

2022年08月12日

浙江自然 (605080.SH)

深度分析

轻工制造 | 家具III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2022-08-11)

63.97 元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 6,468.88 |
| 流通市值(百万元) | 2,150.90 |
| 总股本(百万股) | 101.12 |
| 流通股本(百万股) | 33.62 |
| 12个月价格区间 | 76.30/54.00 |

一年股价表现



资料来源: 聚源

| | | | |
|------|------|--------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 9.76 | -16.13 | 20.47 |
| 绝对收益 | 8.79 | -8.84 | 13.36 |

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号: S0910520020001
 liujing1@huajinsec.com

报告联系人

刘洁冰

liujiebing@huajinsec.com

相关报告

聚焦户外充气床垫, 打造环保露营龙头

投资要点

- ◆ **主打充气床垫的户外龙头, ODM 深度绑定优质客户:** 公司主营充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品, 聚焦户外床垫领域近 30 年, 凭借强大的设计能力面向欧美进行侧重 ODM 的代工直销, 与全球知名零售商、品牌商如迪卡侬、SEA TOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等建立了长期稳定的合作关系, 深度参与客户产品研发和市场洞察, 构筑起深厚的客户资源壁垒。
- ◆ **多年紧抓成熟的欧美市场, 随着本土发展业务加码:** 公司收入约 8 成源于海外, 疫情后稍减, 2021 年取得境外收入 6.72 亿元/+48.58%, 占比 79.8%/-2.0pct, 较 2019 年复合增长 23.58%。越南的布局加速打开亚洲市场, 本土收入占比持续提升, 2018-2020 为 14.5%、19.2%、22.1%, 2021 疫情趋缓户外需求扩大, 叠加公司募投项目投产, 当年境内收入 1.70 亿元/+32.97%, 同比+10.37pct。
- ◆ **借助 TPU 核心技术打造垂直一体化:** 公司掌握了 TPU 关键技术, 有能力从材料环节介入产品打造, 构筑垂直一体化, 生产灵活自主, 拥有成本、议价和交期等方面优势。作为性能优越的环保材料, TPU 也有望替代 PVC 成为塑料应用的主流。
- ◆ **投资建议:** 目前全球户外用品市场规模约 2000 亿美元, 是国内规模的 6~7 倍, 公司业务主要在欧美, 近年来随着本土需求成熟而发展加快, 三方预测 2022 年我国露营市场规模有望突破千亿元。2021-2022Q1, 在轻工制造企业普遍承压的环境下, 公司营收同比高双位数增长 44.91%和 46.61%至 8.42 和 3.30 亿元, 归母净利 2.20 亿元/+37.59%、0.85 亿元/+37.82%。我们看好公司领先优势及所处行业的潜力, 预测未来三年每股收益为 2.91、3.89、5.00 元; PE 为 22.0、16.5 和 12.8 倍。首次覆盖, 给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示:** 原料价格波动风险; 汇率风险; 行业竞争加剧超预期; 宏观政策风险; 募投项目进展不达预期; 疫情影响超预期; 客户合作关系及户外行业格局变动风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 581 | 842 | 1,129 | 1,480 | 1,874 |
| YoY(%) | 6.7 | 44.9 | 34.0 | 31.0 | 26.7 |
| 净利润(百万元) | 160 | 220 | 294 | 393 | 505 |
| YoY(%) | 21.4 | 37.6 | 34.1 | 33.5 | 28.6 |
| 毛利率(%) | 40.7 | 38.8 | 38.0 | 39.0 | 39.9 |
| EPS(摊薄/元) | 1.58 | 2.17 | 2.91 | 3.89 | 5.00 |
| ROE(%) | 23.6 | 13.6 | 15.4 | 17.0 | 18.0 |
| P/E(倍) | 40.5 | 29.5 | 22.0 | 16.5 | 12.8 |
| P/B(倍) | 9.6 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 |
| 净利率(%) | 27.4 | 26.1 | 26.1 | 26.6 | 27.0 |

数据来源: 聚源、华金证券研究所



内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 浙江自然：以充气床垫为核心产品的本土户外龙头 | 4 |
| 1.1 发展历程：立足“户外+床垫”，不断扩张渠道和优化产能布局..... | 4 |
| 1.2 股权治理：控制权高度集中，管理层经验丰富..... | 5 |
| 1.3 主营产品：核心床垫业务迎来爆发，箱包业务协同增长..... | 7 |
| 1.4 商业模式：为多种类型客户进行以 ODM 为主的代工直销..... | 9 |
| 2. 把握国内户外用品行业发展机遇，全面提升境内外收入 | 10 |
| 2.1 公司：外销收入大幅回升，近年来本土市场成长较快..... | 10 |
| 2.2 国内：户外市场加速成熟..... | 12 |
| 2.3 国外：户外市场成熟且受疫情影响较小..... | 14 |
| 3. 掌握 TPU 核心技术，打造垂直一体化 | 16 |
| 3.1 生产：“垂直一体化+境内外双基地”布局..... | 16 |
| 3.2 研发：以 TPU 材料打造的 5 层结构充气床垫具有优良性能..... | 17 |
| 3.3 竞争：公司主营产品横向比较具有差异化的竞争力..... | 18 |
| 4. 深度合作绑定优质客户，营运管理向好 | 20 |
| 4.1 与优质客户建立长期稳定合作..... | 20 |
| 4.2 紧抓大客户，深度参与客户需求的实现过程..... | 21 |
| 4.3 控费管理得当，营运质量向好..... | 22 |
| 5. 盈利预测 | 23 |
| 6. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：2017-2022Q2 年公司营业收入及同比增速..... | 4 |
| 图 2：2017-2022Q2 年公司归母净利润及同比增速..... | 4 |
| 图 3：公司三大发展阶段..... | 5 |
| 图 4：公司股权关系..... | 6 |
| 图 5：2017-2021 产品的收入结构..... | 7 |
| 图 6：2017-2021 产品收入增速..... | 7 |
| 图 7：2017-2021 按产品分的毛利率水平..... | 9 |
| 图 8：2021 年各类产品毛利贡献占比..... | 9 |
| 图 9：2018-2020 年公司三种合作模式的收入构成趋势..... | 10 |
| 图 10：2018-2020 年公司三种合作模式的毛利率水平..... | 10 |
| 图 11：2017-2021 国内外收入结构..... | 11 |
| 图 12：2017-2021 国内外收入增速..... | 11 |
| 图 13：2018-2020 全球细分市场的收入占比..... | 11 |
| 图 14：2019-2020 年全球细分市场收入增速..... | 11 |
| 图 15：2018 年以来总出口金额月度趋势..... | 11 |
| 图 16：2018 年以来体育用品及设备月度出口趋势..... | 11 |
| 图 17：2012-2020 年户外用品零售市场规模及增速..... | 13 |
| 图 18：2019-2025 中国户外用品营收规模及增速..... | 13 |
| 图 19：2014-2025 年露营市场规模..... | 13 |
| 图 20：2021vs.2022 消费者对露营装备的购买意愿..... | 13 |
| 图 21：白领人群露营地选择意愿..... | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 22: Z 世代人群露营动机调查 | 14 |
| 图 23: 2019-2025 年全球户外用品行业规模及增速 | 14 |
| 图 24: 2019-2024 全球户外用品电商市场规模 | 14 |
| 图 25: 2019-2024 欧洲户外用品电商市场规模 | 15 |
| 图 26: 2019-2024 美国户外用品电商市场规模 | 15 |
| 图 27: 2006-2020 年美国户外运动参与情况 | 15 |
| 图 28: TPU 进出口价格走势 | 16 |
| 图 29: 有产业链一体化战略的 TPU 本土龙头 | 16 |
| 图 30: 2018-2021 公司原材料采购额及比重变化 | 17 |
| 图 31: 2017-2021 公司与可比公司销售毛利率 (%) | 17 |
| 图 32: 普通户外床垫 3 层结构 | 17 |
| 图 33: 公司 TPU 充气床垫 5 层结构 | 17 |
| 图 34: 2017-2021 公司与同类公司研发费用率 (%) | 18 |
| 图 35: 2021 年牧高迪主营结构 | 19 |
| 图 36: 2021 年浙江永强主营结构 | 19 |
| 图 37: 2021 年聚杰微纤主营构成 | 19 |
| 图 38: 2021 年开润股份主营构成 | 19 |
| 图 39: 2017-2021 公司及可比公司 CR5 (%) | 21 |
| 图 40: 2017-2021 公司及可比公司客户集中度 (%) | 21 |
| 图 41: 2018-2020 大客户采购公司产品的金额 (亿元) 情况 | 22 |
| 图 42: 2018-2020 迪卡侬采购金额按品类分 (亿元) | 22 |
| 图 43: 2017-2021 公司与可比公司销售费用率 (%) | 23 |
| 图 44: 2017-2021 公司与可比公司管理费用率 (%) | 23 |
| 图 45: 2017-2021 公司与可比公司销售净利率 (%) | 23 |
| 图 46: 2017-2021 公司周转情况 | 23 |
| | |
| 表 1: 公司管理层工作经历 | 6 |
| 表 2: 公司充气床垫品系列表 | 7 |
| 表 3: 公司周边配套产品系列表 | 8 |
| 表 4: 主要大客户的基本情况 | 9 |
| 表 5: 公司和客户的三种具体合作模式 | 10 |
| 表 6: 体育户外相关产业政策 | 12 |
| 表 7: 公司的重要技术成果 | 18 |
| 表 8: 与本土同类上市公司经营具有差异性 | 19 |
| 表 9: 主要客户充气床垫类产品平均单价 | 20 |
| 表 10: 公司主要竞争者基本情况 | 20 |
| 表 11: 台湾 FENGYI 在国内销售的产品 | 20 |
| 表 12: 2019-2020 年为客户开发的新产品及收入实现情况 | 22 |
| 表 13: 公司与可比公司坏账比例 | 23 |
| 表 14: 公司收入拆分及预测表 | 24 |
| 表 15: 盈利预测表 | 24 |
| 表 16: PE 对营业收入和营业成本变动率的敏感性分析 | 25 |

1. 浙江自然：以充气床垫为核心产品的本土户外龙头

浙江自然是一家主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品垂直一体化产研销的本土制造商。技术层面，以 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、热压熔接技术等作为核心技术，在户外休闲领域竞争力快速增强。市场层面，公司主要面向欧美销售 OEM/ODM 产品，近年来，随着本土户外行业的发展，公司在国内的业务比重不断提升。客户层面，与全球知名公司迪卡侬、SEA TOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等建立了长期稳定的合作关系，构筑深厚的客户资源壁垒。2019-2020 年，在疫情全球肆虐的背景下，公司分别取得 5.4 亿元和 5.8 亿元得营业收入，同比增长 7.2%和 6.7%；两年归母净利润为 1.3 亿元和 1.6 亿元，同比取得 60.9%和 21.4%的两位数高增长。2021-2022Q1，在轻工制造企业普遍承压的环境下，公司营业收入分别同比高双位数增长 44.91%和 46.61%至 8.42 亿元和 3.30 亿元，归母净利润为 2.20 亿元/+37.59%、0.85 亿元/+37.82%，2022Q2 国内外均不同程度经历疫情反复侵扰，公司收入及利润仍保持双位数增长，整个上半年共实现营业收入 6.36 亿元，同比增长 28.37%，归母净利润 1.74 亿元，同比+26.89%。

图 1：2017-2022Q2 年公司营业收入及同比增速



资料来源：同花顺，华金证券研究所

图 2：2017-2022Q2 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺，华金证券研究所

1.1 发展历程：立足“户外+床垫”，不断扩张渠道和优化产能布局

公司聚焦户外床垫领域近 30 年，经过三大阶段的发展，积累了雄厚的生产实力和渠道资源。

第一阶段，公司确定了“户外+床垫”的主业定位。1992 年 9 月，公司的前身——天台县旅游品厂成立，初时主业为旅游品。1995 年，公司取得自营进出口资格，从而确立发展海外市场的大方向。1998 年，开始生产 PVC 床垫，将旅游品范围进一步聚焦到床垫品类上来。

第二阶段，在生产和渠道上不断发力，基本形成了如今的产品和渠道体系。2000 年 9 月，公司改制为大自然有限，正式开启拓展之路。产品上，公司于 2002 年开始研发 TPU 产品，并于 2004 年正式投产，4 年后成立了浙江瑞辉纺织面料科技有限，为垂直一体化加码。渠道上，开启了广泛的优质合作，2006 年起与历德超市合作，2010 年与全球知名体育零售商迪卡侬合作，同年进驻沃尔玛、Costco 等全球大型连锁超市，2011 年与德国贸易商 Flextrade 合作，2012 年与 Sea to Submit 合作，2013 年与美国零售商 REI 及知名国际品牌 Exxel 合作，2015 年与国

内军需被服保障企业际华集团合作，2016年与澳洲零售商 Super Retail Group 合作，十年间，公司的客户遍布欧美，产品也借此销往全球。

第三阶段，夯实基础，扩张体量。2020年，公司在越南成立了子公司，成为自主进行全球布局的标志；2021年在上交所上市则意味着公司的深度发展与扩张将在资本市场上得到支持。

图 3：公司三大发展阶段

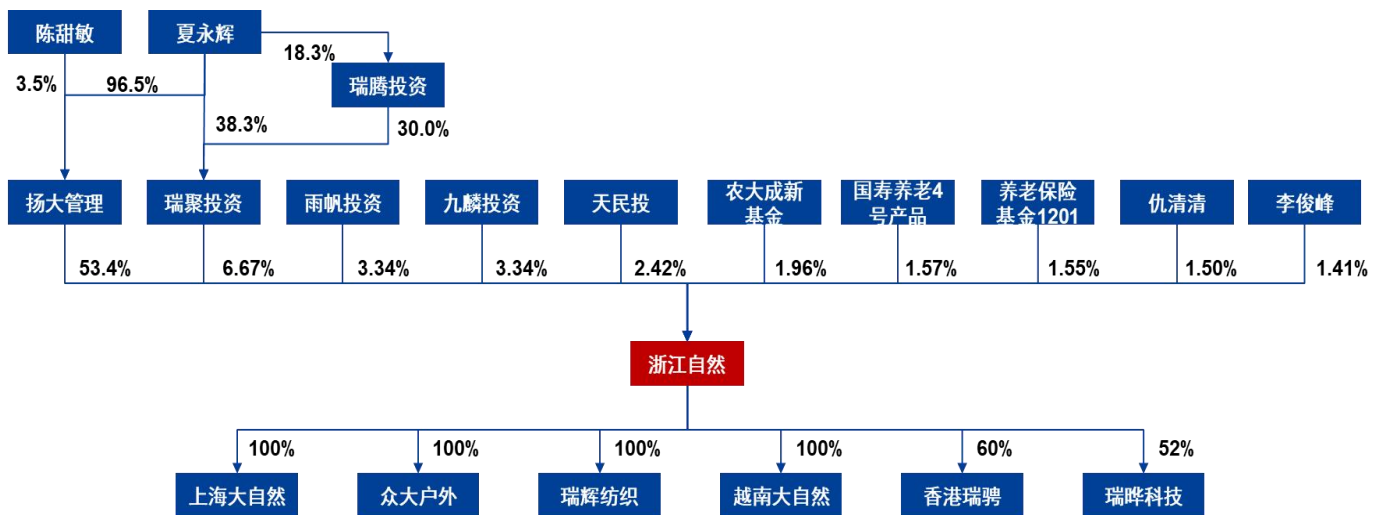


资料来源：公司官网，公司招股书，华金证券研究所

1.2 股权治理：控制权高度集中，管理层经验丰富

实际控制人夏永辉个人对公司拥有绝对控制权，家族股权高度集中。公司的前十大股东中仅有仇清清（1.50%）和李俊峰（1.41%）两个个人股东，最大股东为扬大管理，占总股权的 53.4%，其背后股东为夏永辉（96.5%）和陈甜敏（3.5%），通过扬大管理，夏永辉间接控制公司 51.53% 的股权；占比 6.67% 的第二大股东瑞聚投资的股权结构中，夏永辉直接占据 38.3% 的控制权，又通过瑞腾投资的股份间接持有 5.49%，共计 43.79% 的股权，最终控制浙江自然的 2.92%。综合来看，公司的法定代表及实际控制人夏永辉通过扬大管理、瑞聚投资共计持有 54.45% 的股权。扬大管理的二股东陈甜敏为夏永辉之妻，公司第三大股东雨帆投资由夏永辉之姐夏肖君 100% 控股，九麟投资则由夏永辉之妹夏雨君 100% 持有，其配偶董毅敏拥有瑞聚投资 19% 的股权。

图 4：公司股权关系



资料来源：同花顺，华金证券研究所

管理层在相关领域深耕多年，经验丰富。公司董事长夏永辉先生从公司成立早期的 1993 年便加入公司的前身天台旅游品厂担任管理岗位，陈甜敏女士 1999 年加入团队从销售员做到管理层，夏秀华 2008 年起主管公司财务，俞清尧则是技术出身并于 2014 年出任公司管理层；核心管理层均立足轻工制造行业，在各自的专业领域深耕多年和公司一起成长，经验丰富。

表 1：公司管理层工作履历

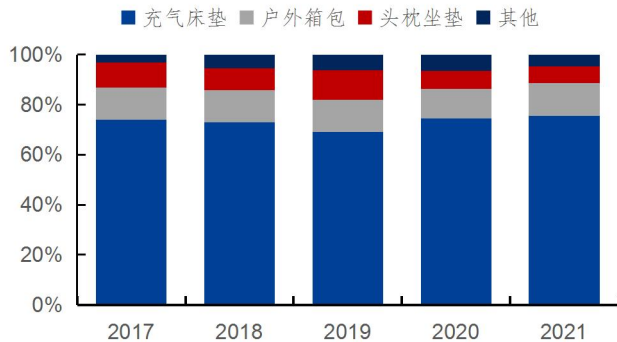
| 姓名 | 职务 | 履历 |
|-----|---------|---|
| 夏永辉 | 董事长, 董事 | 1993.01-2000.08 天台县旅游品厂副厂长；2000.09-2004.12, 大自然有限监事；2004.12-2018.06, 大自然有限执行董事、经理；2018.06 至今, 为公司董事长。 |
| 俞清尧 | 董事 | 高级工程师。1994.08-2014.02, 历任百威英博（台州）技术员、研发科科长、质量部经理、酿造部经理、工厂厂长。2014.02-2018.06, 大自然有限副总经理；2018.06 至今, 公司董事、总经理。 |
| 夏秀华 | 董事 | 2000.10-2008.04, 慈溪市劳特电器有限公司会计。2008.04-2018.06, 任大自然有限财务总监；2018.06 至今, 公司财务总监；2018.10 起, 担任公司董事。 |
| 董毅敏 | 董事 | 1992.05-2001.06, 历任浙江九洲药业有限公司技术员、生产调度、销售主管。2001.06-2018.06, 历任大自然有限车间主任、副总经理；2018.06 开始, 公司董事、副总经理；2018.10 起, 公司董事会秘书。 |
| 陈甜敏 | 董事 | 1999.01-2000.08, 担任天台县旅游品厂销售员；2000.9-2012.10, 担任大自然有限销售经理；2012.10-2018.6, 担任大自然有限副总经理；2018.6-今, 担任本公司董事、副总经理 |
| 庞正忠 | 独立董事 | 1987.07-1992.12, 中国政法大学科技法教研室主任；1993.02-2004.03, 北京市金诚律师事务所创始合伙人；2004.04 至今, 北京金诚同达律师事务所高级合伙人、北京大学法学院法硕导师、北京仲裁委员会仲裁员等。2018.10 至今, 公司独立董事。 |
| 邹玲 | 独立董事 | 1992.11 至今, 江西财经大学会计学院教授、博士生导师、江西省金融会计学会常务理事、江西省高校中青.学科带头人。2018.10 至今, 公司独立董事。 |
| 陈少杰 | 独立董事 | 注册会计师、中级会计师。2008.07-2010.05, 毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计员；2010.06-2012.01, 中国移动通信集团浙江有限公司会计主管；2012.02-2015.06, 支付宝（中国）网络技术有限公司高级会计；2015.06-2019.12, 历任思美传媒财务负责人、财务总监、董事；2019.12 至今, 杭州二更网络科技有限公司 CFO；2021.02 至今, 二更文化传媒（广州）有限公司监事；2021.02 至今, 公司独立董事。 |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

1.3 主营产品：核心床垫业务迎来爆发，箱包业务协同增长

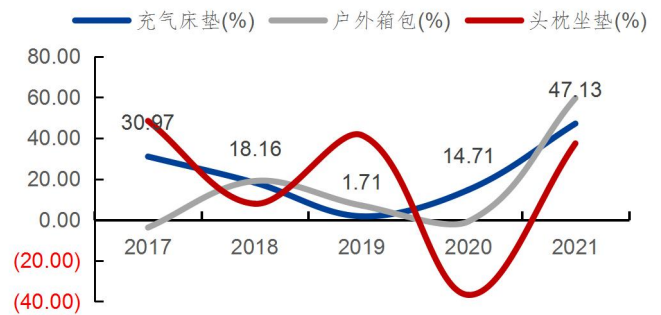
公司以户外充气床垫作为核心产品，2021 年收入实现高双位数增长。充气床垫分为自充气和非自充气两种，其中自充气垫按材料分有 TPU 床垫和 PVC 床垫。过去 5 年充气床垫的收入占比约为 7 成，2021 年综合产能提升后实现营业收入 6.36 亿元，同比增长 47.13%，高于整体增速 2.22 个百分点；户外箱包也以 59.57% 的增速驱动整体增长，2021 年实现收入 1.11 亿元。

图 5：2017-2021 产品的收入结构



资料来源：同花顺，华金证券研究所


图 6：2017-2021 产品收入增速



资料来源：同花顺，华金证券研究所

表 2：公司充气床垫品系列表

| 材料 | 产品名称 | 产品展示 | 产品特点 |
|-----|--------------|------|---|
| TPU | TPU 双人自动充气床垫 | | 1、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； 2、3D 立体直边造型设计，使得睡眠面积更大；两个大型阀门快速充气，收放自如、体验更好； 3、广泛适用于露营地及汽车旅行等用途。 |
| | TPU 单人自动充气床垫 | | 1、超轻自动充气垫；有机硅涂层，可实现自洁防污；20D 尼龙复合 TPU 面料，更加的轻薄环保抗撕裂； 2、内置低密度高回弹聚氨酯软泡，重量更轻；星型空心造型处理可以使产品压缩后体积更小； 3、一英寸低限厚度，广泛适用于登山、探险等用途。 |
| | TPU 单人非自动充气垫 | | 1、TPU 单人款超轻充气垫；20D 超轻尼龙复合 TPU 面料，更加的柔软环保抗撕裂；连续空气支撑单元结构使身体重量分布均匀合理； 2、快速充气接口，可配套专用充气袋；Primaloft 拒水保温棉，有效阻隔热量散失；超轻且具有超小收卷体积，满足专业玩家轻量化追求。 |
| | TPU 双人非自动充气垫 | | 1、双人款多用型充气床垫；150D 牛津复合 TPU 面料，牢固耐用性强；专利网环状结构技术，可以提供更高的支撑力稳定性； 2、128 个拉带结点，有效提高承受力；双层结构充放气阀，进气排气分层操作； 3、广泛适用于汽车旅行、家庭露营等用途。 |
| PVC | PVC 单人自动充气床垫 | | 1、一体式充气枕头，更轻便舒适；内置高回弹聚氨酯泡棉，打开气阀即可实现快速自动充气； 2、点式高周波熔接，美观强韧，固定海绵不移位。 |

| 材料 | 产品名称 | 产品展示 | 产品特点 |
|----|--------------|---|--|
| | PVC 双人自动充气床垫 |  | <ol style="list-style-type: none"> 1、双人带枕款自动充气垫：190T 春亚纺复合 PVC 面料，触感舒适；内置高回弹聚氨酯泡棉，可以有效阻隔热量散失； 2、人体工程学造型设计，使人体不同部位得到不同支撑；广泛适合营地露营，自驾旅行。 |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

箱包枕椅作为户外配套产品。户外配套产品有防水箱包、枕头靠垫和椅子，基本涵盖户外露营所需，也大多采用了 TPU 材料。

表 3：公司周边配套产品系列表

| 产品 | 产品展示 | 产品特点 |
|------|--|--|
| 冰包 |  | <ol style="list-style-type: none"> 1、840D 尼龙复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；拥有气密性拉链，有效阻隔空气能量的交流； 2、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； 3、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。 |
| 箱包 | <p>肩包</p>  <p>背包</p>  | <ol style="list-style-type: none"> 1、300D 牛津复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；有机硅涂层，拒水防污；无缝全熔接工艺，防水性能卓越； 2、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；袋盖插扣有效防止物品掉落。 |
| 防水桶袋 |  | <ol style="list-style-type: none"> 1、210D 涤纶格子复合 TPU 面料，抗撕裂；透明窗方便存取物品；圆底桶状，具有更大的容量； 2、卷口设计，操作简便；适用于衣物、电子产品的防潮等。 |
| 枕垫 | <p>头枕</p>  <p>靠垫</p>  | <ol style="list-style-type: none"> 1、弹力布复合 TPU 面料，触感更加的轻盈柔软；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； 2、U 型造型，多维度包围并适合各种睡姿；快速充放气阀门，简单易操作。 |
| 椅子 |    | |

资料来源：公司招股书，公司官网，华金证券研究所

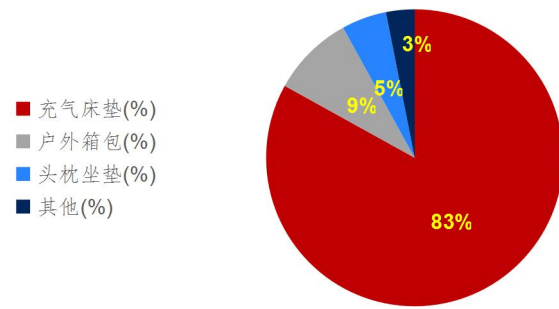
盈利空间最大的充气床垫贡献了 8 成左右的毛利。2019-2021 年，公司整体毛利率分别为 39.83%、40.68%和 38.76%。其中，充气床垫的毛利率水平最高，2020-2021 年分别为 44.69%、42.66%，对总体毛利的贡献率分别为 81.63%和 83.05%；户外箱包的毛利率近五年来较为平稳，保持在 25%~30%之间，2021 年为 26.42%，较 2020 年压缩了 2.17pct，但对毛利的贡献率微增 0.57pct 至 8.95%；2020 年以来，头枕坐垫面临毛利率和毛利贡献率的双双下滑，2021 年，毛利率从 39.68%大幅降低 11.01pct 至 28.67%，盈利贡献也同比下降 1.91pct 至 4.89%，较 2019 年降低 7.83pct，处于近五年来最低水平。

图 7：2017-2021 按产品分的毛利率水平



资料来源：同花顺，华金证券研究所

图 8：2021 年各类产品毛利贡献占比



资料来源：同花顺，华金证券研究所

1.4 商业模式：为多种类型客户进行以 ODM 为主的代工直销

客户包括户外零售领域内的全球知名品牌。目前，主要客户包括迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等全球知名户外用品零售商、渠道商和品牌商。

表 4：主要大客户的基本情况

| 客户名称 | 主要属性 | 覆盖范围 | 正式合作 | 采购占比 |
|----------------------------|------|---|------|-------|
| 迪卡侬 | 零售商 | 全球市场，经营种类齐全的运动服装、鞋子和装备等 | 2010 | \ |
| SEA TO SUMMIT | 品牌商 | 全球 35 个多国家和地区，在欧美澳获得多项大奖 | 2012 | 约 15% |
| LSO LP | 渠道商 | 为 Costco、Walmart、Dick's、LLbean 等美国超市采购 | 2010 | 约 15% |
| Balluck Outdoor Gear Corp. | 渠道商 | 美国高端户外品牌采购各类产品 | 2009 | 约 25% |
| 际华集团 | 生产商 | A 股上市的纺织服装研发、生产和销售公司，兼国内外贸易 | 2015 | 小于 1% |
| 历德超市 | 零售商 | 欧洲为主，全球拥有 1,000 家以上门店 | 2006 | 小于 1% |
| Flextrade | 渠道商 | 德国知名户外运动产品贸易商，业务遍及全球客户 | 2011 | 小于 1% |
| REI | 零售商 | 美国户外用品零售商，拥有 1900 万会员 | 2013 | 约 1% |
| Exxel | 品牌商 | 多个自有品牌，主要产品包括睡袋、帐篷、气床等 | 2013 | 小于 5% |
| Super Retail Group | 零售商 | 澳大利亚最大的零售商之一，主要产品类型包括户外休闲用品、运动用品和汽车零部件及配件等，在全球拥有 670 余家门店 | 2016 | 小于 1% |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

注：1) 最后一列的“采购占比”是指公司（浙大自然）的产品占该客户户外用品类采购的份额比例。2) 在与迪卡侬的合作也包括迪卡侬旗下的上海莘威运动用品有限公司；同样也与 SEA TO SUMMIT 的旗下中山大堡礁户外用品贸易有限公司直接合作；与际华集团的合作中，直接合作对象为际华三五零二职业装有限公司和南京际华三五二一特种装备有限公司。

自主设计能力较强，以 ODM 合作为主。公司主要通过 ODM/OEM 代工直销的方式与客户合作，尚未有自有终端品牌业务。具体模式可细分为 ODM、OEM、ODM+OEM 三种，一般来说 ODM 模式的溢价能力最强，公司的 ODM 毛利率约为 40% 左右。根据公司招股书，ODM 是主要的合作模式，2018-2020 年贡献收入占主营收入的比例为 77.13%、66.65% 和 70.65%。其次是“ODM+OEM”，约占收入的 2 成，主要代表和大品牌合作设计制造的项目，譬如 2019 年于公司与迪卡侬及与 SEA TO SUMMIT 共同设计的产品销售规模较大，使得该模式收入占比

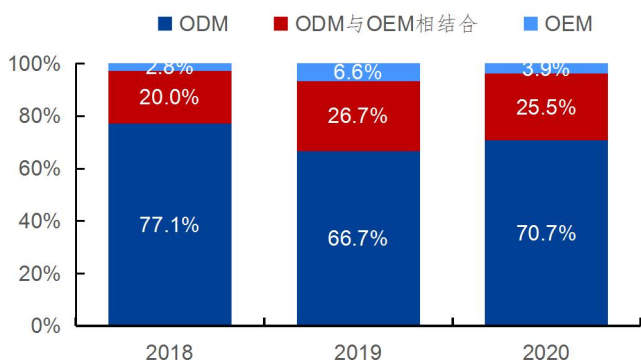
提升,从2018年的20.04%提升至26.72%。OEM模式三年占比则仅为2.83%、6.62%和3.85%,不属于公司的主要业务模式。

表 5: 公司和客户的三种具体合作模式

| 模式 | 合作方式 |
|------------|--|
| ODM | 公司依托自主设计能力,全权负责产品的设计并向客户推荐销售 |
| ODM与OEM相结合 | 公司与客户共同完成产品的设计工作。通常情况下,客户提供产品需求,公司根据客户需求进行设计或在部分客户提供的产品设计方案上进行完善、优化,经过公司与客户人多次确认、完善产品细节,最终完成产品的设计工作,并由公司进行生产 |
| OEM | 客户提供全套的产品设计方案,公司不参与产品设计 |

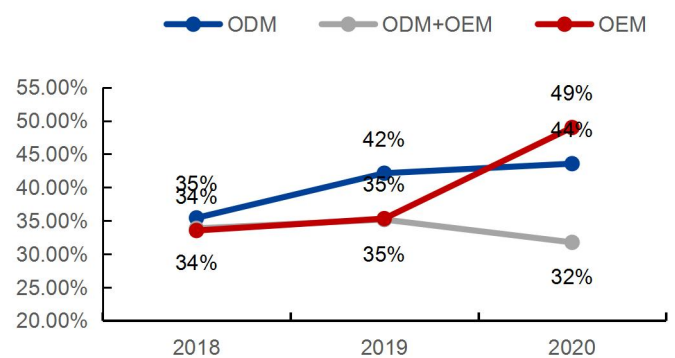
资料来源:公司招股书,华金证券研究所

图 9: 2018-2020 年公司三种合作模式的收入构成趋势



资料来源:公司招股书,华金证券研究所

图 10: 2018-2020 年公司三种合作模式的毛利率水平



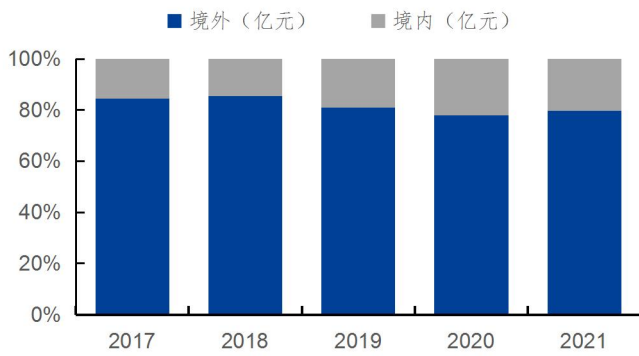
资料来源:公司招股书,华金证券研究所

2. 把握国内户外用品行业发展机遇,全面提升境内外收入

2.1 公司: 外销收入大幅回升,近年来本土市场成长较快

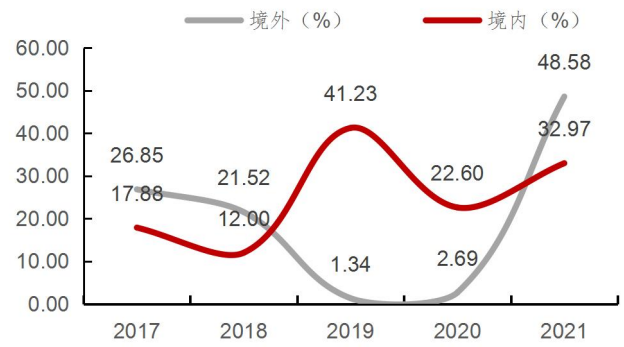
欧美为主的境外市场贡献公司约八成收入,本土增速持续走高驱动收入占比不断加大。公司的业务收入主要来源于海外,2017-2019年疫情前占据收入的8成以上,疫情后的2020-2021年境外收入分别为4.52亿元和6.72亿元,占比77.8%和79.8%,略低于疫情前的水平。细分区域来看,公司4成以上的收入源自欧洲市场,其次北美约占2成,亚洲-境内占据2成,亚洲-境外占据1成,欧美作为公司的核心市场,2019-2020年欧洲收入同比微增3%、5%,北美收入以-2%和-13%的幅度加速负增长,导致欧洲和北美收入合计占比从2018年的46.1%、23.4%连降至2020年的43.7%、17.4%,拖累境外整体增长乏力,2019、2020两年仅微增1.34%和2.69%,远不及往年;相比之下,本土收入2019-2020两年分别同比双位数增长41%和23%,驱动本土市场收入占比持续提升,三年分别为14.5%、19.2%、22.1%,伴随在越南的布局,2020年亚洲-境外区域的收入也大增37%,提升收入占比达9.8%/+2.2pct。2021年以来,随着疫情管控放开后户外需求有所扩大,同时公司募投项目在2021年投产又进一步提升了产能,促使2021年境内收入同比增加32.97%,增速扩大10.37pct,境外收入同比+48.58%,较2019年年均复合增长23.58%。

图 11: 2017-2021 国内外收入结构



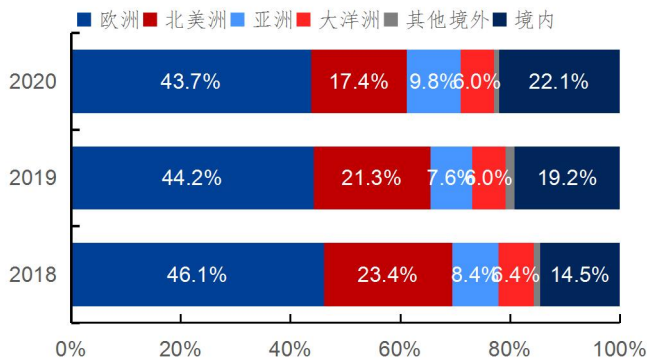
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 12: 2017-2021 国内外收入增速



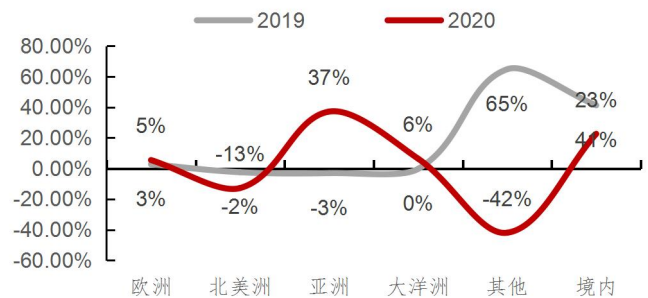
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 13: 2018-2020 全球细分市场的收入占比



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

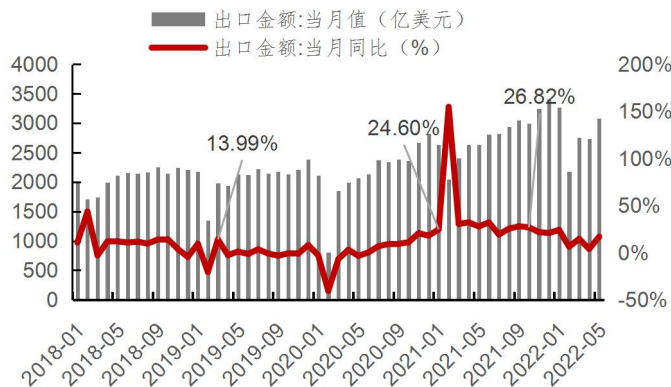
图 14: 2019-2020 年全球细分市场收入增速



资料来源: 招股说明书, 华金证券研究所

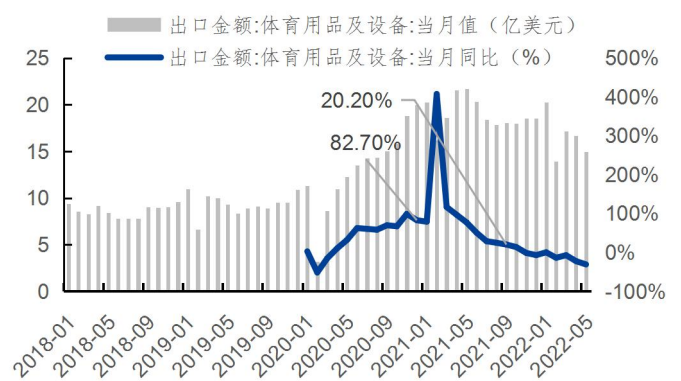
疫情后, 体育用品及设备的海外释放效应高于整体出口情况, 且在 2021 快速消减。由海关数据, 我国疫情后整体出口金额增长加快, 除 2021 年 1 月在去年同期的低基数上增长约 150% 外, 2020-2021 年间月度增速也高于疫情前; 体育用品及设备行业出口金额, 自 2020 年来海外的释放效应更为明显, 2020 年同比增速约在 60%~80%, 且整体提速增长, 2021 年开始增速不断放缓, 疫情后海外释放效应随着供应的快速恢复而消失。

图 15: 2018 年以来总出口金额月度趋势



资料来源: Wind, 海关总署, 华金证券研究所

图 16: 2018 年以来体育用品及设备月度出口趋势



资料来源: Wind, 海关总署, 华金证券研究所

2.2 国内：户外运动加速成熟

“防疫+双减+健身”三个方面的政策直接或间接地促动户外运动的发展。中短期来看，由于我国严格且有力的防疫政策，疫情以来期形成了国内局部大体平稳、出入境收紧的局势，人们长途旅行意愿降低，周边短途需求增多，加上国务院教育“双减”政策的实施，近一两年来户外运动呈现加速成熟的趋势。长期战略来看，我国经济和社会发展进入拐点，在各个领域进行升级质变，其中就包括提升全民身体素质和生活品质，2019年以来相关政策迭出，多次强调对户外旅游休闲、户外装备及上游材料制造等行业的支持，2021年8月发布的《全民健身计划（2021-2025年）》指出我国体育产业总规模在2025年预计达到5万亿元，文中被多次提及的户外运动有望受益。

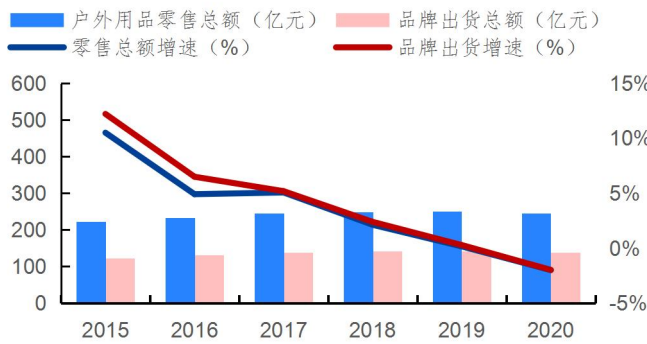
表 6：体育户外相关产业政策

| 产业政策 | 主要内容 |
|------------------------------|--|
| 1 《产业结构调整指导目录（2019年本）》 | 鼓励类中包括：三十四、旅游业/1、旅游装备设备，以及休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务 |
| 2 《山地户外运动产业发展规划》 | 大力推动山地户外运动装备制造向研发、设计、销售等高端环节发展，提高自主研发生产能力，培育一批具有自主知识产权的高端健身休闲装备知名品牌 |
| 3 《国务院关于加快发展健身休闲产业的指导意见》 | 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”（太行山及京杭大运河、西安至成都、青藏公路，丝绸之路、318国道、长江沿线）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 |
| 4 《纺织工业发展规划（2016-2020年）》 | 进一步巩固提高我国纺织工业在生产制造和国际贸易中的优势和地位，形成创新驱动发展、质量效益提升、品牌效应明显、国际合作加强的纺织工业发展格局，创造国际竞争新优势，初步建成纺织强国 |
| 5 《轻工业发展规划（2016-2020年）》 | 推动礼仪休闲用品工业向新颖、时尚方向发展。加强新材料研发和在户外、庭院、运动休闲等行业应用。重点发展文化内涵丰富、品质优良、满足个性化需求的高附加值礼仪休闲用品。加快产业集群区品牌培育、文化推广、创意设计等公共服务建设。做好非遗、节庆、民俗、民族等文化特色产品推广 |
| 6 《体育产业发展“十三五”规划》 | 重点打造冰雪运动、山地运动、户外休闲运动、水上运动、汽摩运动、航空运动、武术运动等各具特色的体育产业集聚区和产业带 |
| 7 《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》 | 到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。在有条件的地方制定专项规划，引导发展户外营地、徒步骑行服务站、汽车露营地、航空飞行营地、游艇码头等设施 |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

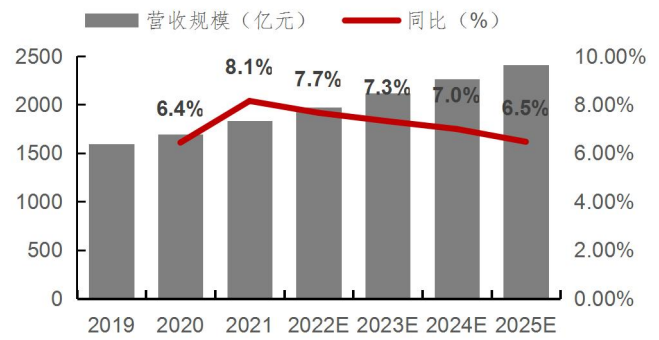
户外运动规模近年来持续增长。根据 COCA 数据，疫情前我国户外用品零售市场规模持续增长但增速不断放缓，2019年市场零售总额达250.2亿元，2020年因疫情下零售业受阻下降为245.2亿元，品牌出货总额占一半以上且比重有所增加。从整个户外行业的营收规模来看，根据智研咨询，2020-2021年我国户外用品市场营收总规模为1693.3/1831.2亿元，同比增长6.4%/8.1%，发展趋势与近两年实际情况较为相符，预计2025年市场将达到2409.6亿元，2020-2025年均符合增速为7.3%。

图 17: 2012-2020 年户外用品零售市场规模及增速



资料来源: 华经情报网整理 COCA, 华金证券研究所

图 18: 2019-2025 中国户外用品营收规模及增速



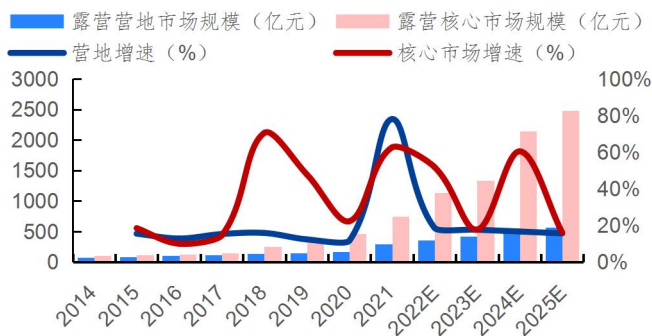
资料来源: 智研咨询整理中国钓具网, 华金证券研究所

注: 两个图的数据来源和统计口径存在差异, 左图的数据源于中国纺织品商业协会 (COCA), 统计口径多与鞋服品类相关; 右图的数据整理自中国钓具网, 口径覆盖的户外活动范围更广泛, 品类更多元, 与公司的产品具有相关性, 所代表的人群属于公司的潜在市场范围。

露营市场迎来爆发, 有望迈入千亿级别。单就户外露营来看, 2020-2021 年露营核心市场规模分别是 460/748 亿元, 露营营地规模为 168/299 亿元, 均较此前年份规模大增, 尤其是 2021 年核心市场和营地的规模增速高达 62.5% 和 78.0%, 行业迎来爆发。根据艾媒咨询预测, 露营核心市场和露营营地市场规模有望在 2025 年达 2483.2 亿元和 562.1 亿元, 5 年 CAGR 为 40.1% 和 27.3%。

充气床垫受到青睐, 目标人群消费动机较强。根据草莓派网调统计, 露营消费者对于防潮垫、充气垫和折叠桌椅的购买意愿均较高, 2022 年的购买意愿分别为 56.4%、41.9% 和 34.5%, 公司的主营产品迎合了市场的需要。尤其是兼具防潮和床垫功能的充气床垫, 在 2022 年上半年国内外负面因素扰动, 导致消费低迷整体购买意愿有所下滑的情况下, 考虑到样本量翻倍还有 0.1 个百分点的微增, 说明露营市场对充气床垫的青睐程度向好。在对白领和 Z 世代两类典型露营人群的调查中, 可以看到, 一方面白领人群 9 成以上愿意为户外活动付费, 但 50.5% 会选择自购装备, 利于提高消费频次扩大整体市场; 另一方面, 84.2% 的 Z 世代以放松心情、纾解压力为目的去露营, 促进亲密关系 (64.9%)、亲近大自然 (62.6%) 和体验新生活 (52.6%) 都以过半人数高票上榜, 侧面在现代年轻人生活压力不断加大、疫情为旅游和社交带来阻碍的情况下, 露营拥有广阔的发展潜力。

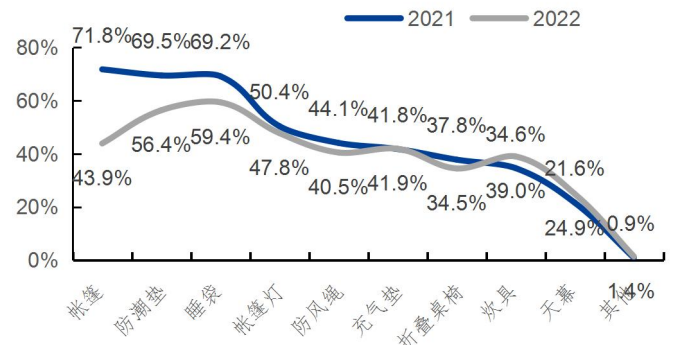
图 19: 2014-2025 年露营市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 华金证券研究所

注: 露营核心市场指与露营直接相关的消费和活动产生的市场, 与之相对的是

图 20: 2021vs.2022 消费者对露营装备的购买意愿



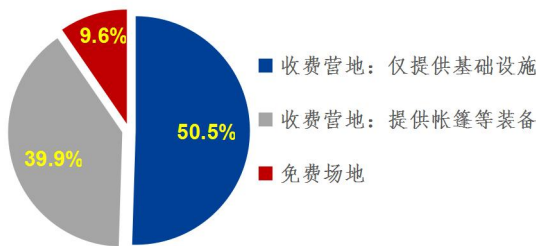
资料来源: 艾媒咨询整理草莓派网调, 华金证券研究所

注: 2021 年调查于 10 月, N=1044; 2022 年调查于 5 月, N=2036, 不同的样

“带动市场”，譬如上游的景区、住宿和下游的超市、餐饮等。

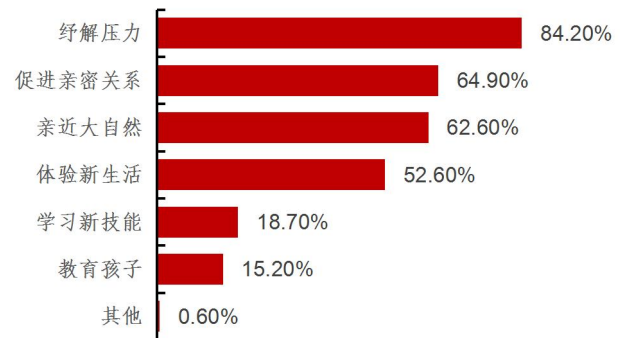
本量和调查时间构成误差，整体趋势仅供参考。

图 21：白领人群露营地选择意愿



资料来源：艾媒咨询整理草莓派网调 (N=1582)，华金证券研究所

图 22：Z 世代人群露营动机调查



资料来源：艾媒咨询整理草莓派网调 (N=382)，华金证券研究所

2.3 国外：户外运动市场成熟且受疫情影响较小

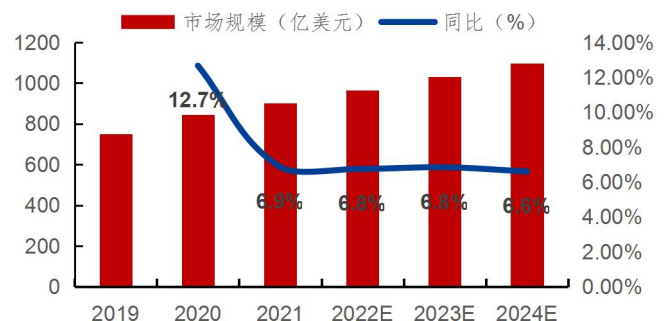
全球户外运动市场增速逐渐放缓，线上市场有望突破千亿美元，龙头效应明显。据 Statista 统计，2020-2021 年全球户外用品营收规模为 1599.54 和 1812.35 亿美元，同比增长 28.3%和 13.3%，根据欧洲户外联合会（EOG）统计，2021 财年，其会员企业以 62 亿欧元的销售额创下纪录，同比增长了 19%；此后，同国内一样呈现出增速逐年放缓的态势，预计 2025 年市场整体规模将达到 2363.4 亿美元，2020-2025 年均复合增速为 8.1%。潜力市场来看，一方面，电商市场 2020-2021 全球规模约为 845 和 903 亿美元，同比增长 12.7%和 6.9%，高于整体，预计在 2024 年线上市场规模将突破千亿美元；另一方面，龙头效应显现，2022 年上半年，受俄乌局势影响，粮食、能源等全球大宗商品价格波动剧烈，全球主要经济体通胀压力下收紧政策，全球户外行业也受到冲击，致使增长放缓，但主要欧美品牌仍然取得销售的增长，如美国户外服饰集团 Columbia Sportswear 半年报指出，尽管公司第二季度的销量有所下降，但 2022 年上半年的收入仍增长 12%至 13.4 亿美元。

图 23：2019-2025 年全球户外用品行业规模及增速



资料来源：华经情报网整理 Statista，华金证券研究所

图 24：2019-2024 全球户外用品电商市场规模



资料来源：Statista，公司招股书，华金证券研究所

欧美户外运动市场发展基础较好。根据美国户外行业协会（OIA）统计，早在 2017 年，美国消费者在户外运动中的支出就高达 8,868 亿美元，其中户外运动装备和用品支出为 1,845 亿美元，户外运动普及度较高。据 Statista 推算，2020-2021 年欧洲户外运动用品电商市场规模分别为

169 和 178 亿美元，同比增速约为 9%和 5%，预计及至 2024 年，4 年复合增速为 5.6%；美国户外运动用品电商市场规模则预计从 2020 年以 3.1%年均速度增长至 2024 年的 209 亿美元。

图 25: 2019-2024 欧洲户外用品电商市场规模



资料来源: Statista, 公司招股书, 华金证券研究所

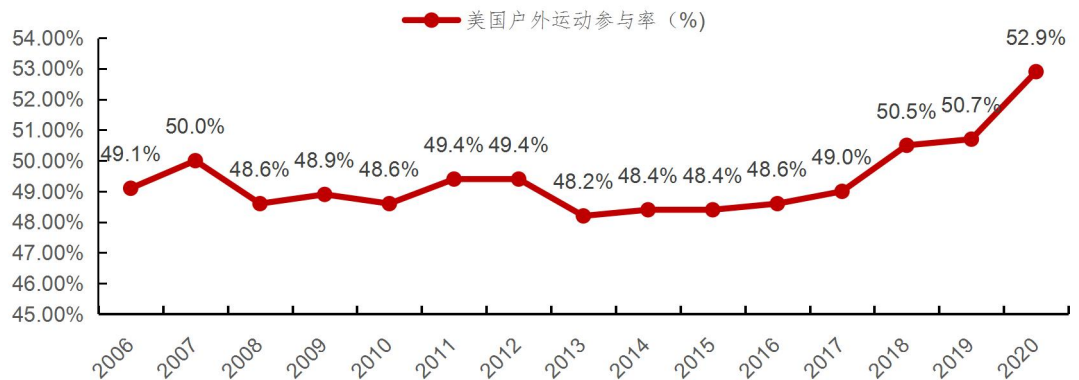
图 26: 2019-2024 美国户外用品电商市场规模



资料来源: Statista, 公司招股书, 华金证券研究所

疫情在一定程度上促进户外市场获得新发展。心态来看，疫情使得人们更加注重身体健康状况，提升参加户外活动、体育锻炼的热情——据美国户外行业协会（OIA）的统计数据显示，2020 年 4 月至 6 月，美国人参加户外运动的人次大幅增加，其中，跑步、自行车以及徒步的增幅最大。在包括团体队运动、健身、户外运动、单人运动和球拍类运动等五大类运动的问卷测评中，受访者认为户外运动受疫情限制影响最小，在美国 SFIA 的全民健身报告里也可以看到，2020 年全民户外参与率大幅增长 2.2pct 至 52.9%，大大高于 2006 年以来的历史水平。政策角度，一方面，虽然 2020 年以来全球疫情形势较为严峻，但对国外地区的户外运动需求影响较小，政府相关措施主要在于限制公众场所聚集，对户外运动限制较少，且户外运动相对于团队运动，人与人之间接触较少、相对较为安全。2021 年，各国政府更是进一步放宽了对疫情的控制，除个别国家对聚集性、接触性的大型户外活动、赛事进行一定限制外，非聚集性的户外运动项目和场所已基本开放。另一方面，疫情期间，为了防止疫情对经济、生活的冲击，欧美国家普遍发放疫情补助促进消费，随着亚马逊等电商在疫情期间的崛起，来自中国等生产地的卖家提供了大量价廉物美的户外用品，共同利好户外行业。

图 27: 2006-2020 年美国户外运动参与情况



资料来源: SFIA 《全民健身报告》，华金证券研究所

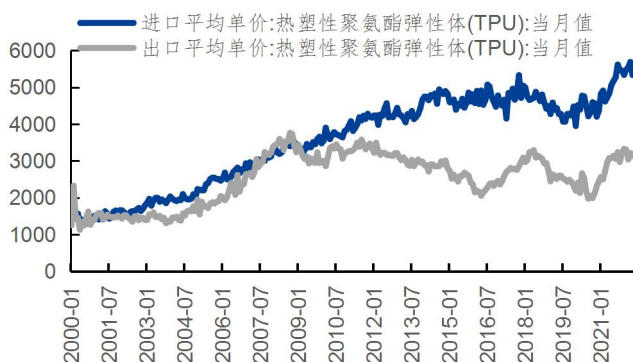
3. 掌握 TPU 核心技术，打造垂直一体化

3.1 生产：“垂直一体化+境内外生产”布局

新型环保材料成为发展趋势，且拥有友好的政策及监管环境。经过多年粗放式发展，近年来，环保健康的重要性凸显，以前普及度最高的 PVC 材料，因其主要成分是被 WHO 认定为致癌物的聚氯乙烯，并且在加工过程中添加了增塑剂而对环境和身体有害，2019 年，欧盟发布限塑令对 PVC 监管趋严，且预计在 2030 年将 PVC 退出市场；2022 年 2 月，我国国家生态环境部强调要加强塑料污染治理，推动《关于进一步加强塑料污染治理的意见》《“十四五”塑料污染治理行动方案》等政策落地；2022 年 3 月 2 日，在第五届联合国环境大会上，175 国代表通过了一项终止塑料污染的协议，该协议预计将在 2024 年具备国际法效力。属于环保材料且性能优越的 TPU 作为良好替代品拥有了快速发展的机会。

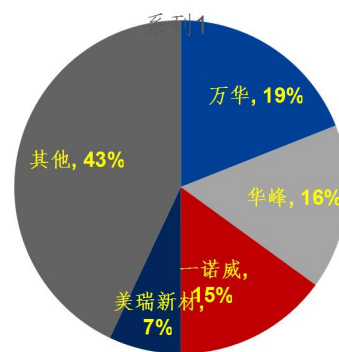
上游 TPU 市场竞争激烈、集中度高，本土龙头纷纷布局产业链一体化。TPU 材料的生产其实已有较长历史，今年来尤其是 2021 年随着下游应用端的快速发展，2017-2021 产量的年均复合增速达 13.9%，其中 2021 年为 64.5 万吨/+12.3%，产能也进入扩张快道，5 年 CAGR 约 13.3%，至 2021 年接近 120 万吨/+15.6%，同时原料及成品价格高涨。目前全球市场及我国高端市场主要被国外企业垄断，根据天天化工网的信息，国内约有 100 多家 TPU 生产企业，除龙头以外多处于低端市场的红海竞争状态，而以万华（19%）、华峰（16%）、一诺威（15%）为代表的本土龙头也均在向产业链一体化如下游应用的创新和产品研发等方向延伸切入，CR3 约 50%，龙头议价能力较强。

图 28: TPU 进出口价格走势



资料来源: Wind, 海关总署, 华金证券研究所

图 29: 有产业链一体化战略的 TPU 本土龙头

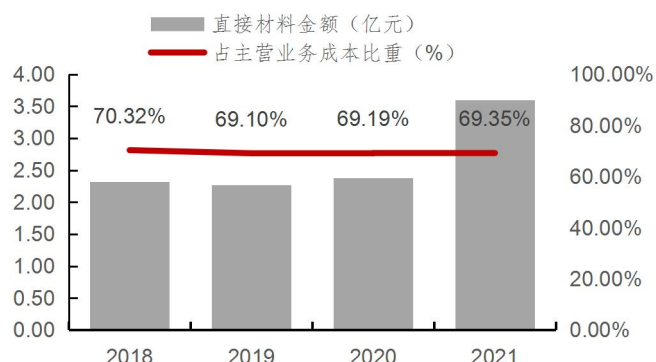


资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

公司掌握了关键节点技术，从而构筑起成本和议价优势，毛利维稳且高于可比公司。公司掌握了 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，生产及工艺过程涵盖从坯布到户外运动成品的所有关键工序，使得公司有能力从源头开始介入生产流程，意味着构筑全过程自控自制的“原材料→中间材料→产成品”垂直一体化产业链，具备多品类、多批次、小批量的快速反应生产能力，具有成本、质量、交期等方面的综合优势。2018-2021 年直接材料占主营业务成本比例分别为 70.32%、69.10%、69.19%和 69.35%，较为平稳，未明显受到上游大宗商品涨价的影响；相较可比公司，公司疫情及 2020

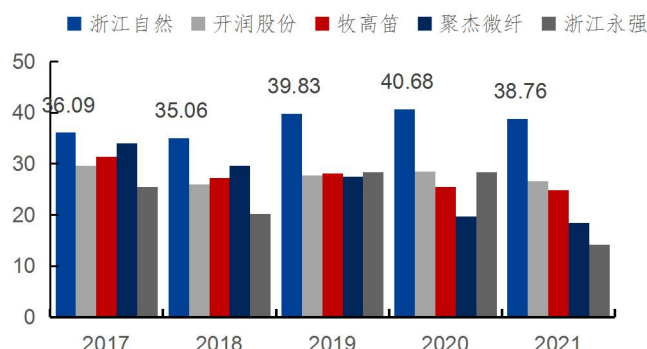
年原料涨价以来，通过生产过程的降本增效持续改善毛利率，2019-2021 三年毛利率分别为 39.83%、40.68%、38.76%，高于自身过去 35%左右的水平，也和同类可比公司拉开差距。

图 30: 2018-2021 公司原材料采购额及比重变化



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 华金证券研究所

图 31: 2017-2021 公司与可比公司销售毛利率 (%)



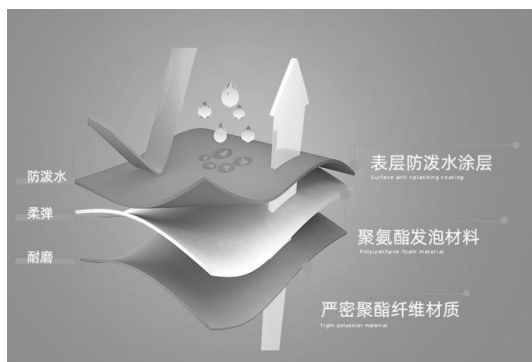
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

建设越南海外生产基地, 进行海外生产布局。随着我国人口红利的渐渐消失, 以及国际生产要素向东南亚转移, 公司募资兴建了越南生产基地, 打造“境内+境外”双生产基地的布局, 不仅便于降低成本增加产能, 在疫情反复的特殊形势下, 还将有助于实现生产和出口的灵活安排, 增强抵御风险的能力。

3.2 研发: 以 TPU 材料打造的 5 层结构充气床垫具有优良性能

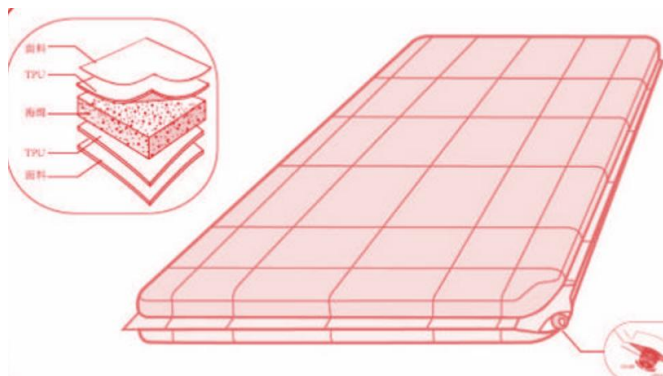
公司拥有以 TPU 薄膜及面料复合技术为核心, 配合聚氨酯 (PU) 软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺的技术体系。公司的 TPU 充气床垫为面料-TPU-海绵-TPU-面料 5 层结构, 其中面料在充气床垫最外侧, 主要起到美观的效果; 内置的高回弹聚氨酯软泡海绵, 则可以使气垫充气回弹, 同时使床垫更为柔软舒适。相较普通床垫, 多夹入两层 TPU 材料作为气密层, 起到防水、密闭、接着作用, 材料本身具有硬度范围广、机械强度高、玻变点低的特点, 除了优良的弹性和耐磨性, 还具有出色的抗冲减震能力, 且在 -35° 的低温环境下仍然柔韧回弹。

图 32: 普通户外床垫 3 层结构



资料来源: 公开资料, 华金证券研究所

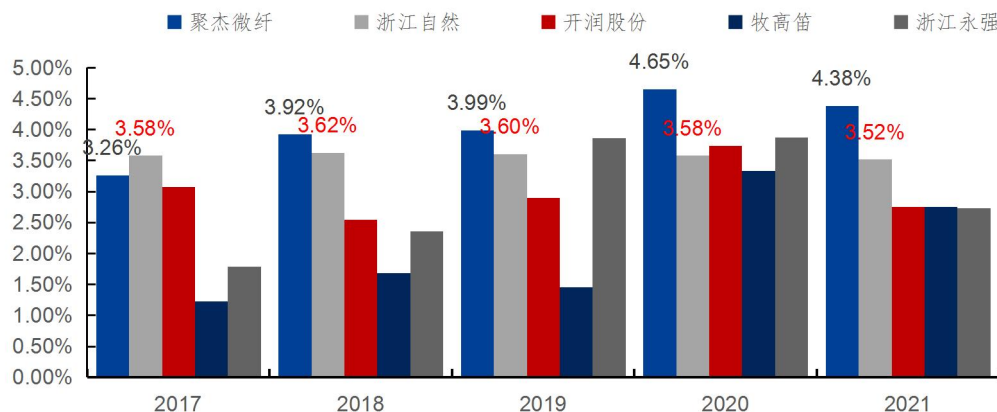
图 33: 公司 TPU 充气床垫 5 层结构



资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

截至 2021 年 12 月 31 日，公司技术研发人员共计 131 人，占员工总人数的 8.74%，核心技术人员拥有股权激励，因此状态较为稳定，在过去三年没有发生变更。近年来不断加码研发，加大在自动化技术研究等项目的投入，2021 年和 2022Q1 研发费用分别 0.3 亿元/+42.41%、0.06 亿元/+32.21%。相较可比公司，公司的研发费率在近几年均较为领先，2020-2021 年的研发费率为 3.58%和 3.52%，次于首位的聚杰微纤 1.07pct 和 0.86pct。

图 34：2017-2021 公司与同类公司研发费用率（%）



资料来源：同花顺，华金证券研究所

表 7：公司的重要技术成果

| 技术类型 | 序号 | 技术名称 |
|-------------|----|-------------------------|
| 量产阶段的核心技术 | 1 | 聚氨酯软泡发泡技术 |
| | 2 | 面料涂层技术 |
| | 3 | TPU 面料复合技术 |
| | 4 | 高周波熔接技术 |
| | 5 | 热压熔接技术 |
| 独立研发阶段的前沿技术 | 1 | 具有保温特性的充气床垫内表面制备工艺改进 |
| | 2 | 充气床面料与海绵快干复合工艺研究 |
| | 3 | 海绵数控竖打孔机的研发 |
| | 4 | TPU 充气家用床的研发 |
| | 5 | 充气床用超高密度半闭孔海绵材料高效切割工艺研究 |
| | 6 | 户外充气沙发轻量化技术研究 |
| | 7 | 具有气垫保护结构的数码产品收纳包开发 |
| | 8 | 具有防褥疮功能的 TPU 充气护理床垫开发 |
| | 9 | 基于人机工程学的家用充气床舒适性研究 |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

3.3 竞争：公司主营产品横向比较具有差异化的竞争力

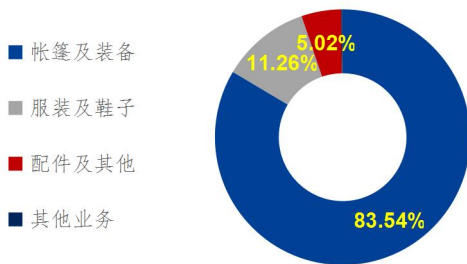
本土竞争压力小，产品重合度低。我国本土市场仍以大量区域性的，未完成 OTC 转型的中小企业为主，品牌、渠道和技术等给公司带来的竞争压力较小。公司主要产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动产品，目前国内户外领域上市公司多集中于鞋服面料及服务领域，未有主营业务高度重合的情况，原材料、生产工艺、市场投放、产品应用场景等均存在较大差异。

表 8: 与本土同类上市公司经营具有差异性

| 企业名称 | 主营情况 | 市场范围 |
|------|---|-----------------------|
| 牧高笛 | 帐篷、睡袋、自充垫等户外装备, 及冲锋衣、羽绒服、登山鞋、运动背包等户外鞋服 | 欧洲、澳洲等国际市场 |
| 浙江永强 | 户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等三大系列, 用于家庭庭院和露台、户外休闲场所(餐馆、酒吧、海滩、公园)及酒店等场所, 拥有自营进出口权 | 美国、德国、澳大利亚、香港等发达国家和地区 |
| 聚杰微纤 | 本土超细复合纤维面料及制成品龙头 | 欧洲为主 |
| 开润股份 | 出行消费品如包袋、旅行箱、服饰等出行产品的研发、设计、生产和销售 | 境外 6 成以上 |

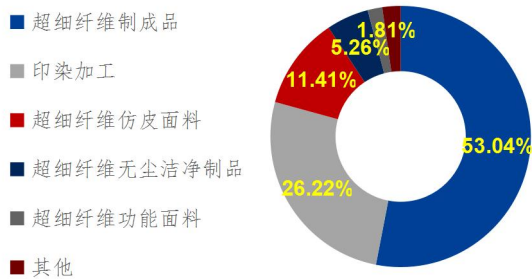
资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

图 35: 2021 年牧高笛主营结构



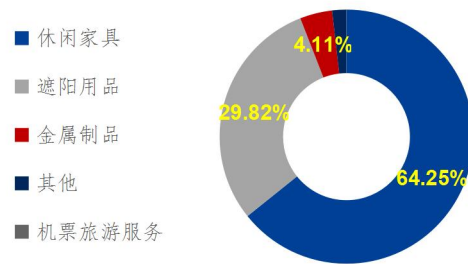
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 37: 2021 年聚杰微纤主营构成



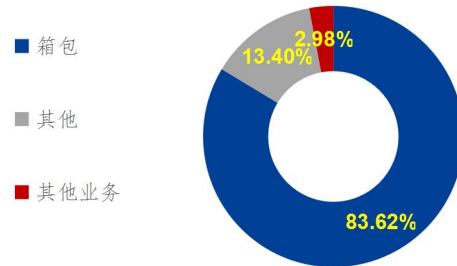
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 36: 2021 年浙江永强主营结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 38: 2021 年开润股份主营构成



资料来源: Wind, 华金证券研究所




国际市场竞争者数量少, 价位段存在区隔。拥有充气床垫核心产品生产线的主要竞争者, 来源于国外品牌, 包括美国 Therm-a-Rest、西班牙 TRANGOWORD、台湾 FENGYI 等, 竞争者数量较少。Therm-a-Rest 隶属的 Cascade Designs 公司作为自充气露营垫的发明者, 30 多年来在全球户外休闲行业处于领导地位, 占据着全球户外充气床垫的高端市场, 和亚马逊、REI 等连锁零售商合作进行自有品牌线上直销, TrangoWorld 成立最早(1928 年), 目前主要通过自有官网和 REI 等进行线上直销。台湾 FENGYI 则成立于 1994 年, 目前的充气床垫的年产量为 90 万件, 营业额达 1800 万美元。从价格上比较, Therm-a-Rest 和 TrangoWorld 均有千元级别的充气床垫, 百元价格区间里公司的主要竞品是二者的低线产品和台湾 FENGYI, 尤其是 FENGYI 在国内销售的产品与公司高度相似, 均主营充气床垫和户外枕头, SKU 数量比公司少, 价格稍高于公司。

表 9: 主要客户充气床垫类产品平均单价

| 序号 | 客户名称 | 2018 年度 | 2019 年度 | 2020 年度 |
|----|----------------------------|---------|---------|---------|
| 1 | 迪卡侬 | 91.44 | 74.60 | 115.68 |
| 2 | SEA TO SUMMIT | 158.49 | 155.74 | 151.05 |
| 3 | LSO LP | 147.62 | 162.55 | 131.48 |
| 4 | Balluck Outdoor Gear Corp. | 108.34 | 116.43 | 119.26 |
| 5 | 际华集团 | 82.42 | 92.44 | 91.76 |
| 6 | 历德超市 | 61.76 | 70.85 | 57.15 |
| 7 | Flexxtrade | 57.63 | 58.10 | 57.06 |
| 8 | REI | 284.79 | 463.59 | 270.77 |
| 9 | Exxel | 129.44 | 139.64 | 154.23 |
| 10 | Super Retail Group | 207.90 | 244.20 | 246.76 |

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

表 10: 公司主要竞争者基本情况

| 品牌/公司 | 成立时间 | 总部 | 主营产品 | 床垫产品 | 床垫产品价格 |
|--------------|--------|-----|-------------------------|---|--------------|
| Therm-a-Rest | 1972 年 | 西雅图 | 睡袋、枕头和座垫等 |  | 约 650~1750 元 |
| TRANGOWORD | 1928 年 | 西班牙 | 冲锋衣、鞋、裤子、手套、背包、充气床垫等 |  | 约 450~1200 元 |
| 台湾 FENGYI | 1994 年 | 台湾 | 自动充气床垫、空气床垫、床垫特制气嘴、防水袋等 |  | 约 200~500 元 |

资料来源: 公司官网, 亚马逊, 华金证券研究所

表 11: 台湾 FENGYI 在国内销售的产品

| 使用场景 | 型号 | 尺寸 | 材质 | 重量 | 建议售价 |
|---------|-------------------|--------------|-----------|-------|-----------|
| 家庭露管用睡袋 | 723-264V(加枕头和黏扣带) | 183X66X5CM | Polyester | 1500g | NT\$1,800 |
| | 720-264V(加黏扣带) | 183X66X5CM | Polyester | 1500g | NT\$1,500 |
| | 720-264(标准型) | 183X66X5CM | Polyester | 1300g | NT\$1,400 |
| 登山露管用睡袋 | H480-201(半身睡袋) | 122X51X.5CM | Polyester | 520g | NT\$900 |
| | H720-201(全身睡袋) | 183X51X2.5CM | Polyester | 800g | NT\$1,300 |
| | H720-203(加厚) | 183X51X3.8CM | Polyester | 980g | NT\$1,500 |
| 其他 | PI-102(规则型枕头) | 50X30X8CM | Polyester | 350g | NT\$400 |
| | PI-103(不规则型枕头) | 50X28X10CM | Polyester | 300g | NT\$400 |
| | PI-103SR(不规则枕头-小) | 40X28X10CM | | | |
| | 修补包(修补胶, 修补布) | | | | NT\$100 |

资料来源: FENGYI 台湾官网, 华金证券研究所

4. 深度合作绑定优质客户, 营运管理向好

4.1 与优质客户建立长期稳定合作

供应商认证复杂成本高，已有合作关系构成竞争壁垒。因为国际大客户在选择供应商有一套严格的资质认定标准，在产品质量、产品规格、产品环保性、供应商资质、生产能力、管理能力、员工劳动保护等诸多方面有严格要求，对供应商的认证流程复杂、认证成本较高，故一经认证合格，双方通常会保持长期稳定的合作关系，客户粘性较高、客户相对较为稳定，因此公司被替换的风险较低。

客源广泛，客户集中度低于行业水平。目前已与全球 200 多个品牌建立了良好的合作关系，客户包括专业户外运动品牌、大型零售商等，产品覆盖高、中、低各种档次，客源十分广泛对单一客户的依赖程度较小，近五年 CR5 在 46.39%，基本未超过一半；相较同类上市公司，公司的 CR5 主要在 45%上下波动，低于同类平均值的 55%~58%，收入更具独立性，此外集中程度也较为稳定，近五年波动的幅度小于同类公司。

图 39: 2017-2021 公司及可比公司 CR5 (%)



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 40: 2017-2021 公司及可比公司客户集中度 (%)



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

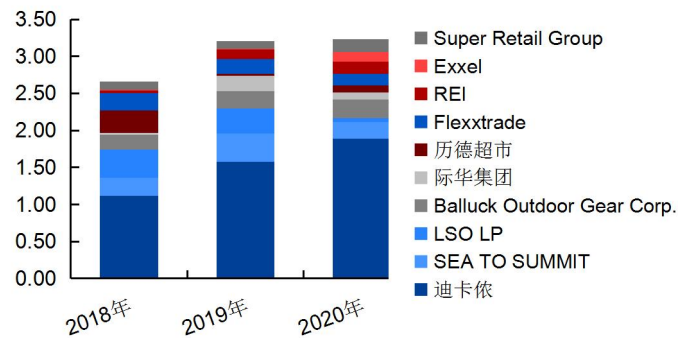
4.2 紧抓大客户，深度参与客户需求的实现过程

由于 TPU 类充气床垫的优越特性和新款引流，大客户迪卡侬采购规模逐年上升。迪卡侬作为公司的首要大客户，与公司的合作开始于 2010 年，主要合作的产品涵盖公司几乎所有品类。2019-2020 贡献收入金额分别为 1.57 和 1.89 亿元，占比 28.87%、32.52%，同比增长 41.12% 和 20.14%，收入及占比不断提升，系公司的 TPU 及箱包类主营产品性能优越，且推出多个新款提升其他类产品的采购。2018-2020 年，迪卡侬采购 TPU 床垫的金额分别为 0.36、0.49、0.79 亿元，占该客户充气床垫采购额的 80%、84%和 88%，TPU 床垫贡献收入的绝对值和比例都在逐年递增；此外，客户箱包类需求上涨，2019-2020 年对迪卡侬销售额分别为 0.41 亿元/+65.05%、0.43 亿元/+5.04%，2019 年新推出的足球门类产品和 2020 年新款浮标类产品也促使两年销售额分别上升 993.24 万元和 595.77 万元，2021 上半年，公司与迪卡侬正式签订战略合作伙伴协议，预计将持续开发家用充气床垫、水上用品等多种新产品，推动收入增长。

TPU 充气床垫驱动与品牌商 Exxel 的合作扩大。采购力度有增加趋势的客户还有 REI、Exxel 和 Super Retail Group，分别由 2018 年的 3.72、0.62、11.64 百万元增至 2020 年的 16.99、12.74、17.67 百万元，REI 和 SuperRetailGroup 与迪卡侬一样为零售商，覆盖公司旗下多种品类；Exxel 作为品牌商成立于 2016 年，但公司 2013 年起即与公司收购的 AmericanRecreationProducts,LLC 建立起合作并将之延续到收购后，2020 年，基于公司 TPU

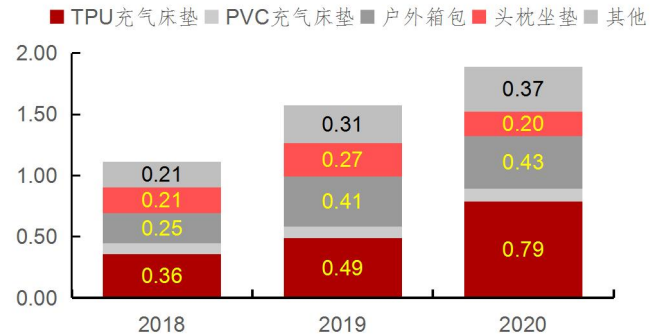
充气床垫的优越性能，合作得以扩大，单客收入贡献由 2018 年的 0.12% 提升至 2.19%，采购产品主要为充气床垫，其中 TPU 非自动充气床垫类采购金额较大为 11.32 百万元，占客户总金额的 88.85%。

图 41：2018-2020 大客户采购公司产品的金额（亿元）情况



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

图 42：2018-2020 迪卡依采购金额按品类分（亿元）



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

协助客户进行新产品开发 and 市场需求挖掘，形成自身业绩增长点。公司积极参与客户产品的设计和开发工作，利用自身多年积累的丰富的设计、开发和生产经验协助客户完成新产品的开发。同时，公司拥有庞大的客户体系，可以借助自身对市场反馈的优势帮助客户挖掘新的市场需求。如在和迪卡依的合作中，产生重要业绩驱动的新品足球门等就是源自这种合作开发模式，足球门自 2019 年 2 月推出以来分别为 2019、2020 两年贡献收入 968.41、1884.42 万元，同比增速达 94.59%，远高于迪卡依 2020 年的整体采购增速 20.14%。

表 12：2019-2020 年为客户开发的新产品及收入实现情况

| 客户名称 | 产品名称 | 推出时间 | 2019 收入（万元） | 2020 收入（万元） |
|----------------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 迪卡依 | 足球门 | 2019 年 2 月 | 968.41 | 1,884.42 |
| 迪卡依 | 3D 包边床 | 2020 年 1 月 | \ | 2,028.38 |
| 迪卡依 | 30 升防水桶 | 2019 年 1 月 | 434.92 | 470.98 |
| 迪卡依 | PVC 冲浪板 | 2020 年 4 月 | \ | 297.72 |
| REI | 包边床 | 2019 年 1 月 | 883.86 | 758.09 |
| 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 | \ | 106.40 |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

4.3 控费管理得当，营运质量向好

较好的控费管理能力使公司净利水平远超同行。公司于 2020-2021 实现净利率为 27.44% 和 26.06%，盈利水平远超同类公司，除成本控制得当外，也得益优秀的控费管理能力。销售端，公司疫情以来收缩了销售支出，2020-2021 年的销售费率为 2.73% 和 1.37%，在同行业中处于最低，由于公司基本没有 C 端业务，相较于拥有品牌零售的牧高迪来说，疫情前公司的销售费率约为其 1/3，疫情后牧高迪也及时压缩销售支出，但销售费率约为公司的 4 倍，差距有所扩大。

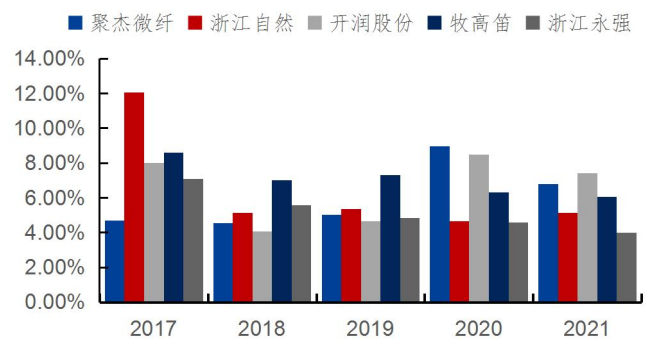
管理端，公司的管理费率较为恒定，2018年以来基本处于5%上下浮动，相对而言，同类公司如聚杰微纤和开润股份疫情前的管理费率均低于公司，但疫情后大幅上涨几近翻倍。

图 43: 2017-2021 公司与可比公司销售费用率 (%)



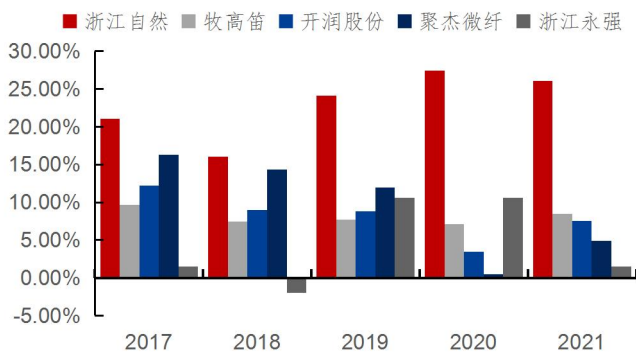
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 44: 2017-2021 公司与可比公司管理费用率 (%)



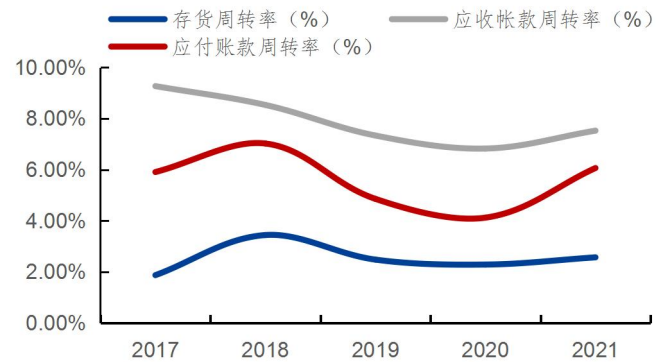
资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

图 45: 2017-2021 公司与可比公司销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 46: 2017-2021 公司周转情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司的周转率有所提升，坏账水平低于同行业。一方面，公司的周转水平在 2018-2020 期间有所下滑，2021 年存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率依次为 2.57%、7.52% 和 6.06%，较 2020 年水平提高了 0.28pct、0.70pct、1.94pct，整体向好。另一方面，公司的账款质量较佳，1 年内和 1-2 年坏账比例为 5% 和 10%，低于同行平均水平 0.25pct 和 2.50pct。

表 13: 公司与可比公司坏账比例

| 证券代码 | 可比公司 | 1 年以内 | 1-2 年 | 2-3 年 | 3 年以上 |
|-----------|------|--------|--------|--------|---------|
| 603908.SH | 牧高笛 | 1.00% | 10.00% | 30.00% | 100.00% |
| 002489.SZ | 浙江永强 | 10.00% | 20.00% | 30.00% | 100.00% |
| 300819.SZ | 聚杰微纤 | 5.00% | 10.00% | 30.00% | 100.00% |
| 300577.SZ | 开润股份 | 5.00% | 10.00% | 30.00% | 100.00% |
| 平均值 | | 5.25% | 12.50% | 30.00% | 100.00% |
| 浙江自然 | | 5.00% | 10.00% | 30.00% | 100.00% |

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

5. 盈利预测

收入端，公司所处行业的消费存在季节性，一般来说户外运动和露营主要集中在夏秋季节，考虑交货周期、客户销售安排等因素的影响，每年一、二季度是发行人针对北半球客户进行交货和销售的旺季，每年三、四季度是针对南半球客户进行交货和销售的旺季，基于前文对公司销售区域的分析，可以知道公司主要业务市场均在北半球，因此每年的上半年为发行人的交货及销售旺季，销售收入金额及占比相对较高。2022年前两个季度，由于国际地缘冲突加剧，叠加国内一线城市和重要经济枢纽反复局部爆发疫情，对公司业绩产生不利影响，其中 Q1 营业收入增长 46.61%，同比 21Q1 减少 8.52 个百分点，第二季度受影响更大，收入增速较去年同期减少超过 20pct，根据各季度对全年收入的贡献度，考虑部分受抑消费延后产生的情况，我们预期 2022-2024 整体营收增速在 34.04%、31.05%和 26.67%。

盈利端，公司自疫情以来已经启动了风险中性的防范机制，包括采购周期安排和汇率方面的措施以应对来自外部成本端的压力，目前来看取得了良好效果；此外，公司有垂直一体化的生产链路，有望持续获得生产工艺的改进以促进成本水平下降，目前国内疫情已得到一定控制，原料价格有所回缓，进一步改善公司盈利水平。因此，我们预测未来三年公司整体毛利率为 38%、39%、40%。

表 14：公司收入拆分及预测表

| | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|-----------|--------|---------|--------|----------|----------|----------|
| 充气床垫 | 营业收入(百万元) | 376.62 | 432.03 | 635.66 | 875.34 | 1172.40 | 1510.59 |
| | YoY (%) | 1.71% | 14.71% | 47.13% | 37.71% | 33.94% | 28.85% |
| | 毛利率(%) | 42.04% | 44.69% | 42.66% | 41.81% | 43.06% | 43.92% |
| 户外箱包 | 营业收入(百万元) | 69.84 | 69.30 | 110.59 | 143.53 | 182.01 | 223.49 |
| | YoY (%) | 6.97% | -0.77% | 59.58% | 29.79% | 26.81% | 22.79% |
| | 毛利率(%) | 27.18% | 28.59% | 26.42% | 23.25% | 22.09% | 20.98% |
| 头枕坐垫 | 营业收入(百万元) | 64.15 | 40.54 | 55.71 | 68.22 | 82.00 | 96.09 |
| | YoY (%) | 41.46% | -36.80% | 37.42% | 22.45% | 20.21% | 17.18% |
| | 毛利率(%) | 43.04% | 39.69% | 28.67% | 27.24% | 26.69% | 28.03% |
| 其他 | 营业收入(百万元) | 34.35 | 39.46 | 40.49 | 42.10 | 43.37 | 44.23 |
| | YoY (%) | 24.48% | 14.88% | 2.59% | 4.00% | 3.00% | 2.00% |
| | 毛利率(%) | 35.46% | 21.83% | 25.34% | 27.54% | 24.91% | 25.93% |
| 总计 | 营业收入(百万元) | 544.96 | 581.33 | 842.44 | 1,129.20 | 1,479.78 | 1,874.40 |
| | YoY (%) | 7.16% | 6.67% | 44.92% | 34.04% | 31.05% | 26.67% |
| | 毛利率(%) | 39.83% | 40.68% | 38.76% | 38.03% | 39.04% | 39.95% |

资料来源：Wind，华金证券研究所

基于以上假设，我们算出公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.91 元、3.89 元、5.00 元，2021-2024 净利润年均复合增速在 23%左右，未来三年 PE 为 22.0、16.5、12.8。

表 15：盈利预测表

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 581 | 842 | 1,129 | 1,480 | 1,874 |
| YoY(%) | 6.7 | 44.9 | 34.0 | 31.0 | 26.7 |
| 净利润(百万元) | 160 | 220 | 294 | 393 | 505 |
| YoY(%) | 21.4 | 37.6 | 34.1 | 33.5 | 28.6 |
| 净利率(%) | 27.4 | 26.1 | 26.1 | 26.6 | 27.0 |

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE(%) | 23.6 | 13.6 | 15.4 | 17.0 | 18.0 |
| EPS(摊薄/元) | 1.58 | 2.17 | 2.91 | 3.89 | 5.00 |
| P/E(倍) | 40.5 | 29.5 | 22.0 | 16.5 | 12.8 |
| P/B(倍) | 9.6 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

由于今年国内外经济形势较为复杂,收入端和成本端或超出正常预期的风险大大增加,一方面,受国内疫情影响,收入端受损的情况难以和往年进行类比,另一方面,虽然公司可以从面料环节介入而取得自主优势,且建立了大宗原材料以及汇率的风险防范管理,但上游化工原料的取得仍然一定程度上受国际大宗商品价格和供应链成本的影响,根据2021年报,直接材料构成主营产品气床产品近八成的成本。对此,我们就2022年PE进行了敏感性分析,估值情况如下表所示,PE对营业收入及成本的波动大小呈现出边际递减的趋势,且随着收入波动的绝对值逐级递增,敏感系数的绝对值递减趋势放缓。

表 16: PE 对营业收入和营业成本变动率的敏感性分析

| ▲营业收入 (%) \ ▲营业成本 (%) | ▲营业收入 (%) | | | | | | | | | |
|-----------------------|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|--|
| | -20% | -15% | -10% | -5% | 0% | +5% | +10% | +15% | +20% | |
| -20% | 15.8 | 15.6 | 15.4 | 15.3 | 15.1 | 14.9 | 14.8 | 14.6 | 14.5 | |
| -10% | 18.5 | 18.3 | 18.1 | 17.9 | 17.7 | 17.5 | 17.3 | 17.1 | 16.9 | |
| 0 | 22.2 | 22.0 | 21.8 | 21.5 | 21.3 | 21.1 | 20.9 | 20.6 | 20.4 | |
| +10% | 27.9 | 27.6 | 27.4 | 27.1 | 26.8 | 26.5 | 26.3 | 26.0 | 25.8 | |
| +20% | 37.5 | 37.2 | 36.8 | 36.5 | 36.1 | 35.8 | 35.5 | 35.2 | 34.9 | |

资料来源: Wind, 2022/07/04, 华金证券研究所

注: 框中数据是假设股价P不变,根据估值模型所得到的PE(22)。

对比可比公司及休闲用品行业,浙江自然估值于较低水平。因为目前没有与公司主业相同的A股上市公司,我们依据招股书选取了户外休闲用品领域的同类公司,对比之下公司估值低于可比公司平均及公司所处的休闲用品细分行业的平均估值,我们看好公司所处行业的发展潜力及公司业务的领先优势,首次覆盖,给予“买入-A”建议。

表 17: 可比公司估值比较

| 估值 | 牧高笛 | 三夫户外 | 探路者 | 开润股份 | 可比公司均值 | 休闲用品行业中值 | 浙江自然 |
|----------|-------|--------|--------|-------|--------|----------|--------------|
| PE(TTM) | 49.84 | -70.32 | 130.71 | 18.64 | 32.22 | 34.46 | 26.64 |
| PE(22E) | 38.57 | 60.88 | 92.17 | 16.08 | 51.93 | 22.03 | 21.98 |
| PE(23E) | 27.71 | 30.44 | 40.86 | 12.65 | 27.92 | 17.03 | 16.46 |
| PEG(22E) | 0.30 | 0.28 | 2.67 | 0.96 | 1.05 | \ | 0.71 |
| PEG(23E) | 0.71 | 0.30 | 0.33 | 0.47 | 0.45 | \ | 0.53 |

资料来源: 浙江自然的PE/PEG与本文模型一致,其他指标使用Wind一致预期(2022/08/12),华金证券研究所

6.风险提示

1、原料价格波动风险。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，直接材料占公司营业成本的比重较高，采购价格的波动对公司经营业绩的影响较大。

2、汇率风险。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。其一，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；其二，人民币贬值将给公司带来汇兑收益，同时在一定程度上增强公司出口产品的价格竞争力。如果人民币出现大幅升值，则可能会给公司生产经营以及出口产品的价格竞争力带来不利影响。

3、行业竞争加剧超预期。一方面源于国外品牌本地化布局对公司的冲击，另一方面源于本国企业开拓国际市场对公司海外业务的影响。

4、宏观政策风险。国际政策方面，公司外销比例较大，关税等国际贸易政策改变会对业绩产生较大影响；国内政策方面，目前公司作为高新技术企业享受税收优惠，政策改变或影响公司盈利水平。

5、募投项目进展不达预期。年报披露“户外用品自动化生产基地改造项目”中的立体库、成品车间等子项目已开工建设，未来将进一步优化产品结构，加强终端产品产能，如果该项目及其他产能建设项目进度不理想，或有造成业绩表现的不利因素。

6、疫情影响超预期。疫情对公司业务的影响体现在上游供应和下游物流两个方面，同时户外运动的主要群体是一线城市的中青年，如果疫情对公司的影响程度过大，可能导致业绩受损程度超出预测。

7、客户合作关系及户外行业格局变动风险。公司与主要客户的合作发生变化、主要客户的经营情况发生变化、或客户所处户外行业格局变动超预期，都将可能对公司的盈利能力与业务发展造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 417 | 1300 | 1576 | 1907 | 2357 | 营业收入 | 581 | 842 | 1129 | 1480 | 1874 |
| 现金 | 145 | 542 | 743 | 886 | 1230 | 营业成本 | 345 | 516 | 700 | 902 | 1126 |
| 应收票据及应收账款 | 94 | 131 | 171 | 225 | 276 | 营业税金及附加 | 4 | 6 | 9 | 11 | 14 |
| 预付账款 | 6 | 4 | 9 | 8 | 13 | 营业费用 | 16 | 12 | 14 | 19 | 24 |
| 存货 | 147 | 255 | 290 | 413 | 464 | 管理费用 | 27 | 43 | 57 | 78 | 101 |
| 其他流动资产 | 25 | 368 | 363 | 376 | 373 | 研发费用 | 21 | 30 | 39 | 51 | 61 |
| 非流动资产 | 442 | 527 | 599 | 711 | 832 | 财务费用 | 6 | 0 | -9 | -15 | -13 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -1 | -2 | -5 | -8 | -6 |
| 固定资产 | 246 | 350 | 394 | 468 | 560 | 公允价值变动收益 | 12 | -7 | 2 | 5 | 3 |
| 无形资产 | 117 | 114 | 123 | 135 | 137 | 投资净收益 | 4 | 25 | 23 | 24 | 27 |
| 其他非流动资产 | 79 | 63 | 82 | 108 | 135 | 营业利润 | 180 | 252 | 339 | 454 | 584 |
| 资产总计 | 859 | 1826 | 2176 | 2618 | 3189 | 营业外收入 | 7 | 5 | 4 | 4 | 5 |
| 流动负债 | 160 | 188 | 243 | 292 | 358 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 186 | 256 | 342 | 458 | 588 |
| 应付票据及应付账款 | 97 | 136 | 179 | 227 | 280 | 所得税 | 27 | 36 | 47 | 65 | 83 |
| 其他流动负债 | 51 | 52 | 64 | 65 | 78 | 税后利润 | 160 | 220 | 294 | 393 | 505 |
| 非流动负债 | 24 | 19 | 19 | 19 | 19 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 3 | 0 | 0 | 0 | 1 | 归属母公司净利润 | 160 | 220 | 294 | 393 | 505 |
| 其他非流动负债 | 21 | 19 | 19 | 19 | 19 | EBITDA | 201 | 265 | 354 | 472 | 605 |
| 负债合计 | 184 | 207 | 262 | 311 | 377 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 76 | 101 | 101 | 101 | 101 | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本公积 | 253 | 952 | 952 | 952 | 952 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 347 | 567 | 861 | 1254 | 1759 | 营业收入(%) | 6.7 | 44.9 | 34.0 | 31.0 | 26.7 |
| 归属母公司股东权益 | 676 | 1620 | 1914 | 2307 | 2812 | 营业利润(%) | 19.5 | 39.7 | 34.3 | 34.1 | 28.7 |
| 负债和股东权益 | 859 | 1826 | 2176 | 2618 | 3189 | 归属于母公司净利润(%) | 21.4 | 37.6 | 34.1 | 33.5 | 28.6 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 40.7 | 38.8 | 38.0 | 39.0 | 39.9 |
| | | | | | | 净利率(%) | 27.4 | 26.1 | 26.1 | 26.6 | 27.0 |
| | | | | | | ROE(%) | 23.6 | 13.6 | 15.4 | 17.0 | 18.0 |
| | | | | | | ROIC(%) | 22.7 | 12.7 | 14.5 | 16.1 | 17.0 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 21.4 | 11.3 | 12.0 | 11.9 | 11.8 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.6 | 6.9 | 6.5 | 6.5 | 6.6 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.6 | 5.5 | 5.3 | 5.1 | 5.3 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 6.6 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 3.5 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 40.5 | 29.5 | 22.0 | 16.5 | 12.8 |
| | | | | | | P/B | 9.6 | 4.0 | 3.4 | 2.8 | 2.3 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 31.5 | 21.1 | 15.2 | 11.1 | 8.1 |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn