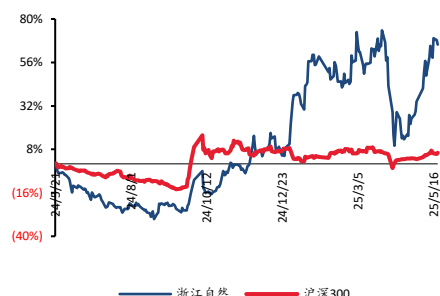


## 24 年报及 25Q1 财报点评: Q1 业绩超预期, 新品放量&产能释放驱动成长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 总股本/流通(亿股)      | 1.42/1.4    |
| 总市值/流通(亿元)      | 45.26/44.87 |
| 12 个月内最高/最低价(元) | 34.88/13.18 |

### 相关研究报告

<<浙江自然更新报告: 股权激励目标高增长, 彰显发展信心\_20250101>>--2025-01-02

<<24Q3 点评: Q3 表现超预期, 新品类放量有望带来业绩弹性>>--2024-12-09

<<【太平洋纺服】浙江自然中报点评: 疫情等短期因素影响 Q2 业绩, 维持全年高增长预测不变>>--2022-08-12

证券分析师: 郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

**事件:** 公司公布 2024 年年报及 25 年一季报, 24 年营收 10 亿元/同比+21.7%, 归母净利润 1.9 亿元/同比+41.7%, 实现扣非归母净利润 1.7 亿元/同比+25%; 25Q1 营收 3.6 亿元/同比+30.4%, 归母净利润 0.96 亿元/同比+148.3%, 扣非归母净利润 0.86 亿元/同比+54%。25 年开局表现亮眼, 业务快速增长, 业绩超预期。

**充气床垫显著修复, 新品类表现亮眼。** 24 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他收入分别同比+14%/+31%/+16%/+48%至 5.9/2.0/0.7/1.3 亿元, 毛利率分别同比+0.7/+7.1/-5.2/+6.2pct 至 44.7%/21.5%/21.5%/20.2%。1) **充气床垫:** 海外去库影响基本消化, 订单需求回暖, 收入表现稳健, 24 年销量/均价分别同比+12.1%/1.6%。2) **户外箱包:** 子公司柬埔寨美御保温硬箱产能加速爬坡, 规模效应显现, 盈利能力改善明显, 24 年销量/均价分别同比+56%/-16%。3) **其他:** 越南新品顺利开拓新市场和客户, 24 年销量/均价分别同比+12%/+32%。

**费用管控呈现显著, 盈利能力显著提升, 营运能力稳健。** 1) **盈利情况:** 24 年/25Q1 毛利率分别同比-0.1/+0.5pct 至 33.7%/38.8%; 费用端, 24 年/25Q1 期间费用率分别同比-1.0/-4.0pct 至 11.8%/8.0%; 24 年/25Q1 净利率分别同比+2.6/+12.8pct 至 18.5%/26.9%。得益于规模效应显现, 以及自动化产线升级与信息化平台建设推动成本有效管控, 费用率大幅优化, 盈利能力显著提升。2) **营运能力:** 截至 25Q1 末存货周转天数同比-5.9 天至 112 天, 应收账款周转天数同比+5.5 天至 63 天, 应付账款周转天数-4.6 天至 72 天。

**盈利预测与投资建议:** 公司作为一家有多数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。1) **行业端:** 户外运动细分赛道快速增长, TPU 替代 PVC 产品的渗透率提升的长期趋势不变, 新品类不断萌发。户外运动行业处于快速发展期, 细分产品如水上用品、浆板等增速较快, 公司在 TPU 材料户外用品制造方面具备领先优势, 有望持续受益于行业增长和市占率提升。2) **产品端:** 公司形成以充气床垫、防水/保温箱包、水上用品为三大核心业务的战略; ①**核心品类稳健, 新市场新客户新增量:** 核心品类在大客户恢复健康库存后有望回归稳健增长, 同时积极拓展新市场和新客户, 其中新能源汽车订单持续导入带来新增量; ②**新品类:** 随着新客户顺利拓展、产能有序爬坡, 有望实现快速放量。3) **产能端:** 海外产能布局有序推进。海外如柬埔寨、越南、摩洛哥等地区的产能加速布局, 其中柬埔寨保温箱包、越南水上用品的产能有序爬坡, 未来随着订单持续导入, 产能快速爬坡, 规模效应显现, 盈利能力有望提升。**关税短期影响公司发货节奏, 随着公司产能向东南亚转移, 关税实际影响有限, 盈利预测暂时不变。**我们预计公司 2025/26/27 年归母净利润分别为 2.7/3.8/4.9 亿元, 对应 PE 分别为 17/12/9 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格波动、订单不及预期、工厂爬坡不及预期等

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 1002  | 1379  | 2008  | 2565  |
| 营业收入增长率(%) | 21.7% | 37.6% | 45.6% | 27.7% |
| 归母净利（百万元）  | 185   | 270   | 380   | 494   |
| 净利润增长率(%)  | 41.7% | 46.0% | 40.5% | 30.0% |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.31  | 1.91  | 2.68  | 3.49  |
| 市盈率（PE）    | 24.4  | 16.7  | 11.9  | 9.2   |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

#### 资产负债表（百万）

|          | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 342   | 181   | 228   | 415   | 717   |
| 应收和预付款项  | 150   | 202   | 240   | 366   | 470   |
| 存货       | 215   | 290   | 377   | 550   | 710   |
| 其他流动资产   | 607   | 735   | 784   | 845   | 902   |
| 流动资产合计   | 1,315 | 1,408 | 1,629 | 2,176 | 2,799 |
| 长期股权投资   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 468   | 678   | 743   | 738   | 692   |
| 在建工程     | 144   | 55    | 51    | 31    | 18    |
| 无形资产开发支出 | 174   | 187   | 190   | 194   | 196   |
| 长期待摊费用   | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他非流动资产  | 1,370 | 1,430 | 1,659 | 2,214 | 2,844 |
| 资产总计     | 2,156 | 2,350 | 2,644 | 3,177 | 3,752 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付和预收款项  | 167   | 226   | 254   | 414   | 528   |
| 长期借款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他负债     | 108   | 85    | 113   | 155   | 186   |
| 负债合计     | 275   | 310   | 367   | 569   | 714   |
| 股本       | 142   | 142   | 142   | 142   | 142   |
| 资本公积     | 911   | 908   | 908   | 908   | 908   |
| 留存收益     | 842   | 1,014 | 1,247 | 1,569 | 1,989 |
| 归母公司股东权益 | 1,867 | 2,034 | 2,266 | 2,589 | 3,009 |
| 少数股东权益   | 13    | 6     | 11    | 19    | 29    |
| 股东权益合计   | 1,881 | 2,040 | 2,278 | 2,608 | 3,037 |
| 负债和股东权益  | 2,156 | 2,350 | 2,644 | 3,177 | 3,752 |

#### 现金流量表（百万）

|        | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 240   | 157   | 274   | 349   | 445   |
| 投资性现金流 | -191  | -293  | -189  | -104  | -69   |
| 融资性现金流 | -45   | -26   | -41   | -57   | -74   |
| 现金增加额  | 4     | -161  | 47    | 188   | 301   |

#### 利润表（百万）

|         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 823   | 1,002 | 1,379 | 2,008 | 2,565 |
| 营业成本    | 545   | 664   | 908   | 1,341 | 1,707 |
| 营业税金及附加 | 9     | 9     | 12    | 18    | 23    |
| 销售费用    | 20    | 24    | 28    | 40    | 51    |
| 管理费用    | 59    | 71    | 73    | 108   | 139   |
| 财务费用    | -9    | -13   | 1     | 1     | -0    |
| 资产减值损失  | -4    | -10   | -5    | -5    | -5    |
| 投资收益    | 7     | 25    | 11    | 16    | 21    |
| 公允价值变动  | -12   | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 148   | 222   | 319   | 448   | 582   |
| 其他非经营损益 | 0     | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额    | 148   | 219   | 319   | 448   | 582   |
| 所得税     | 20    | 30    | 43    | 61    | 79    |
| 净利润     | 128   | 190   | 276   | 388   | 504   |
| 少数股东损益  | -2    | 5     | 6     | 8     | 10    |
| 归母股东净利润 | 131   | 185   | 270   | 380   | 494   |

#### 预测指标

|               | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率           | 33.84%  | 33.72% | 34.20% | 33.24% | 33.47% |
| 销售净利率         | 15.87%  | 18.47% | 19.60% | 18.92% | 19.25% |
| 销售收入增长率       | -12.95% | 21.75% | 37.62% | 45.58% | 27.74% |
| EBIT 增长率      | -39.92% | 28.71% | 73.67% | 40.33% | 29.67% |
| 净利润增长率        | -38.64% | 41.67% | 46.02% | 40.54% | 29.97% |
| ROE           | 7.00%   | 9.10%  | 11.93% | 14.67% | 16.41% |
| ROA           | 6.18%   | 8.42%  | 11.05% | 13.32% | 14.54% |
| ROIC          | 6.48%   | 7.80%  | 12.13% | 14.87% | 16.56% |
| EPS (X)       | 0.92    | 1.32   | 1.91   | 2.68   | 3.49   |
| PE (X)        | 23.01   | 17.80  | 16.74  | 11.91  | 9.17   |
| PB (X)        | 1.60    | 1.64   | 2.00   | 1.75   | 1.50   |
| PS (X)        | 3.64    | 3.32   | 3.28   | 2.25   | 1.76   |
| EV/EBITDA (X) | 14.44   | 13.40  | 10.85  | 7.72   | 5.69   |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 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

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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研究人员的个人观点。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。