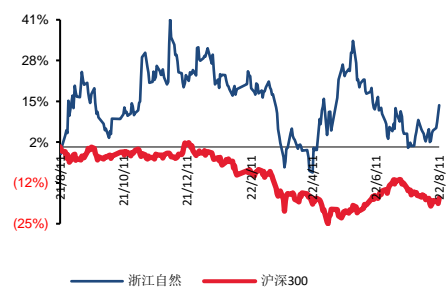


轻工制造 文娱用品

中报点评：疫情等短期因素影响 Q2 业绩，维持全年高增长预测不变

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	101/34
总市值/流通(百万元)	6,469/2,151
12 个月最高/最低(元)	79.97/52.20

相关研究报告：

浙江自然(605080)《浙江自然：扣非近 50%高增长，盈利能力维持高水平》--2021/08/18

浙江自然(605080)《浙江自然：质地优秀的户外运动供应链企业，迎来高速发展期》--2021/07/28

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519090001

事件：公司公布 2022 年半年报，22H1 收入 6.36 亿(+28.37%)，归母净利润 1.74 亿(+26.89%)，扣非净利润 1.64 亿(+24.33%)。22Q2 单季度收入 3.06 亿元(+13.16%)，归母净利润 0.89 亿(+17.99%)，Q2 受欧美等国通胀压力带来消费趋弱，加上国内疫情多点频发导致出口企业面临不确定性和海运物流受到影响，Q2 增速略低于预期，如果考虑将疫情带来的物流及订单延后效应等短期因素还原，Q2 整体增速仍维持在较高增长区间，因此我们维持全年业绩预测及评级不变。

营收拆分来看，内销市场亮眼。1) 内销营收 1.40 亿元，同增 55.41%，主要系内销市场的拓展进展快；外销收入 2) 充气床垫同增 28.1%至 4.57 亿元，主要系产能逐步释放带来销售增长；3) 枕头、坐垫品类收入同增 51.78%至 0.47 亿元，主要系欧美等海外市场疫后旅游活动复苏。

费用端稳定，盈利能力在全球通胀和汇率波动下的宏观大背景下维持较高水平。2022 年 H1 公司销售、管理财务、研发费用率分别为 1.17% (-1.30pct)、3.86% (-0.04%)、-2.80% (-2.43pct)、2.30% (+0.15pct)，其中销售费用率大幅下降主要系疫情导致展会、业务招待等费用减少，财务费用率下降主要系人民币兑美元汇率收益。22H1 毛利率较同期-4.86pct 至 35.89%，净利率较同期-0.32pct 至 27.42%。22H1 原材料价格波动剧烈、人民币先升后贬、人工成本持续上升、疫情期间物流成本快速上升，公司对大宗原材料采购的科学管理，对生产工艺的积极创新，不断提高人均生产效率，维持了较稳定的净利率。

营运指标及存货结构：存货周转天数受疫情影响有所上升，影响已过，预计 H2 趋势向好。从存货来看，公司 22H1 存货周转天数为 93.31 天(+11 天)，周转放缓主要系疫情影响出口企业海运；应收账款周转为 51.31 天(+2 天)。从存货结构来看，原材料同+61.56%至 8297 万元，库存商品同+55.70%至 5181 万元。

产品开拓与研发步步为营，产能端建设从容不迫。22H1 研发费用同增 37.5%，公司坚持以研发为立身之本，1) 扎实开展新材料应用、复合面料生产工艺、聚氨酯软泡技术等原辅材料方面的研究。2) 加大轻量化、高 R 值等专业产品的突破性研发，力抓车用充气床垫、水上运动用品、硬质保温箱包等新品类研发。3) 组建自动化设备研发团队，加快自动化生产线的规划、设计，专用生产设备的改造和升级，其中 22H1 在建工程 3057 万元，较期初增加 166%，主要来自改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目和自动化生产基地改造项目，为

公司五年规划的实现奠定发展的基础。越南及柬埔寨基地海外产能建设稳步推进，虽然海外疫情时有反复，但我们预计今年及明年海外产能持续扩张的步伐不会改变，未来产能端的不断投产将为中长期发展提供有力支持。

投资建议：整体来看，上半年公司在波动的宏观环境下依然取得稳定的增长，受疫情影响的部分订单和需求有望在下半年递延释放，全年盈利预期不变。产能端稳定增长，新品类稳步开展，中长期增长逻辑有望持续验证，我们看好公司作为一家有多年技术实力积累与技术壁垒，产业链景气度高，且叠加产能处于释放周期的优质户外运动供应链企业的发展前景，持续推进，维持“买入”评级。

重申长期增长逻辑：1) **客户端：**核心客户迪卡侬空间大，其他客户多点开花。作为迪卡侬中国熔接部门唯一战略合作供应商，未来成长空间大。我们预计未来公司在迪卡侬体系内占比有望提升至现有占比2-3倍。而且目前迪卡侬体系内合作的品类相对分散，预计未来单品类放量+多品类扩张空间大。2) **行业端：**户外运动细分赛道基数小增速快，且长期看TPU产品替代PVC产品是趋势，新品类不断萌发。户外运动行业整体处于发展增长期，相关细分产品（水上用品，户外充气用品）增速较快，水上运动（冲浪滑板板，浆板等）类产品行业增长也处于较高水平。而且长期来看公司擅长的TPU材料户外用品替代PVC材料产品是趋势（物理特性+环保特性好），且TPU产品单价相对更高，未来随着TPU产品占比上升也将促进收入端量价齐升。SUP，低温保温箱等新品类有望持续放量。3) **产能端：**产能端不断扩张欣欣向荣。随着募投项目建设落地，海外基地（越南+柬埔寨）逐步投产，天台二期项目推进，我们判断公司未来产能端将不断释放，研发实力不断增强。

盈利预测与估值：预计2022-2024年净利润2.9亿/3.9亿/4.9亿，对应估值22.3x/16.3x/12.95x，考虑到公司质地优质，可预期内增长较快，维持目标市值85~91亿，“买入”评级，强烈推荐。

风险提示：新冠疫情全球蔓延引致的风险，原材料价格及汇率波动的风险等

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	842.44	1085.19	1418.24	1796.68
(+/-%)	45%	29%	31%	27%
净利润(百万元)	219.51	290.43	396.65	499.43
(+/-%)	38%	32%	37%	26%
摊薄每股收益(元)	2.17	2.87	3.92	4.94
市盈率(PE)	34.46	22.27	16.31	12.95

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务报表预测
 利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	842	1085	1418	1797
%同比增速	45%	29%	31%	27%
营业成本	516	621	805	1021
毛利	327	464	613	776
%营业收入	39%	43%	43%	43%
税金及附加	6	8	10	13
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	12	38	44	52
%营业收入	1%	4%	3%	3%
管理费用	43	74	91	115
%营业收入	5%	7%	6%	6%
研发费用	30	38	44	57
%营业收入	4%	4%	3%	3%
财务费用	0	-5	-5	-6
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-2	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	1	5	7	9
投资收益	25	11	14	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-7	11	12	12
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	252	339	463	583
%营业收入	30%	31%	33%	32%
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	256	339	463	583
%营业收入	30%	31%	33%	32%
所得税费用	36	49	66	84
净利润	220	290	397	499
%营业收入	26%	27%	28%	28%
归属于母公司的净利润	220	290	397	499
%同比增速	38%	32%	37%	26%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	2.17	2.87	3.92	4.94

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.17	2.87	3.92	4.94
BVPS	16.02	19.96	25.55	32.27
PE	34.46	22.27	16.31	12.95
PEG	0.92	0.69	0.45	0.50
PB	4.67	3.20	2.50	1.98
EV/EBITDA	26.86	18.68	13.51	10.15
ROE	14%	14%	15%	15%
ROIC	13%	13%	14%	14%

资料来源：WIND，太平洋证券

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	542	510	601	944
交易性金融资产	351	351	351	351
应收账款及应收票据	131	184	264	349
存货	255	272	375	489
预付账款	4	11	14	18
其他流动资产	17	11	25	41
流动资产合计	1300	1339	1630	2193
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	350	458	627	806
无形资产	114	102	92	86
商誉	17	17	17	17
递延所得税资产	3	3	3	3
其他非流动资产	43	393	593	631
资产总计	1826	2312	2961	3737
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	136	179	234	296
预收账款	0	11	14	18
应付职工薪酬	23	28	36	46
应交税费	11	38	50	63
其他流动负债	18	17	22	27
流动负债合计	188	273	356	451
长期借款	0	2	3	4
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	11	11	11
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	207	293	378	474
归属于母公司的所有者权益	1620	2018	2584	3263
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1620	2018	2584	3263
负债及股东权益	1826	2312	2961	3737

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	143	294	263	351
投资	-321	0	0	0
资本性支出	-138	-350	-200	-38
其他	0	22	26	30
投资活动现金流净额	-458	-328	-174	-8
债权融资	0	0	0	0
股权融资	742	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	2	2	1
筹资成本	0	0	0	0
其他	-28	0	0	0
筹资活动现金流净额	714	1	1	1
现金净流量	395	-32	91	344

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。