

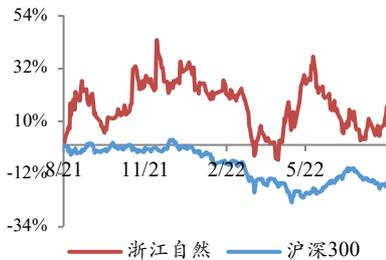
产能释放、内销景气驱动营收增长，新增智能化生产项目

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-12

收盘价(元)	63.97
近12个月最高/最低(元)	79.39/51.82
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)	65
流通市值(亿元)	22

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. 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：

- **22H1 业绩符合预期，归母净利润同比增长 26.9%**。公司发布 2022 年中报，22H1 实现营收 6.4 亿元，YoY+28.4%；归母净利润 1.7 亿元，YoY+26.9%；毛利率 35.9%，YoY-4.9pct；经营活动现金流净额 1.5 亿元，YoY+79.5%。单 Q2 营收 3.1 亿元，YoY+13.2%；单 Q2 归母净利润 0.9 亿元，YoY+18%；单 Q2 毛利率 35.3%，YoY-5.1pct。
- **产能释放、内销高景气驱动 Q2 营收同比增长，头枕座椅增长加速。收入端**，受益于全球户外用品快速增长、公司内销市场取得突破、产能瓶颈缓解及欧美旅行恢复带来枕头、坐垫销售回升，公司 22H1 营收增长 28.4%。其中内销同比增长 55.4%，占比较 2021 年提升 1.8pct 至 22.0%。**分产品看**，充气床垫营收 4.6 亿元，YoY+28.1%，驱动公司营收增长；头枕坐垫加速放量、增长斜率向上，实现营收 0.47 亿元，YoY+51.8%，增速较 2021 全年的 37.4% 有显著提升。**费用端**，销售费用率 1.2%，YoY-1.3pct，主因疫情影响展会、业务招待费及差旅费减少。公司加大新材料，轻量化、高 R 值产品及新品类研发，叠加建设自动化生产线，生产设备改造升级，研发费用率 2.3%，YoY+0.2pct。管理费用率 3.9%，YoY-0.04pct。**利润端**，公司通过原材料采购管理，生产工艺创新提高人效，抵消原材料价格、汇率波动及人工和物流成本上升，净利率较为稳定，22H1 净利率 27.4%，YoY-0.3pct，单 Q2 净利率 28.7%，YoY+0.6pct。
- **新增投资建设智能化生产基地项目，持续扩产、优化产能布局**。公司于 8 月 10 日通过智能化生产基地项目（二期）建设议案，生产水上用品、充气床垫、户外电器，建设周期 3-5 年，总投资额约 4.35 亿元，占地 125 亩。达产后预计实现产值 5.2 亿元，年收入 5 亿元。预计能进一步完善公司产品布局、优化产品结构，提升盈利能力和竞争优势。此外 22H1 公司越南和柬埔寨子公司通过迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 的审核，成为其合格供应商，预计公司户外运动市场份额将持续扩大。
- **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。公司供应链地位牢固，具备多维验证。核心品类增长趋势延续，新品持续放量。募投项目投产带动收入增长。预计 2022-24 年归母净利润 2.8/3.6/4.5 亿元，对应当前股价 PE 为 23/18/14 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	1097	1444	1824
收入同比(%)	44.9%	30.2%	31.7%	26.3%
归属母公司净利润	220	283	359	448
净利润同比(%)	37.6%	29.0%	26.7%	24.9%
毛利率(%)	38.8%	38.1%	37.2%	36.9%
ROE(%)	13.6%	14.9%	15.8%	16.5%
每股收益(元)	2.37	2.80	3.55	4.43
P/E	34.46	22.85	18.04	14.44
P/B	4.67	3.40	2.86	2.38

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		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1300	1492	1755	2131	
现金	542	629	722	913	
应收账款	130	169	225	283	
其他应收款	15	16	21	27	
预付账款	4	7	10	12	
存货	255	318	426	544	
其他流动资产	354	352	352	352	
非流动资产	527	697	879	1042	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	350	485	628	763	
无形资产	114	149	187	217	
其他非流动资产	63	63	63	63	
资产总计	1826	2188	2633	3173	
流动负债	188	266	351	441	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	91	142	183	231	
其他流动负债	97	123	168	211	
非流动负债	19	19	19	19	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	19	19	19	19	
负债合计	207	285	370	460	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	101	101	101	101	
资本公积	952	952	952	952	
留存收益	567	851	1211	1660	
归属母公司股东权益	1620	1904	2264	2713	
负债和股东权益	1826	2188	2633	3173	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	143	275	282	349	
净利润	220	283	359	448	
折旧摊销	25	49	48	45	
财务费用	4	0	0	0	
投资损失	-25	-27	-34	-46	
营运资金变动	-89	-27	-86	-95	
其他经营现金流	317	306	440	539	
投资活动现金流	-458	-187	-190	-158	
资本支出	-138	-214	-224	-204	
长期投资	-321	0	0	0	
其他投资现金流	0	27	34	46	
筹资活动现金流	714	0	0	0	
短期借款	-12	0	0	0	
长期借款	-3	0	0	0	
普通股增加	25	0	0	0	
资本公积增加	699	0	0	0	
其他筹资现金流	5	0	0	0	
现金净增加额	395	88	92	191	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	842	1097	1444	1824	
营业成本	516	679	906	1151	
营业税金及附加	6	8	10	13	
销售费用	12	20	26	33	
管理费用	43	60	79	100	
财务费用	0	-12	-14	-16	
资产减值损失	-2	0	0	0	
公允价值变动收益	7	0	0	0	
投资净收益	25	27	34	46	
营业利润	252	329	418	523	
营业外收入	5	4	5	5	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	256	333	422	527	
所得税	36	50	63	79	
净利润	220	283	359	448	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	220	283	359	448	
EBITDA	261	340	418	507	
EPS (元)	2.37	2.80	3.55	4.43	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	44.9%	30.2%	31.7%	26.3%
营业利润	39.7%	30.7%	26.8%	25.3%
归属于母公司净利	37.6%	29.0%	26.7%	24.9%
获利能力				
毛利率 (%)	38.8%	38.1%	37.2%	36.9%
净利率 (%)	26.1%	25.8%	24.8%	24.6%
ROE (%)	13.6%	14.9%	15.8%	16.5%
ROIC (%)	12.5%	13.0%	13.9%	14.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.3%	13.0%	14.0%	14.5%
净负债比率 (%)	12.8%	15.0%	16.3%	17.0%
流动比率	6.91	5.61	5.00	4.83
速动比率	5.53	4.39	3.76	3.57
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.50	0.55	0.57
应收账款周转率	6.49	6.48	6.43	6.46
应付账款周转率	5.64	4.77	4.95	4.99
每股指标 (元)				
每股收益	2.37	2.80	3.55	4.43
每股经营现金流薄)	1.41	2.72	2.79	3.45
每股净资产	16.02	18.83	22.38	26.83
估值比率				
P/E	34.46	22.85	18.04	14.44
P/B	4.67	3.40	2.86	2.38
EV/EBITDA	26.86	17.18	13.74	10.96

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。