

浙江自然 (605080.SH)

2022 年 06 月 26 日

TPU 户外用品龙头，拓品类扩产能构筑新成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（上调）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

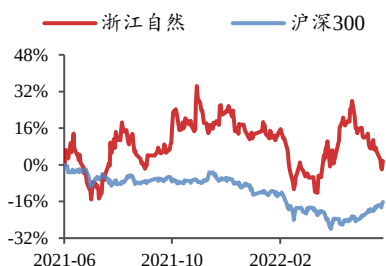
周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

日期	2022/6/24
当前股价(元)	60.46
一年最高最低(元)	80.89/49.75
总市值(亿元)	61.14
流通市值(亿元)	20.33
总股本(亿股)	1.01
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	142.85

股价走势图



数据来源：聚源

● 30 年技术领先的 TPU 户外用品龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

公司从上游介入，掌握核心 TPU 产品生产的关键工艺和技术，是户外行业内稀缺的垂直一体化代工龙头，长产业链贡献超额利润，同时长期受益于行业内 TPU 渗透率提升。公司客户资源优质、订单需求旺盛，扩品类扩产能下预计将进一步释放业绩。我们预测 2022-2024 年净利润为 2.8/3.7/4.5 亿元，对应 EPS 为 2.8/3.6/4.5 元，当前股价对应 PE 为 22.0/16.6/13.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 大客户背书+垂直一体化生产+强研发，筑就核心竞争力

壁垒一：垂直一体化和柔性生产的供应链壁垒，压缩成本且强化了产品交期、质量竞争力，满足客户产品升级和快反需求下客户粘性强，在 TPU 复合面料基础上再向上延伸至 TPU 薄膜生产，TPU 薄膜行业净利率约为 3-17%，盈利能力再上台阶；**壁垒二：掌握 200+优质客户，订单需求旺盛且稳定可持续**，CR5 大客户迪卡侬与战略供应商长期绑定发展，全球 45 家战略供应商生产了 32.3% 产品，2021 年成为迪卡侬熔接/充气类唯一战略合作伙伴，公司近三年迪卡侬订单复合增速 25%；**壁垒三：研发设计与革新能力赋予产品高附加值具备提价逻辑**。设计和革新能力持续受大客户认可，除推出同款但高单价的 TP 产品外，款式革新/新产品/新品类均存提价路径，公司储备多个研发项目成为产品力的持续驱动力。

● 未来增量：品类拓展打开市场空间，产能扩张迎来新一轮成长

(1) 核心 TPU 产品：占比未及天花板，将持续驱动公司成长，预计 2021 年 TPU 类产品在整体收入中占 54.5%，在充气床垫收入中占 70%，迪卡侬充气床垫收入中 2018-2020 年每年均有 4pct 以上的占比提升，预计占比将持续随着老客户对现有品类 TPU 替代需求、新品类 TPU 采购需求提升而提高；**(2) 扩品类：**通过家用充气床垫、SUP 等水上充气用品、保温箱包等新品类拓展户外市场的同时，2022 年切入新能源汽车内饰相关订单，多场景催化成长；**(3) 增产能：**订单需求释放受限于产能，公司开启浙江/上海/越南/柬埔寨 4 地全球化产能布局，国内负责供给全球 TPU 面料，海外税收、人力优势明显，越南规划产值 3-5 亿元，柬埔寨规划产值高于越南，预计扩产带来规模优势的同时将进一步提升市占率。

● **风险提示：**订单、新品类拓展、产能扩张不及预期、原材料价格上涨。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581	842	1,080	1,393	1,701
YOY(%)	6.7	44.9	28.2	29.0	22.1
归母净利润(百万元)	160	220	278	368	453
YOY(%)	21.4	37.6	26.7	32.4	23.1
毛利率(%)	40.7	38.8	39.6	40.2	40.8
净利率(%)	27.4	26.1	25.8	26.4	26.6
ROE(%)	23.6	13.6	15.0	16.7	17.3
EPS(摊薄/元)	1.58	2.17	2.75	3.64	4.48
P/E(倍)	38.3	27.9	22.0	16.6	13.5
P/B(倍)	9.1	3.8	3.3	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 浙江自然：30 年技术领先的 TPU 户外用品龙头	5
1.1、 发展历程：多年打磨技术，成功切入迪卡侬等多个国际知名客户	5
1.2、 财务分析：量利齐升势头强劲，盈利能力带动 ROE 行业领先	6
1.3、 家族持股集中且稳定，管理层作为核心技术人员与公司深度绑定	10
2、 行业：户外休闲用品赛道空间广，疫情催化下景气度高	11
2.1、 行业规模：户外休闲用品市场规模千亿美元，充气式及水上细分市场较快增长	12
2.2、 行业需求：欧美户外市场发展成熟，中国户外渗透率仍有较大空间	14
2.3、 行业驱动：政策支持下国内参与率有望提升，品类拓展及产品升级贡献需求增量	18
2.4、 竞争格局：全球品牌集中度较为分散，国内市场较为集中	19
3、 核心竞争力：大客户背书+垂直一体化筑就核心竞争力	22
3.1、 壁垒一：具备垂直一体化和柔性生产的供应链壁垒	22
3.1.1、 国内 TPU 产业链概况：起步较晚，仍处于成长期，应用不断拓宽	23
3.1.2、 垂直一体化优势：获取上游利润，提升质量、交期竞争力强化合作深度	24
3.2、 壁垒二：大客户迪卡侬背书，掌握 200+优质客户，订单需求旺盛	26
3.2.1、 战略合作后迪卡侬份额有望提升，大客户背书有望进一步打开国际市场	26
3.2.2、 其它客户份额提升，客户结构优化分散风险	28
3.3、 壁垒三：研发设计与革新能力赋予产品高附加值，具备提价逻辑	29
4、 未来增量：品类拓展打开市场空间，产能扩张迎来新一轮成长	32
4.1、 核心 TPU 产品：占比未及天花板，将持续驱动公司成长	32
4.2、 扩品类：新品类、新领域，打开长期成长空间	33
4.3、 增产能：匹配订单需求提升市占率，建立规模优势进一步降本	34
5、 盈利预测与投资建议	36
5.1、 关键假设	36
5.2、 相对估值	37
6、 风险提示	37

图表目录

图 1： 公司形成了多品类的业务格局	5
图 2： 公司大力拓展合作渠道，掌握优质全球客户资源	5
图 3： 总营收持续增长且势头强劲，2021 年需求复苏、扩产释放订单下高增 45%	6
图 4： 从产品结构看，充气床垫贡献主要收入	6
图 5： 2021 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫收入分别+47.13%/+59.57%/+37.42%	6
图 6： 从销售地区看，公司以外销业务为主	7
图 7： 2018-2020 年欧美销售收入合计均在 60%以上	7
图 8： 从销售模式看，公司以 ODM 收入为主	7
图 9： 公司负责及参与产品设计的产品收入占比较高	7
图 10： 近五年归母净利润年均复合增长 25%	8
图 11： 公司近五年毛利率 35-40%，处于同行较高水平	8
图 12： 公司近五年净利率 16-27%，盈利处于行业领先	8
图 13： 从产品结构看，高毛利率充气床垫收入占比提升拉动整体毛利率	8
图 14： 从销售地区看，内销毛利率呈现逐年提升趋势	8
图 15： 公司期间费用率处于行业平均，呈下降趋势	9

图 16: 公司研发费用率领先同行业其它公司	9
图 17: 公司销售费用率稳定, 2021 年显著下降	9
图 18: 公司管理费用率稳定在 5%, 为行业平均水平	9
图 19: 拆解 2021 年 ROE, 公司 ROE 领先于行业且为高净利率驱动	10
图 20: 总资产周转率较低主要系公司涉及重资产的 TPU 面料生产 (单位: 次)	10
图 21: 公司股权结构稳定, 前四大股东共计持股 62.9%	10
图 22: 从户外行业产业链来看, 上游纺织石化及中游加工制造均具有盈利空间	11
图 23: 全球户外休闲用品行业预计维持稳健个位数增长	12
图 24: 全球户外用品电商增速预计年复合增速 10%	12
图 25: 充气式户外产品是快速增长的细小市场	12
图 26: 全球各市场看, 预计充气式市场 2017-2021 的复合增速均高于户外市场	12
图 27: 预计全球气垫市场规模至 2025 年为 2.3 亿美元, 2018-2025 年 CAGR 8.6%	13
图 28: 地上及山上休闲活动市场规模第一, 占比 71.5%	13
图 29: 水上为第二大户外类型, 预计水上用品增速持续高于户外市场整体	13
图 30: 欧洲户外用品批发额规模维持在 50 亿欧元以上	15
图 31: 欧洲户外电商市场预计以年复合增速 12% 成长	15
图 32: 疫情催化多日的露营和徒步旅行需求提升	15
图 33: 美国 2020 年户外活动参与率达 53% 创新高	16
图 34: 2020 年以前美国户外休闲经济呈稳定中单位数增长 (单位: 亿美元)	16
图 35: 2016-2020 年美国攀岩/徒步/露营经济快速增长	16
图 36: 2021 年参与户外的家庭中, 收入低于 2.5 万美元的占比提升至 15%	16
图 37: 2020 年中国户外用品市场零售规模 245.2 亿元	17
图 38: 2020 年中国户外用品市场出货规模 138.8 亿元	17
图 39: 2018 年国内自主品牌主销售渠道为商场和电商	17
图 40: 天猫户外运动 2020 年规模 506 亿元, 增长提速	17
图 41: TPU 产品功能性更强且具有环保性, 目前由于成本更高普遍用于中高端产品, 定价高出 PVC 产品 20-40%	19
图 42: 国内品牌数量自 2017 年收缩保持近 500 家水平	21
图 43: 国内品牌的出货额不断提升	21
图 44: 20 家左右年出货额超 1 亿元的品牌占有率自 2017 年来的 59.8% 提升至 63%	21
图 45: 公司生产流程从原材料—中间材料—制成品的全过程自控自制, 逐渐形成独具特色的垂直一体化生产模式	22
图 46: 国内 TPU 行业起步较晚, 仍处于成长期, 应用不断拓宽	23
图 47: 公司对 TPU 膜采购价格高于 TPU 粒子 (单位: 万元/吨)	24
图 48: 2018-2020 年 TPU 膜在采购金额中占比 5-8%	24
图 49: 迪卡侬是公司第一大客户, 2018-2021 年占整体收入比 22%/29%/33%/29%	27
图 50: 迪卡侬精简供应体系, 提升战略供应商数量	27
图 51: 熔接/充气类采购量在迪卡侬采购体系内占 2.1%	27
图 52: 疫情前, 迪卡侬作为知名户外品牌规模快速成长	28
图 53: 公司迪卡侬的订单额增速快于迪卡侬自身增长	28
图 54: 除迪卡侬外, 公司其它客户资质同样优异	28
图 55: 公司前五大客户占比呈下降趋势	29
图 56: 公司集中度在行业内处于较低水平	29
图 57: 公司研发费用率稳定位于行业内较高水平	29
图 58: 公司研发人员中本科及以上学历占比 16%, 仍有提升空间	29
图 59: 2020-2021 年充气床垫价格同比增长 11%/33% (单位: 元)	30
图 60: 2020-2021 年充气床垫销量同比增长 8%/6% (单位: 元)	30

图 61: 充气床垫系迪卡侬订单主要增长动力	31
图 62: 其它新品类受迪卡侬认可后其他产品连续高增长.....	31
图 63: 充气床垫中 TPU 类产品收入占比快速提升时充气床垫收入增长提速	32
图 64: 迪卡侬 TPU 类产品收入占比提升快速, 2018-2020 年每年提升 4pct 以上	32
图 65: 通过家用充气床垫、SUP、保温箱包打开户外市场空间	33
图 66: SUP 结合冲浪板与滑板特征成为新兴水上产品	34
图 67: 预计 2022-2028 年全球保温箱包产值 CAGR 5%.....	34
图 68: 2018-2020 年产能利用率和产销率均为高位, 订单需求释放受限于产能.....	34
图 69: 充气床垫与户外箱包产量较过去平均水平提升明显 (单位: 万件)	35
图 70: 2021 年总产量 847 万件, 同比增长 46%.....	35
表 1: 2017-2021 年中国户外休闲用品市场复合增速为 9.2%, 增速高于全球整体	14
表 2: 2014 年以来多项文件出台以促进我国户外运动产业发展.....	18
表 3: 按收入规模看, Intex>荣威国际>浙江自然>Therm-a-rest>中国台湾 FENGYI> Trangoworld	20
表 4: 公司目前拥有 5 项核心技术	22
表 5: TPU 薄膜与面料复合技术影响产品质量及稳定性	25
表 6: 公司与主要客户业务关系具有稳定性、可持续性, 被替代风险较低.....	26
表 7: 公司 2019-2020 年推出新产品连续受到迪卡侬等多个客户认可	30
表 8: 公司储备多个包括充气家用床、充气护理床、充气沙发等内在研发项目	31
表 9: 募投项目扩产计划包括旧产线改造+新产线建设	35
表 10: 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.78、3.68、4.53 亿元, 同比+26.7%、+32.4%、+23.1%	36
表 11: 公司 2022-2024 年归母净利润 CAGR 快于行业平均, 估值水平具备提升空间.....	37

1、浙江自然：30 年技术领先的 TPU 户外用品龙头

公司专注于户外运动用品领域，形成了多品类高技术广合作的战略格局。1992 年公司前身天台县旅游品厂成立，2021 年于上交所上市。(1) **多品类业务格局**，产品矩阵以充气床垫、户外箱包、头枕坐垫为主，配套服装、炊具、绳带、桌、椅、复合布、涂层布等为辅。(2) **掌握产业链核心技术**，从上游介入，掌握 TPU 薄膜生产及面料复合技术、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。(3) **优质的全球客户资源**，已经与全球知名公司迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等 200+ 个客户建立了长期稳定的合作关系，产品以 OEM、ODM、OEM/ODM 相结合的方式销售至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区。

图1：公司形成了多品类的业务格局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司大力拓展合作渠道，掌握优质全球客户资源



资料来源：公司公告

1.1、发展历程：多年打磨技术，成功切入迪卡侬等多个国际知名客户

根据公司战略格局的构建过程，我们将其发展历程分为四个阶段：

(1) **1992 年 ~ 1999 年，公司处于初创探索的技术革新期。**1992 年创始人夏积标在 58 岁退休之年选择再次创业，公司前身天台县旅游品厂成立，并专注于充气床业务。由于空白的行业经验、超额的设备投入、强大的竞争对手等，公司在逆境中成长。1993 年，夏积标之子夏永辉先生任天台县旅游品厂副厂长，经广交会交流后瞄准在海外流行的 PVC 材质的自动充气床产品，相较于传统手工制造的橡胶棉充气床，PVC 充气床用机器制造效率高、人力成本大大降低，经过购买二手设备、修复机器正常运作等努力，公司首笔 PVC 自动充气床订单如愿交付。

(2) **2000 年 ~ 2009 年，公司研究 TPU 材料进入创新发展期。**2000 年，夏永辉锚定户外野营领域，成立浙江大自然旅游用品有限公司，不满足于 PVC 材料，瞄准创新材料 TPU，花费三年多终于成功将 TPU 材料投入生产，于 2002 年建立 TPU 涂层面料车间和热压型生产线，2007 年 TPU 防水箱包车间建成投产。

(3) **2010 年 ~ 2017 年，公司持续开拓大客户进入快速壮大期。**2008 年迪卡侬通过网络了解公司后主动抛出橄榄枝，通过长期且严格的资质、能力等方面审查，公司于 2010 年与迪卡侬正式开始合作，并通过参加展会、原有客户推荐、公司网站宣传、招投标等多种方式获得客户，先后开拓了 LSO LP、Sea to summit、REI 等客户，优质客户资源支撑公司营收的快速增长。同时，公司保持创新驱动，2012 年设立户外用品研发中心，从 2013 年开始，公司以新材料为核心，户外运动为主线不断

挖掘新品种、拓展新品类。

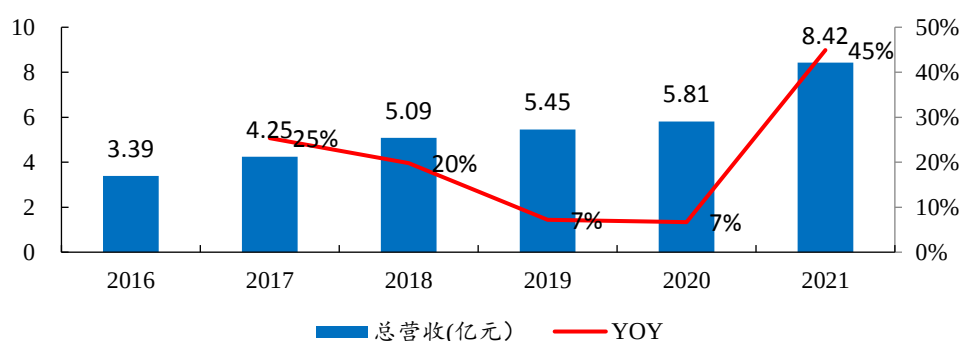
(4) 2018 年 ~ 至今, 公司凭借客户和技术竞争力, 进入成熟拓展期。公司于 2018 年完成股份制改革更名为浙江大自然户外用品股份有限公司, 并于 2021 年上市, 2018-2021 年营收 CAGR 达 18.3%, 其中 2021 年同比增长 44.9%, 增长速度远超户外用品市场整体水平。目前公司已经形成境内+境外双生产基地布局, 待海外越南、柬埔寨生产基地产能释放预计业绩将迎来新一轮增长。

1.2、财务分析：量利齐升势头强劲，盈利能力带动 ROE 行业领先

(1) 收入端

整体来看, 公司总营收持续增长且势头强劲。2016~2021 年, 公司总营收由 3.39 亿元提升至 8.42 亿元, 2021 年国内外消费市场快速复苏, 扩产释放订单需求、新产品放量提价驱动收入高增 44.9%, 收入持续增长且势头强劲。

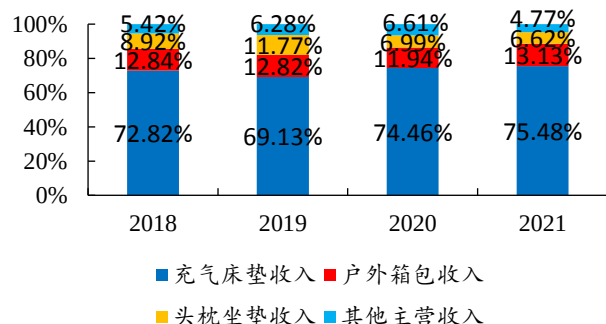
图3：总营收持续增长且势头强劲，2021 年需求复苏、扩产释放订单下高增 45%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

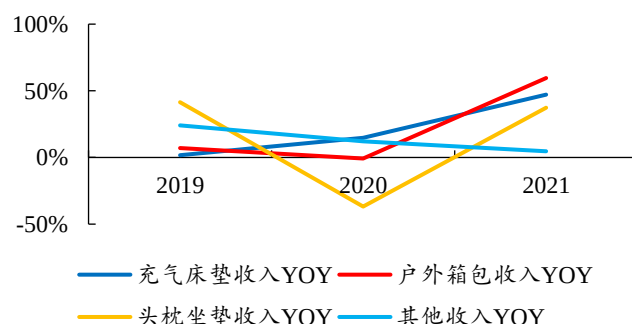
从产品结构看, 充气床垫贡献主要收入, 其中具备强竞争力的 TPU 类收入占比逐渐提升。公司主要产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫, 2021 年充气床垫营收 4.32 亿元 (+47.13%), 在主营业务收入中占比 75.48%, 按产品材料可以分为 PVC 和 TPU 两类, 自研自产的核心 TPU 收入在充气床垫中的占比自 2018 年的 56% 提升至 70%。

图4：从产品结构看，充气床垫贡献主要收入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

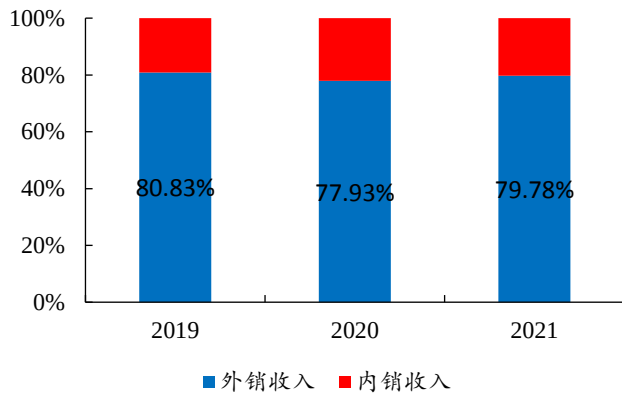
图5：2021 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫收入分别 +47.13%/+59.57%/+37.42%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

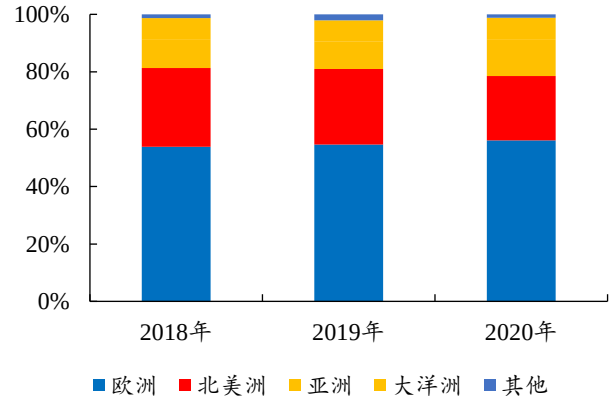
从销售地区看，公司以外销业务为主，并主要销往欧美。2021 年公司外销收入占比为 79.78%，主要市场为户外运动发展较为成熟的欧洲和北美市场，2018-2020 年欧洲与北美销售收入合计均在 60% 以上，外销均采用 FOB 模式。

图6：从销售地区看，公司以外销业务为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

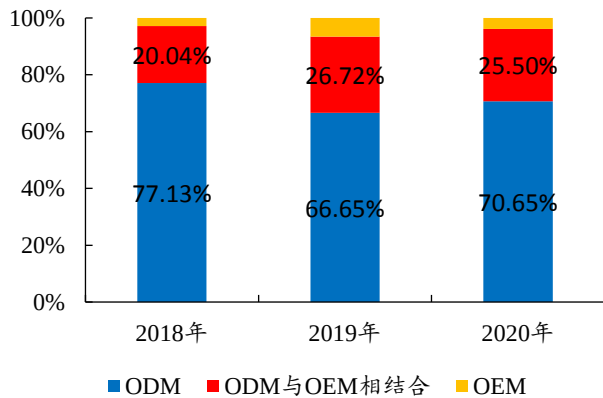
图7：2018-2020 年欧美销售收入合计均在 60% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

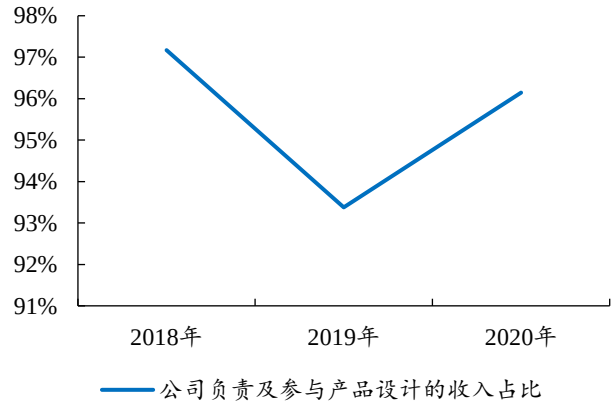
从销售模式看，公司以 ODM 收入为主。公司产品以 OEM、ODM、OEM/ODM 相结合的方式销售，2021 年外销收入占比为 70.65%，受益于公司较好的研发设计能力，2018-2020 年公司负责及参与产品设计的产品收入占比保持在 93% 以上。

图8：从销售模式看，公司以 ODM 收入为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司负责及参与产品设计的产品收入占比较高

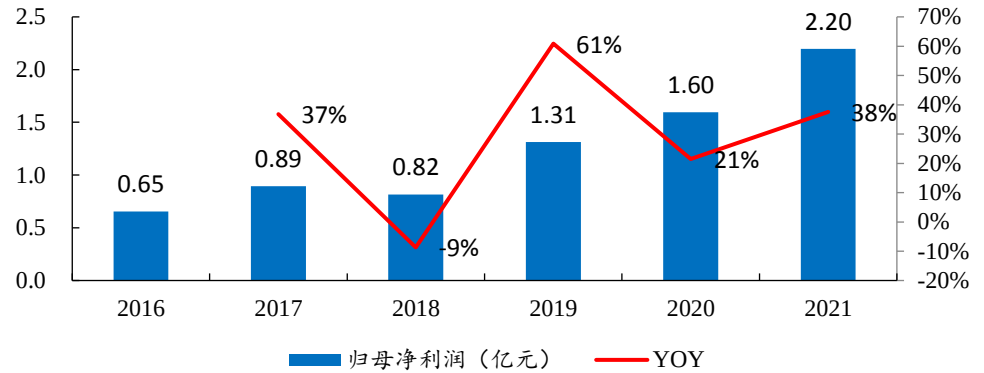


数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）盈利能力：归母净利润持续增长，盈利能力行业领先

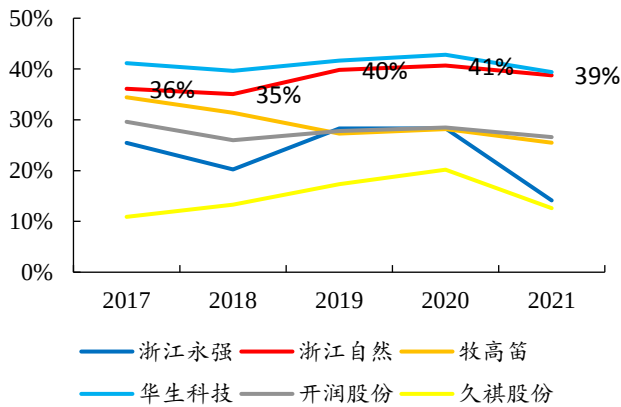
整体来看，近五年归母净利润年均复合增长 25%。2016~2021 年，公司归母净利润 0.65 亿元提升至 2.2 亿元，2021 年净利润同增 38%，2017-2025 年 5 年 CAGR 为 25%，保持高速增长。垂直一体化与强成本管控力加持，盈利能力行业领先。公司 2021 年公司毛利率 39%、净利率 26%，近五年毛利率 35-40%、净利率 16-27%，均处于同行较高水平。

图10：近五年归母净利润年均复合增长 25%



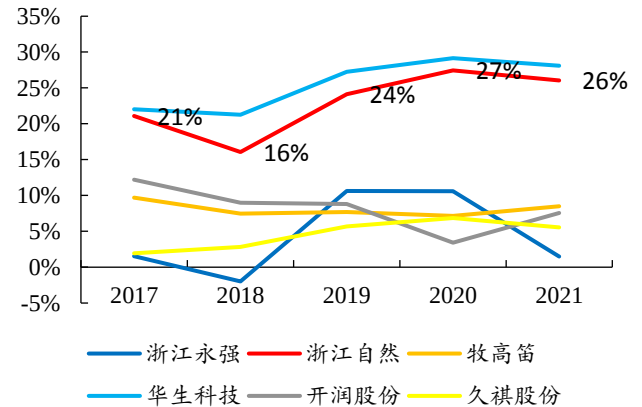
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司近五年毛利率 35-40%，处于同行较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

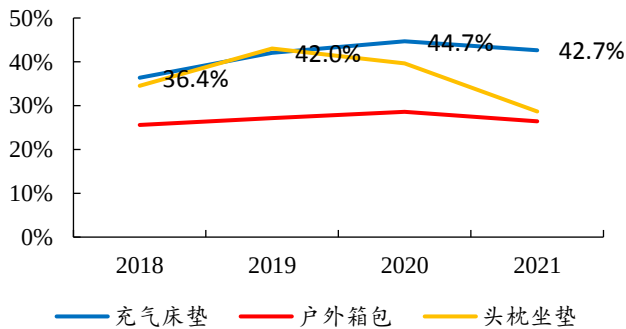
图12：公司近五年净利率 16-27%，盈利处于行业领先



数据来源：公司公告、开源证券研究所

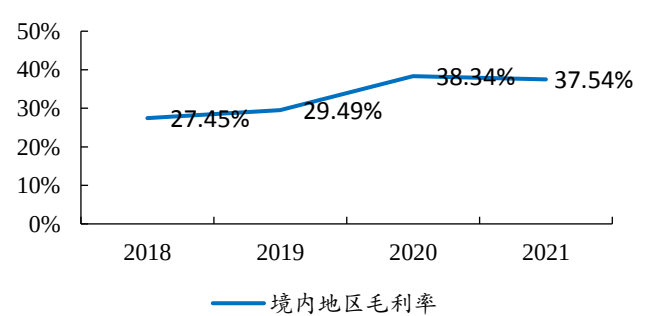
从产品结构看，公司整体毛利率表现亮眼系高毛利率的充气床垫收入占比提升拉动，而充气床垫的高毛利率主要系受益于 TPU 类产品占比较高（约 70%）。从销售地区看，外销毛利率一直高于内销，但内销毛利率呈现逐年提升趋势，随着国内户外运动市场逐渐成熟，品牌方对高附加值且环保性高的 TPU 类产品需求将有所提升，预计内外销毛利率差距将进一步缩窄。

图13：从产品结构看，高毛利率充气床垫收入占比提升拉动整体毛利率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：从销售地区看，内销毛利率呈现逐年提升趋势

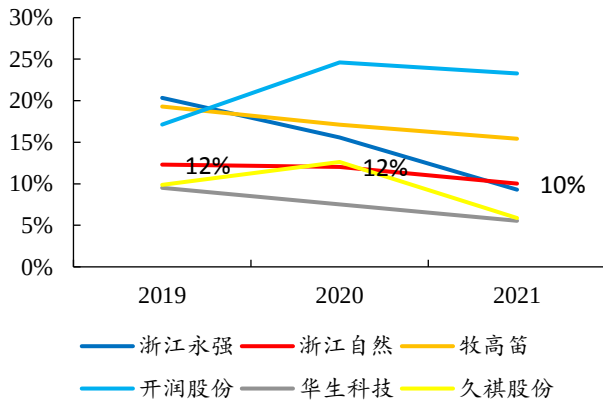


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 费用端

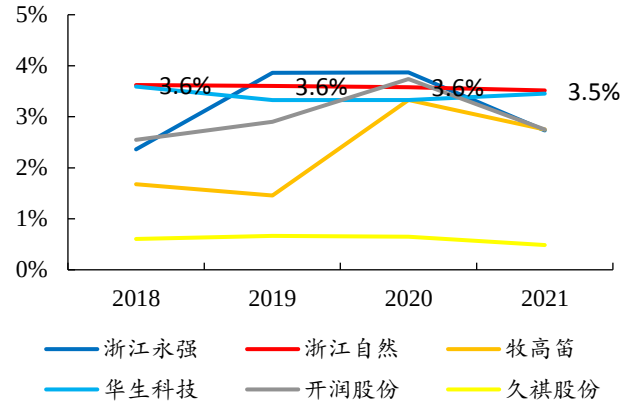
期间费用率呈下降趋势，研发投入领先，销售及管理费用率稳定。公司费用管控较好，期间费用率处于行业平均，呈下降趋势。2021 年公司期间费用率为 10%，同比下降 2pct，22Q1 公司期间费用率继续同比下降 4.66pct 至 6.59%。进一步看，公司研发费用率行业领先、销售费用率和管理费用率稳定，2021 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.37%/5.13%/3.52%/0.01%，同比分别-1.36/+0.47/-0.06/-1.06pct。

图15：公司期间费用率处于行业平均，呈下降趋势



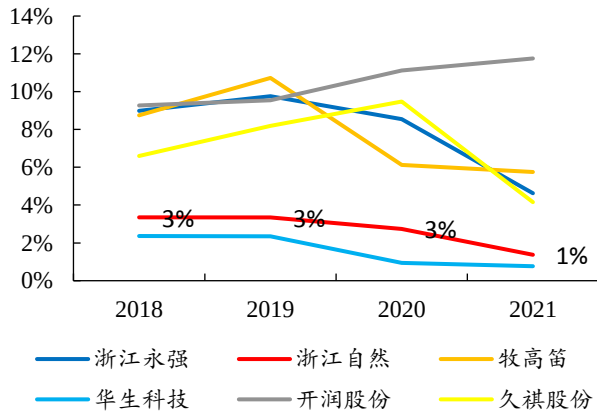
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司研发费用率领先同行业其它公司



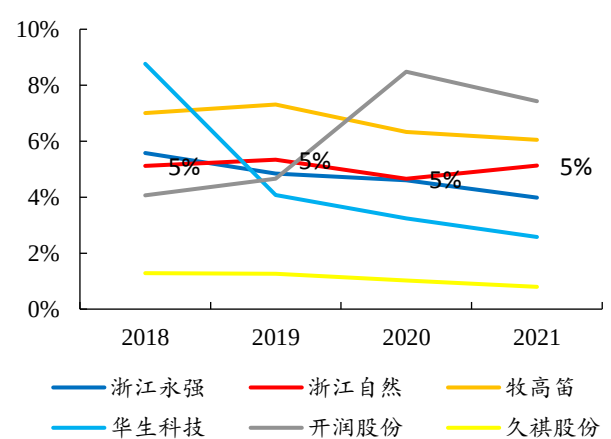
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司销售费用率稳定，2021 年显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

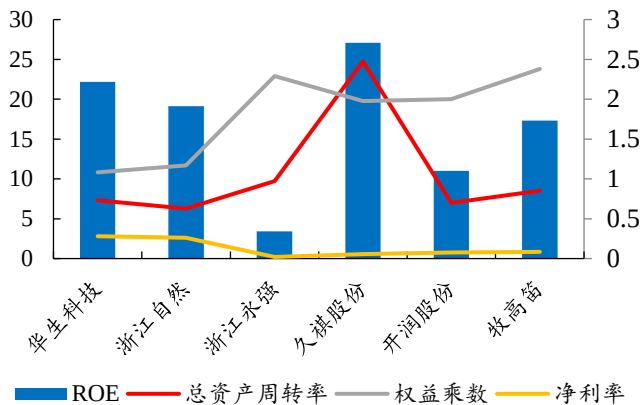
图18：公司管理费用率稳定在 5%，为行业平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

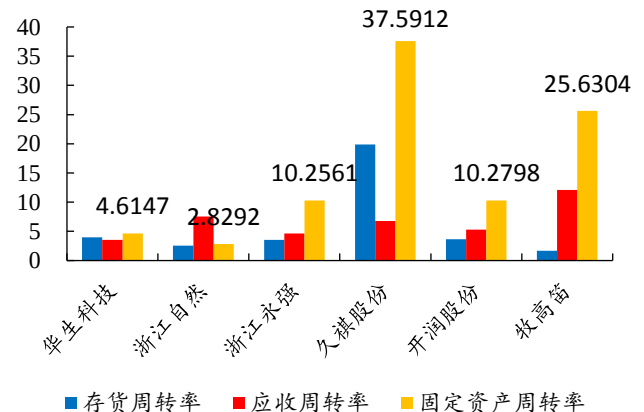
公司 ROE 领先于行业且为高净利率驱动。公司 2021 年 ROE 为 19.1，高于行业平均的 16.7，主要系高净利率驱动，权益乘数属于行业中下游水平，总资产周转率较低主要系公司涉及重资产的 TPU 面料生产。

图19：拆解 2021 年 ROE，公司 ROE 领先于行业且为高净利率驱动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：总资产周转率较低主要系公司涉及重资产的 TPU 面料生产（单位：次）



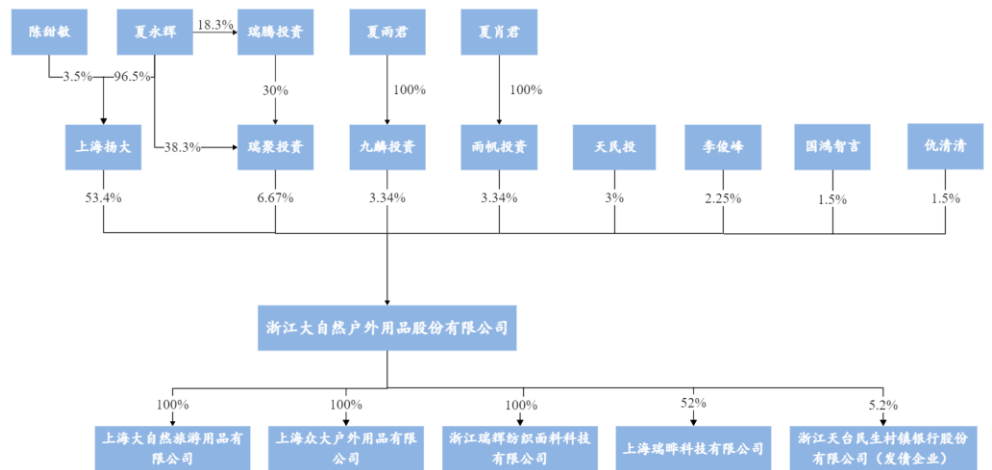
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、家族持股集中且稳定，管理层作为核心技术人员与公司深度绑定

公司股权集中且稳定，实控人夏永辉夫妇合计持股 56.3%。夏永辉及妻子陈甜敏合计持有 56.3% 的股份，其中通过上海扬大和瑞聚投资分别持有 53.4% 及 2.9% 的股份。夏雨君（兄妹）和夏肖君（姐弟）分别通过九麟投资及雨帆投资持有公司 3.34% 及 3.34% 股份，家族成员透过前四大股东共计持股 62.9%，股权集中且稳定。

公司核心管理层深植于公司发展，稳定且积累丰富行业经验，瑞聚投资为公司员工持股平台，受益人均为公司员工，有利于稳定核心人员。

图21：公司股权结构稳定，前四大股东共计持股 62.9%

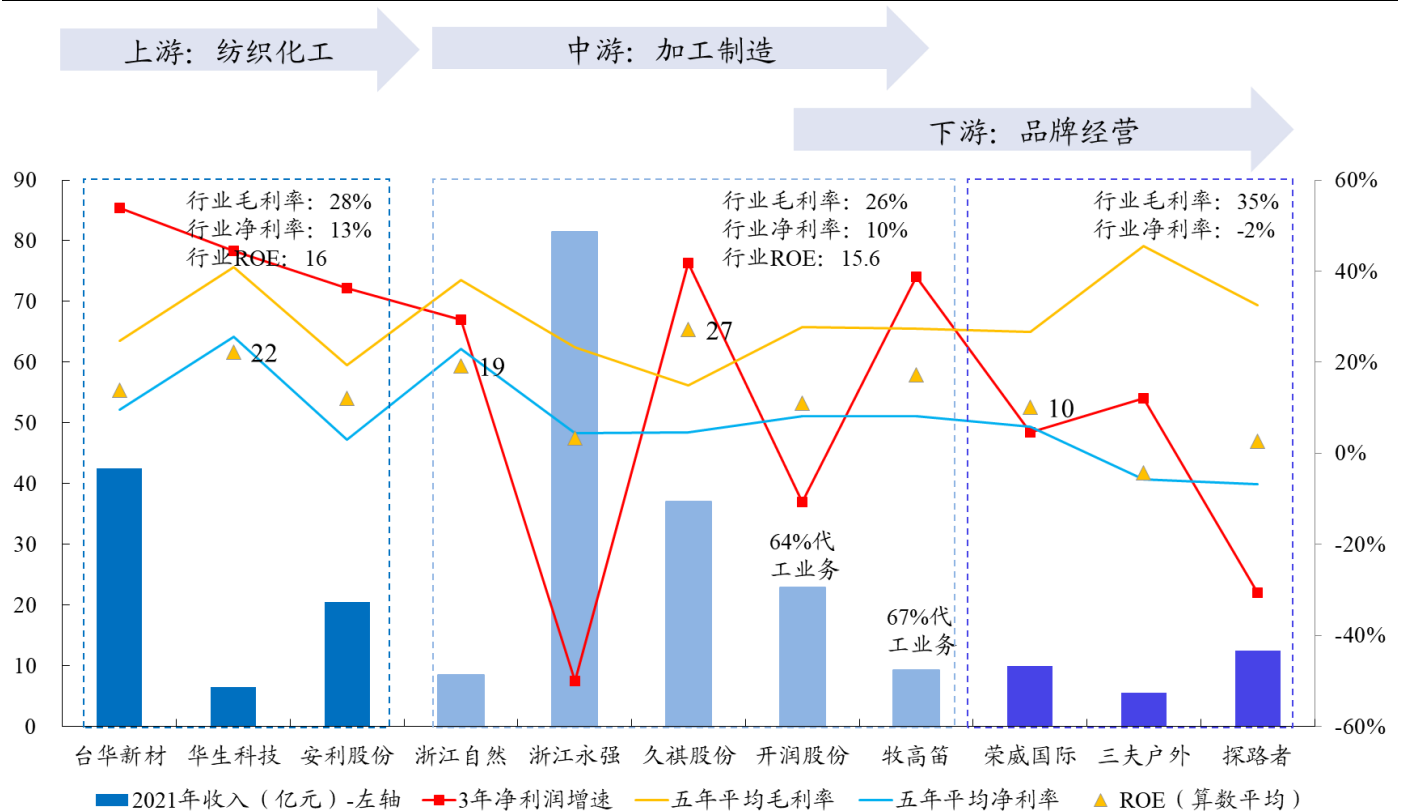


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2、行业：户外休闲用品赛道空间广，疫情催化下景气度高

从户外行业产业链来看，上游属于石化、纺织，行业毛利率为 28%、净利率为 13%、ROE 为 16.0；中游为 ODM/OEM 加工制造，部分企业例如浙江自然向上游一体化兼具面料与成品生产，部分企业例如开润股份与牧高笛向下游一体化兼具 B2B 与 B2C 业务，行业毛利率 26%、净利率 10%、ROE 为 15.6；下游为户外品牌零售，行业毛利率为 35%，净利率为-2%。

图22：从户外行业产业链来看，上游纺织石化及中游加工制造均具有盈利空间

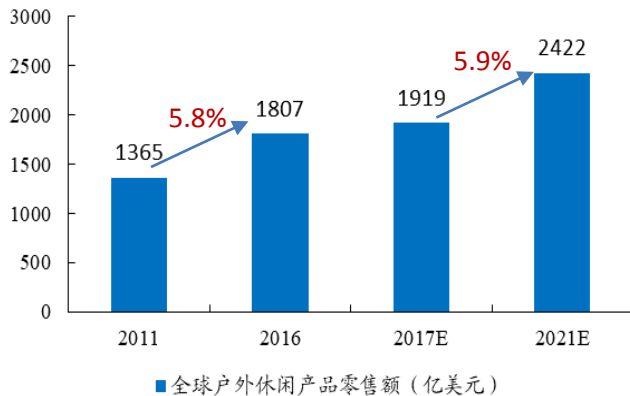


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、行业规模：户外休闲用品市场规模千亿美元，充气式及水上细分市场较快增长

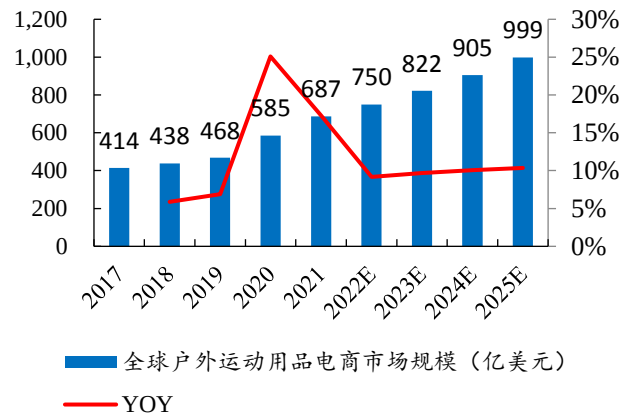
全球户外休闲用品拥有千亿美元市场，空间广阔并维持稳定增速。根据弗若斯特沙利文，2016年全球户外休闲用品市场规模为1,807亿美元，2011-2016年的CAGR为5.8%，预测2021年市场规模2422亿美元，2017-2021年的CAGR为5.9%。疫情催化户外用品电商市场快速发展，根据Statista，2021年全球户外用品电商市场规模687亿美元，同比增长17%，预计2022年开始将以10%的年复合增速快速增长。

图23：全球户外休闲用品行业预计维持稳健个位数增长



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图24：全球户外用品电商增速预计年复合增速10%

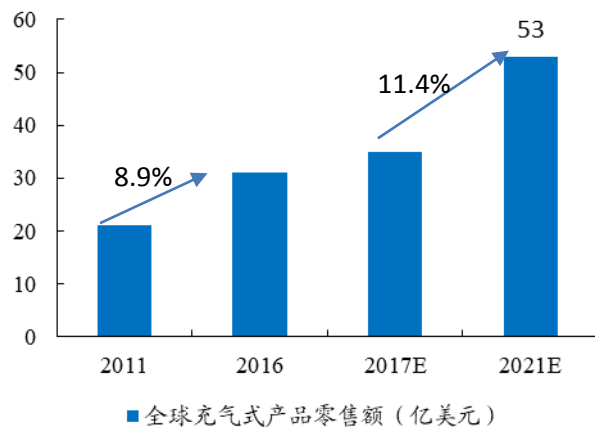


数据来源：Statista、开源证券研究所

■ 按产品种类分，户外休闲产品可以分为充气式和非充气式户外产品

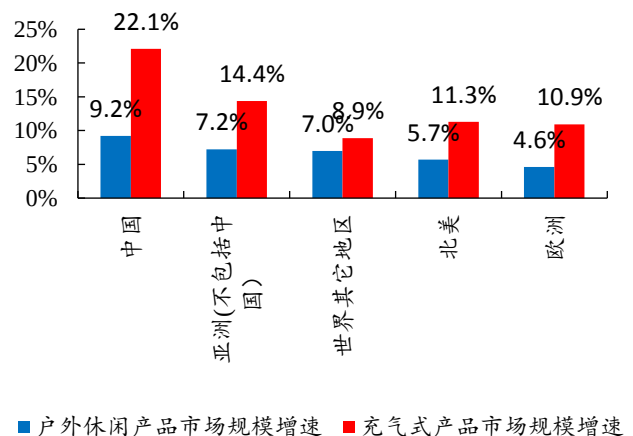
充气式是快速增长的细小市场，增速远高于非充气式。根据弗若斯特沙利文，2016年全球充气户外用品零售额为31亿美元，2011-2016年CAGR为8.9%，在户外市场中的占比仅2%但增速高于户外休闲市场规模增速，预计2021年市场规模53亿美元，2017-2021年CAGR为11.4%，从全球各市场看，预计各国户外休闲用品市场中充气产品市场增速均高于户外市场整体增速。

图25：充气式户外产品是快速增长的细小市场



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

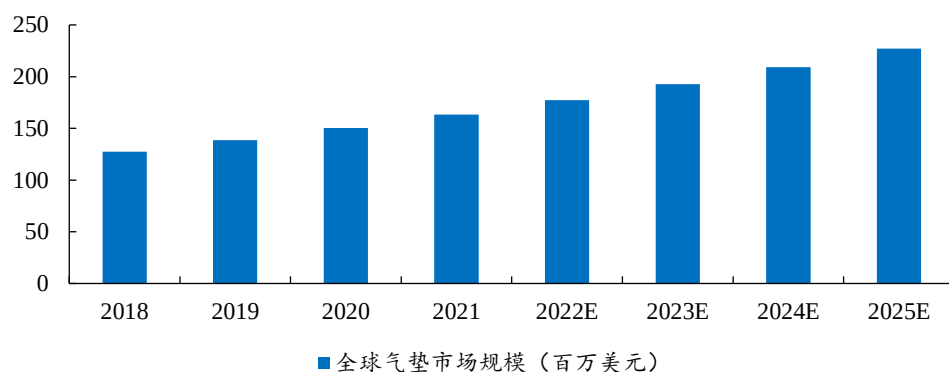
图26：全球各市场看，预计充气式市场2017-2021的复合增速均高于户外市场



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

充气户外产品中，水上充气产品占比较大，气垫仅占 3%但预计以 8.6%的复合增速增长。充气式产品涵盖气垫床、漂浮式产品、弹跳充气城堡、休闲船、便携移动式 SPA、戏水池、滑水布及其它相关玩具，其中：水上充气产品占比较大，据弗若斯特沙利文，2016 年水上充气产品在充气产品中占比为 79.9%，其它充气产品中气垫预计维持高单位数增速，根据 Statista, 2018 年全球气垫市场规模约 1.28 亿美元，至 2025 年预计将达到 2.27 亿美元，2018-2025 年的 CAGR 为 8.6%。

图27：预计全球气垫市场规模至 2025 年为 2.3 亿美元，2018-2025 年 CAGR 8.6%

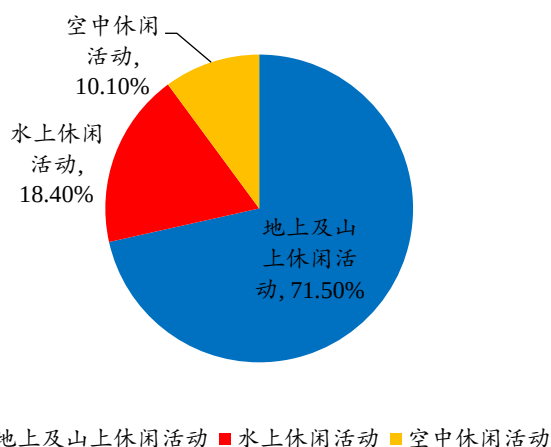


数据来源：Statista、开源证券研究所

■ 按活动类型分，户外休闲活动包括地上及山上、水上、空中三大类

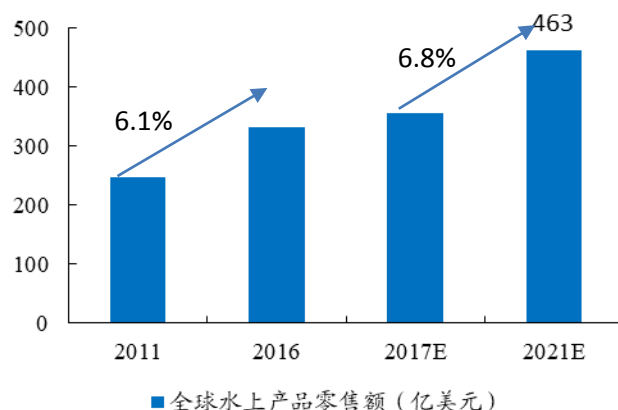
地上及山上活动的规模最大，水上活动为第二市场但预计水上用品增速持续高于户外市场整体。地上及山上包括骑自行车、野营、远足、跑步及滑雪，水上包括划船、划独木舟、游泳、划皮艇、SPA、冲浪等，空中包括气球、蹦极、滑翔伞、跳伞等。2016 年地上及山上户外活动零售额为 1,292 亿美元，占比为 71.5%；水上休闲产品为第二大市场，占比为 18.4%，由于水上休闲活动的设施与参与率提升，据弗若斯特沙利文，预计水上用品增速持续高于户外市场整体；空中休闲产品占比为 10.1%。

图28：地上及山上休闲活动市场规模第一，占比 71.5%



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图29：水上为第二大户外类型，预计水上用品增速持续高于户外市场整体



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.2、行业需求：欧美户外市场发展成熟，中国户外渗透率仍有较大空间

从全球看，美国、欧洲地区是户外休闲产品的主要消费市场。欧洲和北美洲市场占全球户外休闲市场的 2/3 份额，中国及亚洲其它市场快速发展中，中国仅占比 1.8%但高于全球其它国家户外增速，根据弗若斯特沙利文，2017-2021 年中国户外休闲用品市场复合增速为 9.2%，除中国外的亚洲其它国家市场户外休闲用品市场的增速也高于全球整体增速。

表1：2017-2021 年中国户外休闲用品市场复合增速为 9.2%，增速高于全球整体

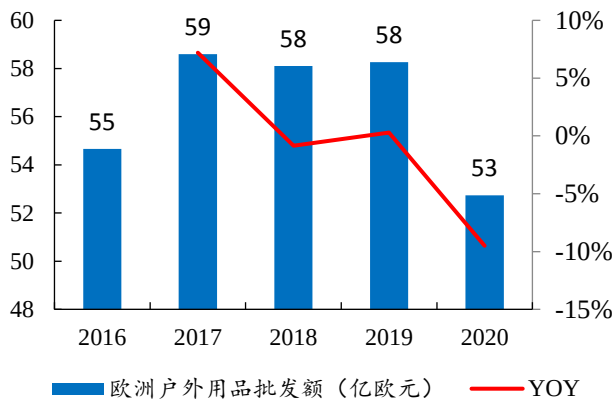
市场		2011A	2016A	2021E
欧洲（33.4%）	户外休闲用品规模	475	603	762
	5 年 CAGR		4.90%	4.70%
	充气式用品规模	8	12	20
	5 年 CAGR		8.70%	10.90%
	占比（%）	1.7%	2.0%	2.6%
北美洲（33.3%）	户外休闲用品规模	453	601	800
	5 年 CAGR		5.80%	5.70%
	充气式用品规模	8	12	20
	5 年 CAGR		8.80%	11.30%
	占比（%）	1.8%	2.0%	2.5%
中国（1.8%）	户外休闲用品规模	21	33	52
	5 年 CAGR		9.30%	9.20%
	充气式用品规模	0.15	0.34	0.94
	5 年 CAGR		18.10%	22.10%
	占比（%）	0.7%	1.0%	1.8%
亚洲（不含中国 14.3%）	户外休闲用品规模	186	259	368
	5 年 CAGR		6.90%	7.20%
	充气式用品规模	2.03	3.44	6.63
	5 年 CAGR		11.10%	14.40%
	占比（%）	1.1%	1.3%	1.8%
其它（17.2%）	户外休闲用品规模	231	311	431
	5 年 CAGR		6.10%	7%
	充气式用品规模	2.64	3.79	5.85
	5 年 CAGR		7.50%	8.90%
	占比（%）	1.1%	1.2%	1.4%

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

■ 欧洲：自然资源优秀、经济发达，户外运动群众基础广且消费心智较成熟

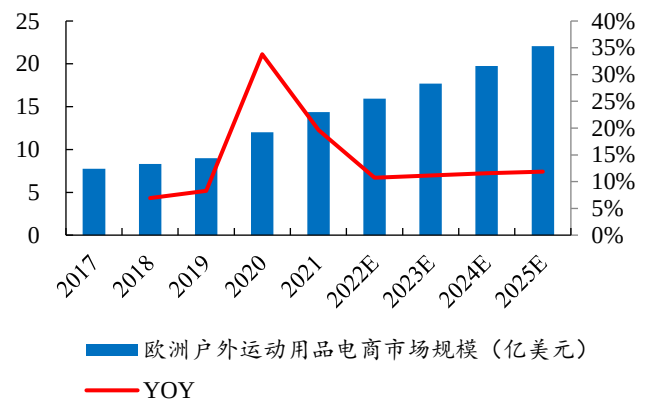
户外产业起源早，发展较成熟，预计电商市场以年复合增速 12% 成长。欧洲温带海洋性气候分布广，户外气候条件宜人；地形地貌资源丰富，以平原为主且冰川地貌分布较广，山地及水上资源丰富，在得天独厚的自然资源下户外运动起源较早，目前发展已较为成熟，根据 EOG，欧洲户外用品批发额规模维持在 50 亿欧元以上，疫情前每年增速为低单位数，但疫情催化下电商渠道有较快增长，根据 Statista，预计 2022 年起电商市场将以 12% 的年复合增速快速增长。

图30：欧洲户外用品批发额规模维持在 50 亿欧元以上



数据来源：EOG、开源证券研究所

图31：欧洲户外电商市场预计以年复合增速 12% 成长

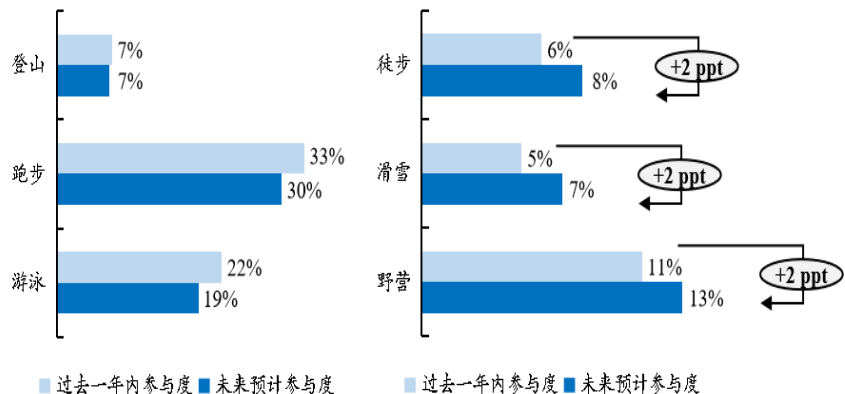


数据来源：Statista、开源证券研究所

由于经济发达，欧洲户外休闲用户基数大且消费心智成熟。2021 年 9 月，德勤对 19 个欧洲国家中 9500 人的调研结果显示 2021 年户外活动参与率为 81%，57% 的受访者愿意为同功能产品的环保性支付溢价。

疫情催化多日的露营和徒步旅行需求提升。根据德勤调研，日间徒步旅行和跑步是欧洲最常见的户外活动，分别占比 39% 和 33%，其次是骑自行车和在开放水域游泳，但疫情之下人们更期望计划参加多日户外活动，露营和徒步旅行的需求提升。

图32：疫情催化多日的露营和徒步旅行需求提升



资料来源：德勤、开源证券研究所，调研时间截至 2021 年 9 月

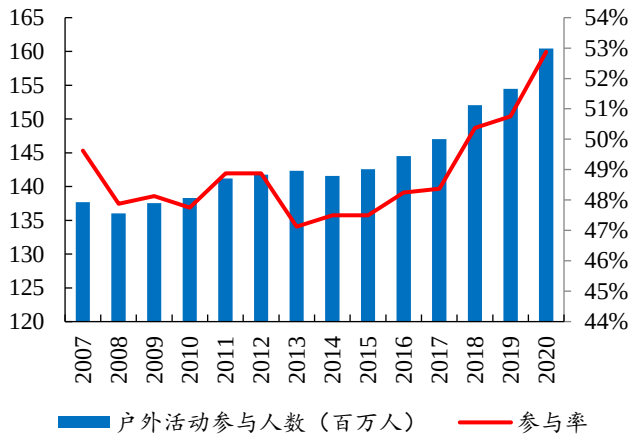
■ 美国：户外活动参与率 50%+，户外休闲活动细分化、大众化趋势明显

美国户外活动参与率不断攀升，疫情下达 53% 创新高。根据美国户外行业协会 (OIA)，近年来美国户外活动参与率逐年提升，尤其在疫情下参与率提升明显，2020 年 6 岁及以上的美国人口参与户外活动的比例创新高，占比 53%，每位参与者的平均外出次数为 82 次，截至 2021 年 12 月人数增长至 1.607 亿，经我们测算，占比为 52%，仍维持 50% 以上。

疫情前户外休闲经济呈稳定中单位数增长，疫情体现传统户外活动的需求韧性。根据美国经济分析局 (BEA)，2013-2019 年期间，美国户外休闲经济的规模增速均为 4-5%，2020 年规模为 3743 亿美元 (-20%)，占当前美元 GDP 的 1.8%，但传统户

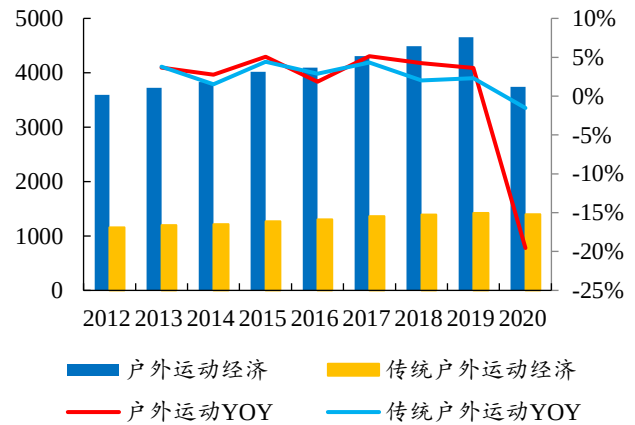
外经济（如骑行、划船、远足和打猎）仅下滑 2%。

图33：美国 2020 年户外活动参与率达 53%创新高



数据来源：OIA、开源证券研究所

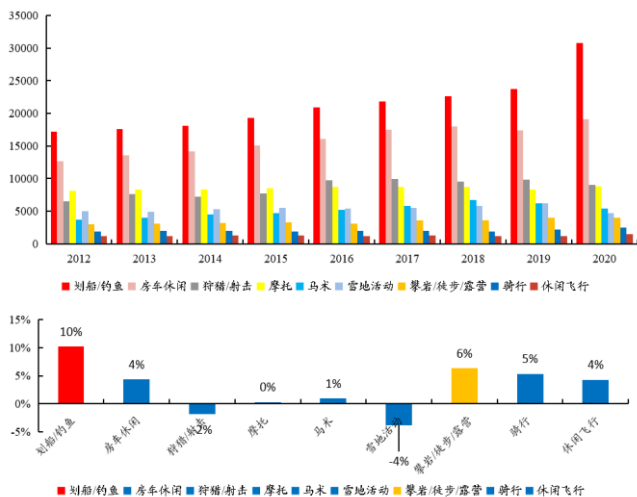
图34：2020 年以前美国户外休闲经济呈稳定中单位数增长（单位：亿美元）



数据来源：BEA、开源证券研究所

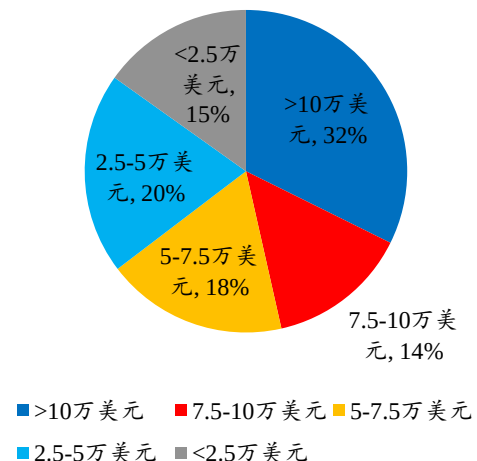
美国户外休闲活动细分化、大众化趋势明显。2016-2020 年规模占比较小的细分活动增速较快，其中美国攀岩/徒步/露营经济快速增长，复合增速为 6%，同时 2019-2021 年收入低于 2.5 万美元的家庭参与率每年增长 6%，而收入超过 10 万美元的家庭每年增长 3%，大众渗透率逐步提升。

图35：2016-2020 年美国攀岩/徒步/露营经济快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2021 年参与户外的家庭中，收入低于 2.5 万美元的占比提升至 15%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

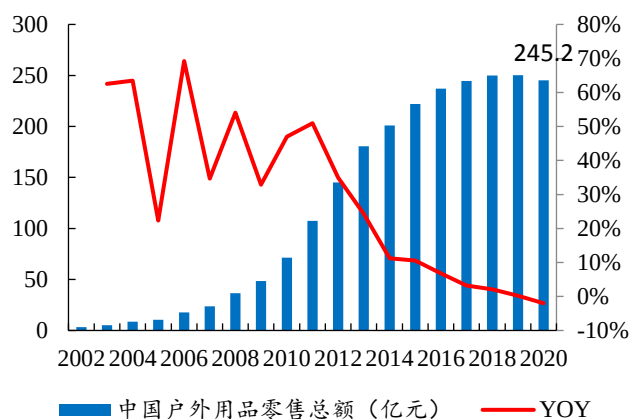
中国：户外休闲发展起步较晚，但户外市场空间广阔

我国户外用品行业经历了三个主要发展阶段：（1）90 年代末—2005 年萌芽期，我国沿海地区出现了少量户外用品的代工企业；（2）2006—2011 年高速发展期，市场规模从 20 亿元左右快速增长至 100 亿元左右，年增长率超过 35%，高于同期服装行业增速；（3）2012 年开始行业增速逐渐放缓，2015 年至今增速显著减缓进入夯实调整期。根据 COCA，2019 年中国户外用品市场零售规模/出货额规模分别为

250.2/141.6 亿元，2014-2019 年 CAGR 分别为 8.1%/9.7%。

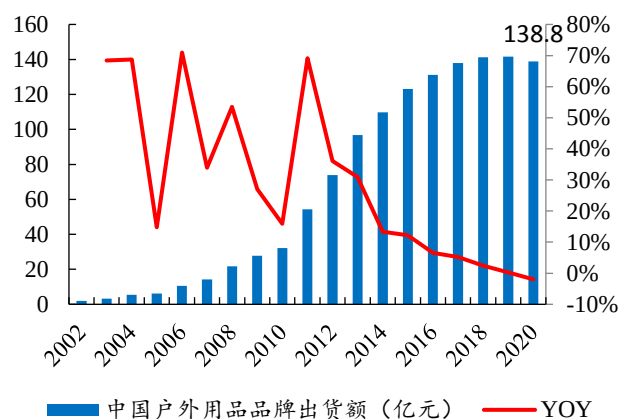
基于 2020 年疫情伊始对户外休闲产生严重限制，户外用品需求量下降，预计 2020 年中国户外用品市场零售/出货额规模均有 2% 的下滑将至 245.2/138.8 亿元左右，疫情常态化下预计 2021 年开始户外用品市场将有回暖。

图37：2020 年中国户外用品市场零售规模 245.2 亿元



数据来源：COCA、前瞻产业研究院、开源证券研究所

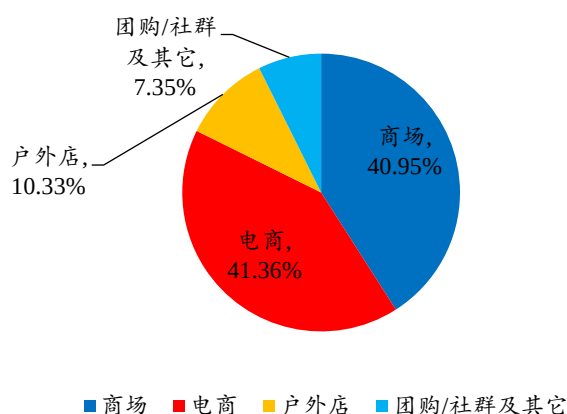
图38：2020 年中国户外用品市场出货规模 138.8 亿元



数据来源：COCA、前瞻产业研究院、开源证券研究所

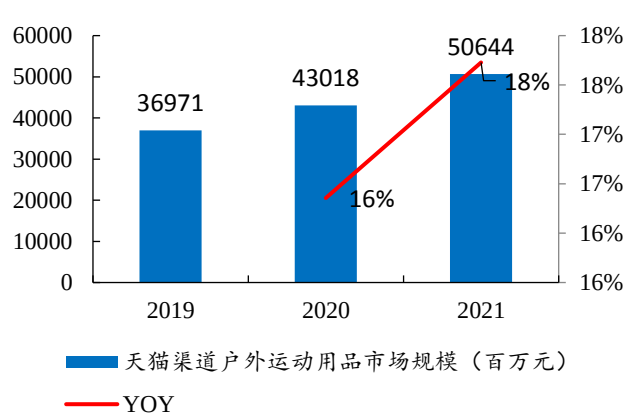
国内自主品牌销售渠道包括：商场店、专业户外店和电子商务等，其中 8 成集中在商场店和电商渠道，主要系消费者结构及消费习惯影响，户外运动专业化向大众化转变的过程，商场店的大众客流量更大，以及我国电子商务发展较为成熟，导致户外用品电商渠道增速较快，根据魔镜数据，2021 年阿里天猫渠道户外运动用品市场电商市场规模 506 亿元，同比提升 18%，较 2020 年增速有 2pct 提升。

图39：2018 年国内自主品牌主销售渠道为商场和电商



数据来源：COCA、开源证券研究所

图40：天猫户外运动 2020 年规模 506 亿元，增长提速



数据来源：魔镜、开源证券研究所

伴随健康意识提升和国民收入提升下消费升级的浪潮，居民参与度不断提高，消费能力也逐渐增强，但与欧美仍有较大差距。据中国登山协会相关数据，2018 年中国泛户外运动人口达 1.45 亿人，占运动人口的 33%，占总人口的 10% 左右，与欧美 50%-80% 相比有较大提升空间，根据 COCA 数据，2018 年我国的户外用品行业年度人均消费额不足 20 元，而欧美和亚洲发达国家的人均消费额均在 300-800 元之间。

2.3、行业驱动：政策支持下国内参与率有望提升，品类拓展及产品升级贡献需求增量

随着经济的高速发展，产业结构的逐渐升级，户外运动产业逐渐得到了政府部门的重视，2014 年以来多项文件出台以促进我国户外运动产业发展，户外场地建设及配套设施的完善为户外运动发展打下基础。

表2：2014 年以来多项文件出台以促进我国户外运动产业发展

文件名称	发文时间	发文单位	内容摘要
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014.10.02	国务院办公厅	大力发展健身休闲项目：路跑运动、自行车运动、水上运动、登山攀岩等群众喜闻乐见和具有发展空间的项目。
《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	2015.11.22	国务院办公厅	大力普及健身跑、自行车、登山等运动项目，带动大众化体育运动发展。
《体育产业发展“十三五”规划》	2016.05.05	国家体育总局	大力发展健身走(跑)、骑行、登山、徒步等群众喜闻乐见的运动项目，积极培育具有消费引领特征的时尚运动项目。
《全民健身计划(2016—2020 年)》	2016.06.15	国务院办公厅	大力发展健身跑、健步走、骑行、登山、徒步等群众喜闻乐见的运动项目，积极培育具有消费引领特征的时尚休闲运动项目。
《山地户外运动产业发展规划》	2016.10.21	体育总局、国家发改委、财政部等 8 部委	形成布局合理、功能完善、门类齐全的山地户外运动产业体系。到 2020 年，山地户外运动产业总规模达到 4000 亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。
《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016.10.28	国务院办公厅	推广登山、攀岩、徒步、露营、拓展等山地户外运动项目，推动山地户外运动场地设施体系建设，形成“三纵三横”山地户外运动布局，完善山地户外运动赛事活动组织体系，加强户外运动指导员队伍建设，完善山地户外运动安全和应急救援体系。
《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》	2019.09.17	国务院办公厅	促进区域特色体育产业发展。以资源禀赋为依托，引导山地户外等运动项目产业合理布局。鼓励各地开发一批以攀岩、皮划艇、滑雪、滑翔伞、汽车越野等为代表的户外运动项目。 鼓励体旅融合发展。实施体育旅游精品示范工程，打造一批有影响力的体育旅游精品线路、精品赛事和示范基地。将登山、徒步、越野跑等体育运动项目作为发展森林旅游的重要方向。

资料来源：中央人民政府官网、开源证券研究所

行业增量源自于户外参与率提升、品类拓展及产品升级。

(1) 户外运动参与率提升，受益于国内社会经济发展水平提升、人们对于生活品质要求提高、户外运动氛围和生活习惯养、疫情后健康意识的提升等因素影响，新户外参与者扩大了户外用品市场的消费规模。

(2) 品类拓展，户外运动涉及山地、水上和空中三种场景，且在每种场景下需要的设备种类非常丰富又不尽相同，随着消费者户外运动的次数提升或解锁新户外运动场景时，品类也会进一步拓展。

(3) 产品升级，随着多年来迪卡侬等性价比品牌以及电商白牌的发展，户外用品中低端产品逐步普及，预计会释放出部分升级的消费者，在更换产品时对高品质产品质感、环保性的要求将为中高阶户外装备市场提供空间，例如将添加增塑剂的 PVC 材质用品更换为 TPU 材料。

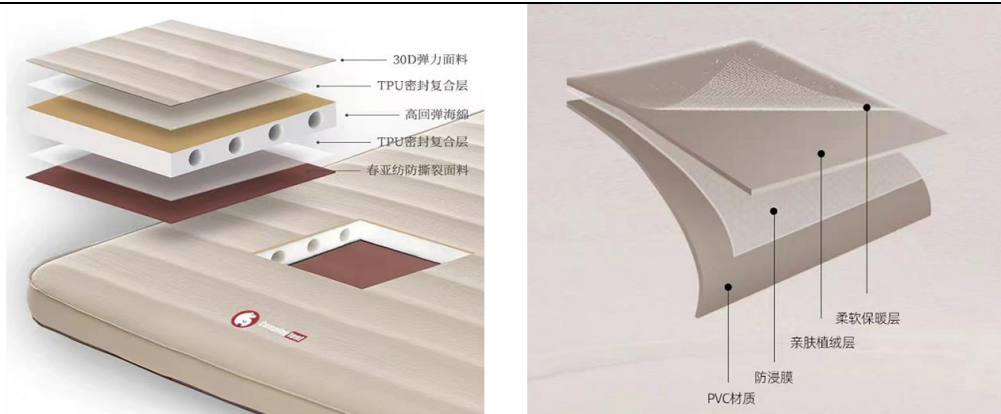
TPU 是一种新兴的有机高分子材料，由 TPU 生产的薄膜具有防水透湿、高弹性、高强度、耐穿刺、耐磨损、耐刮擦、耐老化的特点，并且在炎热环境中表现良好，与聚氯乙烯 (PVC) 相比，在手感、耐刮性、弹性恢复方面都更佳，且生成过程可以通过热粘合工艺连接，不需要添加增塑剂，寿命至多 2-3 年，可生物降解且可完全回收利用，环保性更佳，因此是未来取代 PVC 的最佳选项。

PVC 是一种硬塑料，必须使用增塑剂获得充分的延展性和柔韧性，但增塑剂在

塑料中呈游离状态，可以迁移至环境通过与人的口腔、皮肤粘膜等接触进入人体，影响生物体内分泌和导致癌细胞增殖，属于致癌、致突变的环境激素。

从运动鞋服 TPU 渗透率提升的趋势来看，TPU 材料在运动鞋中占 10%左右，在消费升级、注重环保的背景下，预计户外休闲用品中 TPU 替代 PVC 的需求将逐步提升。气垫的户外场景需求需要耐高温低温、舒适和防水，目前气垫中 PVC 面料占主要地位，TPU 面料产品由于成本更高，普遍用于中高端产品，但我们通过分析 TPU 的优势，认为 TPU 产品功能性更强且具有环保性，大众户外运动品牌迪卡侬在可持续报告中披露，2020 年采用环保产品的销售额占比同比提升 0.9pct 至 5.9%，并致力于 2026 年 100%采用生态设计的产品。

图41：TPU 产品功能性更强且具有环保性，目前由于成本更高普遍用于中高端产品，定价高出 PVC 产品 20-40%



	TPU	PVC	备注
硬度	70-97A	40-90A	硬度等级越高抗穿刺性和耐磨性越高
抗拉强度Psi	400-600	200-400	
断裂延伸%	4-10	1-3	
耐低温性	优	较差	TPU薄膜即使暴露于低至-30摄氏度也能保持灵活性
耐摩擦性	优	一般	TPU薄膜的耐磨性较天然橡胶耐磨五倍以上
耐撕裂性	优	一般	
耐温性	可达130摄氏度		
耐气候老化性能	优于天然橡胶和其他合成橡胶		
生物相容性	无毒，无过敏反应性，无局部刺激性，无致热源性		
环保可降解性	燃烧时不产生污染，在土壤中3-5年内可生物降解		
单价（单人，元）	迪卡侬299.9（较PVC高20%） 探险者399（较PVC高38%）	迪卡侬249.9 探险者单人288	

资料来源：天天化工、开源证券研究所

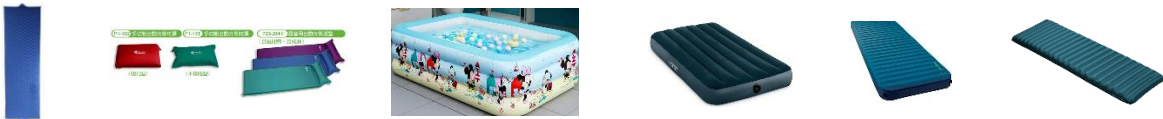
2.4、竞争格局：全球品牌集中度较为分散，国内市场较为集中

全球户外休闲产品及水上休闲产品行业相对分散但充气产品市场集中度高。全球最大的部分户外休闲产品公司包括 Jarden、VF、Vista Outdoor、Adidas 和 Nike 等，主要水上休闲产品公司包括荣威国际、Speedo、Johnson Outdoor 和明达实业(Intex)。根据弗若斯特沙利文，按零售销售价格计算，全球户外休闲产品 CR5 于 2016 年共占全球市场份额的 13.8%，水上休闲产品行业的 CR5 于 2016 年共占全球市场份额的 11.4%。按 2016 年零售额计算充气式休闲产品公司市占率，前五大公司市占率为 85.5%，Intex 位列第一为 40.5%、Bestway 市占率为 31%、Jarden Corp 为 8%、Polygroup 为 3.8%、Advanced Element 为 2.2%。

从我国户外休闲产品行业制造端看，集中度不高，竞争较激烈。欧美发达国家和地区对户外休闲用品的市场需求较大，但自身产能有限，对进口的依赖度高。凭借基础设施完善、人力成本较低等优势，中国成为最主要的户外休闲用品生产国，国内从事户外休闲用品生产的企业较多，多为 OEM/ODM 单一制造商，业务基本以出口为主，销售渠道主要为外贸公司、批发商、品牌商和零售商等，也有小部分采取制造+品牌经营的生产模式。

通过对比荣威国际、明达实业、自动充气床垫主要代工厂浙江自然、中国台湾 FENGYI 以及发明自充气床垫的美国户外用品企业 Cascade Designs、西班牙户外用品企业 TRANGOWORLD。从产品面料看，浙江自然、中国台湾 FENGYI、Therm-a-Rest、Trangoworld 以 TPU 面料为主，尤其 Therm-a-Rest 和中国台湾 FENGYI 只做 TPU 产品，而 Bestway、Intex 为 PVC 产品。由于 PVC 产品目前仍占据户外产品的主要地位，因此按收入规模看，Intex>荣威国际（2020 年收入规模为 12 亿元）>浙江自然（2021 年收入规模为 8 亿元）>Therm-a-rest（2020 年预计 6.9 亿元）>中国台湾 FENGYI（2020 年预计 1.2 亿元）>Trangoworld（2020 年预计 0.8 亿元）。

表3：按收入规模看，Intex>荣威国际>浙江自然>Therm-a-rest>中国台湾 FENGYI> Trangoworld

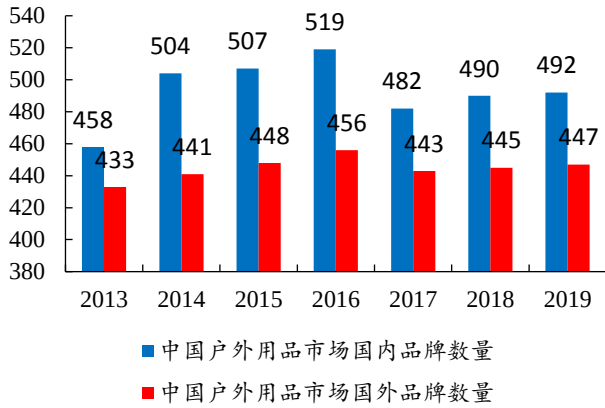
	浙江自然	中国台湾 FENGYI	荣威国际	明达实业	Cascade Designs	Trangoworld
总部	浙江省	中国台湾	中国香港	厦门市	美国西雅图	西班牙
成立	1992 年	1994 年	1994 年	1995 年	1972 年	1928 年
主要品牌	/	Foam-Tex	Bestway	Intex	Therm-a-Rest	Trangoworld
主要面料	TPU	TPU	PVC	PVC	TPU	TPU
主要产品	充气床垫、防水箱包、充气枕及坐垫	自动充气床垫、空气床垫、相关配件	地上游泳池及便携移动式 Spa、娱乐产品、运动产品、野营产品等	水上用品、运动用品、休闲用品、充气家具、室内外游戏用品等	便携睡垫、枕头和座垫	冲锋衣、鞋、裤子、手套、背包、充气床垫
规模	2021 年收入 8.42 亿元，4 个生产基地浙江天台、上海松江、越南和柬埔寨	2013 年营业额 1800 万美元，截至 2013 年产能 90 万件床垫，拥有 3 家工厂，共 1.5 万 m ³ 的生产面积和 16 条生产线	2020 年收入 9.9 亿美元，野营产品收入 1.73 亿美元，产品销往超 130 个国家，5 个生产基地江苏盐城&海安&如皋、上海、越南前江省	2020 年总资产为 26.05 亿元，出口销往全球 100 多个国家和地区	2020 年销售额 1.01 亿美元	2020 年销售额 1161 万美元
充气产品						
充气床垫市占率	全球自动充气式户外床垫市占率 50%左右	/	全球充气式户外休闲产品市场第二位，预计市占率 25%	全球充气式户外休闲产品市场占有率第一，预计在塑胶休闲制品全球市场占有率达 55%	/	/

资料来源：浙江自然招股说明书、Dun & Bradstreet、企查查、环球品牌、开源证券研究所，注：加*为第三方机构，非官方数据，按 2020 年平均汇率，1 美元=6.9 人民币

从我国户外休闲产品行业品牌端看，自主品牌从“快速求量”转向“以质求稳”，市场集中度较高且不断提升。中国户外用品市场中，国内品牌数量自 2017 年收缩以来保持近 500 家较为稳定的水平，与国外品牌出货额有所下降的趋势相比，国内品牌的出货额不断提升，且 20 家左右年出货额超 1 亿元的品牌占有率自 2017 年来的

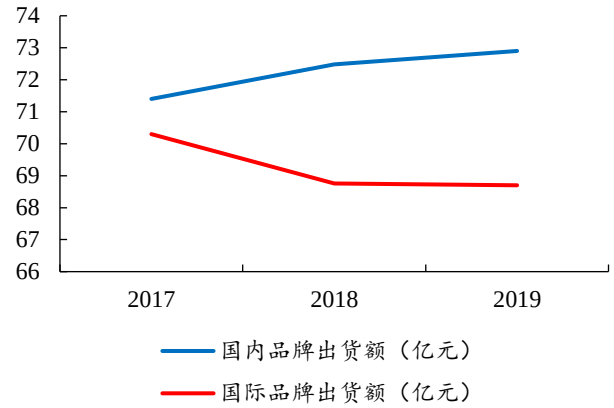
59.8%提升至 63%，市场集中度相对较高且不断提升。

图42：国内品牌数量自 2017 年收缩保持近 500 家水平



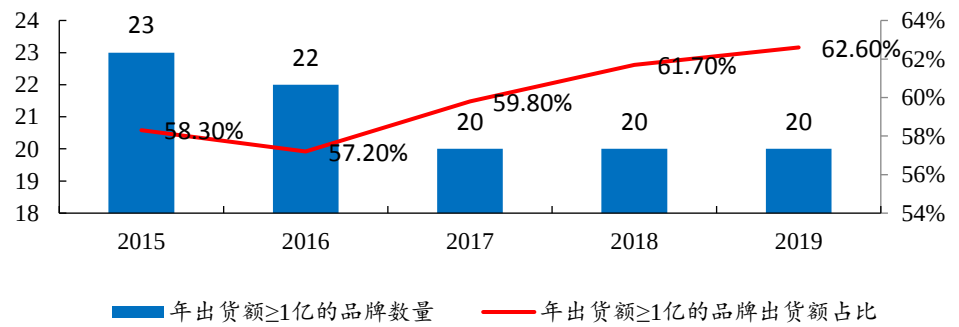
数据来源：COCA、开源证券研究所

图43：国内品牌的出货额不断提升



数据来源：COCA、开源证券研究所

图44：20 家左右年出货额超 1 亿元的品牌占有率自 2017 年来的 59.8%提升至 63%



数据来源：COCA、开源证券研究所

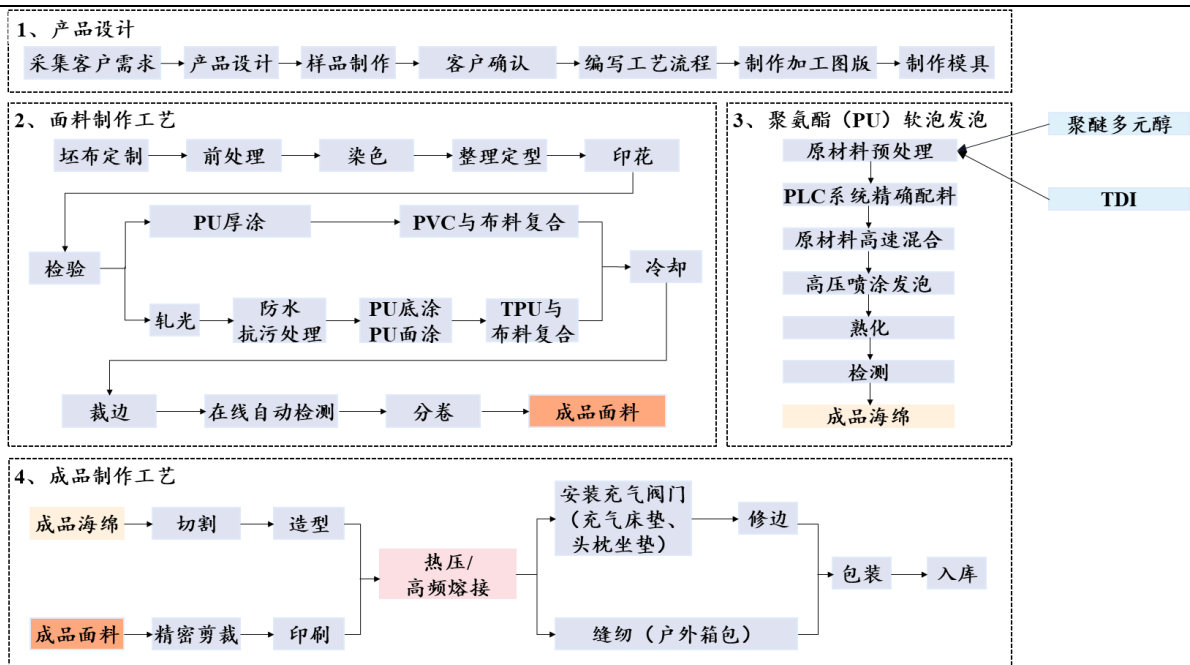
3、核心竞争力：大客户背书+垂直一体化筑就核心竞争力

3.1、壁垒一：具备垂直一体化和柔性生产的供应链壁垒

公司 TPU 产品完全自主生产，相较于同行业 TPU 产品生产企业仅经历裁剪-丝印-熔接成型-缝纫-包装而言，公司生产流程从原材料—中间材料—制成品的全过程自控自制，逐渐形成独具特色的垂直一体化生产模式。

公司掌握 TPU 薄膜生产、TPU 面料复合技术、聚氨酯（PU）软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等从坯布到户外运动成品的所有关键工艺和技术。尤其 2021 年随着公司“改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目”落地，进一步向产业链上游延伸至 TPU 薄膜生产，盈利能力再上台阶的同时强化产品交期和数量方面的竞争力，有效提升了公司抗风险能力和议价能力。

图45：公司生产流程从原材料—中间材料—制成品的全过程自控自制，逐渐形成独具特色的垂直一体化生产模式



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表4：公司目前拥有 5 项核心技术

序号	名称	技术性能描述	所处阶段
1	聚氨酯软泡发泡技术	公司拥有近 20 年的聚氨酯软泡发泡经验，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
2	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
3	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
4	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
5	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

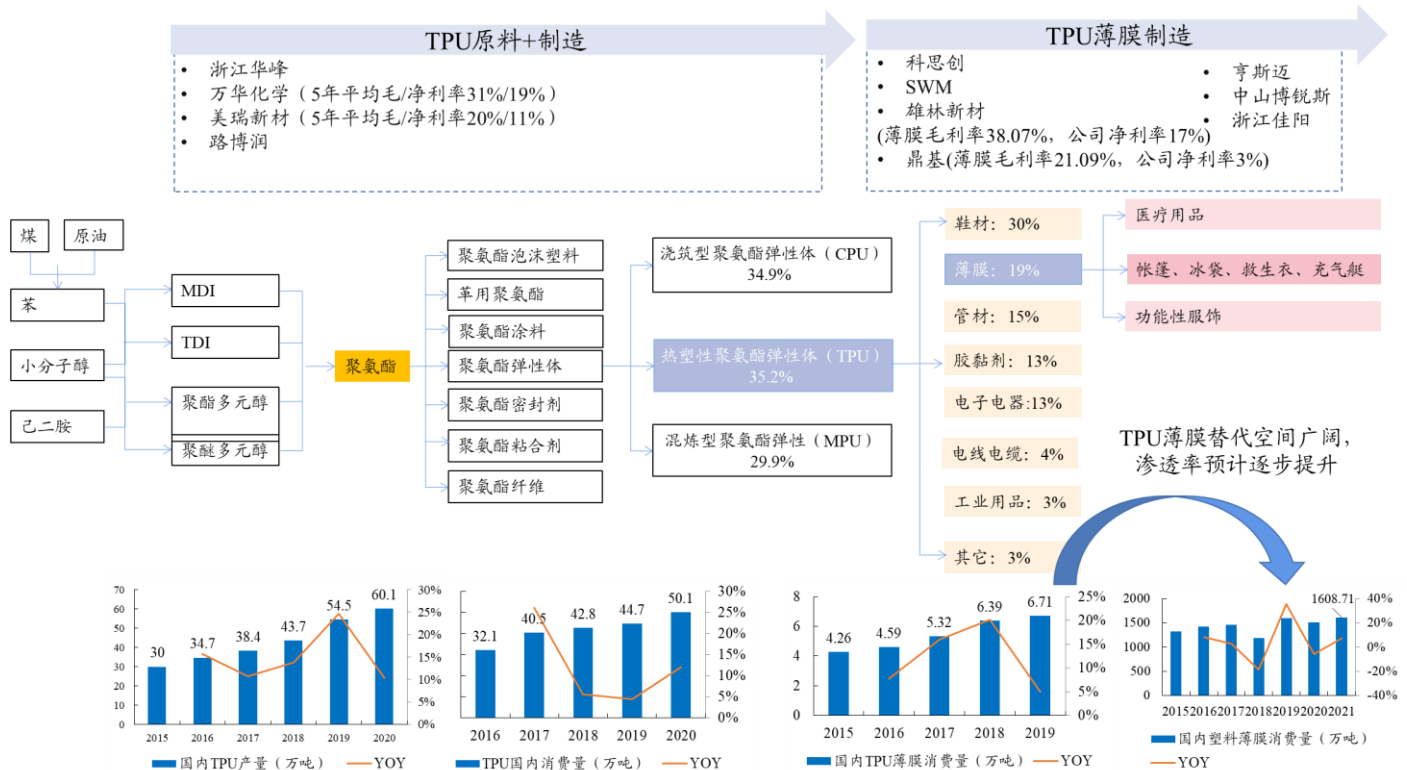
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司生产 TPU 产品所用的主要原材料包括 TPU 粒子（外采）、TPU 膜（自制）、复合所用布料（外采）、化工材料 TDI 及聚酯多元醇（外采）、辅料等，我们通过研究 TPU 产业链分析了公司向 TPU 薄膜延伸后在盈利及产品上的优势：

3.1.1、国内 TPU 产业链概况：起步较晚，仍处于成长期，应用不断拓宽

从供给端看，2015-2020 年国内 TPU 产量年均复合增长率为 14.9%，2020 年产量略有下降至 60.1 万吨。从需求端看，下游应用领域从鞋类、功能性户外用品等市场不断拓展到了医药、航空、环保等市场，2016-2020 年国内 TPU 消费量年均复合增长率为 11.8%，2020 年消费量同比增长 12%至 50.1 万吨。

图46：国内 TPU 行业起步较晚，仍处于成长期，应用不断拓宽



资料来源：Wind、美瑞新材招股说明书、鼎基公司公告、雄林新材招股说明书、前瞻产业研究院、天天化工网、开源证券研究所

■ TPU 制品上游：具有技术壁垒和高行业集中度，采购时议价空间有限

TPU 薄膜以 TPU 粒子为主要原材料，而 TPU 粒子的主要原料 MDI、聚酯多元醇等均为石化产品，其价格受直接原材料供需影响较大。TPU 原材料具有强技术、设备壁垒和高行业集中度。国内生产 TPU 的厂家约有 100 多家，中高端是大型跨国公司在华投资的公司与本土一定规模的企业竞争，中低端是本土中小型企业竞争，2019 年中国 TPU 产量约 51.29 万吨，前六家企业浙江华峰、万华化学、美瑞新材、巴斯夫、科思创、亨斯迈共占据全国 TPU71% 的市场份额，盈利能力为 TPU 产业链内最高，行业平均毛利率 20-30%、行业平均净利率 10-20%。

■ TPU 膜：利润高于传统塑料薄膜，替代 PVC 薄膜空间广阔

TPU 薄膜性能突出，替代 PVC 薄膜空间广阔。从供给端看，2021 年我国应用于薄膜生产的 TPU 占比位列第二，占比 19%仅次于鞋材的 30%；从需求端看，2015-2019 年 TPU 薄膜消费量的年均复合增长率为 12%，2019 年消费量为 6.7 万吨，

但由于我国塑料薄膜产业规模较大，2021 年塑料薄膜消费量为 1608 万吨，塑料薄膜在薄膜消费中占主导地位，TPU 薄膜消费只占极小一部分（0.3%-0.5%），但在薄膜总消费量中（塑料+TPU 薄膜）占比从 2016 年的 0.32%提升至 0.42%，TPU 薄膜替代空间广阔，渗透率预计将逐渐提升。

国内薄膜主要生产商包括科思创、SWM、熊林新材、鼎基、亨斯迈、博锐斯、浙江佳阳等公司，目前国产 TPU 薄膜产品以低端消费领域为主，中高端市场主要由技术较成熟、产品性能稳定的中国台湾地区及欧美企业所占据。

作为一种新型环保材料，TPU 薄膜的利润水平高于传统塑料薄膜。TPU 膜市占率高的雄林新材以及浙江自然实现 TPU 膜自产前的供应商鼎基的经营数据看，TPU 薄膜行业毛利率约为 20-40%、净利率约为 3-17%的区间水平。

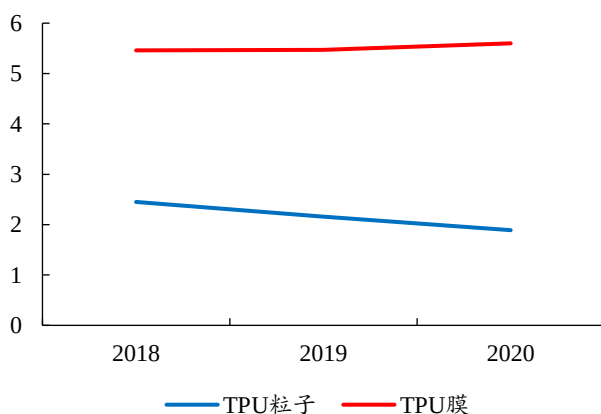
3.1.2、垂直一体化优势：获取上游利润，提升质量、交期竞争力强化合作深度

公司实现了面料、辅料、配件、裁剪、印刷、成型等大部分工艺环节的自主生产，减少外部加工费用，从而有效降低生产成本，自主控制的供应链保证了质量外，对客户研发需求有较强的支持、配合度，提高了公司的竞争优势和客户粘度。

■ 压缩采购成本，自产薄膜和面料获取产业链上游利润

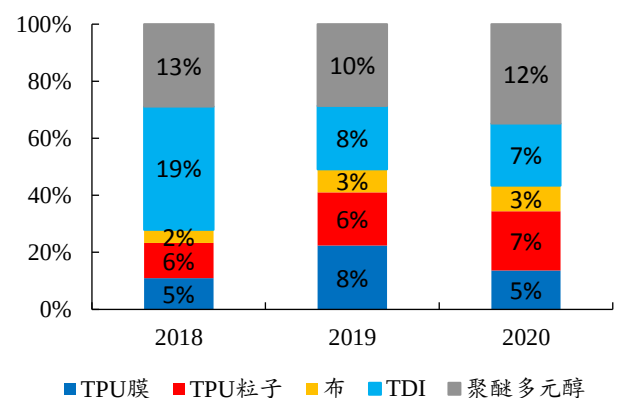
不同于纯来料加工的制造模式，PU 发泡、TPU 复合面料、TPU 膜三个生产环节贡献了公司超越同行的超额利润，尤其 2021 年 TPU 膜实现部分自产替代，进一步压缩成本。TPU 类原材料在每年的采购额中占比 11-14%，TPU 膜占比 5-8%，主要采购于中国台湾鼎基，采购价格高于 TPU 粒子，2018-2020 年采购金额分别为 1213.66、1482.35、970.13 万元。2021 年公司实现部分 TPU 膜的自产替代，募投项目中改性 TPU 复合面料产线的扩增，带来技术、设备的快速提升，实现了 TPU 膜自制替代进口，有效对冲了该部分材料价格上升所带来的成本压力。

图47：公司对 TPU 膜采购价格高于 TPU 粒子（单位：万元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图48：2018-2020 年 TPU 膜在采购金额中占比 5-8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

■ 垂直一体化保证产品质量，并有助于持续升级产品

TPU 薄膜与面料复合技术壁垒相对不高但产品质量及稳定性悬殊。TPU 可以被流涎、吹膜、压延或涂层做成薄膜，进一步用 TPU 薄膜复合在各种面料上即可以得

到结合两者特性的 TPU 复合面料。复合方法有两种，一种为后贴，此方法过程中要对 TPU 薄膜再次加高温高压，工艺控制不当便会对薄膜产生损伤，甚至细小破孔，因此质量及稳定性不高；另一种为在线复合，避免了对薄膜的损伤，表面成型美观，并可做出不同纹路，目前国内拥有设备与成熟工艺的只有浙江自然等少数几家。

表5：TPU 薄膜与面料复合技术影响产品质量及稳定性

复合方式	释义	应用
后贴	先做成 TPU 薄膜再与面料上胶贴合，外购 TPU 薄膜后自身只完成上胶贴合的过程	国内大部分小工厂采取后贴方式
在线复合	在面料上涂好胶或者不上胶，直接将流体状的 TPU 薄膜流涎在面料上	拥有成熟设备和工艺的仅少数几家，技术大多从中国台湾引进

资料来源：雄林新材公司官网、开源证券研究所

TPU 膜生产具有一定壁垒，需要生产企业在配方调整、批量生产、设备管理等方面具备相关的技术和经验积累。(1) **设备投入**：TPU 膜制品生产设备一般为定制，且不同产品对生产设备的一些组件存在差异化要求，生产企业必须深刻理解 TPU 生产工艺，并具有相应的机械设备设计改造能力；(2) **工艺技术**：TPU 膜制品的许多特殊性能需要特定添加剂才能实现，不同 TPU 膜制品需要不同配方开发 TPU 膜制品。此外，TPU 材料在加工时易出状况，成型时易粘连、收缩，对生产工艺的要求比较苛刻，生产环境和技术参数的波动均影响质量稳定性。

除自产 TPU 薄膜与面料外，聚氨酯发泡属于化工生产，需要较高的资质。公司从 2000 年开始自己发泡，积累二十余年的技术优势，PU 发泡技术制造出的海绵密度低、回弹持久度高，且所用生产设备均通过改造提高了生产效率。

■ 交期：精准控制交期，强化自身柔性供应能力

客户存在鲜明定制化需求。在户外运动用品方面，消费者越来越注重个性化的消费，公司客户为了在市场竞争中占据领先优势，会根据消费者的个性化偏好提出定制化的订单需求，例如大客户迪卡侬虽然每年 9-10 月集中下单，由公司 10 月开始准备生产，但还会根据其自身经营需求不定期下达临时订单，交期按具体订单执行。

柔性供应能力成为代工厂竞争力之一。面对定制化需求，代工厂需要根据客户不同的产品结构、设计方案、材料选择、规格等进行定制化生产，产品种类、型号较多。虽然产线切换过程只涉及模具改换，切换成本不高，但产品复杂程度不同，部分只有 3-4 道工序而部分产品需要 30-40 道工序，因此需要对机器综合运行有较强的管理能力。

垂直一体化后，公司节省与上游材料商的交货顺序、交货时间，排产更周密。在长期的生产经营过程中，公司为紧跟市场发展的趋势和方向并不断契合客户的需求，逐步实现了生产线的柔性生产能力，以此满足产品多样化、定制化、小批生产的柔性生产需求，进一步缩短生产周期、提高交付能力，以更好适应市场需求。

3.2、壁垒二：大客户迪卡侬背书，掌握 200+优质客户，订单需求旺盛

与优质客户长期合作，订单需求旺盛且稳定可持续。公司与全球知名公司迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等建立了长期、稳定的合作关系，积累了 200+个优质全球客户资源，根据客户类型可以分为

- 战略合作伙伴：迪卡侬
- 大型商超：REI、沃尔玛、COSCO、LIDL 等
- 户外运动品牌：Sea to Summit、Kathmandu 等
- 国内客户：牧高笛、挪客、探路者、三夫户外等

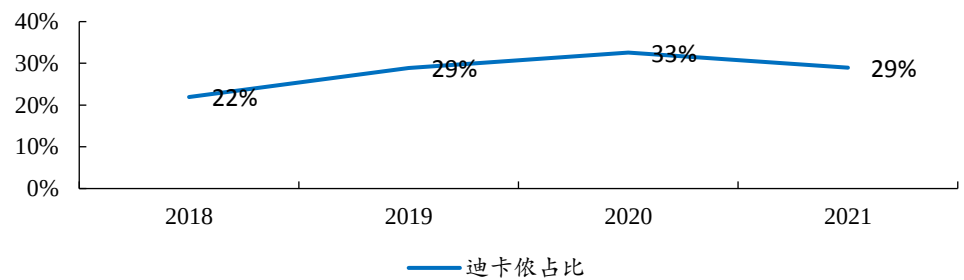
表6：公司与主要客户业务关系具有稳定性、可持续性，被替代风险较低

万元	2018 年	2019 年	2020 年	采购份额	采购地位	合作时间	合作背景	主要合作产品
迪卡侬	11,149.91	15734.71	18904.46	热熔接采购占比 25%	战略合作	2010 年	迪卡侬网络搜索	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他
SEA TO SUMMIT	2,417.90	3827.54	2194.97	15%左右	前十大	2012 年	推荐	充气床垫、头枕坐垫
LSO LP	3,838.37	3397.98	528.78	15%左右	前十大	2010 年	中国进出口商会	充气床垫
Balluck Outdoor Gear Corp.	2,036.18	2368.96	2574.69	25%左右	前十大	2009 年	中国进出口商会	充气床垫、头枕坐垫
际华集团	237.86	2029.1	926.45	1%以内	100+	2015 年		充气床垫
历德超市	3,052.26	313.07	932.65	1%以内	100+	2006 年		充气床垫
Flexxtrade	2,286.01	1962.87	1546.96	1%以内	100 以内	2011 年	推荐	充气床垫、头枕坐垫
REI	371.74	1314.19	1699.46	1%左右	15 以内	2013 年	展会	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫
Exxel	61.89	28.33	1274.47	5%以内	50 以内	2013 年	推荐	充气床垫
Super Retail Group	1,163.60	1105.27	1766.89	1%以内	100 以内	2016 年	推荐	充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他

数据来源：公司公告、开源证券研究所

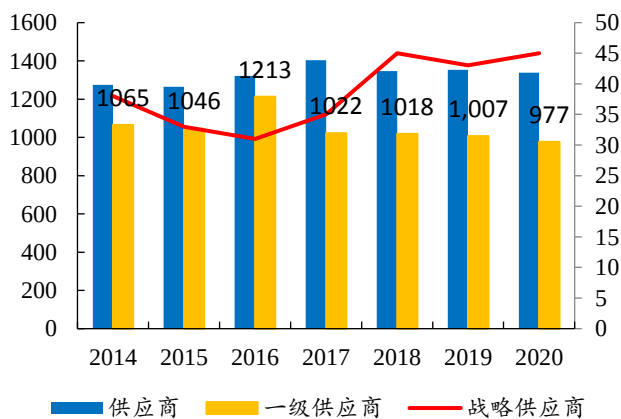
3.2.1、战略合作后迪卡侬份额有望提升，大客户背书有望进一步打开国际市场

2008 年迪卡侬通过网络了解公司后主动抛出橄榄枝，但由于迪卡侬供应链准入条件严格，经过 2 年资质和能力审核，2010 年与公司建立起长期、稳定的合作关系，2018-2021 年对迪卡侬的收入占比分别为 22%、29%、33%、29%。2021 年上半年，公司进一步通过了迪卡侬严格的体系考核，正式成为热熔接部门的唯一的战略合作伙伴，此次战略合作的意义在于：一方面承接除充气床垫外其它热熔接类产品订单，公司在迪卡侬内的份额有望快速成长；另一方面，得到大客户背书后预计将进一步打开国际市场。

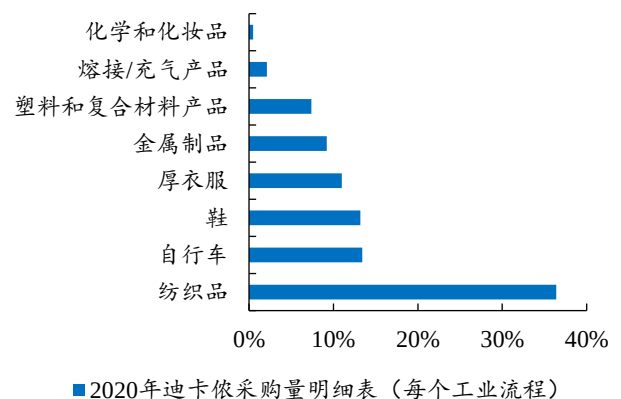
图49：迪卡侬是公司第一大客户，2018-2021 年占整体收入比 22%/29%/33%/29%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

迪卡侬供应体系稳定，近年精简体系与战略供应商长期绑定发展。迪卡侬自 2017 年开始精简供应体系，2020 年全球共 1339 家供应商，一级供应商进一步减少至 977 家，但受益于严格的准入条件，迪卡侬与核心供应商的合作十分稳定，截至 2020 年与 Top100 供应商平均合作期限为 11.2 年，全球 45 家战略供应商生产了 32.3% 产品，生产过程中共享迪卡侬产品设计、研发项目及资源，浙江自然所涉的熔接/充气类产品采购量在迪卡侬采购体系内排第六，占比 2.1%。

图50：迪卡侬精简供应体系，提升战略供应商数量


数据来源：迪卡侬可持续报告、开源证券研究所

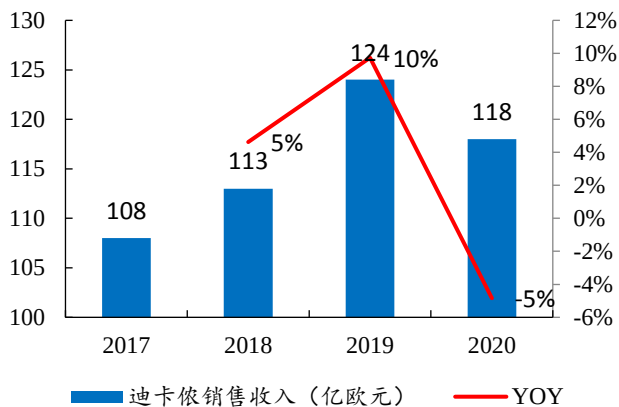
图51：熔接/充气类采购量在迪卡侬采购体系内占 2.1%


数据来源：迪卡侬可持续报告、开源证券研究所

公司在迪卡侬内具有较高成长性。虽然公司目前是热熔接类产品的二供，预计份额占比 25%，但与一供荣威国际份额相差不多，且公司迪卡侬的订单额增速快于迪卡侬自身增长，体现公司在迪卡侬采购体系中的占比提升，2019-2021 年来自迪卡侬的订单增速分别为 41%、20%、29%。凭借战略合作关系以及迪卡侬对环保设计的产品需求提升，预计迪卡侬订单需求旺盛公司将成为熔接类第一供应商。

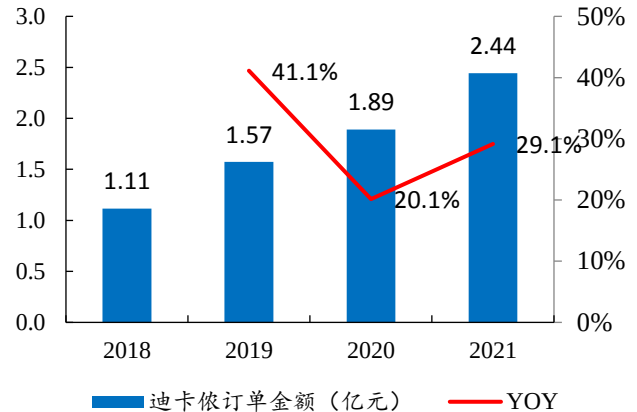
迪卡侬订单周期为年度、报价机制稳定。不同于中小型客户是市场报价，迪卡侬采取成本加成模式，考虑原材料、汇率、参与程度每年进行报价，下单结束后价格一般不变。

图52: 疫情前, 迪卡侬作为知名户外品牌规模快速成长



数据来源: 迪卡侬可持续报告、开源证券研究所

图53: 公司迪卡侬的订单额增速快于迪卡侬自身增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2.2、其它客户份额提升, 客户结构优化分散风险

除迪卡侬外, 公司其它客户资质同样优异, 订单具有稳定性、可持续性, 且公司在多数客户供应链体系内排名靠前, 被替代风险较低。例如公司是 Sea to summit、LSO LP、Balluck Outdoor Gear 的 CR10 供应商, REI 的 CR15 供应商, 尤其对 Balluck Outdoor Gear 与 REI 的收入连续两年实现增长, 体现出良好的规模增长潜质, 份额有望继续提升。

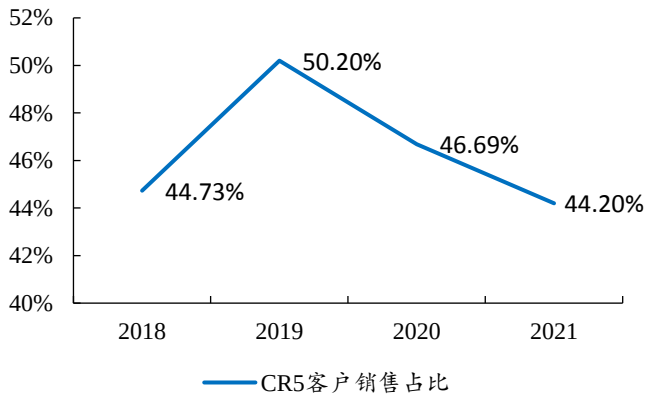
大客户集中度有所下降, 有利于分散订单集中风险。2021 年 CR5 客户销售收入占比位 44.2%, 在同行业 34-60% 的集中度中属于较低水平, 可以体现出其它中小型客户规模逐渐提升。

图54: 除迪卡侬外, 公司其它客户资质同样优异

客户	概况	2020年收入占比	2018-2020年收入占比趋势
SEA TOSUMMIT	全球知名户外专业运动品牌, 产品销往35个国家和地区	4%	▲
LSO LP	为Costco、Walmart、Dick's等美国超市采购各类产品	1%	▲
Balluck Outdoor Gear Corp.	为美国高端户外品牌采购各类产品, 创始人出生在中国台湾, 主要业务在江苏省无锡市	4%	▲
际华集团	A股上市公司, 是国内少数几个面向国际军需品市场的销售、加工基地之一, 主要从事军需轻工产品的开发、生产和销售, 2021年收入规模155亿元 (+3.6%)	2%	▲
历德超市	欧洲知名连锁零售企业, 在全球有超过1000家门店, 据Statista预计2021年收入1035亿欧元 (6.8%)	2%	▲
Flexxtrade	德国知名户外运动产品贸易商, 为全球客户提供户外、运动、健身设备	3%	▲
REI	美国知名户外用品零售商, 拥有2150万会员, 2021年收入规模37亿美元 (+36%)	3%	▲
Exxel	全球领先的创新户外娱乐用品生产及品牌商	2%	▲
SuperRetailGroup	澳大利亚上市公司, 澳大利亚最大的零售商之一, 从事汽车零部件、工具、运动器材和服装的零售和分销, 2021年收入规模34.5 (+22.22%) 亿澳元	3%	▲

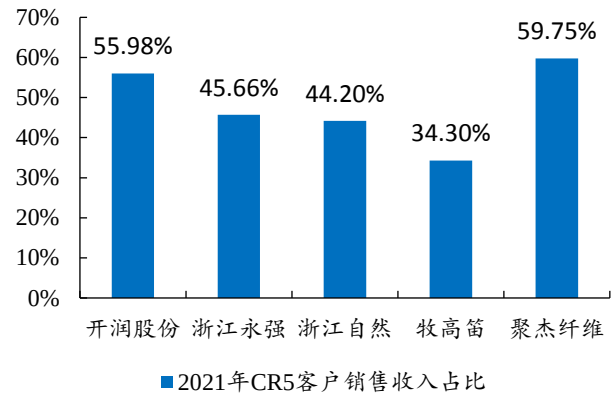
资料来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图55：公司前五大客户占比呈下降趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图56：公司集中度在行业内处于较低水平

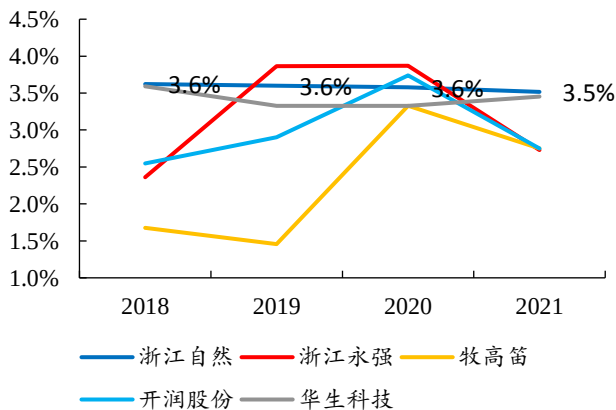


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、壁垒三：研发设计与革新能力赋予产品高附加值，具备提价逻辑

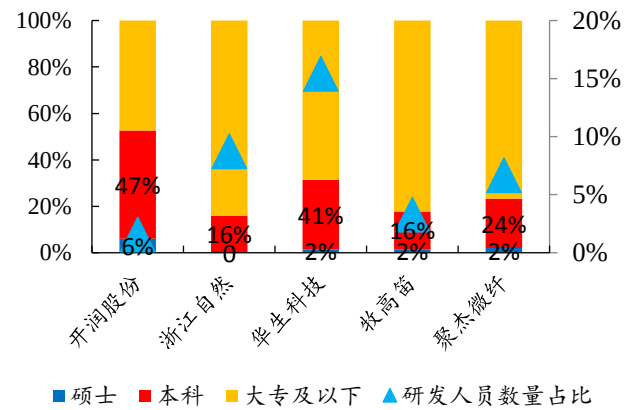
公司高度重视研发，引进并培养创新人才巩固研发竞争力。公司拥有境内专利 132 项及境外专利 8 项，研发费用率稳定维持在 3.5% 以上的行业内较高水平，同时截至 2021 年公司技术及研发人员 131 人，占员工总数 9%，在同行业可比公司中处于较高水平，行业内研发人员中硕士学历占比均较低，公司研发人员中本科及以上学历占比 16%，未来将通过引进优秀技术人才、行业资深专家并与高校合作持续吸纳优秀人才，提高技术创新能力。

图57：公司研发费用率稳定位于行业内较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：公司研发人员中本科及以上学历占比 16%，仍有提升空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

设计和革新能力持续受大客户认可，新品拉动持续新量价齐升。公司存在 ODM、OEM、ODM+OEM 三种制造模式，研发与设计能力下产品具备高附加值，提价主要存在两种方式：一是公司根据市场需求以及新产品研发情况，每年研发多个新产品向客户推介，新品包括产品革新以及新品类，新产品连续受到迪卡侬等多个客户认可，对量、价均有贡献，是提价的主要路径；二是根据客户的产品需求具体负责产品设计并生产，同款 SKU 在款式革新后具备提价可能性。

表7：公司 2019-2020 年推出新产品连续受到迪卡侬等多个客户认可

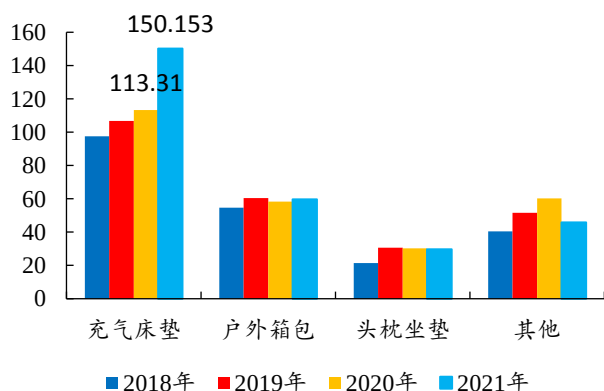
序号	客户名称	产品名称	推出时间	2020 年收入（万元）	2019 年收入（万元）
1	迪卡侬	足球门	2019 年 2 月	1,884.42 (+95%)	968.41
2	迪卡侬	3D 包边床	2020 年 1 月	2,028.38	
3	迪卡侬	30 升防水桶	2019 年 1 月	470.98 (+8%)	434.92
4	迪卡侬	PVC 冲浪板	2020 年 4 月	297.72	
5	REI	包边床	2019 年 1 月	758.09	883.86
6	REI	水袋	2020 年 5 月	101.48	
7	IglooProductsCorp	冰包	2020 年 6 月	748.75	
8	傲基科技股份有限公司	高档双人 3D 包边床	2020 年 7 月	310.72	
9	Corinto Co., Ltd	PVC 双人胶粘充气床	2020 年 7 月	106.4	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

(1) 充气床垫类：户外用品定制化特色鲜明，每年产品革新拉动价格提升。

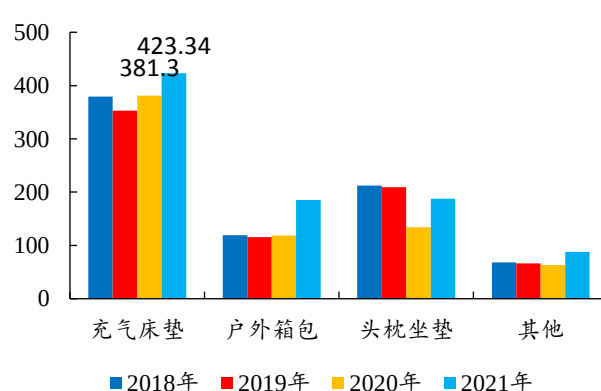
2020-2021 年充气床垫 15%/47% 的增长中，量同比增长 8%/6%，价格同比增长 11%/33%，提价主要系新款 TPU 产品单价较高，同款式中 TPU 面料产品的单价要高于非 TPU 产品 30-40%，例如 2020 年开拓的包括 3D 包边床在 2021 年快速放量，预计 2021 年销售占比快速提升至 10%。

图59：2020-2021 年充气床垫价格同比增长 11%/33%（单位：元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

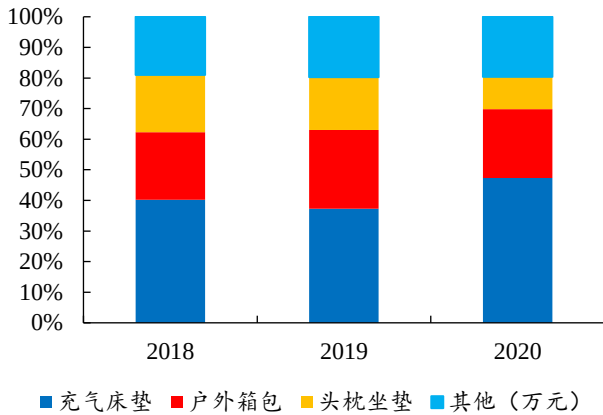
图60：2020-2021 年充气床垫销量同比增长 8%/6%（单位：元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

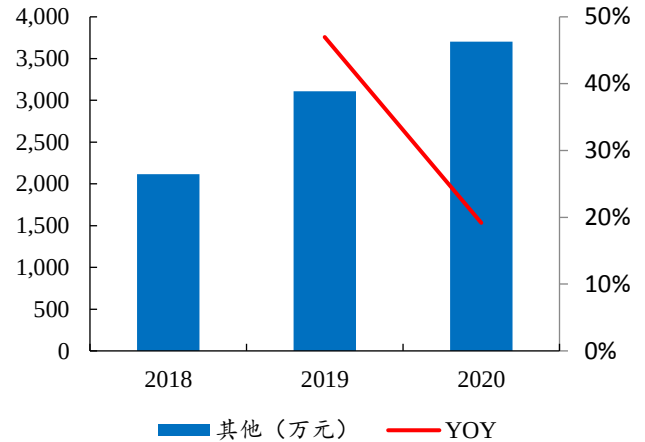
(2) 新品类：以对迪卡侬销售的产品为例，除充气床垫保持高增长外，2019 年新推出的足球门类产品拉动对迪卡侬其他类产品销售收入同比增长 47%，2020 年足球门类产品放量同时新款冲浪板开始下单，2020 年其他类产品收入增长 19%。

图61：充气床垫系迪卡侬订单主要增长动力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图62：其它新品类受迪卡侬认可后其他产品连续高增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司储备多个研发项目，成为公司量价增长的持续驱动力。包括TPU充气家用床、TPU充气护理床等新品以及充气沙发、数码产品收纳包等新品类，其中TPU重启家用床的研究进展已到应用研究。

表8：公司储备多个包括充气家用床、充气护理床、充气沙发等在内的研发项目

项目名称	研究方式	研究进展
TPU 充气家用床的研发	独立研发	应用研究
基于人机工程学的家用充气床舒适性研究	独立研发	基础研究
户外充气沙发轻量化技术研究	独立研发	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	基础研究
具有保温特性的充气床垫内表面制备工艺改进	独立研发	应用研究
充气床面料与海绵快干复合工艺研究	独立研发	应用研究
海绵数控竖打孔机的研发	独立研发	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	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	基础研究

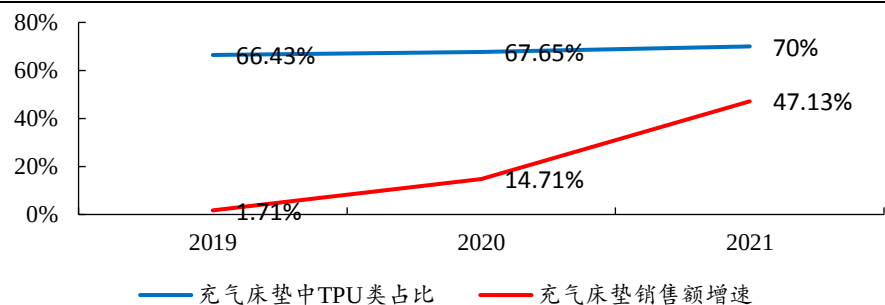
资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、未来增量：品类拓展打开市场空间，产能扩张迎来新一轮成长

4.1、核心 TPU 产品：占比未及天花板，将持续驱动公司成长

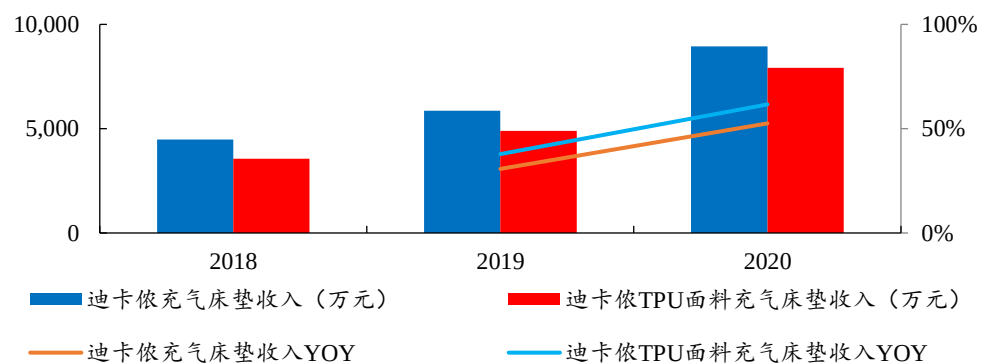
TPU 面料产品是公司业绩增长的主要动力：(1) 收入端，充气床垫中 TPU 类产品收入占比快速提升时充气床垫收入增长提速，2021 年 TPU 类产品收入占整体比例约为 70%。从大客户角度看，在迪卡侬充气床垫销售收入中，TPU 类产品销售收入占比提升快速，2018-2020 年每年均有 4pct 以上的提升，2020 年 TPU 充气床垫收入占比为 88.54%，较 2018 年提升 9.3pct，TPU 类产品收入增速明显快速充气床垫收入增速，是充气床垫类的主要增长动力。(2) 盈利端，TPU 类产品毛利率高，预计 2021 年 TPU 面料产品毛利率 42.8%，高于 2021 年公司整体毛利率 38.75%。

图63：充气床垫中 TPU 类产品收入占比快速提升时充气床垫收入增长提速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图64：迪卡侬 TPU 类产品收入占比提升快速，2018-2020 年每年提升 4pct 以上



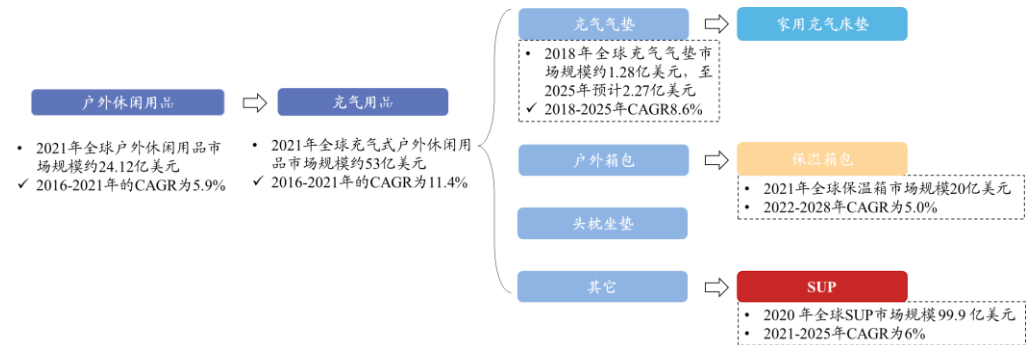
数据来源：公司公告、开源证券研究所

TPU 占比仍有提升空间：目前公司 TPU 面料产品占充气床垫类产品收入的约 70%，TPU 面料产品占整体收入的 54.5%，由于 TPU 产品功能性更强且具有环保性，大众户外运动品牌迪卡侬在可持续报告中披露，2020 年采用环保产品的收入占比同比提升 0.9pct 至 5.9%，并致力于 2026 年 100%采用生态设计的产品，预计随着老客户对现有品类 TPU 替代需求、新品类 TPU 采购需求提升，TPU 占比仍有提升空间。

4.2、扩品类：新品类、新领域，打开长期成长空间

公司以客户需求为目标，通过家用充气床垫、SUP、保温箱包等新品类拓展户外市场，同时 2022 年订单包含新能源汽车内饰的相关新品，预计未来将围绕 TPU 复合面料的改进和热熔接加工技术的应用拓展，打开长期成长空间。

图65：通过家用充气床垫、SUP、保温箱包打开户外市场空间



资料来源：弗若斯特沙利文、Technavio、QYR、Statista、开源证券研究所

■ SUP（站立式桨板）

立式桨板可用于皮划艇和冲浪这两项全球范围内最受欢迎的水上活动，根据 Technavio，全球 SUP 市场规模预计将从 2015 年 49.56 亿美元增长至 2020 年 99.9 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 6%。

立式桨板在材料和形态两方面趋势为：（1）材料最早以木材制成，20 世纪中期，聚氨酯材料短时间内便对木质材料形成了替代，成为主流；（2）2001 年体积小、轻便、耐用的充气式划水板问世，与全球户外休闲用品中充气式增速最快类似，**充气式划水板也已成为冲浪板中增速最快、规模最大的品类。**

公司在 TPU 类产品方面有显著优势，长期利好于 TPU 渗透率提升过程，且客户中有多个擅长水上运动的的品牌，例如澳大利亚户外品牌 Sea to summit，预计公司将围绕客户拓品类以拓展水上充气用品市场。

■ 保温箱包

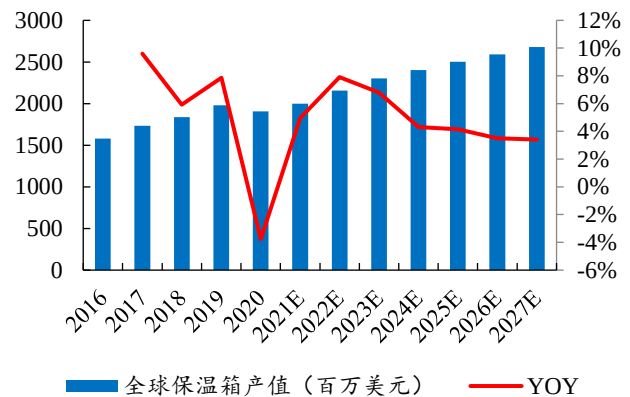
国外的保温箱主要用于户外露营，垂钓，冷链运输等，国内户外市场仍处于市场培育阶段，目前主要用于外卖配送以及冷链运输行业，根据 QYR 统计及预测，2021 年全球保温箱市场销售额为 20 亿美元，预计 2028 年将达到 28 亿美元，2022-2028 年 CAGR 为 5%。**按品牌看**，全球保温箱品牌有 Igloo、Coleman (Esky)、YETI、Rubbermaid 和华盛等，CR5 大约占有 35% 的市场份额。**按地区看**，目前北美地区是最大的保温箱市场，占约 35% 市场份额，之后是欧洲和中国市场。

图66: SUP 结合冲浪板与滑板特征成为新兴水上产品



资料来源：迪卡侬官网

图67: 预计 2022-2028 年全球保温箱包产值 CAGR 5%



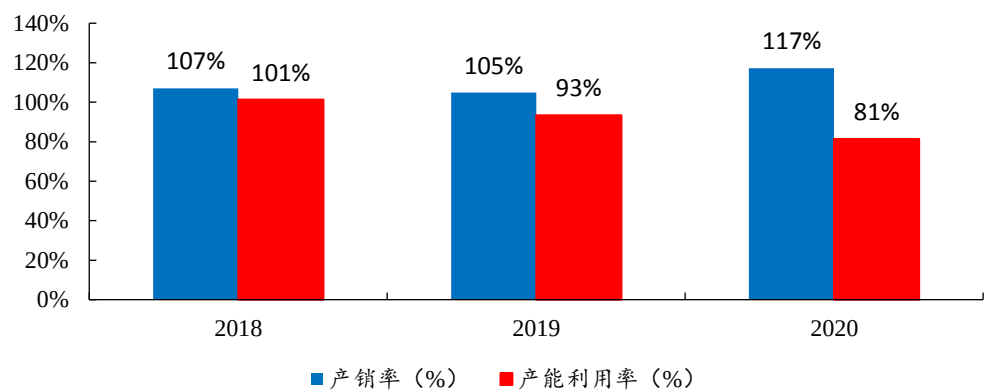
数据来源：QYR、开源证券研究所

4.3、增产能：匹配订单需求提升市占率，建立规模优势进一步降本

公司全球化产能布局，拥有 4 个生产基地。国内产能集中在浙江天台，负责供应全球生产基地的面料，上海松江负责少量生产和研发，2021 年上海产值预计占比 5%；海外产能布局越南和柬埔寨，越南 2021 年 12 月开始小批量出货、柬埔寨工厂正在建设中。

订单需求释放受限于产能，扩产能是提升公司市场占有率的基础。新产品和新客户的成功开发使公司经营规模快速增长，但产能限制公司业务发展，2018-2020 年公司充气床垫年产能分别为 350/360/400 万件，对应产能利用率为 101.31%/93.41%/81.37%，除 2020 年受到疫情停产影响外产能利用率均保持高位，同时充气床垫产销率分别为 107%/105%/117%，体现订单需求旺盛。

图68: 2018-2020 年产能利用率和产销率均为高位，订单需求释放受限于产能



数据来源：公司公告、开源证券研究所

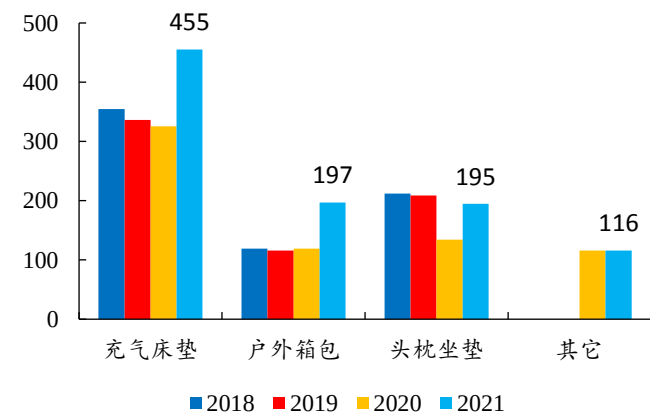
募投项目通过旧产线改造升级、新建智能工厂、增加先进设备，扩大 TPU 面料及相关户外运动产品的生产能力。预计将新增 TPU 面料 2100 万平米、475 万件充气床垫、220 万件防水箱包、70 万件其它产品。

表9：募投项目扩产计划包括旧产线改造+新产线建设

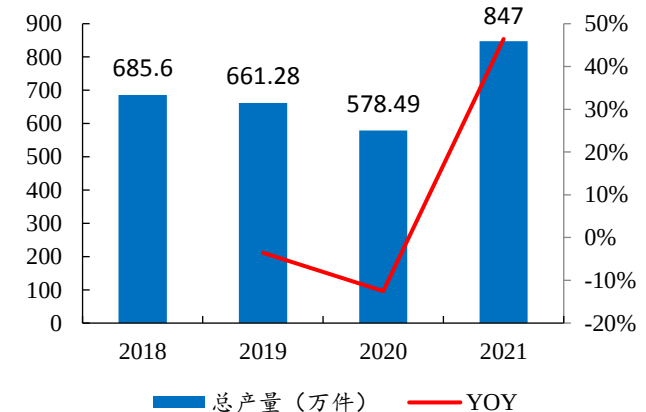
募投项目	项目简介	TPU 面料 (万平米)	充气床垫 (万件)	防水箱包 (万件)	枕头坐垫 (万件)	其他品类 (万件)
改性 TPU 面料及户外用品智能生产基地建设项目	生产 TPU 面料及充气床等产品	2100	300			
户外用品自动化生产基地改造项目	扩大 TPU 防水箱包产品生产能 力, 新增防水包、防水袋、充气 垫等产品生产线		100	180	200	70
越南户外用品生产基地建设项目	越南子公司从国内进口 TPU 面 料等原料并于当地生产充气床 垫、防水箱包, 预计也将生产部 分 SUP 产品		75	40		
合计新增		2100	475	220	200	70
截至 2020 年产能			400	200	400	30
投产后总产能			875	420	600	100

资料来源：公司公告、开源证券研究所

规模优势逐步体现, 预计未来将进一步强化成本控制能力。2021 年随着新项目落成且产能逐步释放, 之前客户未被满足的订单需求被消化, 总产量 847 万件, 同比增长 46%, 其中充气床垫、户外箱包产量较 2018-2020 年水平有较大幅度提升, 2021 年充气床垫、户外箱包、头枕坐垫的产销率分别为 93%/94%/96%。

图69：充气床垫与户外箱包产量较过去平均水平提升明显（单位：万件）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图70：2021 年总产量 847 万件，同比增长 46%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

越南当地税收、人力优势可以降低关税和生产成本, 规划产值 3-5 亿元：防水、保温箱包属于劳动密集型产品, 且部分尺寸大的箱包涉及加征关税, 公司在越南生产可以降低人力成本, “二免四减半”税收政策有利于减轻关税成本。越南基地 2021 年下半年开始投产, 12 月已经出货, 越南基地 TPU 面料由浙江基地供应, 规划 75 万件充气床垫、30 万件防水箱包, 预计规划达成后将贡献 3~5 亿元销售收入, 由于 SUP 冲浪板的产能和工人熟练程度相关, 预计未来越南也将生产部分 SUP 订单以快速提升 SUP 产能。

柬埔寨规划产值高于越南：公司通过合资控股方式控制柬埔寨美御塑胶科技有

限公司，美御塑胶工厂位于柬埔寨王国磅清扬省，规划产值高于越南，主要生产机械化程度相对较高的保温桶、塑料桶，保温硬箱成品的毛/净利率高于防水箱包，预计产线建设完成后产能将进入新一轮业绩快速释放阶段。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端：我们预计 2022-2024 年公司总营收分别为 10.8/13.93/17.01 亿元，同比+28%/+29%/+22%。公司业务包括充气床垫、户外箱包和头枕坐垫以及其它业务，通过 2021 年各品类产量和销量得出产销率，根据产能释放节奏、新品类拓展推测各品类量价，关键假设如下：

(1) 充气床垫：我们预计 2022-2024 年充气床垫收入分别为 8.28/10.73/13.08 亿元，同增 30.2%/29.6%/21.9%，预计 TPU 占比将逐年提升带动单价分别增长 11%/8%/6%，募投规划新增 400 万件充气床垫，预计产能将在 2023 年快速释放，量分别增长 17%/20%/15%。

(2) 户外箱包：我们预计 2022-2024 年户外箱包收入分别为 1.4/1.8/2.2 亿元，同增 26.7%/28.8%/22.4%，募投规划新增 400 万件户外箱包，此外，预计柬埔寨保温箱将于 2022H2 投产，其成品保温箱毛利率高于一般防水箱包产品，因此预计 2022-2024 年量分别增长 23%/25%/20%，价分别增长 3%/2%/1%。

(3) 头枕坐垫：我们预计 2022-2024 年头枕坐垫收入分别为 0.63/0.77/0.90 亿元，同增 12.8%/22.9%/16.4%，预计 TPU 占比将逐年提升带动单价分别增长 5%/3%/2%，募投规划新增 220 万件，预计产能将在 2023 年快速释放，量分别增长 15%/17%/13%。

(4) 其它：我们预计 2022-2024 年其它主营业务收入分别为 0.49/0.62/0.82 亿元，同增 22%/27%/32%，预计随着立式浆板等水上用品、保温箱包、充气家用床垫放量和其它新品类推出，以及 TPU 类产品占比提升，量、价均有望维持稳定增长。

利润端：考虑美国港口堵塞情况缓解后大量货物上岸入库可能导致公司客户 2022Q2 库存提高，因此预计 2022Q2 下单有所延后，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.78、3.68、4.53 亿元，同比+26.7%、+32.4%、+23.1%，对应净利率 25.8%、26.4%、26.6%。

表10：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.78、3.68、4.53 亿元，同比+26.7%、+32.4%、+23.1%

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	5.81	8.42	10.80	13.93	17.01
YOY	7%	45%	28%	29%	22%
A. 充气床垫	4.32	6.36	8.28	10.73	13.08
YOY	14.7%	47.1%	30.2%	29.6%	21.9%
销量（万件）	381	423	497	596	685
YOY	8.1%	11.0%	17.3%	20.0%	15.0%
单价（元/件）	113	150	167	180	191
YOY	6.1%	32.5%	11.0%	8.0%	6.0%
B. 户外箱包	0.69	1.11	1.40	1.80	2.21
YOY	-0.8%	59.6%	26.7%	28.8%	22.4%
销量（万件）	119	185	228	285	342
YOY	2.8%	55.9%	23.0%	25.0%	20.0%
单价（元/件）	58	60	61	63	65

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YOY	-3.5%	2.4%	3.0%	2.0%	1.0%
C.头枕坐垫	0.41	0.56	0.63	0.77	0.90
YOY	-36.8%	37.4%	12.8%	22.9%	16.4%
销量（万件）	134	188	216	253	285
YOY	-36.0%	40.1%	15.0%	17.0%	13.0%
单价（元/件）	30	30	29	31	31
YOY	-1.3%	-1.9%	5.0%	3.0%	2.0%
D.其它	0.38	0.40	0.49	0.62	0.82
YOY	12%	5%	22%	27%	32%
销量（万件）	64	88	101	119	143
YOY	-4.1%	37.8%	15.0%	18.0%	20.0%
单价（元/件）	60	46	49	52	58
YOY	17.0%	-24.1%	6.0%	8.0%	10.0%
毛利率	40.7%	38.8%	39.6%	40.2%	40.7%
A.充气床垫	44.7%	42.7%	43.2%	43.8%	44.5%
B.户外箱包	28.6%	26.4%	26.6%	27.0%	27.2%
C.头枕坐垫	39.7%	28.7%	33.0%	33.5%	34.0%
D.其它	19.6%	24.7%	25.0%	25.2%	25.2%
归母净利润	1.60	2.20	2.78	3.68	4.53
YOY	21.4%	37.6%	26.7%	32.4%	23.1%
净利率	27.4%	26.1%	25.8%	26.4%	26.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、相对估值

户外用品行业内各公司主营业务的应用场景不同，因此成长性不同，我们选取水上户外场景为主且拉丝面料为核心产品的华生科技、户外品牌与代工双驱动的牧高笛以及以 ODM 模式为迪卡侬箱包代工的开润股份作为可比公司，截至 2022 年 6 月 24 日，可比公司 2022 年的平均 PE 为 25.7X。

公司垂直一体化生产模式在行业内具有稀缺性，贡献了超额利润，同时核心 TPU 产品竞争力强，长期受益于行业内 TPU 渗透率提升，深度合作多个优质客户订单需求旺盛，扩品类扩产能将进一步打开业绩成长空间，2022-2024 年净利润 CAGR 快于可比公司平均，存在估值提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：公司 2022-2024 年归母净利润 CAGR 快于行业平均，估值水平具备提升空间

公司名称	总市值 (元)	归母净利润（亿元）					归母净利润	EPS（元）				PE（倍）			
	2022/6/24	2021	2022E	2023E	2024E	2022-2024 CAGR	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
华生科技	22.5	1.9	2.7	2.7	2.8	2.1%	1.8	1.7	2.0	2.1	12.0	8.5	8.5	8.1	
牧高笛	66.9	0.7	1.3	1.8	2.5	37.6%	1.2	2.0	2.8	3.7	98.6	51.4	36.4	27.2	
开润股份	36.8	1.8	2.2	2.9	3.7	31.9%	0.8	0.9	1.1	1.4	20.5	17.1	12.9	9.8	
平均		1.5	2.0	2.5	3.0	23.85%	1.2	1.5	2.0	2.4	43.7	25.7	19.3	15.0	
浙江自然	61.1	2.2	2.8	3.7	4.5	27.7%	1.6	2.2	2.7	3.6	27.9	22.0	16.6	13.5	

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：开润股份、浙江自然盈利预测来源于开源证券研究所，其它均来自于 Wind 一致盈利预测，总市值截至 2022 年 6 月 24 日

6、风险提示

订单、新品类拓展、产能扩张不及预期、原材料价格上涨。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	417	1300	1530	1800	2178
现金	145	542	927	978	1270
应收票据及应收账款	94	131	175	220	253
其他应收款	4	15	11	21	19
预付账款	6	4	12	7	15
存货	147	255	278	406	406
其他流动资产	21	352	127	167	215
非流动资产	442	527	590	691	783
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	350	429	534	629
无形资产	117	114	108	102	96
其他非流动资产	79	63	53	55	59
资产总计	859	1826	2120	2491	2961
流动负债	160	188	248	274	325
短期借款	12	0	0	0	0
应付票据及应付账款	97	136	198	224	268
其他流动负债	51	52	50	49	57
非流动负债	24	19	20	20	20
长期借款	3	0	0	0	0
其他非流动负债	21	19	20	20	20
负债合计	184	207	268	294	344
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	76	101	101	101	101
资本公积	253	952	952	952	952
留存收益	347	567	787	1079	1438
归属母公司股东权益	676	1620	1852	2197	2617
负债和股东权益	859	1826	2120	2491	2961

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	206	143	273	229	490
净利润	160	220	278	368	453
折旧摊销	18	25	26	33	40
财务费用	6	0	-3	-3	-2
投资损失	-4	-25	-8	-12	-15
营运资金变动	37	-89	-15	-153	16
其他经营现金流	-11	12	-5	-4	-1
投资活动现金流	-94	-458	154	-157	-166
资本支出	99	138	73	99	90
长期投资	4	-321	0	0	0
其他投资现金流	9	-641	227	-58	-76
筹资活动现金流	-37	714	-42	-20	-32
短期借款	-35	-12	0	0	0
长期借款	2	-3	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	699	0	0	0
其他筹资现金流	-4	5	-42	-20	-32
现金净增加额	71	395	385	51	292

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	581	842	1080	1393	1701
营业成本	345	516	652	833	1008
营业税金及附加	4	6	8	10	13
营业费用	16	12	27	31	34
管理费用	27	43	55	70	86
研发费用	21	30	38	49	60
财务费用	6	0	-3	-3	-2
资产减值损失	-1	-2	-2	-3	-4
其他收益	3	1	2	2	2
公允价值变动收益	12	-7	6	4	1
投资净收益	4	25	8	12	15
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
营业利润	180	252	320	424	524
营业外收入	7	5	4	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	186	256	324	429	528
所得税	27	36	46	61	75
净利润	160	220	278	368	453
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	160	220	278	368	453
EBITDA	201	265	328	433	534
EPS(元)	1.58	2.17	2.75	3.64	4.48

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.7	44.9	28.2	29.0	22.1
营业利润(%)	19.5	39.7	26.9	32.6	23.5
归属于母公司净利润(%)	21.4	37.6	26.7	32.4	23.1
获利能力					
毛利率(%)	40.7	38.8	39.6	40.2	40.8
净利率(%)	27.4	26.1	25.8	26.4	26.6
ROE(%)	23.6	13.6	15.0	16.7	17.3
ROIC(%)	22.4	12.6	13.9	15.6	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	11.3	12.6	11.8	11.6
净负债比率(%)	-18.0	-33.0	-49.6	-44.1	-48.2
流动比率	2.6	6.9	6.2	6.6	6.7
速动比率	1.6	5.5	5.0	5.0	5.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.6	7.5	7.0	7.0	7.2
应付账款周转率	3.5	4.4	3.9	3.9	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.17	2.75	3.64	4.48
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.41	2.70	2.27	4.85
每股净资产(最新摊薄)	6.68	16.02	18.32	21.73	25.87
估值比率					
P/E	38.3	27.9	22.0	16.6	13.5
P/B	9.1	3.8	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	29.8	19.8	15.5	11.5	8.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn