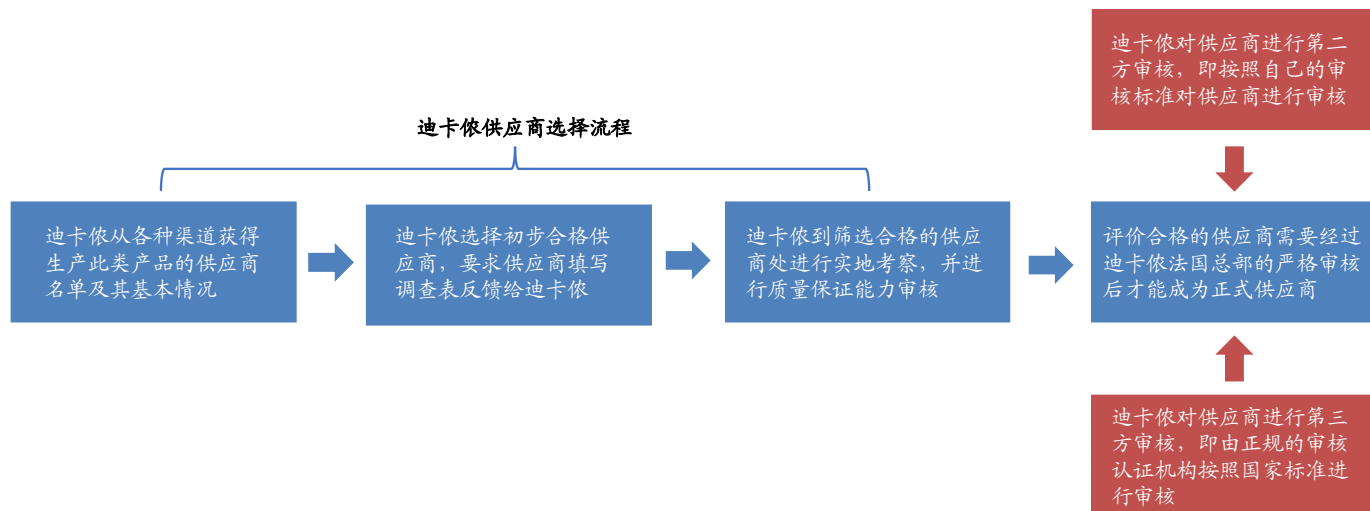
开始合作时间	客户公司名称	公司LOGO	公司简介	主要客户的采购份额（%）		
				2020年	2019年	2018年
2006	历德超市		欧洲连锁超市品牌，业务覆盖全球30个国家，是德国顶级10大商品零售商之一	1.60%	0.57%	6.00%
2009	Balluck Outdoor Gear Corp		公司主要业务在中国无锡，为美国高端户外品牌采购产品	4.43%	4.35%	4.00%
2010	迪卡侬		全球知名专业综合性体育用品专卖店，有丰富的自有品牌产品阵线	32.52%	28.87%	21.93%
2010	LSO LP		公司是领先的地区包裹运输公司，为Costco、Walmart等美国超市采购产品	0.91%	6.24%	7.55%
2011	Flexxtrade		德国知名户外运动产品贸易商，为客户提供一系列运动产品	2.66%	3.60%	4.50%
2012	SEA TO SUMMIT		公司是全球知名的户外装备制造商，专为各种海拔的冒险而设计	3.78%	7.02%	4.75%
2013	REI		美国户外用品零售商，REI社区拥有2000万终身会员，近1.5万名员工和168个地点	2.92%	2.41%	0.73%
2013	Exxel		公司是创新户外娱乐和商业产品的全球领先供应商，是行业内最大的私营公司之一	2.19%	0.05%	0.12%
2015	际华集团		A股上市公司，从事职业装，鞋靴等产品的研发，生产和销售	1.59%	3.72%	0.47%

资料来源：各公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所

与迪卡侬正式签订战略合作协议，品类拓宽进入新篇章。迪卡侬供应商选择把关严格，具有完善质量体系评估。供应商在与迪卡侬正式合作之前，需要进入迪卡侬的供应商选择流程，迪卡侬会从供应商的企业性质、产能、生产工艺、工厂环境、仓储以及劳动力素质等方面资质综合考察，评价合格的供应商还需要经过迪卡侬法国总部的严格审核，评定过程由各方共同参与，避免单独决策导致的决策失误。在成为迪卡侬的正式供应商后，还会对供应商产品质量进行第二方和第三方审核，其中第二方审核是按照自己的审核标准对供应商进行审核，第三方审核是指由正规的审核认证机构按照国家标准进行审核，审核结束后供应商必须对存在的问题进行纠正，否则将无法继续合作。公司于 2021H1 通过迪卡侬的体系考核，正式与其签订

了战略合作协议。预计能够为公司后续品类拓展工作开启新的发展节奏。

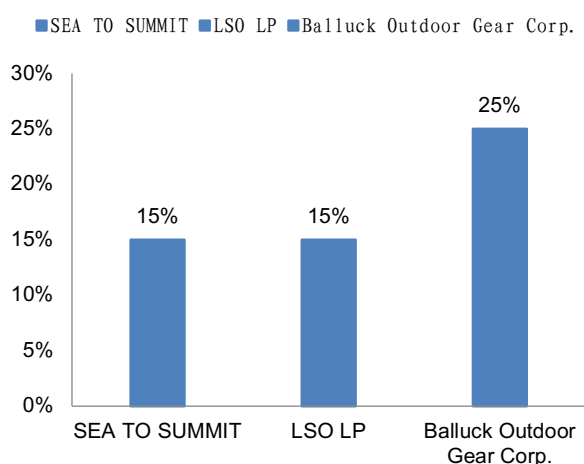
图表 58 迪卡侬供应商选择和评估流程较为严格



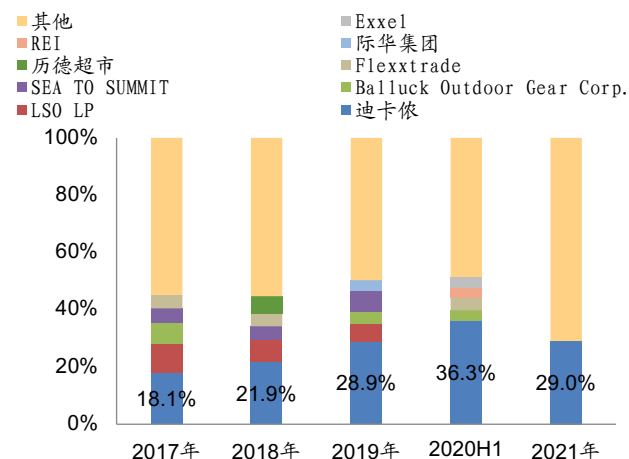
资料来源：《攻克迪卡侬——如何成为体育零售大鳄的供应商》惠守海，华安证券研究所

与国际知名企业具有长期、稳定的合作基础。经过多年的发展和积累，公司凭借良好的产品及服务质量赢得了众多客户的认可，积累了优质的全球客户资源，与迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、REI、历德超市等核心客户保持长期的战略合作关系。据招股说明书，截至 2020 年中公司前五大客户分别为迪卡侬、Flexxtrade、REI、Balluck Outdoor Gear Corp.和 Exxel，其中迪卡侬连续多年成为公司第一大客户。公司自 2010 年进入迪卡侬供应链后，至今已合作超过 12 年时间。公司与头部客户建立长期、稳定的合作关系，具有良好的合作基础、合作粘性较大。公司占其主要客户的采购份额比重较高。2017 年以来迪卡侬贡献营收比例从 18.1% 持续增长至 2021 年的 29.0%。

图表 59 公司占其主要客户的采购份额比重较高（%）



图表 60 2017 年来公司前五大客户营收占比显著提升（%）



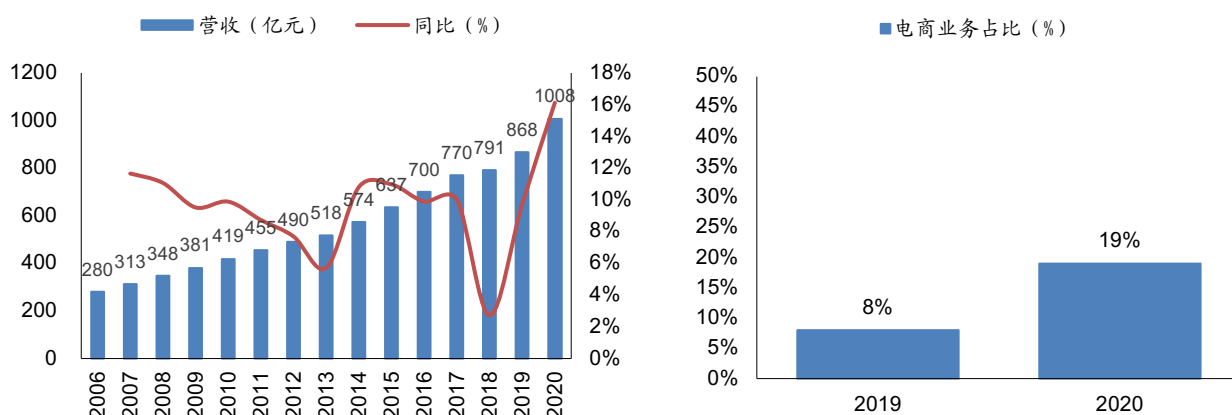
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所；注：迪卡侬未披露数据

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

客户成长性较强，近年来公司向迪卡侬销售新品类带来新增长。下游品牌商为稳定并扩大市场份额，有持续推出新品的诉求。公司作为头部供应商，其设计、生产能力可较好的满足客户推出适用于多元消费场景、多消费层次产品的需求。公司最大的客户迪卡侬是全球户外运动行业领先的运动用品零售商，2020 年全球零售额 1008 亿元。疫情期间集团受冲击较小，全球线上销售额激增，电商占比 2020 年同比提升 11pct 至 19%，抗风险能力提升。公司 2019 新推出的足球门类产品销量较大，2020 年足球门类新品销量延续增长，同时新款浮标类产品销量上升。因此 2019、2020 向迪卡侬销售的其他类产品销量及收入同比大幅增长。2022 年公司推出防水&保温箱包、PVC 冲浪板等新品，有望贡献业绩弹性。

图表 61 迪卡侬营业收入（亿元）

图表 62 迪卡侬 2020 年电商业务占比大幅提升（%）



资料来源：纺织网，公司招股书，华安证券研究所；注：依照 1 资料来源：迪卡侬官网，华安证券研究所
欧元=7.0015 人民币的汇率进行换算

3.4 项目投产后预计充气床垫、其他品类产能提升超 80%、110%

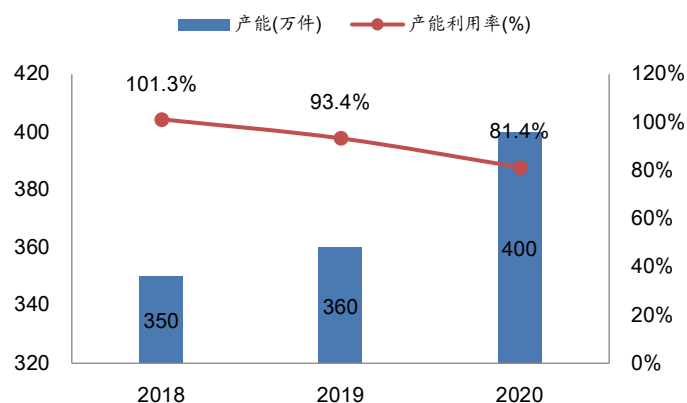
募投项目投产后预计充气床垫、防水包等产能分别提升超 80%、110%。近年公司充气床垫产能持续提升，2018-19 年产能利用率均在 90%以上，2020 受疫情停工停产的影响，短期下降至 81.4%。公司 2021 年生产 455 万张充气床垫，197 万个防水包，195 万个枕头坐垫及 116 万个其他产品，并于 2021 年上市募资，拟分别投资 4.75、1.88、0.68、1.11 亿元建设改性 TPU 面料及户外用品智能生产基地、户外用品自动化生产基地改造项目、越南户外用品生产基地，以及建设支持新产品研发的研发中心。预计所有项目完成后，每年可增加产能 2100 万平方米 TPU 复合面料，375 万张充气床垫，590 万只防水包及枕头坐垫等户外产品。通过初步估算，预计 2024 年募投项目全部投入使用后，预计充气床垫产能较 2021 年提升超 80%，防水包、枕头坐垫及其他户外用品综合产能提升超过 110%。

图表 63 公司新增产能梳理

项目名称	项目总投资额	投入使用时间	产能/产量情况
2021年产量	—	—	生产455万张充气床垫, 197万个防水包, 195万枕头坐垫及116万个其他户外用品
改性TPU面料及户外用品智能生产基地建设项目	4.75亿元	2024-10	年产TPU复合面料2100万平米, 300万张充气床垫
户外用品自动化生产基地改造项目	1.88亿元	2023-4	年产550万只防水包, 枕头坐垫等户外用品
越南户外用品生产基地建设项目	0.68亿元	2022-10	年产75万张充气床垫及40万只防水包
户外产品技术研发中心建设项目	1.11亿元	2023-4	—

资料来源: 天台县人民政府公告, 招股说明书, 公司 2021 年年报, 华安证券研究所

图表 64 公司充气床垫产能持续扩张

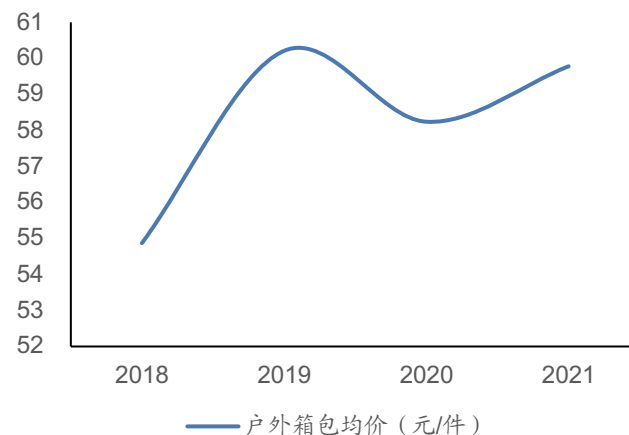
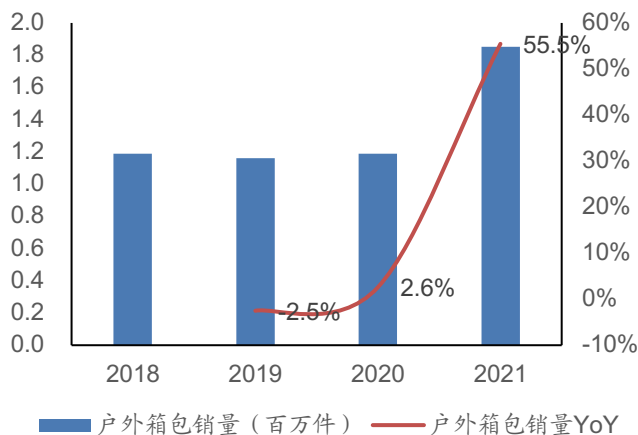


资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

户外箱包、头枕座椅及其他品类销量增长显著, 新品冰包贡献较大。除核心产品充气床垫外, 2021 年公司户外箱包、头枕座椅等户外用品营收均呈现较大幅度的增长, 2021 年营收同比分别增长 59.6%、37.4%。2020 年以来户外箱包及头枕座椅产品销售均价相对平稳, 营收增长主要由销量增长驱动。2021 年下游需求旺盛, 订单量增长, 户外箱包、头枕座椅的生产和销量增速明显, 两者销量同比分别增长 55.5%、40.3%。其中箱包销量增长尤为明显, 主因新产品冰包销量增长所致。

图表 65 公司 2021 年户外箱包销量同比增长 55.5%

图表 66 公司 2018 年以来户外箱包销售均价变化

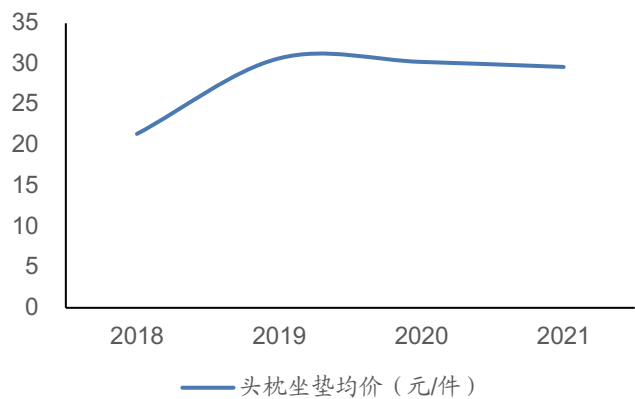
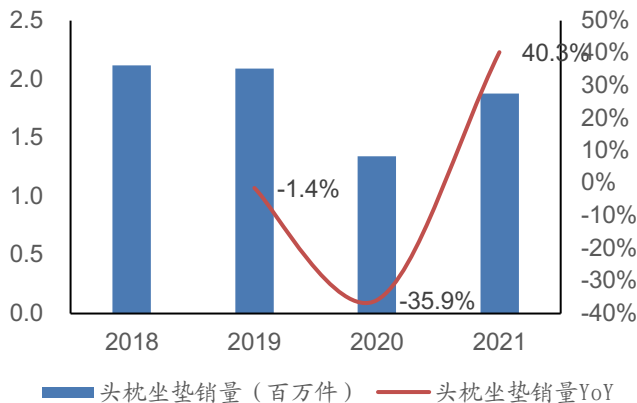


资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华安证券研究所

图表 67 公司 2021 年头枕坐垫销量同比增长 40.3%

图表 68 公司 2018 年以来头枕坐垫销售均价变化



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4 盈利预测及估值

盈利预测：我们对公司主营业务，即充气床垫、户外箱包、头枕坐垫及其他业务的业绩表现进行了预测。具体来看：

(1) 充气床垫：预计 2022-24 年营收分别为 7.6/9.3/11.4 亿元，同比分别 +20.3%/+21.6%/+22.4%。**量：**公司募投项目持续投产驱动产销量增长，2024 年改性 TPU 面料及户外用品智能生产基地建设项目、越南户外用品生产基地建设项目完成后充气床垫产能分别增加 300、75 万件。预计 2022-24 年销量分别同比 +13.4%/+15.0%/+19.3%；**价：**公司 TPU 类充气床垫占比仍有提升空间。随占比提升，床垫均价预计 2022-24 年分别 +6.1%/+5.7%/+2.5%；**毛利率：**公司在产业链具备竞争力，且历史毛利率水平较可比公司相对平稳，有望通过提价消化大部分的原材料上涨成本，假设毛利率保持在 43%。

(2) 户外箱包：预计 2022-24 年营收约为 2.0/2.8/3.6 亿元，同比分别 +83.5%/+37.8%/+28.8%。**量：**公司近年积极拓展防水箱包、保温箱包产品业务。随公司拓品类，2021 年技术积累+产线安装，预计 22H2 户外箱包产品放量，2022-24 年销量分别 +78.0%/+33.7%/+24.9%。**价：**产品结构持续优化，销售均价每年增长 3%；**毛利率：**公司有望通过提价能够消化大部分的原材料上涨成本。且参考箱包制造商开润股份的户外休闲箱包毛利率处于 27%-28%。假设公司户外箱包毛利率稳定在 27%。

(3) 头枕坐垫：预计 2022-24 年营收分别为 0.65/1.32/1.80 亿元，同比分别 +17.5%/+101.7%/+36.5%。**量：**2020 年公司该项业务受疫情影响，消费者出行需求降低，头枕坐垫产品销量降低 36.0%。2021 年销量反弹，同比增长 41.0%。预计 2022 年受疫情反复、长途出行减少等因素影响，销量增速放缓。但长期随动态清零政策常态化，人们出行频率增加，增速有望恢复至疫情前水平。预计 2022-24 年销量同比分别 +3.6%/+77.9%/+20.4%；**价：**历史销售均价波动较大，假设 2022-24 年均价为历史三年均值 13%；**毛利率：**假设毛利率保持在 28%。

（4）其他：占营收比重小于 5%，预计 2022-24 年营收分别为 0.64/1.03/1.46 亿元，同比分别+58.8%/+61.7%/+42.2%。

新增产能相关假设：

（1）产能释放进度假设：假设年产 300 万张充气床垫生产基地项目及年产 75 万张充气床的越南生产基地项目 2021-24 年分别新增产能 105、95、90、85 万张。

（2）非床垫产能结构及投放节奏假设：考虑户外箱包、头枕座椅及其他品类 2021 年各自新增产量分别占三者合计的比重，假设户外用品自动化生产基地项目 550 万件综合产能中 40%是户外箱包、30%是头枕座椅、30%是其他品类。且期间投产节奏为线性增长。

综上所述，我们预测公司 2022-24 年营收为 11.0/14.4/18.2 亿元，同比增长 30.3%/31.7%/26.3%。综合毛利率预计受新品类放量，产品结构变化影响，分别为 38.1%/37.2%/36.9%，归母净利润为 2.8/3.6/4.5 亿元，同比增长 29.0%/26.7%/24.9%。

图表 69 公司分产品盈利预测

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	百万元	508.48	544.78	580.24	842.11	1096.96	1444.43	1824.26
YoY	%		7.1%	6.5%	45.1%	30.3%	31.7%	26.3%
归母净利润	百万元	81.67	131.38	159.54	219.51	283.07	358.68	448.08
YoY	%		60.9%	21.4%	37.6%	29.0%	26.7%	24.9%
综合毛利率	%	35.1%	39.8%	40.8%	38.7%	38.1%	37.2%	36.9%
净利率	%	16.1%	24.1%	27.5%	26.1%	25.8%	24.8%	24.6%
充气床垫营收	百万元	370.29	376.62	432.03	635.66	764.83	929.70	1137.59
YoY	%		1.7%	14.7%	47.1%	20.3%	21.6%	22.4%
毛利率	%	36.4%	42.0%	44.7%	42.7%	43.0%	43.0%	43.0%
户外箱包营收	百万元	65.29	69.84	69.30	110.59	202.92	279.65	360.10
YoY	%		7.0%	-0.8%	59.6%	83.5%	37.8%	28.8%
毛利率	%	25.6%	27.2%	28.6%	26.4%	27.0%	27.0%	27.0%
头枕坐垫营收	百万元	45.35	64.15	40.54	55.71	65.43	131.97	180.14
YoY	%		41.5%	-36.8%	37.4%	17.4%	101.7%	36.5%
毛利率	%	34.5%	43.0%	39.7%	28.7%	28.0%	28.0%	28.0%
其他收入	百万元	27.55	34.19	38.36	40.15	63.77	103.11	146.43
YoY	%		24.07%	12.22%	4.66%	58.83%	61.68%	42.02%
其他业务毛利率	%	40.70%	35.14%	19.59%	24.71%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司招股书，Wind，华安证券研究所

估值探讨：

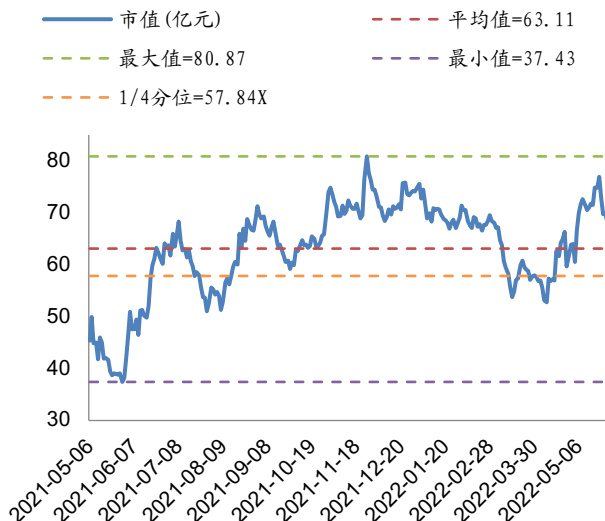
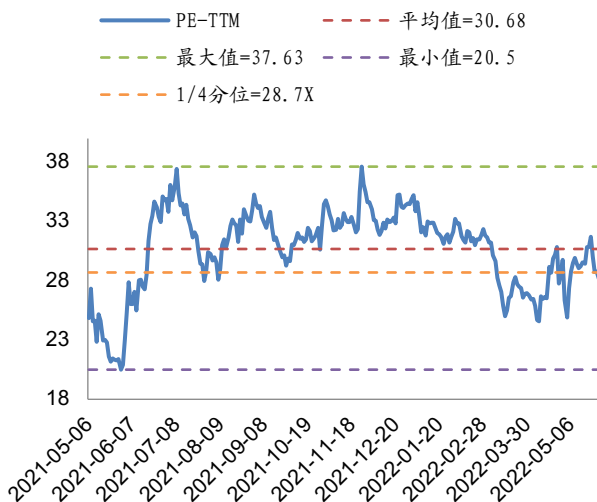
当前估值低于上市以来 1/4 分位。纵向对比看，自 2021 年 5 月上市以来，公司 PE-TTM 走势在经历较大震荡后，状态较为平稳，与平均水平偏离较小。2022 年 3 月以来受宏观环境及市场流动性影响有一定回落，当前 PE-TTM 为 28.78X（2022/5/30），低于上市以来 1/4 分位（28.7X），处于较低水平。

可比估值：公司是国内充气床垫细分龙头，主要产品包括充气床垫、户外箱包、

头枕坐垫等户外运动用品。横向对比看，户外运动用品行业可比公司中，部分上市公司的产品涉及户外用品领域，但由于不同公司在产品、及其细分应用场景等方面存在一定区别，所以具体增长幅度有一定差异。我们选取相似性较高的牧高笛、浙江永强和开润股份做为可比公司。截至 2022 年 5 月 30 日收盘价，可比公司 2022 年平均 PE 为 33X。

图表 70 公司上市以来 PE-TTM 变化

图表 71 公司上市以来市值变化



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

图表 72 浙江自然与可比公司估值对比

公司	市值	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
浙江自然	69.4	2.37	2.80	3.55	4.43	34.5	24.7	19.5	15.6
牧高笛	58.5	1.18	1.90	2.62	3.49	35.2	46.0	33.3	25.0
开润股份	37.8	0.75	0.88	1.11	1.38	30.4	18.0	14.2	11.4
可比公司平均值	48.2	0.97	1.39	1.87	2.44	32.8	32.0	23.8	18.2

资料来源：Wind，华安证券研究所；注：股价为 2022/5/30 收盘价；可比公司数据取自 Wind 一致预期，浙江自然数据为模型预测值

公司是充气床垫细分龙头，处于延续性优异的后疫情时代高成长供应链，供应链地位牢固，具备多维验证。核心品类增长趋势延续，新品持续放量。募投项目投产带动收入增长。预计 2022-24 年归母净利润 2.8/3.6/4.5 亿元，对应当前股价 PE 为 25/19/16 倍，当前 PE-TTM 低于上市以来 1/4 分位。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

经济增速不及预期导致居民购买力降低：公司主要产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品，属于消费类产品，与社会经济整体发展水平、户外运动发展情况、居民收入水平等因素具有较强的相关性。近年来受国内外户外运动市场

整体发展形势良好等因素影响，公司经营业绩不断提升。但如果未来全球宏观经济发展情况波动较大，影响公司产品的市场需求状况，则将对公司的经营发展产生较大影响。

国内疫情对供应链造成负面影响：疫情发生以来，公司经营情况良好，生产端并没有受到过大冲击，2021 年营业收入及外销收入金额较 2020 年同期均有明显上升。但新冠病毒的传染性极强，所带来的不确定因素较高。如果国内新冠疫情蔓延到公司的生产地点或上游企业，并且政府采取了停工停产的方式以控制疫情，则公司的产品供给将会受到较大幅度的冲击。

汇率大幅波动风险：欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区拥有大批户外运动爱好者，为浙江自然的主要销售区域。预计未来几年海外市场仍是公司主要销售区域。公司的出口业务主要以美元结算，人民币相较于美元的汇率波动将对公司的经营业绩产生影响。人民币升值短期内可能给公司造成汇兑损失，并降低公司出口产品的价格竞争力。

原材料价格大幅上涨：公司生产所用的主要原材料包括 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等，且直接材料占公司营业成本的比重较高，所以上述原材料采购价格的波动对公司经营业绩的影响较大。公司主要原材料价格受国际经济形势、石油价格、各国进出口政策、供求关系等多方面因素影响，呈现一定幅度的波动。公司采购部门会根据物料特点和供应商实际情况，确定各物料的采购周期和采购量。对于部分市场价格变动较大的原材料，公司会综合考虑市场价格变动趋势、采购时机进行提前备货以稳定原材料采购价格。但如果原材料价格未来出现大幅上升或持续剧烈波动，将对公司的经营业绩产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1300	1492	1755	2131	营业收入	842	1097	1444	1824
现金	542	629	722	913	营业成本	516	679	906	1151
应收账款	130	169	225	283	营业税金及附加	6	8	10	13
其他应收款	15	16	21	27	销售费用	12	20	26	33
预付账款	4	7	10	12	管理费用	43	60	79	100
存货	255	318	426	544	财务费用	0	-12	-14	-16
其他流动资产	354	352	352	352	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	527	697	879	1042	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	25	27	34	46
固定资产	350	485	628	763	营业利润	252	329	418	523
无形资产	114	149	187	217	营业外收入	5	4	5	5
其他非流动资产	63	63	63	63	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1826	2188	2633	3173	利润总额	256	333	422	527
流动负债	188	266	351	441	所得税	36	50	63	79
短期借款	0	0	0	0	净利润	220	283	359	448
应付账款	91	142	183	231	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	97	123	168	211	归属母公司净利润	220	283	359	448
非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	261	340	418	507
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.37	2.80	3.55	4.43
其他非流动负债	19	19	19	19					
负债合计	207	285	370	460					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	101	101	101	101					
资本公积	952	952	952	952					
留存收益	567	851	1211	1660					
归属母公司股东权益	1620	1904	2264	2713					
负债和股东权益	1826	2188	2633	3173					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	143	275	282	349	成长能力				
净利润	220	283	359	448	营业收入	44.9%	30.2%	31.7%	26.3%
折旧摊销	25	49	48	45	营业利润	39.7%	30.7%	26.8%	25.3%
财务费用	4	0	0	0	归属于母公司净利	37.6%	29.0%	26.7%	24.9%
投资损失	-25	-27	-34	-46	获利能力				
营运资金变动	-89	-27	-86	-95	毛利率(%)	38.8%	38.1%	37.2%	36.9%
其他经营现金流	317	306	440	539	净利率(%)	26.1%	25.8%	24.8%	24.6%
投资活动现金流	-458	-187	-190	-158	ROE(%)	13.6%	14.9%	15.8%	16.5%
资本支出	-138	-214	-224	-204	ROIC(%)	12.5%	13.0%	13.9%	14.5%
长期投资	-321	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	27	34	46	资产负债率(%)	11.3%	13.0%	14.0%	14.5%
筹资活动现金流	714	0	0	0	净负债比率(%)	12.8%	15.0%	16.3%	17.0%
短期借款	-12	0	0	0	流动比率	6.91	5.61	5.00	4.83
长期借款	-3	0	0	0	速动比率	5.53	4.39	3.76	3.57
普通股增加	25	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	699	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.50	0.55	0.57
其他筹资现金流	5	0	0	0	应收账款周转率	6.49	6.48	6.43	6.46
现金净增加额	395	88	92	191	应付账款周转率	5.64	4.77	4.95	4.99

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	2.37	2.80	3.55	4.43	P/E	34.46	24.69	19.48	15.59
每股经营现金流薄)	1.41	2.72	2.79	3.45	P/B	4.67	3.67	3.09	2.58
每股净资产	16.02	18.83	22.38	26.83	EV/EBITDA	26.86	18.70	14.98	11.98

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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

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 15%；
- 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。