

疫情扰动影响 Q2 业绩，看好 Q3 发货回补和长期增长能力

核心观点

- 公司 22H1 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，同比增长 26.89%。单 Q2 实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 13.16%，归母净利润 0.89 亿元，同比增长 17.99%。
- **疫情扰动二季度营收表现，内销收入快速增长。**相比于前几个季度，22Q2 收入增速明显放缓，主要原因包括：1) Q1 部分订单提前发货；2) 天台总部疫情导致部分订单发货延迟。但另一方面，年初与大客户的订单并未出现砍单现象，7 月的订单发货金额也显著高于同期，Q3 发货有望回补。我们对下半年仍然保持乐观。分品类看，22H1 公司充气床垫实现收入 4.57 亿元，同比增长 28.1%；枕头、坐垫实现销售收入 4,683 万元，同比增长 51.78%。22H1 内销收入 1.4 亿元，同比增长 55.4%，我们认为与国内露营行业高景气相关，未来有望延续。
- **盈利能力受原材料等外部因素影响有所承压。**公司 22H1 毛利率为 35.9%，同比下滑 4.9 pct，单 Q2 毛利率下滑 5.1 pct，主要受到：1) 原料价格波动；2) 人工成本、疫情期间物流成本上升；3) 会计准则变动；4) 汇率变动影响等。上半年费用率控制较好，其中 22H1 公司销售/管理/研发费用率分别同比提升-1.3/0/0.2 pct，合计同比下滑 1.1 pct，此外，公司 22H1 实现汇兑收益 1,658.8 万元。
- **看好下半年新品放量以及公司长期成长性。**22H1 公司越南子公司和柬埔寨子公司分别通过了迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 审核，产品质量和稳定性得到品牌方认可，下半年柬埔寨保温箱包项目有望部分投产。明年起柬埔寨项目放量（设计产能不断扩容）、越南项目建成和内销车载床垫等新品放量将为公司打造全新成长曲线。伴随中报，公司公告拟在天台县经济开发区建设户外用品智能化生产基地（二期）项目，总投资约 4.35 亿元，建设期为 3-5 年，达产后预计实现销售收入 5 亿元，生产项目包括水上运动用品、充气床垫、户外电器等户外体育休闲用品等，为公司中长期持续快速增长打开了更大空间。我们坚定看好公司在全球户外用品细分领域的核心竞争能力。

盈利预测与投资建议

- 考虑到疫情反复因素和汇率影响不确定性，我们调整 22-24 年盈利预测，预测 2022-2024 年每股收益为 2.83、3.77 和 4.93 元（原 2.96、3.97 和 5.10 元），参考可比公司，给予 2022 年 25 倍估值，对应目标价 70.75 元，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高、原材料价格波动、汇率波动、新产能投放不及预期等

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581	842	1,117	1,486	1,947
同比增长(%)	6.7%	44.9%	32.6%	33.1%	31.0%
营业利润(百万元)	180	252	328	438	574
同比增长(%)	19.5%	39.7%	30.1%	33.5%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	160	220	286	381	499
同比增长(%)	21.4%	37.6%	30.3%	33.1%	30.9%
每股收益(元)	1.58	2.17	2.83	3.77	4.93
毛利率(%)	40.7%	38.8%	36.6%	37.0%	37.1%
净利率(%)	27.4%	26.1%	25.6%	25.6%	25.6%
净资产收益率(%)	26.8%	19.1%	16.2%	18.4%	20.4%
市盈率	39.0	28.3	21.7	16.3	12.5
市净率	9.2	3.8	3.3	2.8	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022 年 08 月 12 日）	61.49 元
目标价格	70.75 元
52 周最高价/最低价	80.31/50.97 元
总股本/流通 A 股（万股）	10,112/3,362
A 股市值（百万元）	6,218
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2022 年 08 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.56	9.3	-11.17	11.44
相对表现	3.69	12.51	-15.27	35.36
沪深 300	-0.13	-3.21	4.1	-23.92



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
赵越峰	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006

联系人

杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

2021 年顺利收官，看好未来持续增长能力	2022-04-28
积极拓展新品类，开启第二成长曲线！	2021-12-26
成本上涨压力下，单季度盈利能力维持高位	2021-10-28

考虑到疫情反复因素和汇率影响不确定性，我们调整 22-24 年盈利预测（主要下调了收入、毛利率），预测 2022-2024 年每股收益为 2.83、3.77 和 4.93 元（原 2.96、3.97 和 5.10 元），参考可比公司，给予 2022 年 25 倍估值，对应目标价 70.75 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2022 年 8 月 14 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华利集团	300979	60.89	2.37	2.97	3.64	4.34	26	21	17	14
伟星股份	002003	10.49	0.43	0.53	0.65	0.79	24	20	16	13
牧高笛	603908	101.44	1.18	2.72	3.85	5.11	86	37	26	20
安踏体育	2020.HK	75.16	2.81	3.00	3.81	4.60	27	25	20	16
申洲国际	2313.HK	71.98	2.24	3.25	4.21	4.97	32	22	17	14
李宁	2331.HK	60.28	1.58	1.81	2.26	2.78	38	33	27	22
调整后平均								25	20	16

数据来源：朝阳永续，Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn