

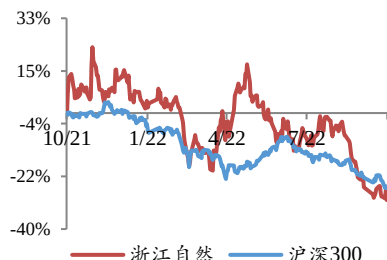
短期汇率波动影响业绩，Q3 订单交付延期致营收增速放缓

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-27

收盘价（元）	45.21
近 12 个月最高/最低（元）	79.39/45.21
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	34
流通股比例（%）	33.25
总市值（亿元）	46
流通市值（亿元）	15

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 浙江自然：产能释放、内销景气驱动营收增长，新增智能化生产项目 2022-08-12
2. 高景气户外休闲赛道，高壁垒隐形细分龙头 2022-06-01

主要观点：

公司发布三季报：2022 年前三季度营收 8.0 亿元，同比增长 20.8%，归母净利润 2.0 亿元，同增 8.8%；扣非归母净利润 2.0 亿元，同比增长 19.4%。其中单三季度营收 1.7 亿元，同比减少 1.2%；归母净利润 2493.0 万元，同比减少 45.4%；扣非归母净利润 3989.9 万元，同比增长 2.7%，

- **22Q3 订单延期交付致营收增速放缓，预计 Q4 内外销均有所增长。**收入端，公司受下游大客户高库存影响，22Q3 订单延缓交付，致营收同比略有下滑，单 Q3 营收 1.7 亿元，同比减少 1.2%。预计 Q4 在外销大客户去库存后 2023 年订单保持增长，内销受益于精致露营趋势，以及在家用充气床垫等新品带动下订单仍将有所增长。
- **短期汇率波动影响盈利能力，Q3 经营活动现金流同增 13.6%。**费用端，22Q3 销售/研发/管理/财务费用率 1.8%/5.5%/8.0%/-4.1%，同比 -0.8/+1.9/+1.7/-3.5pcts。利润端，原材料价格波动+人工成本提升+疫情期间物流成本提升等因素致毛利率承压，单 Q3 毛利率 37.1%，同比减少 1.0pcts；净利率 14.9%，同比减少 12.1pcts。22Q3 人民币贬值致交易性金融资产（主要是远期外汇合约）公允价值减少，非经常性损益 -1496.9 万元，同比减少 319.2%，扣除该部分后，单三季度扣非归母净利润同增 2.7%；扣非归母净利率 23.8%，同比增长 0.9pcts；运营端，截至三季度末公司存货 2.0 亿元，同比增长 23.4%；存货周转天数同比增加 16 天。三季度经营活动现金流净额为 0.9 亿元，同增 13.6%。
- **智能化生产基地项目正常推进，持续完善产品布局。**公司于 8 月 10 日通过户外用品智能化生产基地项目（二期）产能建设项目议案，拓展水上用品、户外电器等品类，总投资额约 4.35 亿元，达产后预计产值 5.2 亿元，年收入 5 亿元。项目建成后预计进一步完善产品布局、优化产品结构，提升盈利能力和竞争优势。2022 年前三季度在建工程累计投入 3447.6 万元，其中单 Q3 投入 979.8 万元，在建项目进度持续推进。
- **投资建议：**充气床垫细分龙头处于延续性优异的后疫情时代高成长供应链。核心品类增长延续，新品放量。考虑 Q3 订单延期或影响 2023 年订单，下调预测致 2022-24 年归母净利润 2.5/3.5/4.4 亿元（前值为 2.8/3.6/4.5 亿元），对应当前股价 PE 为 19/13/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**

居民购买力降低，疫情影响供应链，汇率波动风险，原材料价格上涨。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	842	1058	1414	1785
收入同比（%）	44.9%	25.6%	33.6%	26.2%
归属母公司净利润	220	247	354	442
净利润同比（%）	37.6%	12.6%	43.2%	24.9%
毛利率（%）	38.8%	37.3%	37.5%	37.1%
ROE（%）	13.6%	13.2%	15.9%	16.6%
每股收益（元）	2.37	2.44	3.50	4.37
P/E	20.83	18.50	12.92	10.35
P/B	2.82	2.45	2.06	1.71

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1300	1450	1706	2073	营业收入	842	1058	1414	1785
现金	542	623	710	897	营业成本	516	664	884	1122
应收账款	130	163	220	276	销售费用	12	19	25	32
存货	255	311	415	531	管理费用	43	58	78	98
其他流动资产	354	330	330	330	财务费用	0	-12	-13	-16
非流动资产	527	697	879	1042	营业利润	252	287	412	516
固定资产	350	485	628	763	利润总额	256	291	417	520
无形资产	114	149	187	217	所得税	36	44	62	78
其他非流动资产	63	63	63	63	净利润	220	247	354	442
资产总计	1826	2146	2584	3115	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债	188	260	343	431	归属母公司净利润	220	247	354	442
短期借款	0	0	0	0	EBITDA	261	321	413	501
应付账款	91	139	179	225	EPS (元)	2.37	2.44	3.50	4.37
其他流动负债	97	120	164	206	主要财务比率				
非流动负债	19	19	19	19	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	19	19	19	19	营业收入	44.9%	25.6%	33.6%	26.2%
负债合计	207	278	361	449	营业利润	39.7%	13.9%	43.5%	25.2%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	37.6%	12.6%	43.2%	24.9%
股本	101	101	101	101	获利能力				
留存收益和资本公积	1518	1767	2122	2565	毛利率 (%)	38.8%	37.3%	37.5%	37.1%
归属母公司股东权益	1620	1868	2223	2666	净利率 (%)	26.1%	23.4%	25.0%	24.8%
负债和股东权益	1826	2146	2584	3115	ROE (%)	13.6%	13.2%	15.9%	16.6%
现金流量表					ROIC (%)	12.5%	12.4%	14.0%	14.5%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	143	269	278	346	资产负债率 (%)	11.3%	13.0%	14.0%	14.4%
净利润	220	247	354	442	净负债比率 (%)	12.8%	14.9%	16.3%	16.9%
折旧摊销	25	49	48	45	流动比率	6.91	5.58	4.98	4.81
财务费用	4	0	0	0	速动比率	5.53	4.36	3.74	3.55
营运资金变动及其他	228	266	350	438	营运能力				
投资活动现金流	-458	-188	-191	-159	总资产周转率	0.46	0.49	0.55	0.57
资本支出	-138	-214	-224	-204	应收账款周转率	6.49	6.48	6.43	6.46
其他投资现金流	0	4	34	45	应付账款周转率	5.64	4.77	4.95	4.99
筹资活动现金流	714	0	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	-12	0	0	0	每股收益	2.37	2.44	3.50	4.37
普通股增加	-3	0	0	0	每股经营现金	1.41	2.66	2.75	3.42
资本公积增加	699	0	0	0	每股净资产	16.02	18.47	21.98	26.36
其他筹资现金流	5	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	395	81	87	187	P/E	20.83	18.50	12.92	10.35
					P/B	2.82	2.45	2.06	1.71
					EV/EBITDA	15.42	12.31	9.34	7.33

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。