

产品结构持续优化，盈利能力彰显韧性

投资要点

● **事件 1:** 公司发布 2022 年半年报, 2022 年上半年公司实现营收 6.4 亿元, 同比+28.4%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 同比+26.9%; 实现扣非净利润 1.6 亿元, 同比+24.3%。单季度来看, 2022Q2 公司实现营收 3.1 亿元, 同比+13.2%; 实现归母净利润 89.3 百万元, 同比+18%; 实现扣非后归母净利润 86.7 百万元。在俄乌战争带动大宗原材料价格上涨、欧美通胀压力削弱消费预期以及国内疫情多点散发等外部影响下, 公司整体收入业绩保持亮眼, 彰显较强经营韧性。

事件 2: 公司发布关于投资建设户外用品智能化生产基地项目 (二期) 的公告, 为拓展新的产品品类, 进一步强化品牌龙头地位, 公司拟在天台县经济开发区投资建设“户外用品智能化生产基地项目 (二期)”, 总投资约 4.35 亿元, 固定资产投资约 4.25 亿元, 达产后预计实现产值 5.2 亿元, 实现销售收入 5 亿元, 创税 3500 万元。项目主要生产产品有水上运动用品、充气床垫、户外电器等户外体育休闲用品等, 投资项目整体建设周期预计 3-5 年, 预计项目达产后有助于优化公司产品结构, 提升公司盈利能力。

● **成本控制能力持续发挥, 盈利能力保持稳定。**报告期内, 公司整体毛利率为 35.9%, 同比-4.9pp, 主要系人工及物流成本持续上涨所致。费用率方面, 公司总费用率为 4.5%, 同比-3.6pp, 主要是销售和财务费用率下降导致。公司销售费用率为 1.2%, 同比-1.3pp, 主要系报告期内因疫情影响减少展会费用、业务招待费及差旅费所致; 财务费用率为-2.8%, 同比-2.4pp, 主要系人民币兑美元汇率收益增加所致; 管理费用率为 3.9%, 同比-0.04pp; 研发费用率为 2.3%, 同比+0.2pp, 主要系公司加大研发投入所致, 报告期内公司继续开展原辅材料方面的研究和新品类的研发, 同时升级改造生产线及生产设备。综合来看, 公司 2022H1 净利率为 27.4%, 同比-0.3pp, 得益于公司对大宗原材料采购的科学管理以及对生产工艺的不断创新, 公司盈利能力保持稳定。单季度数据来看, 2022Q2 毛利率为 35.3% (同比-5.1pp), 2022Q2 净利率为 29.2% (同比+1.2pp)。2022 年上半年公司经营性现金流净额 1.5 亿, 同比+79.5%, 主要内销收入增长及政府补助比去年同期增加所致。

● **外销稳健, 内销收入增速强劲。**分地区来看, 公司内外销协同发力, 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, 报告期内公司内销收入 1.4 亿元, 同比+55.4%。外销方面公司与大客户粘性高, 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, 2022H1 公司外销收入 5 亿元, 同比+22.3%。

● **产品结构持续优化, 中高端产品及新品增速亮眼。**分品类看, 1) 报告期内充气床垫收入 4.6 亿元, 同比+28.1%, 中高端品类占比持续提升: 一方面受益于 TPU 复合面料产线扩增所带来的产能释放, 上半年 TPU 产品销售金额 3.5 亿元, 同比+48.5%, 销售占比进一步提高; 另一方面聚氨酯软泡自动化产线的建成提高了生产效率, 解决了多年的掣肘问题, 自动充气垫产品同比增长 2) 随着 TPU 复合面料产能、技术的进一步提升, 防水箱包业务拓展加快, 同比+98%。3) 随着欧美国家旅行活动的恢复, 枕头坐垫销售回升, 2022H1 枕头坐垫收入

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: zht@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)	52.2-79.97
总市值(亿元)	64.69
总资产(亿元)	17.91
每股净资产(元)	15.66

相关研究

1. 浙江自然 (605080): 户外用品需求景气延续, 盈利能力保持高位 (2022-05-04)

4683.5 万元，同比+ 51.8%。

- **研发能力进一步夯实，智能化改革持续推进。**报告期内公司持续开展研发工作。开展新材料应用、复合面料生产工艺等原辅材料方面的研究；加大轻量化等专业产品的突破性研发，加强车用充气床垫、水上运动用品、硬质保温箱包等新品类研发；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、升级。上半年自动化改造项目的稳步推进，有效提高了生产效率，人均销售收入同比上升 39.1%，控制了劳动力成本占比的进一步上升。公司研发储备进一步丰富，生产效率提升，竞争力得到夯实。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.9 元、3.5 元、4.4 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍、15 倍，维持“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	1079.75	1361.17	1698.71
增长率	44.91%	28.17%	26.06%	24.80%
归属母公司净利润（百万元）	219.51	291.89	355.63	443.89
增长率	37.59%	32.97%	21.84%	24.82%
每股收益 EPS（元）	2.17	2.89	3.52	4.39
净资产收益率 ROE	13.55%	15.27%	15.69%	16.37%
PE	29	22	18	15
PB	3.99	3.38	2.85	2.39

数据来源：Wind，西南证券

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	1079.75	1361.17	1698.71	净利润	219.51	291.89	355.63	443.89
营业成本	515.92	684.67	842.48	1050.93	折旧与摊销	25.29	42.74	44.68	46.58
营业税金及附加	6.04	8.16	10.15	11.72	财务费用	0.10	-23.97	3.44	3.96
销售费用	11.56	12.96	14.97	18.69	资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.18	61.55	77.59	98.53	经营营运资本变动	-94.72	-47.27	-80.91	-84.51
财务费用	0.10	-23.97	3.44	3.96	其他	-5.67	7.74	1.43	4.29
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	271.12	324.27	414.21
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	336.10	410.16	513.20	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	340.23	414.40	517.30	股权融资	724.50	0.00	0.00	0.00
所得税	36.12	48.35	58.78	73.42	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	219.51	291.89	355.63	443.89	其他	4.76	23.97	-3.44	-3.96
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	23.97	-3.44	-3.96
归属母公司股东净利润	219.51	291.89	355.63	443.89	现金流量净额	395.02	274.81	288.45	378.57
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	816.65	1105.10	1483.67	成长能力				
应收和预付款项	150.28	195.25	248.80	306.58	销售收入增长率	44.91%	28.17%	26.06%	24.80%
存货	255.08	323.93	405.46	503.74	营业利润增长率	39.68%	33.35%	22.04%	25.12%
其他流动资产	352.35	351.53	351.74	352.00	净利润增长率	37.59%	32.97%	21.84%	24.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.72%	27.91%	29.14%	23.01%
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%	36.59%	38.11%	38.13%
无形资产和开发支出	131.17	118.43	105.69	92.95	三费率	6.51%	4.68%	7.05%	7.13%
其他非流动资产	34.51	34.51	34.51	34.51	净利率	26.06%	27.03%	26.13%	26.13%
资产总计	1826.40	2191.47	2600.53	3118.84	ROE	13.55%	15.27%	15.69%	16.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.02%	13.32%	13.68%	14.23%
应付和预收款项	170.35	256.98	309.43	382.54	ROIC	29.56%	30.64%	36.86%	40.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.93%	32.87%	33.67%	33.19%
其他负债	36.50	23.05	24.04	25.35	营运能力				
负债合计	206.85	280.03	333.47	407.89	总资产周转率	0.63	0.54	0.57	0.59
股本	101.12	101.12	101.12	101.12	固定资产周转率	2.83	3.08	3.89	4.89
资本公积	951.84	951.84	951.84	951.84	应收账款周转率	7.13	7.01	6.76	6.78
留存收益	566.59	858.47	1214.10	1657.98	存货周转率	2.54	2.35	2.30	2.30
归属母公司股东权益	1619.55	1911.43	2267.06	2710.94	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	1911.43	2267.06	2710.94	资产负债率	11.33%	12.78%	12.82%	13.08%
负债和股东权益合计	1826.40	2191.47	2600.53	3118.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.91	6.46	6.71	6.80
					速动比率	5.55	5.22	5.42	5.51
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	277.43	354.86	458.28	563.75	每股收益	2.17	2.89	3.52	4.39
PE	29.47	22.16	18.19	14.57	每股净资产	16.02	18.90	22.42	26.81
PB	3.99	3.38	2.85	2.39	每股经营现金	1.41	2.68	3.21	4.10
PS	7.68	5.99	4.75	3.81	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	19.98	14.84	10.86	8.16					
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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn