



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

卡位户外优质赛道，量价齐升共驱增长

—浙江自然(605080)公司深度报告

2022 年 10 月 08 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

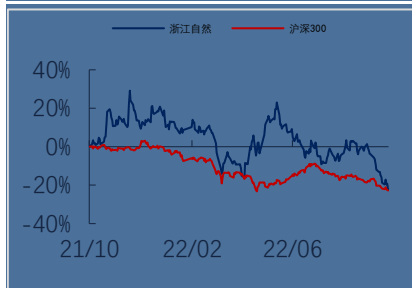
公司研究

公司深度报告

浙江自然 (605080)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	48.07
52 周内股价波动区间 (元)	79.97-48.07
最近一月涨跌幅 (%)	-23.46
总股本 (亿股)	1.01
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	48.61

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

卡位户外优质赛道，量价齐升共驱增长

2022 年 10 月 08 日

本期内容提要：

◆多年户外用品制造经验积累，成长与盈利能力突出。公司深耕户外用品制造行业多年，坚持以“成为全球领先的户外运动用品供应商”为理念和目标，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，主要客户包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等全球户外头部品牌。2021 年公司充气床垫、户外箱包收入占比分别为 75%、13%；外销、内销占比分别为 79.8%、20.2%。1H22 实现收入 6.36 亿元，同比增长 28.37%，2016-2021 年收入 CAGR 达 20%。1H22 实现归母净利润 1.74 亿元，同比增长 26.89%，2016-2021 年净利润 CAGR 达 27.41%，具备良好的成长性与盈利能力。

◆海外户外需求具备持续性，国内前景广阔。**海外：**发达国家户外刚需属性强，根据 Statista 统计，2021 年全球户外用品市场规模达 1893 亿美元，预计 2020-2025 年行业增长 CAGR 为 8%，欧美地区约占全球户外用品需求的近五成。以美国户外露营为例，2021 年的后疫情时代需求快速增长，据 KOA 统计，美国至少偶尔参与露营的家庭户数同比增长 8.9%；据 KOA 预测，2022 年美国参与露营家庭数量将继续增长 7.6%，较高收入家庭及千禧一代新用户留存率较高，同时仍有 56%无露营经验家庭对户外露营感兴趣，户外需求具备一定持续性。**国内：**我国户外运动用品行业空间广阔，据智研咨询统计，预计到 2025 年我国行业规模将达 2410 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 7.3%。Statista 电商数据显示，我国户外用品的渗透率、人均消费金额与发达国家仍有一定差距，而户外运动与消费者收入关联性较高，随着我国居民生活水平提升及健康意识增强，行业具备持续发展动力。国内露营行业规模亦在 2021 年呈现快速增长趋势，当年精致露营规模同比增长 78%；同时，百度搜索指数显示，2022 年 3 月、5 月、10 月“露营”关键字搜索热度达峰值，2022 年国内露营热度有望延续。

◆四大核心优势构建竞争壁垒，品类扩张驱动持续增长。公司的核心优势在于：**1) 销售端：**与全球头部户外用品品牌方、零售方建立长期稳定合作，2018-2021 年公司来自第一大客户迪卡侬收入 CAGR 达 30%，大客户合作稳定性强。同时，公司抓住国内户外露营景气趋势，积极开拓国内业务，1H22 内销收入显著增长 55.41%。**2) 产品端：**公司与客户在产品的设计、研发生产等领域深度合作，不断升级品类、扩展新品；以主要产品充气床垫为例，公司在 2018-2021 年持续提升高单价 TPU 床垫销售占比，驱动充气床垫板块量价齐升。**3) 产能端：**全球化产能布局，海外越南、柬埔寨生产基地扩大防水箱包、水上用品及保温箱包等新品类的产能，助力公司的品类扩张，并保证供货稳定性。**4) 制造端：**垂直一体化的生产布局，实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制，最大程度优化生产成本，公司 2018-2021 年毛利率维持在 35-40%左右，同行业公司毛利率平均值约 21%。

◆盈利预测与估值。公司作为全球户外用品制造龙头，在产品、客户、制造方面均具备较强壁垒，打造核心竞争力。未来产品量价齐升有望共驱成长：**1)** 充气床垫持续迭代升级，高单价新品有望带动板块量价齐升；**2)** 海外产能有序落地，防水箱包、保温箱包等户外品类有望持续驱动增长；**3)** 积极扩展国内客户，内销占比有望持续提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.71 亿元、3.44 亿元、4.42 亿元，分别同比增长 23.2%、27.1%、28.5%。目前股价对应 2022 年 PE 为 18X，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素：**原宏观经济和市场需求变动的风险，客户集中度较高的风险，原材料价格波动的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	581	842	1,057	1,325	1,655
增长率 YoY %	6.7%	44.9%	25.5%	25.3%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	160	220	271	344	442
增长率 YoY%	21.4%	37.6%	23.2%	27.1%	28.5%
毛利率%	40.7%	38.8%	36.5%	37.0%	37.9%
净资产收益率ROE%	23.6%	13.6%	14.7%	15.7%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	1.58	2.17	2.68	3.40	4.37
市盈率 P/E(倍)	30.47	22.14	17.97	14.14	11.00
市净率 P/B(倍)	7.20	3.00	2.64	2.22	1.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 9 月 30 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、公司简介：面向全球户外运动品市场，成长、盈利突出	7
1.1 全球户外运动用品制造龙头，TPU 产品独具优势	7
1.2 财务概况：成长性强，盈利能力显著	9
二、户外用品行业：海外需求持续，国内前景广阔	11
2.1 海外：后疫情时代，户外需求具备一定持续性	11
2.2 中国：户外运动消费新趋势，市场空间广阔	13
三、绑定优质客户扩品类，制造垂直一体化成本领先	16
3.1 品类持续升级与扩展，深度绑定优质大客户	16
3.2 全球产能布局，助力品类多元化	18
3.3 研发生产垂直一体化，成本优势领先	20
四、盈利预测与估值	22
五、风险因素	24

表 目 录

表 1：公司 2021 年 IPO 募投计划	19
表 2：公司主要产品核心技术	20
表 3：盈利预测简表	22
表 4：可比公司相对估值表	23

图 目 录

图 1：公司发展历程	7
图 2：2021 年公司充气床垫产品占比超七成	8
图 3：2021 年公司外销占比近八成	8
图 4：公司主要产品示意图	8
图 5：2016-2021 年营业收入保持增长趋势	9
图 6：2016-2021 年归母净利润不断上升	9
图 7：2016-2021 年营业收入保持增长趋势	9
图 8：2016-2021 年归母净利润不断上升	9
图 9：毛利率、净利率维持较高水平	10
图 10：公司期间费用率总体稳定	10
图 11：公司现金流量健康	10
图 12：2019-2025E 全球户外运动用品营收规模（亿美元）	11
图 13：2021 年欧美市场占户外运动用品规模的 45%	11
图 14：2014-2021 年美国至少偶尔露营家庭数量与占比	12
图 15：2021 年美国新增至少偶尔露营家庭数量显著	12
图 16：2021 年美国新增露营人群画像	12
图 17：非休闲露营家庭对未来露营的兴趣	12
图 18：2007-2021 年美国户外露营装备零售规模	12
图 19：2021 年美国户外露营装备产品零售额占比	12
图 20：预计 2019-2025 年全球充气床垫 CAGR 为 8.64%	13
图 21：2019 年全球充气床垫地区主要分布在欧美	13
图 22：预计 2021-2026 年全球冷藏箱包 CAGR 为 11.2%	13
图 23：Igloo 部分冷藏箱包产品示意图	13
图 24：2019-2025E 中国户外用品市场规模	14
图 25：2018 年中国户外用品各品类产品占比	14
图 26：2021 年美国户外运动按收入人群划分	14
图 27：2021 年户外运动用品各国用户渗透率-电商（%）	14
图 28：欧美与中国户外运动用品电商人均销售额（美元/人）	15
图 29：2021 年国内户外运动品牌测算市占率	15
图 30：2017-2021 年中国精致露营行业规模	15

图 31: 2021 年中国露营消费者选择的露营用品	15
图 32: “露营”百度搜索指数 2022 年高热度	15
图 33: 2016-2021 年公司充气床垫收入 CAGR 达 22%	16
图 34: 2016-2021 年公司户外箱包收入 CAGR 达 14.2%	16
图 35: 2020 年 TPU 占床垫比重已提升至 68%	17
图 36: TPU 床垫出厂单价显著高于 PVC 床垫	17
图 37: 公司充气床垫产品销售量与出厂单价	17
图 38: 公司总体呈现量价齐升的良好态势	17
图 39: 2021 年公司前五大客户销售占比达 44%	17
图 40: 2021 年公司第一大客户迪卡侬占比为 29%	17
图 41: 公司向迪卡侬销售产品结构	18
图 42: 2020 年公司部分新品销售情况	18
图 43: 公司按地区划分收入结构	18
图 44: 近年来公司内销收入显著增长	18
图 45: 公司充气床垫产量及产能利用率	19
图 46: 公司毛利率高于可比公司	20
图 47: 公司净利率高于可比公司	20
图 48: 公司各产品毛利率情况	21
图 49: 2020 年公司主营业务成本构成	21
图 50: 2022 年 TPU 薄膜市场价回落	21
图 51: 2022 年 TDI 现货价格回落	21

投资聚焦

投资逻辑：

- **海外户外用品需求具备持续性，国内前景广阔。**海外：发达国家户外刚需属性强，根据 Statista 统计，2021 年全球户外用品市场规模达 1893 亿美元，预计 2020-2025 年行业增长 CAGR 为 8%，欧美地区约占全球户外用品需求的近五成。以美国户外露营为例，2021 年的后疫情时代需求快速增长，据 KOA 统计，美国至少偶尔参与露营的家庭户数同比增长 8.9%；据 KOA 预测，2022 年美国参与露营家庭数量将继续增长 7.6%，较高收入家庭及千禧一代新用户留存率较高，同时仍有 56% 无露营经验家庭对户外露营感兴趣，户外需求具备一定持续性。国内：我国户外运动用品行业空间广阔，据智研咨询统计，预计到 2025 年我国行业规模将达 2410 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 7.3%。我国户外用品的渗透率、人均消费金额与发达国家仍有一定差距，而户外运动与消费者收入关联性较高，随着我国居民生活水平提升，行业具备持续发展力。国内露营行业规模亦在 2021 年呈现快速增长趋势，当年精致露营规模同比增长 78%；同时，百度搜索指数显示，2022 年“露营”关键字搜索热度维持较高水平，国内市场有望持续快速增长。
- **公司户外用品持续扩品类，成长与盈利能力突出。**公司深耕户外用品制造行业多年，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，主要客户包括迪卡侬、SEATO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等全球户外头部品牌。公司当前产品主要为充气床垫，公司持续推进产能全球化布局，主要在越南、柬埔寨生产基地扩大防水箱包、水上用品及保温箱包等新品类的产能，助力公司的新品类扩张，并保证供货稳定性。公司 2016-2021 年收入 CAGR 达 20%，净利润 CAGR 达 27.41%，具备良好的成长性与盈利能力。其中，公司成本端依托垂直一体化的生产布局，实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制，公司 2018-2021 年毛利率维持在 35-40% 左右，同行业公司毛利率平均值约 21%。
- **盈利预测与估值。**公司作为全球户外用品制造龙头，在产品、客户、制造方面均具备较强壁垒，打造核心竞争力。未来产品量价齐升有望共驱成长：1）充气床垫持续迭代升级，高单价新品有望带动板块量价齐升；2）海外产能有序落地，防水箱包、保温箱包等户外品类有望持续驱动增长；3）积极扩展国内客户，内销占比有望持续提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.71 亿元、3.44 亿元、4.42 亿元，分别同比增长 23.2%、27.1%、28.5%。目前股价对应 2022 年 PE 为 18X，首次覆盖给予“增持”评级。

一、公司简介：面向全球户外运动品市场，成长、盈利突出

浙江自然深耕户外用品制造行业多年，坚持以“成为全球领先的户外运动用品供应商”为理念和目标，逐步成长为全球户外运动用品领域的重要参与者，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，积累了优质的全球客户资源。公司主要产品为充气床垫、户外箱包、头枕坐垫及其他产品，2021 年充气床垫占比超七成，为主要品类，箱包品类快速增长。公司主要以外销为主，2021 年外销收入占比近八成，内销收入增长迅速。

1.1 全球户外运动用品制造龙头，TPU 产品独具优势

浙江大自然户外用品股份有限公司前身于 1992 年成立，目前公司主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、设计、生产和销售。公司坚持以“成为全球领先的户外运动用品供应商”为理念和目标，逐步成长为全球户外运动用品领域的重要参与者，致力于为全球客户提供高品质的户外运动用品，主要销售至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区。公司主要经历了四个发展阶段：

1992-2000 年：完成公司化改制，发展起步期。公司前身为 1992 年成立的天台县旅游品厂，并于 1998 年建立了 PVC 自动充气垫车间，正式进入户外用品行业；随后经过股份转让、改制、增资等改革于 2000 年成立了浙江大自然旅游用品有限公司，开始公司化的生产经营。

2000-2010 年：切入 TPU 户外产品，巩固产品生产优势。公司 2002 年开始生产 TPU 产品，持续积累在 TPU 材料方面的研发、生产经验；2007 年公司利用已有 TPU 产线开始生产 TPU 防水箱包，进一步巩固在户外用品生产行业的经营优势。

2010 年-2020 年：绑定核心大客户，合作关系长期稳定。公司 2010 年进入迪卡侬供应商，并于 2014 年与迪卡侬签署《制造和供应协议》，该协议为无固定期限的框架性合作协议，对合作双方的生产、订单、产品、价格确认方式及付款条款、知识产权保护等内容进行了约定，建立了深入、长期、稳定的合作关系。同时，在 2010-2016 年间，公司相继与 SEATO SUMMIT、LSO LP 等大型户外品牌商、分销商、零售商进行较大规模的长期供应合作关系。

2020 年-至今：产能全球化布局，持续扩展产品品类。依托海外地区在人工成本、关税等方面的比较优势，公司逐步扩大海外产能布局。其中，越南工厂于 2020 年开始投建，并于 2021 年 12 月正式投产，主要生产产品为部分防水箱包、水上用品。公司于 2021 年为柬埔寨美御塑胶科技提供对外担保，担保金额约 186 万美元，截止 22 年中报，公司已通过非同一控制下企业合并取得柬埔寨美御塑胶科技有限公司 60% 股权，美御塑胶主要产品为保温桶、塑料桶。通过海外产能布局协同，公司产品矩阵从以充气床垫为主，逐步向防水/保温箱包、充气水上用品等户外品类扩展。

图 1：公司发展历程

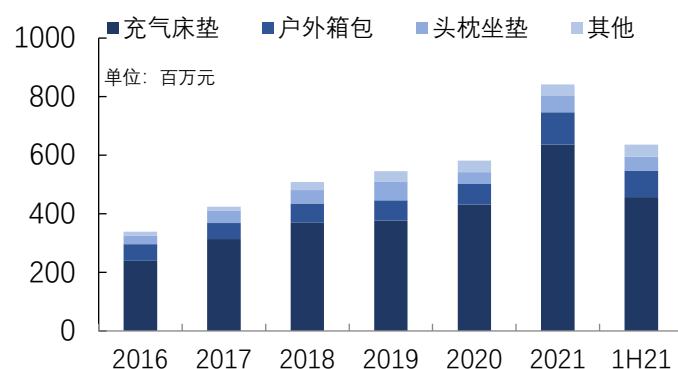


资料来源：公司官网，招股说明书，信达证券研发中心

公司产品主要由充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他产品四大板块构成。2021 年公司四大板块占比分别为 75%、13%、7%、5%。2016-2021 年公司充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、其他产品的收入 CAGR 分别为 22%、14%、14%、23%。2022 年上半年，公司床垫、箱包、头枕坐垫业务收入分别实现同比增长 28%、21%、52%。

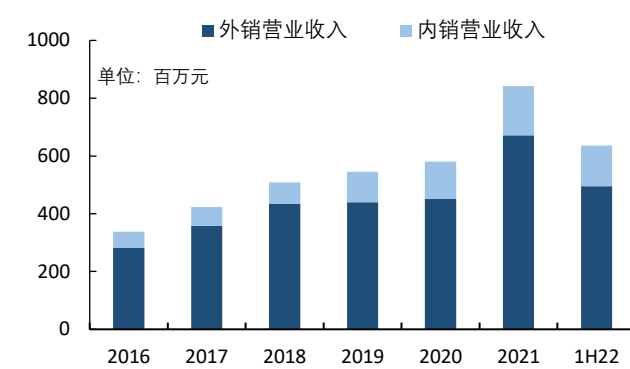
公司业务以外销为主，内外销营收持续增长。2022 年上半年，公司外销收入占比约 78%，主要销往欧洲、北美及大洋洲，内销收入占比约 22%，较 2021 年提升约 2pct。2016-2021 年公司外销、内销的收入 CAGR 分别为 19%、25%。其中内销收入由于基数较小，同时受益近年来国内露营热潮，整体保持较快增长。

图 2：2021 年公司充气床垫产品占比超七成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2021 年公司外销占比近八成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司的床垫、箱包的主要产品依托 TPU 材料，具有显著的性能优势。TPU（热塑性聚氨酯）面料是用 TPU 薄膜或 TPU 粒子复合在各种面料上并结合二者特性形成的一种复合材料，TPU 面料具有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、环保无毒的优越特性，并被广泛的应用于医疗器材、健身器材、箱包、充气产品等领域，相较于 PVC 面料具有显著的竞争优势。

其中，TPU 床垫从外到内分为面料层、TPU 层、海绵层，其中 TPU 层为气密层，起到防水、密闭、接着作用；内置的高回弹聚氨酯软泡海绵，可以使气垫充气回弹，同时使床垫更为柔软舒适。TPU 类充气床垫具有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、更为环保等优越特性。

图 4：公司主要产品示意图



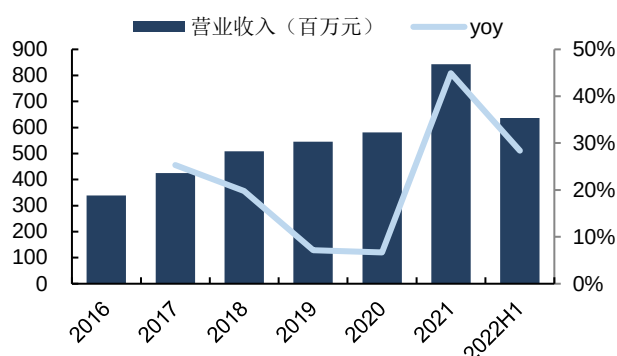
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 财务概况：成长性强，盈利能力显著

公司营业收入保持较高增长。2021 年公司实现营业收入 8.42 亿元，同比增长 44.91%，主要由于公司综合产能不断提升，充气床垫及防水箱包两大品类的收入快速增长驱动。2016-2021 年公司收入 CAGR 达 19.98%。2022 上半年公司实现收入 6.36 亿元，同比增长 28.37%，主要为内销快速增长与外销的稳步增长驱动，保持增长韧性。

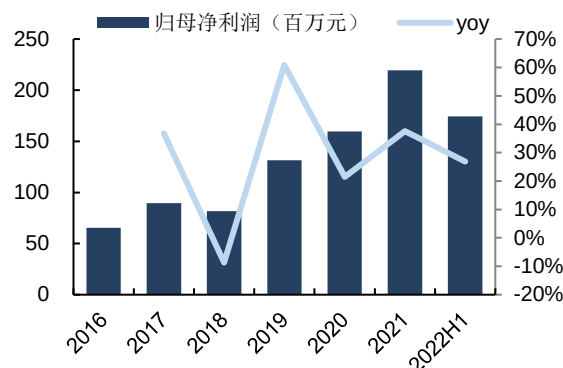
2021 年公司实现归母净利润 2.20 亿元，同比上升 37.59%。2016-2021 年归母净利润 CAGR 达到 27.41%，公司净利润的增长主要由于利润率更高的 TPU 充气床垫的占比提升。2022 年上半年公司实现归母净利润 1.74 亿元，同比增长 26.89%，利润稳步增长。

图 5：2016-2021 年营业收入保持增长趋势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2016-2021 年归母净利润不断上升

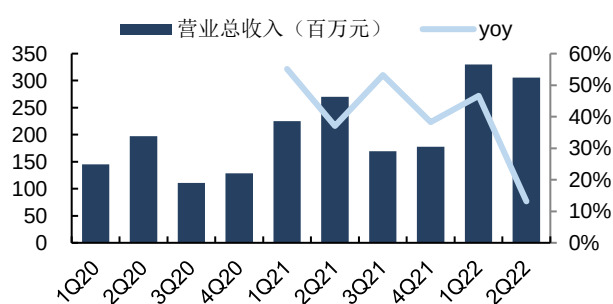


资料来源：Wind，信达证券研发中心

分季度经营情况看，公司的业绩存在季节性，上半年销售占比较高。从户外行业看，受户外运动和户外露营等户外活动季节性因素影响，每年上半年户外运动用品行业收入情况相对较高，其占全年营业收入的比例也相对较高，户外运动用品行业存在一定的季节波动性。从公司自身经营特征看，受户外运动和露营主要集中在夏秋季节、交货周期、客户销售安排等因素影响，每年 Q1-Q2 是北半球客户进行交货和销售的旺季，Q3-Q4 是针对南半球客户进行交货和销售的旺季，公司主要销售区域中欧洲及北美洲地区均分布在北半球，因此每年的上半年为公司的交货及销售旺季，因此公司 Q1-Q2 为生产与发货旺季，上半年收入与利润占比较高。

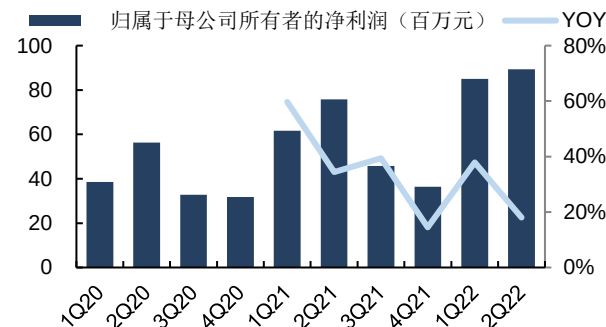
2Q22 公司收入、利润增长同比均有所下滑，主要为订单确认时间扰动。2Q22 公司实现单季度收入 3.07 亿元，同比增长 13.16%，增速下滑主要由于部分客户订单确认节奏波动，部分订单提前到 Q1 或延迟至 Q3 发货，导致 Q2 单季度收入增长放缓。

图 7：2016-2021 年营业收入保持增长趋势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2016-2021 年归母净利润不断上升

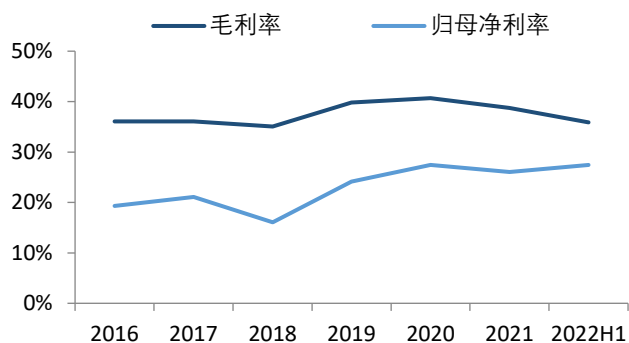


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司毛利率、净利率保持稳定较高水平。公司毛利率、净利率在过去几年中保持稳定。2021 年公司毛利率为 38.76%，净利率为 26.06%，分别同比变化-1.9pct、-1.4pct；22Q1 实现毛利率 36.47%，同比-4.75pct，主要由于销售费用调整以及原材料成本上涨，净利率 26.26%，同比-1.6pct。

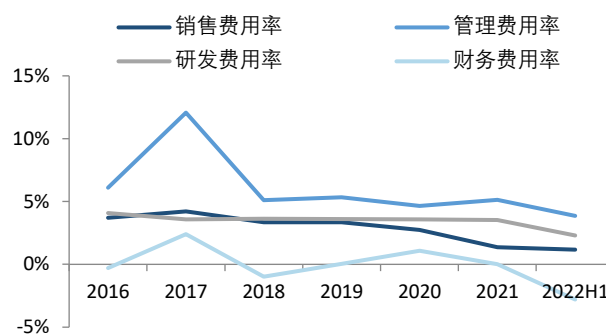
近年来研发费用率、财务费用率略有下降，销售费用率、管理费用率相对稳定。2021 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.37%、5.13%、3.52%、0.01%，分别同比变化-1.36pct、+0.47pct、-0.06pct、-1.06pct，总体期间费用率呈稳定趋势。

图 9：毛利率、净利率维持较高水平



资料来源：wind，信达证券研发中心

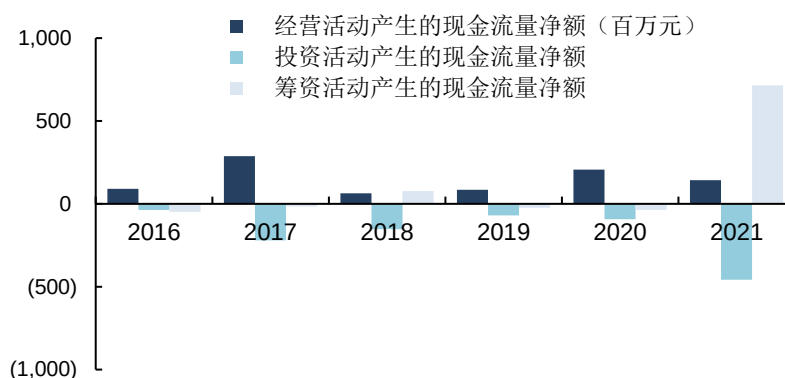
图 10：公司期间费用率总体稳定



资料来源：wind，信达证券研发中心

现金流情况健康。2021 年公司经营活动现金流实现同比-30.69%，主要为公司年内销售订单增长，以及为了防范春假期间疫情变化而增加原材料采购所致，增加原材料采购有利于公司应对原材料价格的波动，对公司利润率存在正向作用。2021 年公司投资活动现金流出较多，主要为公司构建固定资产的投入。

图 11：公司现金流量健康



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、户外用品行业：海外需求持续，国内前景广阔

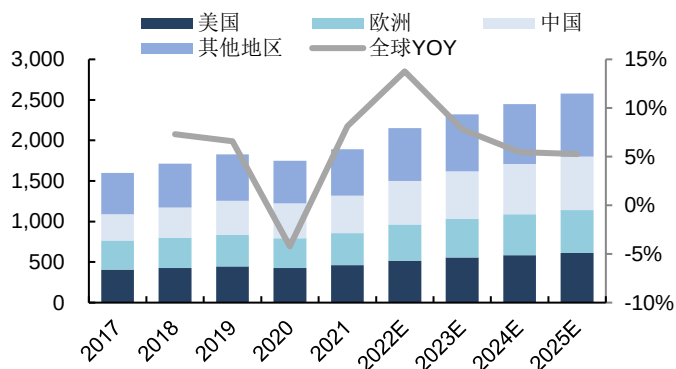
发达国家具有悠久的户外运动发展历史，户外刚需属性强，根据 Statista 统计，2021 年全球户外用品市场规模达 1893 亿美元，预计 2020-2025 年行业增长 CAGR 为 8%，欧美地区约占全球户外用品需求的近五成。以美国户外露营为例，2021 年的后疫情时代需求快速增长，KOA 统计显示至少偶尔参与露营的家庭户数同比增长 8.9%；根据 KOA 预测，2022 年美国参与露营家庭数量将继续增长 7.6%，需求具备一定持续性。

我国户外运动用品行业空间广阔，根据智研咨询统计，预计到 2025 年行业规模将达 2410 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 7.3%。同时，我国户外用品的渗透率、人均消费金额距离户外历史悠久的发达国家仍有一定差距，随着居民生活水平提升及健康意识增强，行业具备持续发展动力。国内露营亦在 2021 年呈现快速增长趋势，百度搜索指数显示，2022 年 3 月、5 月“露营”关键字搜索热度达峰值，2022 年国内露营热度有望延续。

2.1 海外：后疫情时代，户外需求具备一定持续性

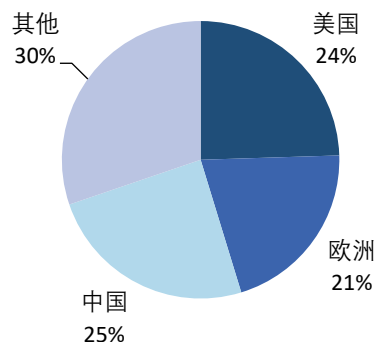
全球户外运动用品市场以欧美发达国家为主，刚需属性强。户外运动指在自然场地或人工模拟场地开展的运动，涉及的相关用品包括帐篷、充气床垫、背包、登山服、自行车、电踏车、人造草、人造攀岩墙等。发达国家户外运动发展历史较为悠久，户外运动的文化底蕴较为深厚，户外运动将旅游休闲、强身健体、人际交往紧密结合，是当地消费者必不可少的生活方式。根据 Statista 各地区电商销售数据及电商销售占比数据测算，2021 年全球户外运动用品市场规模达 1893 亿美元，同比增长 8.1%，Statista 预计 2025 年行业规模将达 2578 亿美元，2020-2025 年 CAGR 为 8%。2021 年根据各地区销售规模测算，美国、欧洲分别占全球户外运动用品市场规模的 24%、21%，合计占比达 45%，中国占比约为 25%。

图 12：2019-2025E 全球户外运动用品营收规模（亿美元）



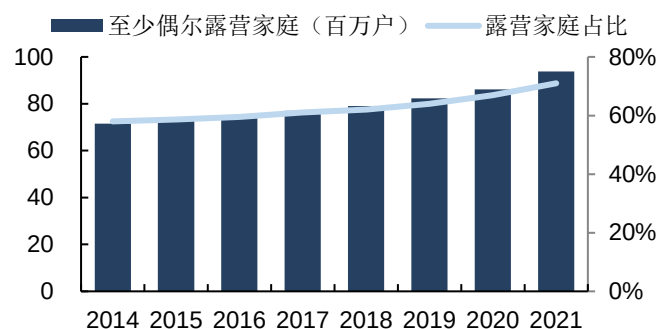
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 13：2021 年欧美市场占户外运动用品规模的 45%

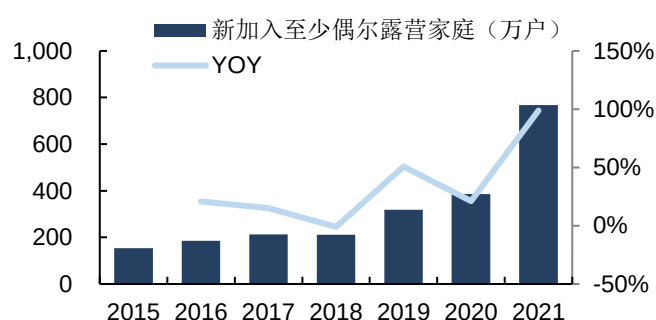


资料来源：Statista，信达证券研发中心

以北美户外露营为例，后疫情时代催生户外活动热潮。根据 KOA（美国野营协会）数据，2014-2021 年美国至少偶尔参与露营的家庭数量从 7150 万户增长至 9380 万户，2021 年同比 2020 年增长 8.9%；全美露营家庭占比从 2014 年的 58% 提升至 2021 年的 71%。其中 2021 年，后疫情时期，北美居民经历居家隔离后户外露营需求快速增长，当年新加入露营家庭数量显著提升至 767 万户，新增家庭户数创历史新高。

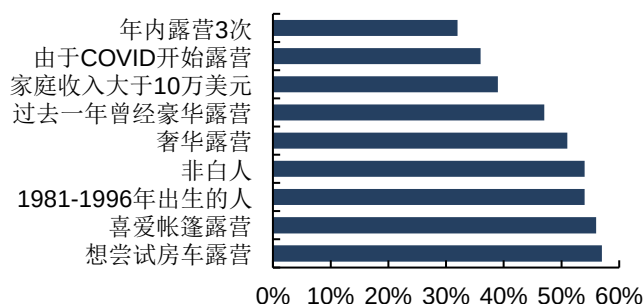
图 14：2014-2021 年美国至少偶尔露营家庭数量与占比


资料来源：KOA，信达证券研发中心

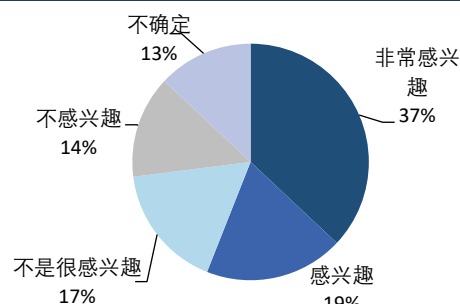
图 15：2021 年美国新增至少偶尔露营家庭数量显著


资料来源：KOA，信达证券研发中心

KOA 预测 2022 年美国年内至少露营一次的家庭数量同比增长约 7.6%，户外需求具备一定持续性。根据 KOA 统计，2021 年主要新增露营家庭的特征主要为千禧年代（1981-1996 年生人）、非白人与较高收入家庭，而调查显示，目前没有进行过休闲露营的家庭中约有 56% 对露营感兴趣。KOA 预计，高龄人群、西班牙裔/黑人团体及较低收入家庭更有可能在未来减少露营频率或放弃露营，而千禧年代、高收入家庭的露营留存率与频率可能较高，KOA 预计 2022 年美国新增露营家庭约 500 万户，同比增长约 7.6%。

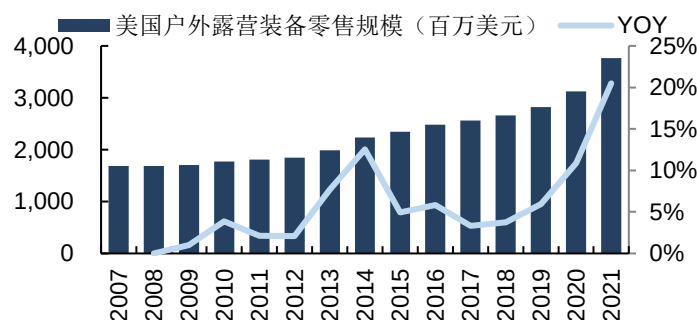
图 16：2021 年美国新增露营人群画像


资料来源：KOA，信达证券研发中心

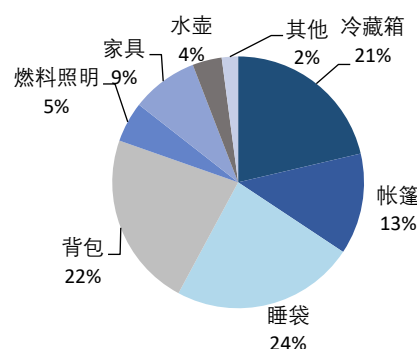
图 17：非休闲露营家庭对未来露营的兴趣


资料来源：KOA，信达证券研发中心

美国户外露营装备品类较多，以住宿用品与储存用品为主。Statista 数据显示，2021 年美国户外露营装备零售规模达 37.7 亿美元，同比显著增长 20.5%，2016-2021 年的 5 年 CAGR 为 8.7%。从露营用品的品类看，2021 年睡袋、背包、冷藏箱、帐篷、家具为主要户外露营用品，零售额占比分别为 24%、22%、21%、13%、9%。

图 18：2007-2021 年美国户外露营装备零售规模


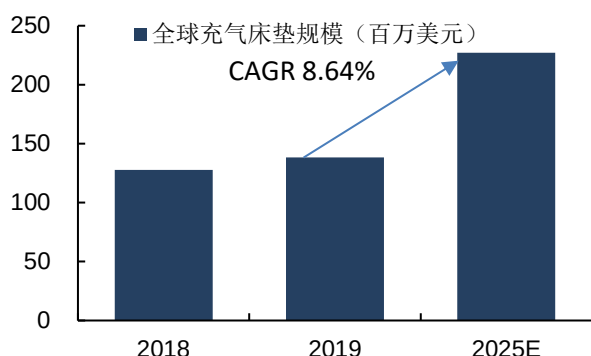
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 19：2021 年美国户外露营装备产品零售额占比


资料来源：Statista，信达证券研发中心

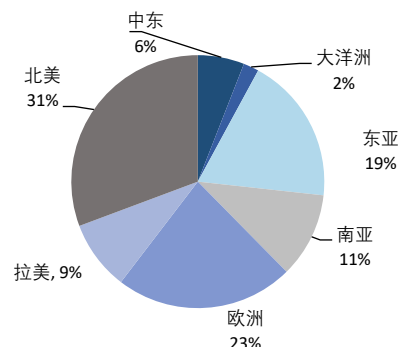
以充气床垫品类为例，2019 年全球充气床垫规模约为 1.38 亿美元，grand view research 预计到 2025 年行业规模将达到 2.27 亿美元，2019-2025 年间 CAGR 为 8.64%。按照地区划分，2019 年北美与欧洲为充气床垫的主要市场，占比分别为 31%、23%。

图 20：预计 2019-2025 年全球充气床垫 CAGR 为 8.64%



资料来源：grand view research，信达证券研发中心

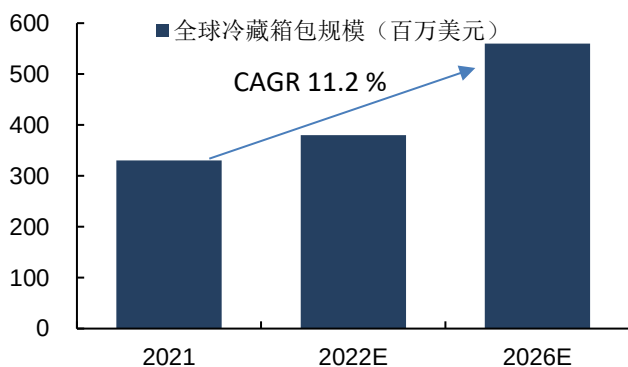
图 21：2019 年全球充气床垫地区主要分布在欧美



资料来源：future market insights，信达证券研发中心

以冷藏保温箱为例，冷藏保温箱包主要用于炎热天气中野餐、假日活动的食品保温，细分品类包括可充气冰包、海洋冰包、软冰包及标准冷藏箱。近年来受益于户外活动、露营等生活方式的兴起，冷藏箱包需求增长较快。2021 年全球冷藏箱市场规模达 3.3 亿美元，The Business Research Company 预计 2022 年将增长至 3.8 亿美元，预计到 2025 年行业规模将达 5.6 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 11.2%。根据 The Business Research Company 统计，全球冷藏箱的主要玩家为 Igloo、Coleman (Eskey)、Rubbermaid、Columbia、YETI 等。

图 22：预计 2021-2026 年全球冷藏箱包 CAGR 为 11.2%



资料来源：The Business Research Company，信达证券研发中心

图 23：Igloo 部分冷藏箱包产品示意图

产品名称	官网价格	产品图
Igloo 硬壳冷藏箱	59.99 美元	
Igloo 硬壳海洋冷藏箱	299.99 美元	
Igloo 防水冰包-单肩包	29.99 美元	
Igloo 防水冰包-双肩包	49.99 美元	

资料来源：Igloo 官网，信达证券研发中心

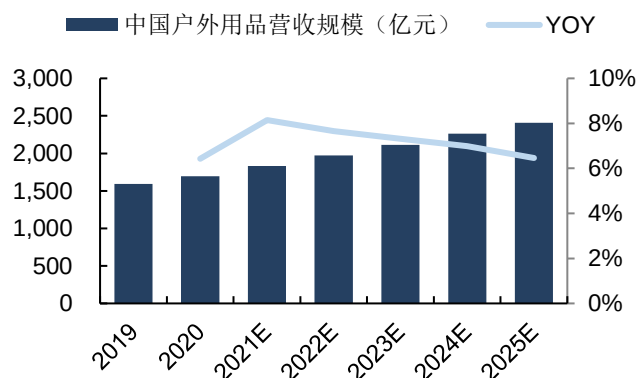
2.2 中国：户外运动消费新趋势，市场空间广阔

我国户外用品稳步增长，发展前景良好。户外运动用品市场的规模与社会经济的发展水平、人口规模、户外运动的普及程度等因素紧密相关，随着我国居民生活水平和健康意识的不断提升，户外运动成为近年来的新兴消费需求。从规模看，根据智研咨询统计，2020 年中国户外用品市场规模达 1693 亿元，同比增长 6.4%。受未来国内社会经济发展水平进一步提升、人们对于生活品质要求进一步提高、户外运动氛围和生活习惯进一步养成等因素影响，国内户外运动用品市场依然将保持良好的发展速度，未来市场发展前景较大，预计到 2025 年行业规模将达 2410 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 7.3%。从品类看，2018 年户外服装

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>13

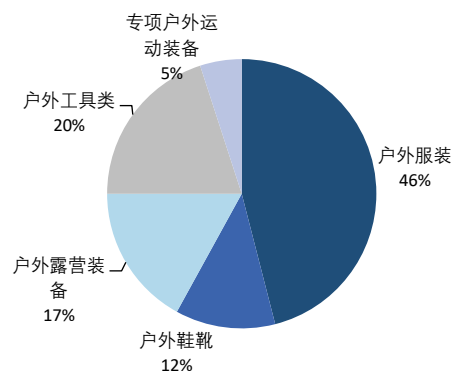
占比达 46% 为主要品类，而户外工具、户外露营装备占比分别为 20%、17%。

图 24：2019-2025E 中国户外用品市场规模



资料来源：智研咨询，中国约具网，信达证券研发中心

图 25：2018 年中国户外用品各品类产品占比

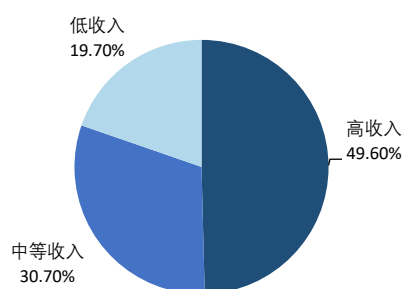


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

随着人均收入水平的提升，我国户外用品的用户渗透率与人均消费金额均有提升空间。用户渗透率方面，根据华经研究院数据，2021 年美国户外运动消费者群体中，高收入占比 49.6%，中等收入占比 30.7%，低收入占比 19.7%，户外运动用品消费水平与居民收入水平相关。根据 Statista 数据，2021 年英国户外运动用品电商用户渗透率达 24.5% 排名全球第一，德国、日本、美国、法国的用户渗透率分别为 22.4%、19.9%、18.8%、18.4%，中国用户渗透率为 16.7%，印度为 8.9%。按电商销售口径统计，中国户外用品的渗透率距离发达国家仍有一定的提升空间。人均消费金额方面，根据 Statista 数据，2021 年美国、欧洲、中国的户外运动用品电商人均销售额分别为 290 美元、102 美元、94 美元，随着居民收入与消费水平提升，中国户外用品的人均消费金额与消费量均有提升空间。

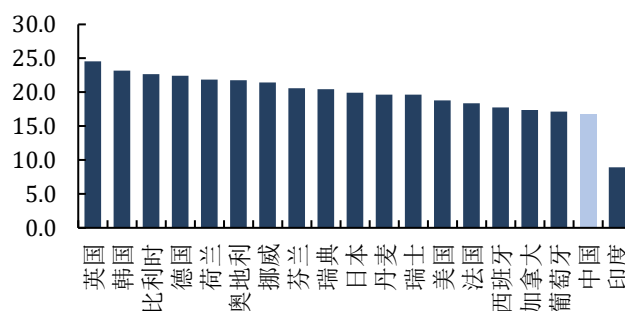
国内户外品牌市占率提升空间较大。我国户外用品包括众多中低端品牌，中高端市场主要由国外品牌占据。我国户外品牌多数以 OEM 起家，产品与巴塔哥尼亚、始祖鸟等海外品牌相比仍有一定的差距。根据相关上市公司的 2021 年收入规模、2021 年中国户外运动用品市场规模约 1800 亿元计算，探路者、三夫户外、牧笛高（自主品牌收入）2021 年市占率仅分别为 0.7%、0.3%、0.2%。

图 26：2021 年美国户外运动按收入人群划分

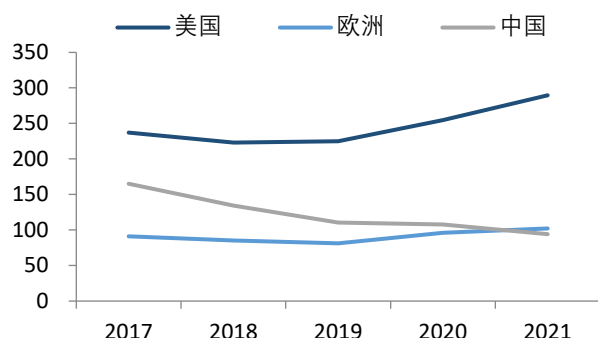


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

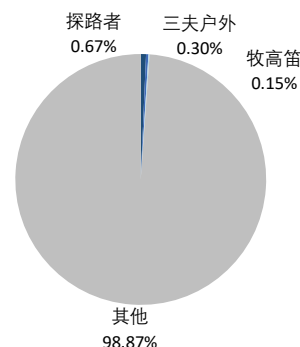
图 27：2021 年户外运动用品各国用户渗透率-电商 (%)



资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 28：欧美与中国户外运动用品电商人均销售额（美元/人）


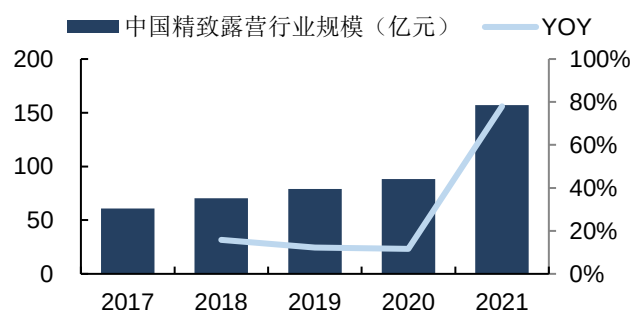
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 29：2021 年国内户外运动品牌测算市占率


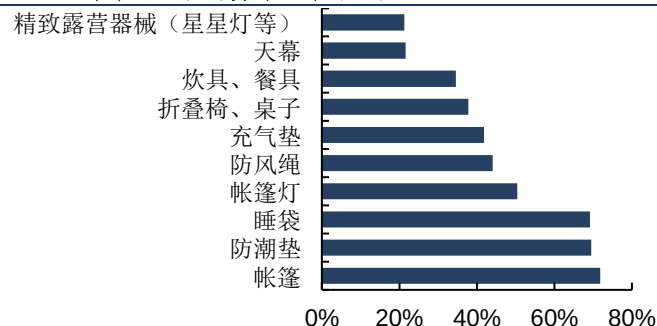
资料来源：wind，智研咨询，信达证券研发中心

国内户外露营热潮，2021 年呈快速增长式增长。从行业规模看，人们对生活质量与户外活动的需求逐年上涨，国内露营产业在 2021 年里增长显著，根据观研天下统计，2017-2020 年中国露营市场规模从 116 亿元增至 168 亿元，CAGR 为 13.2%，其中 2021 年精致露营行业规模显著增长 78%至 157 亿元；根据观研天下测算，如果按精致露营人数占露营人数比重约 35%、消费单价为露营的 150%测算，精致露营的市场规模是露营市场规模的 52.5%，则 2021 年国内露营行业规模达 299 亿元。**从露营用品品类看**，根据艾媒咨询调研，约半成中国露营消费者曾购买过帐篷、防潮垫、睡袋、帐篷灯、充气垫等户外露营产品。

2022 年国内露营热度延续，相关品牌公司实现显著增长。百度搜索指数显示，露营的热度指数在 2022 年 3 月、5 月达到阶段峰值，临近 10 月假期目前热度较过去年份仍维持在较高水平，夏季作为传统的户外活动旺季，国内露营热度延续。

图 30：2017-2021 年中国精致露营行业规模


资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图 31：2021 年中国露营消费者选择的露营用品


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 32：“露营”百度搜索指数 2022 年高热度


资料来源：百度指数，信达证券研发中心

三、绑定优质客户扩品类，制造垂直一体化成本领先

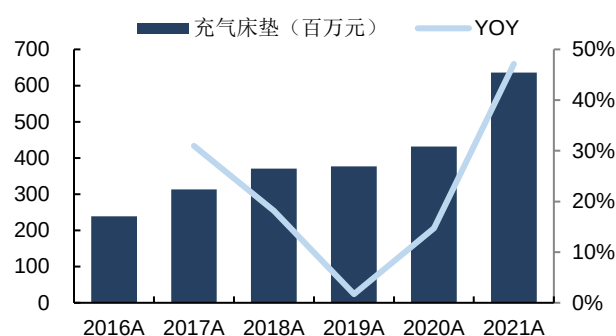
我们认为，公司的核心优势在于：1）销售端：绑定优质大客户，与全球头部户外用品品牌方、零售方已建立长期合作关系，大客户订单稳定。同时公司把握国内户外露营景气趋势，积极开拓内销市场，1H22 公司内销收入实现同比 54% 增长。2）产品端：公司与客户在产品的设计、研发生产等领域深度合作，不断升级品类、扩展新品，实现量价齐升。3）产能端：全球化产能布局，海外新布局越南、柬埔寨基地，扩展防水箱包、水上用品及保温箱包等新品类产能，助力公司品类扩张，并保证供货稳定性。4）制造端：垂直一体化的生产布局，实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制，最大程度优化生产成本。

3.1 品类持续升级与扩展，深度绑定优质大客户

2021 年公司主要产品充气床垫与箱包均实现显著增长。充气床垫产品包括 PVC、TPU 充气床垫，2021 年总体实现收入 6.36 亿元，同比增长 47%，占收入比重超七成，2016-2021 年公司充气床垫产品收入 CAGR 达 22%，其中 2019 年充气床垫的增速放缓，主要由于公司调整产品结构，减少了非 TPU 产品的销售。

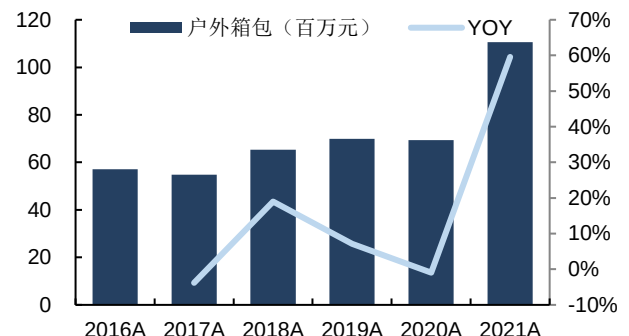
箱包产品包括冰包、肩包背包、防水桶袋等，2021 年公司箱包产品收入达 1.1 亿元，同比增长 60%，主要由于公司的新产品冰包的增长贡献；2016-2021 年产品收入 CAGR 达 14.2%，其中 2019 年-2020 年公司箱包类产品收入增长有所下滑，主要由于 2019 年公司不再向 California Innovations Inc. 销售产品。

图 33：2016-2021 年公司充气床垫收入 CAGR 达 22%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34：2016-2021 年公司户外箱包收入 CAGR 达 14.2%

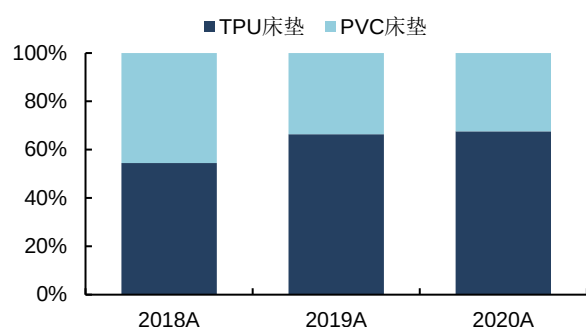


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

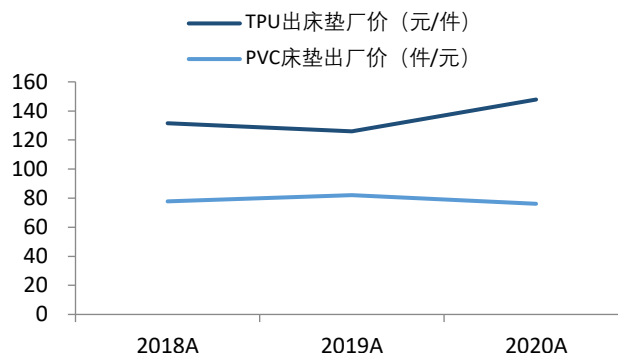
TPU 床垫占比持续提升，产品升级驱动床垫品类出厂价提升。2020 年公司充气床垫产品中，TPU 销售额占比已提升至 68%，TPU 类充气床垫产品由于具有弹性好、强韧、耐磨、耐寒性好、更为环保等优越特性，单位价格相对较高，2020 年 TPU 床垫出货单价约 148 元/件，对比 PVC 床垫约 76 元/件的价格高出近一倍，充气床垫产品的升级带动品类整体单价提升。

2021 年公司充气床垫整体销售单价达 150 元/件，同比增长 32.5%，新款高单价充气床垫销量快速上升，产品结构进一步优化，带动床垫品类量价齐升。同时，2021 年公司防水箱包产品顺利扩展，销量显著提升，产品结构进一步丰富、优化。

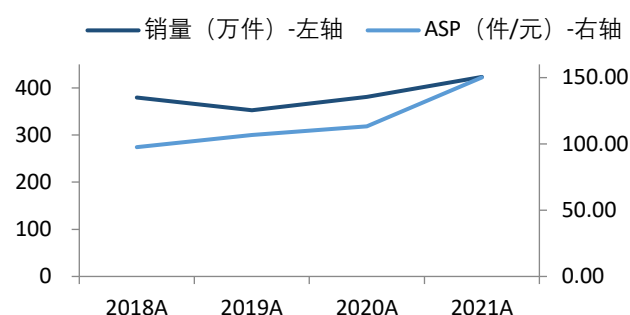
公司产品总体呈现量价齐升的趋势。2018-2021 年，公司总体产品的单价保持持续增长，年均单价提升幅度均超 10%；产品销售量方面在过去几年因产品结构调整有所波动，2021 年恢复强劲增长。公司总体户外用品呈现量价齐升的良好态势。

图 35：2020 年 TPU 占床垫比重已提升至 68%


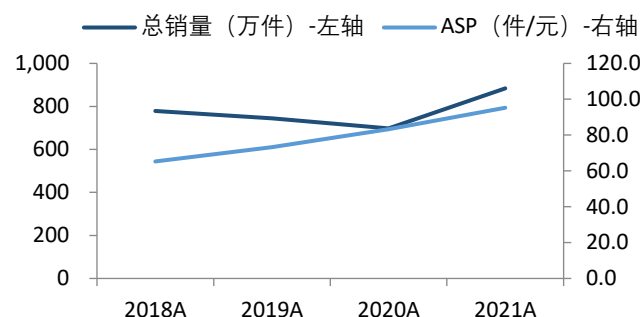
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 36：TPU 床垫出厂单价显著高于 PVC 床垫


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 37：公司充气床垫产品销售量与出厂单价


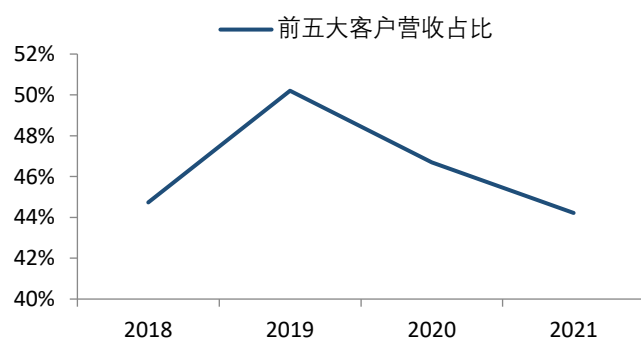
资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图 38：公司总体呈现量价齐升的良好态势


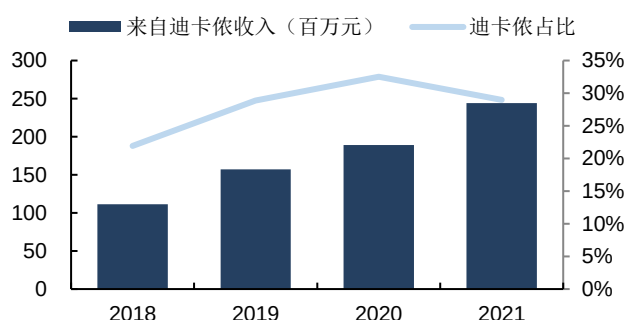
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司主要客户迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等品牌商与零售商，均为户外用品知名企业。多年来公司积累了优质的全球客户资源，与目前主要大客户均有较长的合作历史。2021 年公司前五大客户销售收入占比达 44%。

与迪卡侬签署战略合作协议，深度绑定优质客户。2008 年公司与迪卡侬首次接触，在通过长期且严格的资质、能力等方面审查后，双方于 2010 年正式签订合同并开始合作；2010 年以来，公司与迪卡侬建立了长期、稳定的合作关系。2021 年上半年，公司通过了迪卡侬严格的体系考核，正式同迪卡侬签订了战略合作伙伴协议，战略合作伙伴的达成，为公司品类拓展工作开启了一个新的发展节奏。2021 年公司来自迪卡侬的收入规模达 2.4 亿元，占收入比重为 29%，从 2018-2021 年公司来自迪卡侬收入增长 CAGR 达 30%。

图 39：2021 年公司前五大客户销售占比达 44%


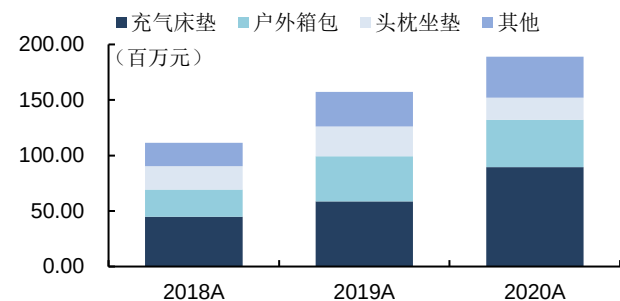
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 40：2021 年公司第一大客户迪卡侬占比为 29%


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

公司积极参与客户产品设计研发，产品矩阵不断丰富。公司依托自身多年积累的制造经验，一方面协助客户开发新品，另一方面公司根据自身对市场需求的关注和了解，设计和开发新产品供客户进行选择，帮助客户挖掘新的市场需求。2020 年开发的部分新产品包括足球门、包边床、防水桶、PVC 冲浪板、水袋、冰包等户外用品，合计收入贡献超 10%。

图 41：公司向迪卡侭销售产品结构



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

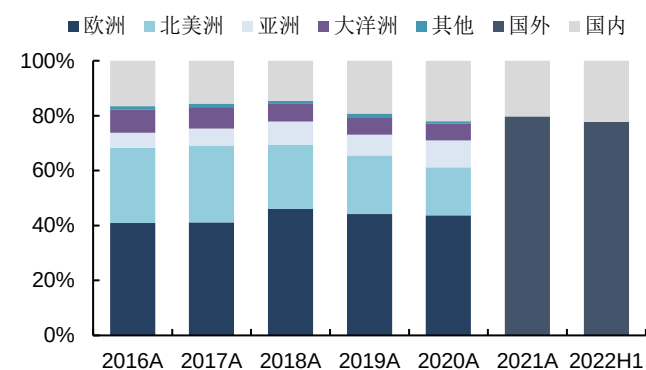
图 42：2020 年公司部分新品销售情况

客户	产品	推出时间	2020年收入金额 (百万元)
迪卡侭	足球门	2019年2月	18.84
迪卡侭	3D 包边床	2020年1月	20.28
迪卡侭	30 升防水桶	2019年1月	4.71
迪卡侭	PVC 冲浪板	2020年4月	2.98
REI	包边床	2019年1月	7.58
REI	水袋	2020年5月	1.01
Igloo Products Corp.	冰包	2020年6月	7.49
傲基科技股份有限公司	高档双人3D包边床	2020年7月	3.11

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

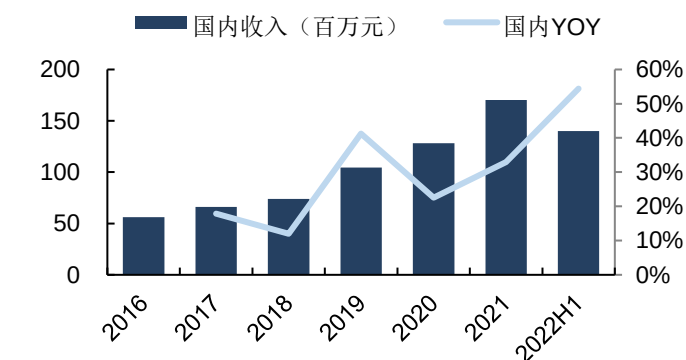
目前公司以外销为主，占比近八成，内销收入快速增长，有望持续提升。2022 年上半年，公司内销收入规模达 1.4 亿元，同比显著增长 55.41%，占总体收入比重约 22%。公司在原有外销主要客户之外，也积极拓展内销客户及其他外销客户。随着国内社会经济发展水平进一步提升、户外运动氛围和生活习惯进一步养成等因素影响，公司积极把握国内近年来国内精致露营等户外运动景气增长趋势，扩展车载、家用等充气床垫应用场景，驱动内销收入规模持续增长。

图 43：公司按地区划分收入结构



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

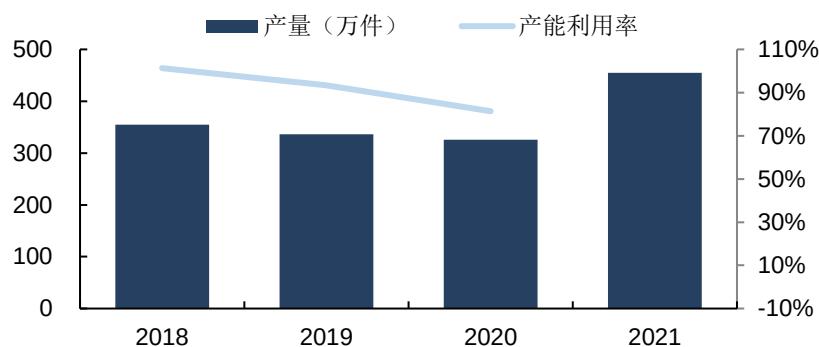
图 44：近年来公司内销收入显著增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 全球产能布局，助力品类多元化

公司主要产品床垫的产能利用率各年度保持较高水平。2018-2020 年伴随公司充气床垫产品的不断推陈出新、客户需求以及订单量的增加，公司充气床垫产品的产能利用率始终保持较高水平。公司通过引入先进设备、提升生产效率等措施，逐步扩大提升生产能力。2020 年公司产能利用率略有下降，主要为受疫情、停工等因素影响，上半年产品产量规模略有下降。2021 年随着在建产能有序投产，公司总体产量显著提升，驱动业绩增长。

图 45：公司充气床垫产量及产能利用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司主要在天台、上海、越南、柬埔寨四处进行产能布局，持续丰富各品类产能。其中，天台为公司的主要生产基地，各类产品均有生产；上海主要为部分产品生产与研发中心；越南基地已于 2021 年投产，主要生产防水箱包及水上用品；2021 年公司通过担保投资柬埔寨美御塑胶科技，计划持股比例 60%，主要为生产保温箱包产品。

公司 2020 年募投计划主要为天台总部产能和越南产能建设，以突破床垫与箱包产能瓶颈。其中 2021 年公司已使用自有资金完成部分天台改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地项目的产能建设，新增产能释放带来当年充气床垫、防水箱包的销售收入快速增长；2021 年公司越南产能建设完成，项目建成后计划年产 75 万条充气床垫及 40 万只防水户外箱包，进一步扩大公司防水箱包品类的产能空间。2022 年上半年，越南子公司和柬埔寨子公司分别通过了迪卡侬、REI 和 Coleman、Igloo 的严格审核，正式成为其合格供应商，公司将立足于户外运动用品领域，依托优质客户，逐步向保温箱包、水上用品等品类拓展。

2022 年 8 月，公司发布投资建设户外用品智能化生产基地项目（二期）公告。总投资约 4.35 亿元，建设期 3-5 年，项目生产产品主要包括水上运动用品、充气床垫、户外电器等户外体育休闲用品等；公司预计达产后产值为 5.2 亿元。该项目的落实可以进一步完善公司产品布局、优化产品结构、提升公司的发展和盈利能力。

表 1：公司 2021 年 IPO 募投计划

项目名称	地区	项目总投资额 (亿元)	募集资金投资 额 (亿元)	建设期 (月)	项目进度
改性 TPU 面料及户外用品 智能化生产基地建设项目	天台县	4.75	2.47	42	2021 年底自有资金建设的一 期、二期已完工，公司预计完 成后 3 年达到 100%设计生产力
户外用品自动化生产基地 改造项目	天台县	1.88	1.48	24	公司预计完成后 3 年达到 100% 设计生产能力
户外产品技术研发中心建 设项目	上海市	1.11	1.11	24	
越南户外用品生产基地建 设项目	越南	0.68	0.68	18	2021 年底已完工
补充流动资金项目	-	1.50	1.50	-	-
合计		9.92	7.24		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 研发生产垂直一体化，成本优势领先

公司已掌握 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，原材料到成本全流程自主可控。公司生产流程保持从源头开始介入，从而实现从原材料到中间材料到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产业链，不仅具有成本的优势，更有质量、交期方面的综合优势。

表 2：公司主要产品核心技术

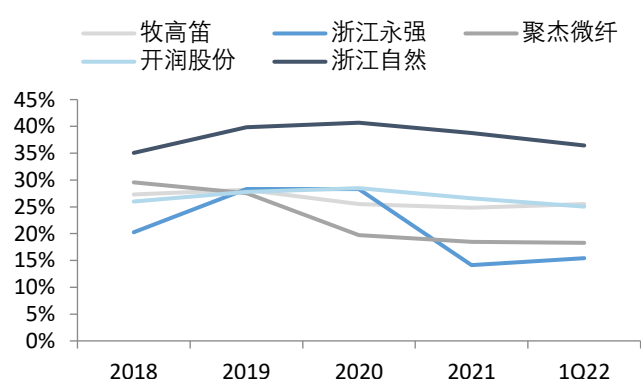
技术名称	技术性能描述	所处阶段
聚氨酯软泡发泡技术	公司拥有近 20 年的聚氨酯软泡发泡经验，主要通过研发独特配方实现高回弹、抗撕裂、低压缩永久变形率等产品技术目标，提高自动充气床垫的性能、质量	批量生产
面料涂层技术	公司拥有多种面料涂层工艺和经验，生产的面料涂层均匀、强度高，并参与设计涂层机、自行对设备进行升级改造	批量生产
TPU 面料复合技术	公司是国内较早研发 TPU 复合面料的企业之一，拥有先进的 TPU 面料流延复合生产线，公司自主研发了多功能面料并拥有高强度面料的配方及生产工艺技术	批量生产
高周波熔接技术	高周波熔接是公司主要的成品生产技术之一。公司有 20 余年的高周波加工经验，能自主开发制作各类高周波熔接模具并培养了一批熟练掌握高周波加工工艺的技术骨干	批量生产
热压熔接技术	热压熔接成型是公司核心的成品生产技术之一。公司对热压的工艺、性能拥有较深的理解。掌握从热压产品开发设计、热压机设计、热压模具设计、制造到热压成型等全体系的技术	批量生产

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

依托垂直一体化制造能力、绑定大客户，公司毛利率、净利率对比可比公司具有显著优势。2021 年同行业可比公司平均毛利率、净利率分别为 21%、5.6%，而同期公司的毛利率、净利率分别为 39%、26%，对比同行业公司具有显著优势。

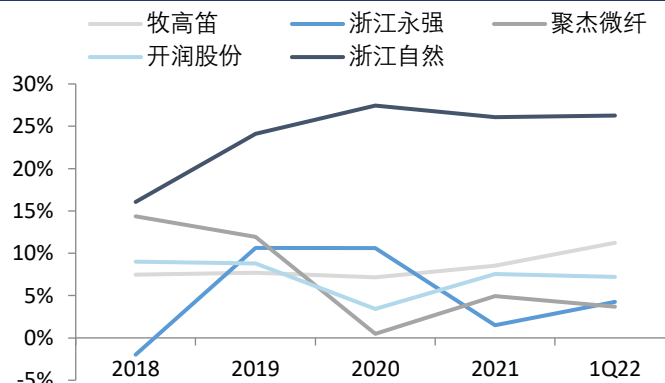
公司毛利率较高主要得益于垂直一体化的制造能力，公司直接采购 TPU 粒子、TPU 膜等核心原材料，并加工为 TPU 面料，最终组装为成品，减少了中间供应链环节，实现成本显著优化。公司净利率较高，除毛利率外，主要由于公司销售模式与可比公司存在差异，公司目前业务模式为 ODM、OEM、ODM/OEM 相结合的方式，同时深度绑定大客户，因此销售费用率较低。

图 46：公司毛利率高于可比公司



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 47：公司净利率高于可比公司



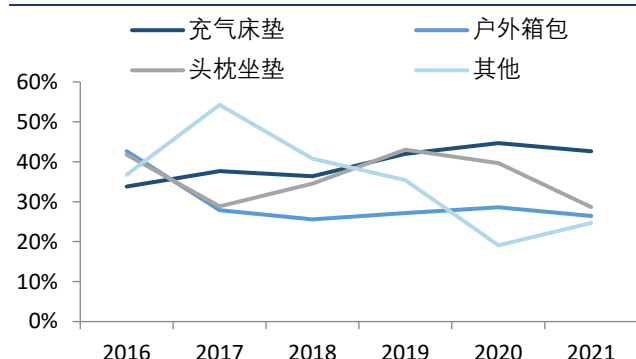
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>20

公司毛利率在 2018-2021 年基本稳定在 35-40% 左右。由于公司所生产产品品类较多，且根据客户需求具有鲜明的定制化特点，根据客户不同产品需求，公司在综合考虑产品成本、产品复杂程度、客户资质实力及合作情况、业务量规模、市场竞争情况等多种因素的基础上进行报价，因此随着市场需求的变化，报价及毛利率存在一定的波动。目前，公司主要产品充气床垫毛利率较高，且随着高毛利型号产品如 AG65TPU 自动充气床、3D 包边床等占比提升毛利率持续上升；箱包毛利率较低，主要由于产品生产人工成本较高，存在持续优化提升的空间。

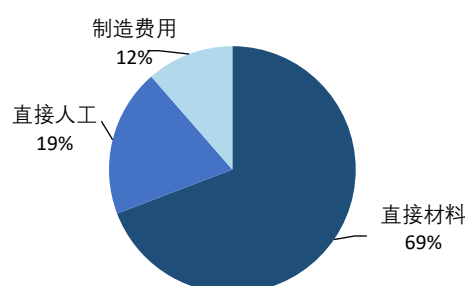
公司主营业务成本主要为直接材料，材料主要为 TPU 粒子、TPU 膜、布料、TDI、聚醚多元醇等。2020 年公司直接材料占营业成本比重为 69%，直接人工、制造费用分别占 19%、12%。2021 年下半年起，主要原材料价格均呈上涨趋势，原材料涨价导致 1Q22 公司毛利率同比-4.75pct 至 36.5%；2Q22 起原材料价格开始下降，对公司成本控制有一定积极作用。

图 48：公司各产品毛利率情况



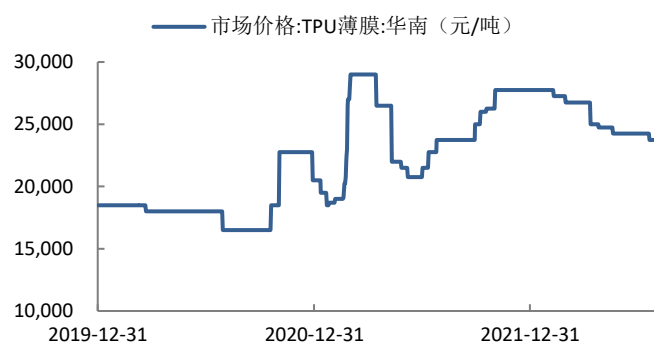
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 49：2020 年公司主营业务成本构成



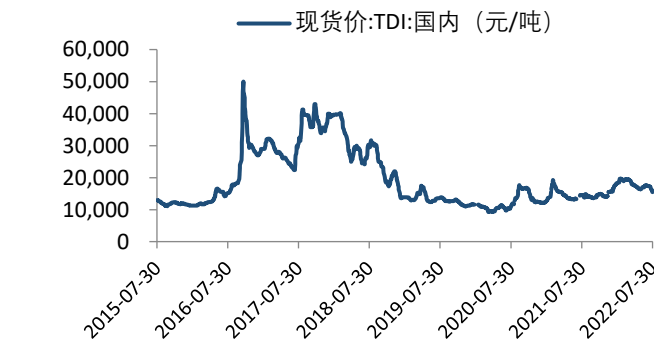
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 50：2022 年 TPU 薄膜市场价回落



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 51：2022 年 TDI 现货价格回落



资料来源：wind，信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

盈利预测核心假设：收入方面：1) 充气床垫：我们预计随着高单价产品的持续推出，以及募投产能有序释放，国内外客户稳步增长，品类呈现量价齐升趋势，驱动板块 2022-2024 年收入同比增长 25% 左右。2) 户外箱包：我们预计箱包品类随着 2021 年越南工厂的投产销量有望持续提升，保持稳步增长。3) 头枕坐垫：2022 年随着欧美国家旅行活动的恢复，枕头、坐垫销售回升，后续增长稳定。

毛利率方面：1) 充气床垫：尽管 2022 年原材料成本仍有压力，公司持续推出高毛利系列产品，高附加值产品占比逐步提升，带动床垫整体毛利率提升。2) 户外箱包：产品毛利率低于公司整体毛利率，该产品人工成本较高，我们预计随着人力成本更低的越南工厂产能爬坡，以及公司管理的不断精细化，箱包品类毛利率具备持续提升的潜力。

期间费用率方面：我们预计公司各项费用率保持稳定。

新增产能有序落地、产品矩阵持续升级与扩展，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 10.57 亿元、13.25 亿元、16.55 亿元，分别同比增长 25.5%、25.3%、24.9%。归母净利润分别为 2.71 亿元、3.44 亿元、4.42 亿元，分别同比增长 23.2%、27.1%、28.5%。

表 3：盈利预测简表

百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
充气床垫	376.6	432.0	635.7	789.5	980.6	1217.8
YOY	1.7%	14.7%	47.1%	24.2%	24.2%	24.2%
占比	69.10%	74.30%	75.50%	74.67%	74.01%	73.58%
毛利率	42.00%	44.70%	42.70%	40.50%	41.00%	42.00%
户外箱包	69.9	69.3	110.6	137.3	178.0	230.7
YOY	7.1%	-0.9%	59.6%	24.2%	29.6%	29.6%
占比	12.80%	11.90%	13.10%	12.99%	13.44%	13.94%
毛利率	27.10%	28.60%	26.40%	25.00%	26.00%	27.00%
头枕坐垫	64.2	40.5	55.7	82.2	108.5	137.3
YOY	41.5%	-36.8%	37.4%	47.6%	32.0%	26.5%
占比	11.80%	7.00%	6.60%	7.78%	8.19%	8.30%
毛利率	43.00%	39.70%	28.70%	25.00%	26.00%	27.00%
其他	34.2	39.5	40.1	48.2	57.8	69.4
YOY	24.1%	15.3%	1.7%	20.0%	20.0%	20.0%
占比	6.30%	6.80%	4.80%	4.56%	4.36%	4.19%
毛利率	35.50%	19.10%	24.70%	23.00%	23.00%	23.00%
总收入	545.0	581.3	842.1	1057.2	1324.9	1655.2
YOY	7.2%	6.7%	44.9%	25.5%	25.3%	24.9%
%毛利率	39.8%	40.7%	38.8%	36.5%	37.0%	37.9%
销售费用	18.2	15.9	11.6	14.8	18.5	23.2
%销售收入	3.3%	2.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	29.1	27.1	43.2	52.9	66.2	82.8
%销售收入	5.3%	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	19.6	20.8	29.6	37.0	46.4	57.9
%销售收入	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	0.1	6.3	0.1	-5.4	-7.0	-9.4
%销售收入	0.0%	1.1%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.6%

归属于母公司的净利润	131.4	159.5	219.5	270.5	343.9	442.0
YOY	60.9%	21.4%	37.6%	23.2%	27.1%	28.5%
%净利率	24.10%	27.40%	26.10%	25.60%	26.00%	26.70%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

绑定优质客户持续品类扩张，垂直一体化制造成本优势突出。公司作为全球户外用品制造龙头，在产品、客户、制造方面均具备显著优势。未来，公司成长驱动为：1）充气床垫持续迭代升级，高单价新品有望带动板块量价齐升；2）海外产能有序落地，防水箱包、保温箱包等户外品类有望持续驱动增长；3）积极扩展国内客户，内销占比有望持续提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.71 亿元、3.44 亿元、4.42 亿元，分别同比增长 23.2%、27.1%、28.5%。目前股价对应 2022 年 PE 为 18X，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司相对估值表

公司	股价	— 净利润（百万元） —					— PE —	
	2022/9/30	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
牧高笛	89.8	79	179	249	327	33.5	24.0	18.3
舒华体育	8.65	116	161	193	249	22.1	18.4	14.3
久祺股份	20.28	205	287	384	495	13.7	10.2	8.0
开润股份	13.38	180	149	224	283	21.5	14.4	11.4
平均						22.7	16.8	13.0
浙江自然	48.07	220	271	344	442	18.0	14.1	11.0

资料来源：wind，信达证券研发中心（注：浙江自然为信达证券研发中心预测，其余为wind一致预期）

五、风险因素

1、宏观经济和市场需求变动的风险。公司主要产品包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品，属于消费类产品，与社会经济整体发展水平、户外运动发展情况、居民收入水平等因素具有较强的相关性。近年来受国内外户外运动市场整体发展形势良好等因素影响，公司经营业绩不断提升。但如果未来全球宏观经济发展情况波动较大，或国际贸易政策发生剧烈变动，影响公司产品的市场需求状况，则将对公司的经营发展产生较大影响。

2、客户集中度较高的风险。公司主要客户迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等均为户外用品行业知名企业。客户集中度较高，主要受户外用品行业格局影响所致。尽管公司与主要客户之间形成了稳定、可持续的合作关系，被替换的风险较低，亦不存在依赖于某一大客户的情形，但如果公司与主要客户的合作发生变化，或主要客户的经营情况发生变化，将可能对公司的盈利能力与业务发展造成不利影响。

3、原材料价格波动的风险。公司主要原材料价格受国际经济形势、石油价格、供求关系等多方面因素影响，呈现一定幅度的波动。接到订单后，采购部门根据采购管理制度以及风险中性指导原则，确定各物料的采购周期和采购量。对于部分市场价格变动较大的原材料，公司综合考虑市场价格变动趋势、采购时机进行提前备货以稳定原材料采购价格。但如果原材料价格未来持续剧烈波动，将对公司的经营业绩产生不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	417	1,300	1,516	1,913	2,410
货币资金	145	542	701	937	1,336
应收票据	0	1	2	2	3
应收账款	94	130	158	203	248
预付账款	6	4	8	10	12
存货	147	255	286	387	442
其他	25	368	361	374	369
非流动资产	442	527	587	598	605
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	246	350	397	411	421
无形资产	117	114	109	104	99
其他	79	63	81	83	84
资产总计	859	1,826	2,103	2,511	3,015
流动负债	160	188	239	304	366
短期借款	12	0	0	0	0
应付票据	18	44	30	63	52
应付账款	79	91	132	146	197
其他	51	52	77	95	117
非流动负债	24	19	19	19	19
长期借款	3	0	0	0	0
其他	21	19	19	19	19
负债合计	184	207	258	322	385
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	676	1,620	1,845	2,188	2,630
负债和股东权	859	1,826	2,103	2,511	3,015

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	581	842	1,057	1,325	1,655
同比(%)	6.7%	44.9%	25.5%	25.3%	24.9%
归属母公司净利润	160	220	271	344	442
同比(%)	21.4%	37.6%	23.2%	27.1%	28.5%
毛利率(%)	40.7%	38.8%	36.5%	37.0%	37.9%
ROE%	23.6%	13.6%	14.7%	15.7%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	1.58	2.17	2.68	3.40	4.37
P/E	30.47	22.14	17.97	14.14	11.00
P/B	7.20	3.00	2.64	2.22	1.85
EV/EBITDA	-0.69	27.13	12.84	9.71	6.89

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	581	842	1,057	1,325	1,655
营业成本	345	516	672	835	1,028
营业税金及附加	4	6	8	10	12
销售费用	16	12	15	19	23
管理费用	27	43	53	66	83
研发费用	21	30	37	46	58
财务费用	6	0	-5	-7	-9
减值损失合计	-1	-2	0	0	0
投资净收益	4	25	26	33	41
其他	15	-7	5	7	8
营业利润	180	252	310	396	510
营业外收支	6	4	4	4	4
利润总额	186	256	315	400	514
所得税	27	36	44	56	72
净利润	160	220	271	344	442
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	220	271	344	442
EBITDA	188	259	324	404	512
EPS(当年)(元)	2.10	2.37	2.68	3.40	4.37

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	206	143	280	259	413
净利润	160	220	271	344	442
折旧摊销	18	25	45	49	53
财务费用	6	4	0	0	0
投资损失	-4	-25	-26	-33	-41
营运资金变动	37	-89	-6	-97	-36
其它	-10	8	-4	-4	-4
投资活动现金流	-94	-458	-74	-23	-15
资本支出	-98	-138	-101	-56	-56
长期投资	4	-321	0	0	0
其他	1	0	26	33	41
筹资活动现金流	-37	714	-46	0	0
吸收投资	0	742	0	0	0
借款	41	0	0	0	0
支付利息或股息	-2	0	-46	0	0
现金流净增加额	71	395	160	236	399

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。