

户外用品需求景气延续，盈利能力保持高位

投资要点

- 业绩摘要：**公司发布2021年年报及2022年一季报，2021年实现营业收入8.4亿元（+44.9%）；实现归母净利润2.2亿元（+37.6%）；实现扣非归母净利润2.1亿元（+44.9%）。其中，2021年Q4公司实现营业收入1.8亿元（+38.3%），实现归母净利润0.4亿元（+14.5%）。2022年Q1公司实现营业收入3.3亿元（+46.6%）；实现归母净利润0.8亿元（+37.8%）；实现扣非归母净利润0.8亿元（+34.5%），在原材料价格上涨、汇率及海运反复等外部影响下，公司整体收入业绩保持亮眼，彰显较强经营韧性。
- 成本控制成效显著，盈利能力保持较高水平。**2021年公司整体毛利率为38.8%（-2pp），主要由于运输费用调整至营业成本列示，叠加大宗原材料价格有所上涨，还原收入准则影响后毛利率同比下降0.6pp，在2021年下半年TDI和聚醚等大宗原材料价格高位的情况下，公司毛利率仍保持较高水平，表现出良好的成本控制能力。分产品来看，2021年公司充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/毛利率分别为42.7%（-2pp）/26.4%（-2.2pp）/28.7%（-11pp）。费用率方面，2021年公司整体费用率为10%（-2pp）。其中，公司销售费用率为1.4%（-1.4pp），主要受新会计准则影响，与合同履行有关的运输费用计入营业成本；管理费用率为5.1%（+0.5pp），主要由于上市产生的相关费用增加；研发/财务费用率为3.5%（-0.1pp）/0.01%（-1.1pp）。综合来看，公司净利率为26.1%，同比略下降1.4pp，盈利能力保持高位。此外，2021年公司实现经营性现金流净额1.4亿元，同比降低30.7%，主要系公司为防范春节假期疫情加重，前瞻性大批量采购原材料所致，现金流情况仍较健康。
- 22Q1毛利率受原材料影响暂时承压，费控优异净利率稳定。**22Q1公司实现毛利率36.5%（-4.7pp），主要由于收入准则变化、人民币汇率及原材料价格较高影响。22Q1公司各项费用率6.6%（-4.7pp），费用控制优异，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.5%/3.1%/1.9%/0.01%，同比-1.4pp/-3.7pp/-0.2pp/+0.7pp。综合来看，22Q1公司净利率26.3%（-1.1pp）。22Q1经营性现金流净额-237.4万元，主要系公司业务订单增长，原材料采购及职工薪资大幅提升所致。展望后续，随着国内疫情缓和，原材料价格企稳回落，公司盈利能力有望恢复。
- 核心品类充气床垫收入高增，箱包新品快速起量。**分产品来看，2021年公司充气床垫实现营收6.4亿元（占比76%），同比增长47.1%，充气床垫产品结构进一步优化，新款高单价充气床垫销量快速上升，呈现量价齐升态势；户外箱包实现营收1.1亿元，同比增长59.6%，户外箱包增速表现亮眼，主要由于新品防水箱包市场开拓效果较好，实现快速放量；头枕坐垫实现营收0.6亿元，同比增长37.4%。展望后续来看，公司将立足于户外行业，充分发挥在热熔接和TPU面料制造等方面的技术优势，持续开发新品丰富品类矩阵。
- 大客户提货额稳定增长，客户结构优化。**凭借良好的产品质量及服务水平，公司积累了众多优质客户资源，并与迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等达成长期战略合作。2021年公司第一大客户

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn
联系人：赵兰亭
电话：023-67511807
邮箱：zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.01
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	37.01-79.97
总市值(亿元)	60.49
总资产(亿元)	17.91
每股净资产(元)	15.66

相关研究

迪卡侬采购金额为 2.4 亿元 (+29.1%)，占全年收入比例 29% (前值 32.5%)。公司前五大客户销售额 3.7 亿元 (+37.2%)，占全年收入比例 44.2% (前值 46.7%)。从客户结构来看，公司第一大客户提货额保持快速增长，其他中型客户提货额增速高于平均水平，前五大客户集中度下降，客户结构进一步优化。2021 年上半年公司成为迪卡侬的战略供应商，未来公司将与迪卡侬拓展各项品类的合作，立足于户外运动用品领域，逐步向 PVC 充气床垫、水上站板等多品类进行开拓，在大客户的份额有望持续提升。分地区来看，2021 年公司外销/内销实现营收 6.7 亿元 (+48.6%) / 1.7 亿元 (+33%)，内销同样保持亮眼增长。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 3 元、3.85 元、4.89 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、12 倍，给予 2022 年 25 倍估值，对应目标价 75 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	842.44	1130.25	1450.80	1830.51
增长率	44.91%	34.16%	28.36%	26.17%
归属母公司净利润 (百万元)	219.51	303.80	389.06	494.86
增长率	37.59%	38.40%	28.06%	27.20%
每股收益 EPS (元)	2.17	3.00	3.85	4.89
净资产收益率 ROE	13.55%	15.80%	16.82%	17.63%
PE	28	20	16	12
PB	3.74	3.15	2.62	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

1 聚焦户外用品领域，大客户壁垒高筑

浙江大自然户外用品股份有限公司成立于 2000 年，专注户外运动用品领域 20 余载，主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等产品的研发、设计、生产和销售。长时间以来，公司致力于为全球客户提供高品质的户外运动服务，产品远销欧洲、北美洲、大洋洲等多个国家和地区。目前，公司已经与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等在内，积累了优质的客户资源。在长期经营探索过程中，公司掌握了 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术，主要产品广泛应用于户外运动领域的多项场景中。截至 2021 年 4 月，公司旗下共有上海众大、上海大自然、瑞辉纺织、越南大自然 4 家全资子公司，以及天台民生村镇银行 1 家参股子公司。其中，越南大自然为境外子公司。

图 1：浙江自然产品矩阵

产品种类	TPU 类充气床垫				PVC 类充气床垫		户外箱包		头枕坐垫		
产品名称	TPU 双人自动充气床垫	TPU 单人自动充气垫	TPU 单人非自动充气垫	TPU 双人非自动充气垫	PVC 单人自动充气床垫	PVC 单人自动充气床垫	冰包	肩包背包	防水桶袋	头枕	靠垫
产品特点	30DTPU 复合面料，弹性好，柔软环保；睡眠面积大，能快速充放气；广泛适用于露营及汽车旅行等	20D 尼龙复合 TPU 面料，轻薄环保抗撕裂；重量轻，可压缩；广泛适用于登山、探险等	20D 尼龙复合 TPU 面料，柔软环保抗撕裂；支撑均匀，拒水保温；体积小，满足用户轻量化追求	150D 牛津复合 TPU 面料，牢固耐用；支撑稳定，适用于汽车旅行、家庭露营等用途；可快速充放气	轻便舒适，弹性佳；美观强韧，不易变形，能快速自动充气	190T 春亚纺复合 PVC 面料，触感舒适；高回弹阻热保温，方便支撑；广泛适合露营、自驾旅行	840D 尼龙复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；气密性良好，防水保温；底座稳定坚固；携带方便	300D 牛津复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；拒水防污；防摔防撞；反光条设计适合夜间使用	210D 涤纶格子复合 TPU 面料抗撕裂；透明窗方便存取物；圆底桶状容量大；卷口设计防潮	弹力布复合 TPU 面料，轻盈柔软；贴合脖颈；2、U 型造型，适合各种睡姿；可快速充放气，简单易操作	内置独立纯 TPU 充气枕，轻盈柔软；方便拆洗；贝型设计贴合侧睡；超小收纳包装便于携带
产品图示											

数据来源：公司公告，西南证券整理

纵观公司发展历程，可大致分为三个阶段：

第一阶段（1992-2008 年）：旅游用品起家后转外销，开始聚焦户外用品领域。1992 年天台县旅游用品厂正式成立，公司雏形初现。1995 年，公司获得自营出口后发力外销；2000 年，经过股权转让和改制，浙江大自然旅游用品有限公司正式成立。至此，公司专注于户外运动用品发展，主要从事户外床垫等产品的生产和销售。

第二阶段（2009-2017 年）：优质客户壁垒渐筑，快速发展阶段开启。2009 年后，公司 PVC 床垫和 TPU 产品研发生产均已较为成熟。2010 年，公司与迪卡侬展开长期合作，同年入驻 Costco、Walmart、Dick's 等大型超市。随后，公司陆续与德国贸易商 Flextrade、SEA TO SUBMIT、美国零售商 REI、全球品牌 Exxel、澳洲零售商 Super Retail Group 等知名企业达成合作，并持续至今。

第三阶段（2018-至今）：境外子公司成立，A 股上市开启新征程。2018 年公司完成股份制改革，浙江大自然户外用品股份有限公司正式成立。2020 年，公司进一步完善海外布局，成立境外子公司越南大自然。2021 年，公司趁势而上，于 A 股上市。未来，随户外市场规模逐步扩大，融资渠道进一步打开，公司有望开启新篇章。

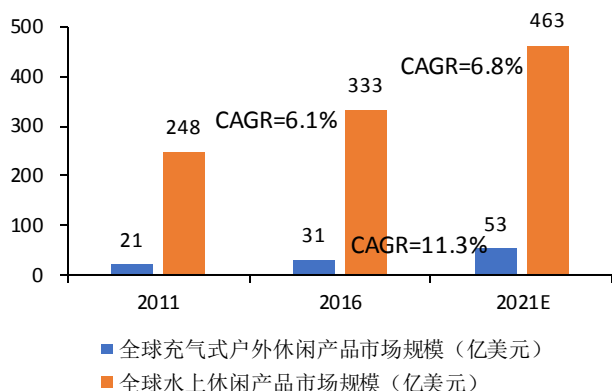
图 2：浙江自然发展历程

第一阶段（1992-2008 年）	第二阶段（2009-2017 年）	第一阶段（2018-至今）
1992 年成立天台县旅游品厂 1995 年获得自营出口资格 2000 年成立浙江大自然旅游用品有限公司 2006 年开始与欧洲客户历德超市合作 2008 年成立浙江瑞辉纺织面料科技有限公司。	2010 年开始与迪卡侬合作，入驻沃尔玛、好市多等超市 2011 年开始与德国贸易商 Flextrade 合作 2012 年开始与 SEA TO SUBMIT 合作 2013 年开始与美国零售商 REI 及全球品牌 Exxel 合作 2015 年开始与澳洲零售商 Super Retail Group 合作	2018 年完成股份制改革，浙江大自然户外用品股份有限公司成立 2020 年境外子公司越南大自然成立 2021 年浙江自然在 A 股上市

数据来源：公司公告，西南证券整理

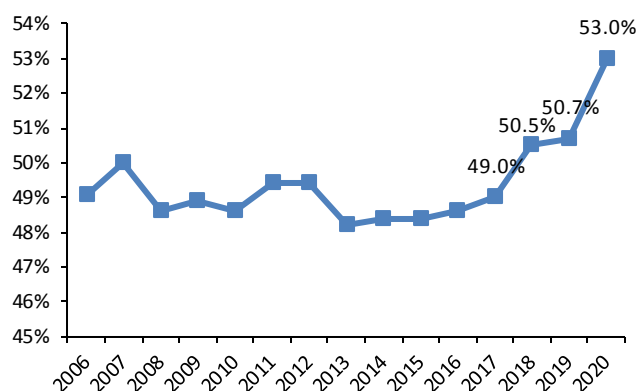
户外行业规模处在加速上升区间，疫情催化下需求激增。根据美国户外行业协会统计，2017 年美国消费者在户外运动中的支出为 8868 亿美元，其中户外运动装备和用品支出为 1845 亿美元。其中充气产品和水上休闲产品增速较快，2016-2021 年复合增速分别为 11.3% 和 6.8%，高于户外休闲产品整体增速 5.9%。户外运动在美国普及度自 2017 年起已经加速上升，2020 年在疫情催化下户外活动参与率增至 53%。按户外活动参与人数约 170 万人计算，美国户外用品的每人年均消费大约为 1042 美元。近年舒适露营消费趋势兴起，消费者对于高端产品消费意愿加强，户外产品有望迎来量价齐升。

图 3：充气式/水上休闲产品市场规模



数据来源：荣威国际招股说明书，西南证券整理

图 4：美国户外运动参与率

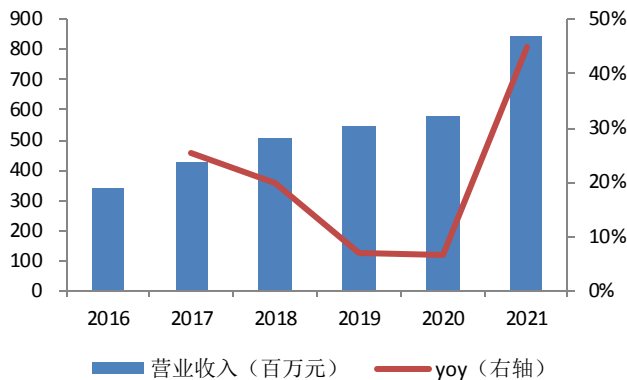


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

疫情催化户外产品渗透率加速提升，助推收入放量增长。从收入端来看，2016-2021 年公司营业实现稳步增长，从 3.4 亿元提升至 8.4 亿元，复合增速为 20%。2021 年，随着国内外户外用品需求高增及下游大客户逐渐放量，收入增速达到 44.9%。从利润端来看，2016-2021 年公司归母净利润复合增速为 27.4%，实现较快增长。其中，2021 年公司实现

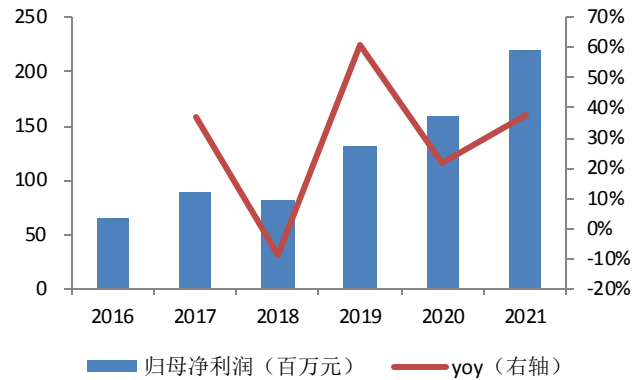
归母净利润 2.2 亿元, 同比增长 37.6%。随疫情逐步得到控制, 国外户外运动需求持续释放, 公司作为户外充气床垫行业头部供应商, 业绩有望实现进一步提升。

图 5: 2016-2021 年公司营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

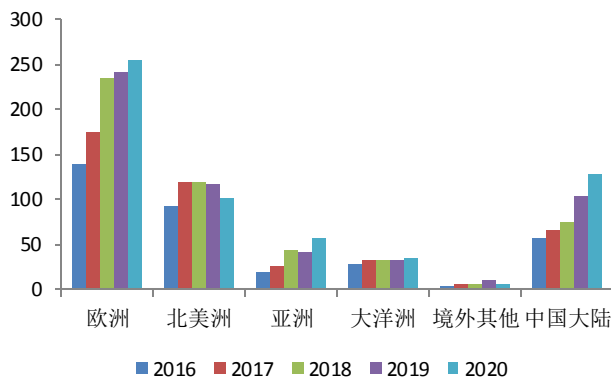
图 6: 2016-2021 年公司归母净利润及增速



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

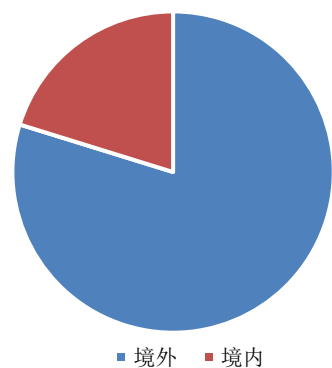
外销贡献主要收入, 内销实现快速增长。分地区来看, 公司业务以外销 ODM 为主, 2021 年境外收入占比 79.8%; 中国大陆地区销售增长较快, 2016-2020 年复合增速分别 23%。近年来, 公司内外销协同发力, 一方面公司外销大客户经营优质, 公司与主要客户建立长期合作关系, 外销收入规模稳健增长。2021 年, 公司与第一大客户迪卡侬签订战略供应合作协议, 进一步拓宽了与优质客户合作的产品领域。另一方面, 内销方面, 公司持续发掘拓展内销客户, 公司内销业务实现快速增长。2021 年公司外销/内销实现营收 6.7 亿元 (+48.6%) /1.7 亿元 (+33%), 内外销同样保持亮眼增长。

图 7: 2016-2020 年分地区营业收入 (百万元)



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

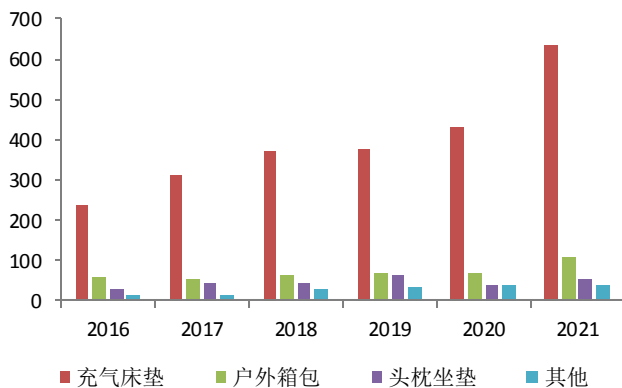
图 8: 2021 年各地区营业收入占比



数据来源: 公司财报, 西南证券整理

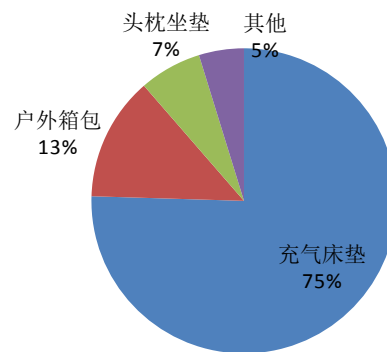
产品以充气床垫为主, 品类矩阵不断丰富。分产品来看, 公司营收主要由充气床垫贡献, 2021 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他业务营收占比分别为 75.5%/13.1%/6.6%/4.8%。其中, 2021 年充气床垫实现营收 6.4 亿元, 同比增长 47.1%, 充气床垫产品中以 TPU 面料为主, 收入占比超过 70%, 且产品结构不断优化, 中高端产品占比提升。2021 年户外箱包实现营收 1.1 亿元; 头枕坐垫实现营收 0.6 亿元, 主要系受疫情反复影响, 全球长途出行客运量下降, 市场对头枕类产品需求降低所致。展望后续来看, 公司将立足于户外行业, 充分发挥在热熔接和 TPU 面料制造等方面的技术优势, 持续开发新品丰富品类矩阵。

图 9：2016-2021 年分产品营业收入（百万元）



数据来源：公司财报，西南证券整理

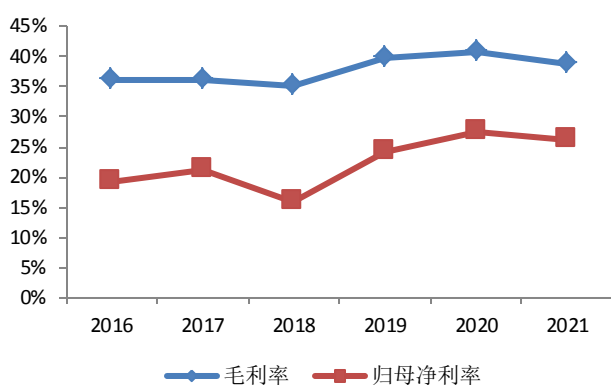
图 10：2021 年各产品营业收入占比



数据来源：公司财报，西南证券整理

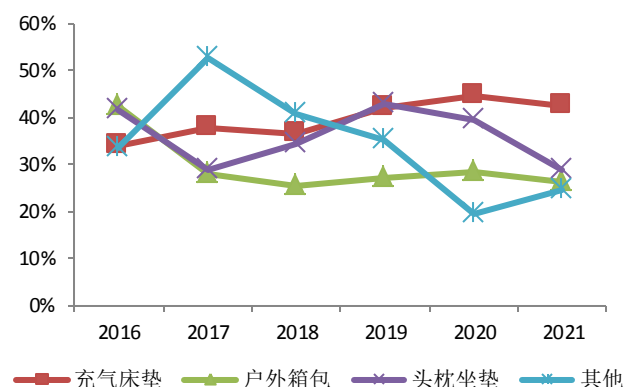
核心材料实现自产，盈利能力稳定性逐渐显现。2016-2021 年，公司毛利率从 36.1% 上升至 38.8%，总体呈稳定上行趋势。2021 年公司整体毛利率为 38.8% (-2pp)，主要由于运输费用调整至营业成本列示，叠加大宗原材料价格有所上涨，还原收入准则影响后毛利率同比下降 0.6pp，在 2021 年下半年 TDI 和聚醚等大宗原材料价格高位的情况下，公司毛利率仍保持较高水平，表现出良好的成本控制能力。分产品来看，2021 年公司充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/毛利率分别为 42.7% (-2pp) /26.4% (-2.2pp) /28.7% (-11pp)。其中，公司主要产品充气床垫毛利率明显提升，2021 年较 2016 年增长 8.8pp，主要由于公司向上整合供应链，导致利润空间进一步打开。尤其是 2019 年，公司开始逐渐推动生产 TPU 面料；2020 年已达到完全自产，同时海绵也实现自主发泡。自产核心原材料使公司生产效率提升、采购成本降低、原材料品质得到保障。

图 11：2016-2021 年公司毛利率/净利率



数据来源：公司财报，西南证券整理

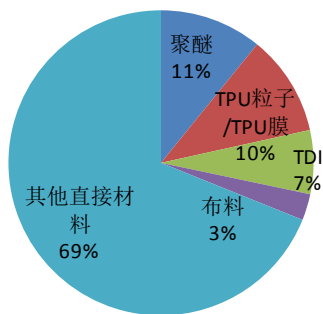
图 12：2016-2021 年公司分产品毛利率



数据来源：公司财报，西南证券整理

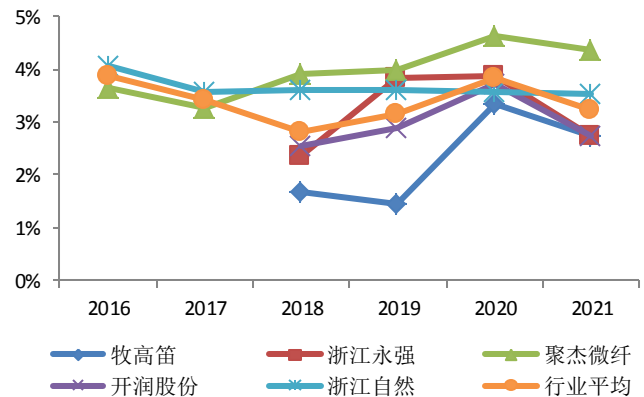
垂直整合供应链，研发壁垒高，成本控制能力较强。从成本端来看，公司主要原材料为 TPU、TDI、聚醚多元醇、布料等。2020 年，公司聚醚/TPU/TDI 占原材料比例分别为 10.8%/10.7%/6.8%。2021 年，在原料价格大幅上涨情况下，公司前瞻性储备原材料，同时自动化生产水平提升，工厂人效得到改善，毛利率维持高位，体现了较强的成本控制能力。

图 13：2020 年公司主要原材料占比



数据来源：公司财报，西南证券整理

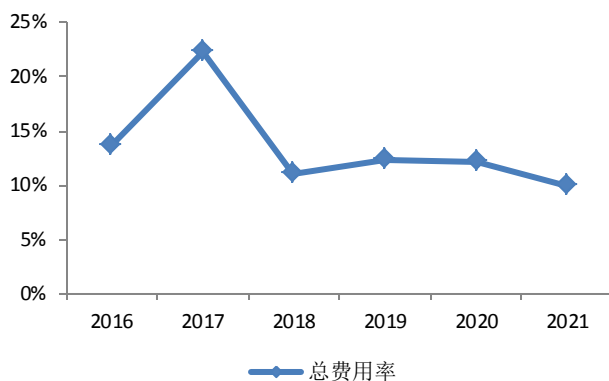
图 14：2016-2021 年公司研发费用率同业比较



数据来源：公司财报，西南证券整理

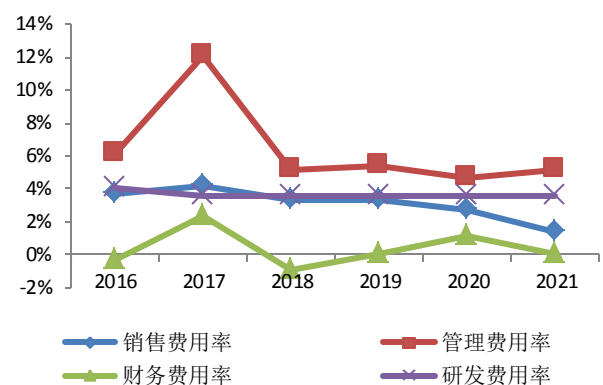
总费用率整体下行，管控能力持续增强。2016-2021 年，公司总费用率整体呈稳定下滑趋势，从 13.6% 降至 10%，减少 3.6pp。2021 年，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.4%/5.1%/0.01%/3.5%，同比分别-1.4pp/-0.5pp/-1.1pp/-0.1pp。其中，销售费用率下行，主要由于 2021 年主要受新会计准则影响，与合同履行有关的运输费用计入营业成本；管理费用下降趋势明显，主要由于上市费用总体减少；财务费用率主要受到人民币汇率波动的影响；公司重视新品和新材料研发储备，研发费用率处于较高水平，维持在 3.6% 左右。2016 年来研发费用率总体高于同行业上市公司平均水平。展望后续，随营业收入逐年增长，公司研发投入稳步增加，创新能力有望不断加强。

图 15：2016-2021 年公司总费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 16：2016-2021 年公司各项费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理

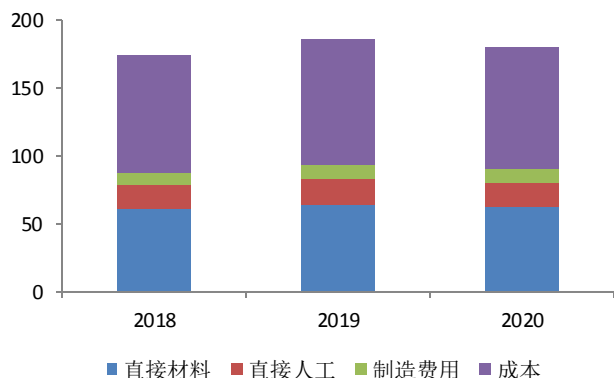
第一大客户迪卡侬提货额较快增长，2021 年收入占比达到 29%。公司与主要客户建立长期合作关系，下游客户包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT 等运动品牌；以及为 Costco、Walmart、Dick's 等大型超市采购的运动商品零售商。其中迪卡侬为公司第一大客户，2021 年公司第一大客户迪卡侬采购金额为 2.4 亿元（+29.1%），增长较快。2021 年公司成为迪卡侬战略供应商，与大客户合作产品领域进一步拓宽，五年内对迪卡侬的销售金额有望大幅提升，增量空间充分。

表 1：大客户销售额（百万元）及占比

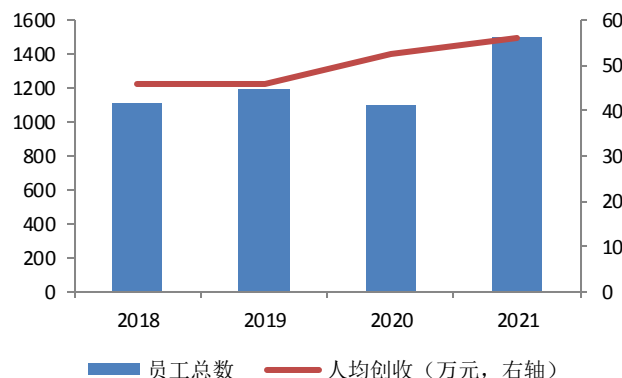
排名	2018			2019			2020		
	客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
1	迪卡侬	111.5	21.9%	迪卡侬	157.3	28.9%	迪卡侬	189.0	32.5%
2	LSO LP	38.4	7.6%	SEA TO SUMMIT	38.3	7.0%	Balluck Outdoor Gear Corp.	25.7	4.4%
3	历德超市	30.5	6.0%	LSO LP	34.0	6.2%	SEA TO SUMMIT	21.9	3.8%
4	SEA TO SUMMIT	24.2	4.8%	Balluck Outdoor Gear Corp.	23.7	4.4%	Super Retail Group	17.7	3.0%
5	Flexcctrade	22.9	4.5%	际华集团	20.3	3.7%	REI	17.0	2.9%
合计		227.4	44.7%		273.6	50.2%		271.4	46.7%

数据来源：Wind，西南证券整理

工厂自动化能力提升，成本优势有望逐渐显现。近年来，公司自动化水平不断提升，主要系自行研发生产所需专业设备，并逐步改善生产环节痛点所致。例如，通过电脑独立核算自动化切割海绵，从而进一步减少切割过程的损耗。按主要产品充气床垫的销量计算，2020 年公司单位人工成本为 17.5 元/件，较 2019 年下降 8.6%。2021 年，公司人均创收再达新高点，达到 56.2 万元。目前公司自动化水平仍有提升空间。随老厂区逐渐升级改造，公司生产规模不断扩大，自动化改革将为公司带来更有利的成本优势。

图 17：2018-2020 年公司单位成本拆分


数据来源：公司财报，西南证券整理

图 18：2018-2021 年公司人均创收（万元）


数据来源：公司财报，西南证券整理

募投计划加速产能释放，全球产能布局持续完善。2021 年，公司通过 IPO 募集资金 7.2 亿元，其中 4.6 亿元用于扩产项目，1.1 亿元用于技术研发中心项目，1.5 亿元用于补充流动资金。具体来看，募投项目新建智能工厂已先行以自有资金投入，预计 2022 年逐渐达产，同时新增防水包、防水袋、充气垫等产品的生产能力，产品矩阵进一步丰富；公司在越南设立生产基地生产户外用品，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，扩大防水箱包产能，形成境内+境外的双生产基地布局，进一步降低国际贸易摩擦风险。此外，公司还计划在客户周边国家设厂，以提高供货效率及对客户需求的响应能力，从而进一步完善全球产能布局。

表 2：公司募集资金投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金投资额	建设期（月）	建设内容
1	改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目	47500	24696	24	用于生产 TPU 面料及充气床等产品，建设国内领先的户外运动用品生产基地。
2	户外用品自动化生产基地改造项目	18780	14830	24	新增防水包、防水袋、充气垫等产品的生产能力，满足市场需求并提升公司的市场竞争力。
3	户外产品技术研发中心建设项目	11093	11093	18	通过新建研发中心并引进高级人才、配备先进的研发设备，实现公司研发实力的进一步提升。
4	越南户外用品生产基地建设项目	6831	6831	18	利用越南的生产优势布局海外生产，发挥国内外生产基地的协同效应，计划年产 75 万条充气床垫及 40 万只防水户外箱包。
5	补充运营资金项目	15000	15000	—	保障公司在未来发行上市后继续保持持续、健康、快速发展。
	合计	99204	72450	—	—

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1：随着大宗原材料成本下行，以及公司持续优化产品结构，公司充气床垫产品毛利率改善，2022-2024 年充气床垫业务毛利率分别达到 43%、43.2%、43.5%；

假设 2：TPU 产品销量占比持续提升，2022-2024 年 TPU 面料充气床垫占品类销量比例分别为 66%、67%、68%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：公司分业务收入与成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	842.4	1130.3	1450.8	1830.5
yoy	44.9%	34.2%	28.4%	26.2%
营业成本	515.9	686.6	876.2	1099.1
毛利率	38.8%	39.2%	39.6%	40.0%
充气床垫				
收入	635.7	864.5	1123.8	1427.3
yoy	47.1%	36%	30%	27%
成本	364.5	492.8	638.3	806.4
毛利率	42.7%	43.0%	43.2%	43.5%
户外箱包				
收入	110.6	154.8	201.3	261.7
yoy	59.6%	40.0%	30.0%	30.0%
成本	81.37	113.3	146.9	190.5
毛利率	26.4%	26.8%	27.0%	27.2%

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
头枕坐垫				
收入	55.71	69.6	83.6	98.6
yoy	37.4%	25%	20.0%	18%
成本	39.74	49.6	59.3	70.0
毛利率	28.7%	28.8%	29.0%	29.0%
其他				
收入	40.48	41.3	42.1	43.0
yoy	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	30.31	31.0	31.6	32.2
毛利率	25.1%	25%	25%	25%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们选取户外装备制造厂商牧高笛、人造草坪龙头生产商共创草坪为可比公司，考虑到公司产品研发壁垒较高，垂直整合供应链为公司带来的利润空间充分，下游大客户优质，给予 2022 年 25 倍估值，对应目标价 75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603908.SH	牧高笛	60.02	1.82	2.49	3.25	33.03	24.13	18.45
605099.SH	共创草坪	24.95	1.41	1.81	2.15	17.71	13.75	11.60
平均值						25.37	18.94	15.02

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	842.44	1130.25	1450.80	1830.51	净利润	219.51	303.80	389.06	494.86
营业成本	515.92	686.65	876.19	1099.13	折旧与摊销	25.29	42.74	44.68	46.58
营业税金及附加	6.04	8.54	10.82	12.63	财务费用	0.10	3.41	4.94	5.33
销售费用	11.56	16.95	23.21	31.12	资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.18	64.42	84.15	108.00	经营营运资本变动	-92.22	-55.91	-91.13	-92.76
财务费用	0.10	3.41	4.94	5.33	其他	-8.17	8.93	1.23	4.66
资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	142.59	302.97	348.78	458.69
投资收益	25.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-204.32	-20.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-6.56	-0.28	-2.38	-1.68	其他	-254.09	-0.28	-2.38	-1.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-458.41	-20.28	-32.38	-31.68
营业利润	252.04	349.99	449.11	572.61	短期借款	-12.17	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.60	4.14	4.25	4.10	长期借款	-3.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	255.64	354.12	453.36	576.72	股权融资	724.50	0.00	0.00	0.00
所得税	36.12	50.32	64.30	81.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	219.51	303.80	389.06	494.86	其他	4.76	-3.41	-4.94	-5.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	713.90	-3.41	-4.94	-5.33
归属母公司股东净利润	219.51	303.80	389.06	494.86	现金流量净额	395.02	279.27	311.46	421.67
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	541.84	821.11	1132.57	1554.25	成长能力				
应收和预付款项	150.28	204.07	264.98	330.04	销售收入增长率	44.91%	34.16%	28.36%	26.17%
存货	255.08	324.32	420.42	524.86	营业利润增长率	39.68%	38.86%	28.32%	27.50%
其他流动资产	352.35	351.57	351.81	352.10	净利润增长率	37.59%	38.40%	28.06%	27.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.72%	42.79%	25.90%	25.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	361.16	351.17	349.23	345.39	毛利率	38.76%	39.25%	39.61%	39.95%
无形资产和开发支出	131.17	118.43	105.69	92.95	三费率	6.51%	7.50%	7.74%	7.89%
其他非流动资产	34.51	34.51	34.51	34.51	净利率	26.06%	26.88%	26.82%	27.03%
资产总计	1826.40	2205.18	2659.22	3234.09	ROE	13.55%	15.80%	16.82%	17.63%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.02%	13.78%	14.63%	15.30%
应付和预收款项	170.35	258.76	322.56	401.17	ROIC	29.56%	34.36%	39.43%	44.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.93%	35.05%	34.38%	34.12%
其他负债	36.50	23.07	24.25	25.65	营运能力				
负债合计	206.85	281.83	346.81	426.82	总资产周转率	0.63	0.56	0.60	0.62
股本	101.12	101.12	101.12	101.12	固定资产周转率	2.83	3.23	4.14	5.27
资本公积	951.84	951.84	951.84	951.84	应收账款周转率	7.13	7.14	6.82	6.82
留存收益	566.59	870.39	1259.45	1754.31	存货周转率	2.56	2.37	2.35	2.32
归属母公司股东权益	1619.55	1923.35	2312.41	2807.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1619.55	1923.35	2312.41	2807.27	资产负债率	11.33%	12.78%	13.04%	13.20%
负债和股东权益合计	1826.40	2205.18	2659.22	3234.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.91	6.47	6.61	6.77
					速动比率	5.55	5.23	5.33	5.48
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	2.17	3.00	3.85	4.89
					每股净资产	16.02	19.02	22.87	27.76
					每股经营现金	1.41	3.00	3.45	4.54
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	277.43	396.14	498.74	624.53					
PE	27.56	19.91	15.55	12.22					
PB	3.74	3.15	2.62	2.15					
PS	7.18	5.35	4.17	3.30					
EV/EBITDA	18.46	12.23	9.09	6.58					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn