

浙江自然(605080)

报告日期: 2023年04月28日

## 22年内销表现优异, 期待新品放量驱动23年成长

### ——浙江自然点评报告

#### 投资要点

- 公司发布22年报与23Q1季报:** 22年实现收入9.46亿元(同比+12.27%), 下半年海外进入去库周期营收略有承压, 内销表现优异, 实现归母净利润2.13亿元(同比-2.98%), 扣非净利润2.05亿元(同比+2.99%); 其中22Q4实现收入1.42亿元(同比-19.79%), 去库压力显著, 归母净利润0.14亿元(同比-62.4%), 汇兑损失&商誉减值影响利润释放; 23Q1公司实现营收2.4亿元(同比-27.2%), 22Q1-Q2高基数影响增速, 海外客户下单后开始出货驱动环比改善。
- 内销表现靓丽, 外销去库略有承压**  
**海外:** 22年实现收入7.03亿元(同比+4.65%), 占比74%, 毛利率36.86%(同比-2.19pct), 22H2海运修复, 海外库存高企, 进入持续去库阶段。23Q1海外库存逐步去化, 客户22年底下单后逐步开始发货驱动收入环比提升, 展望23Q2及全年库存逐步恢复常态, 客户下单环比有望持续改善, 且23H2柬埔寨放水箱包新品出货或逐步放量, 看好海外23年维持稳健成长。  
**内销:** 22年实现收入2.42亿元(同比+42.1%), 占比26%, 毛利率35.69%(同比-1.85pct), 内销表现优异, 23Q1疫情影响预计出货略有承压, 但疫后+户外天气回暖, 23Q2内销表现或有恢复, 全年伴随汽车等B端客户拓展, 内销23年或维持靓丽表现。
- 箱包增长较快, 品类丰富度持续提升**  
**充气床垫:** 22年实现收入6.88亿元(同比+8.25%), 拆分量价看销售量/均价分别+2.66%/+5.44%, 充气床垫20-22年单价分别为113/150/158元, TPU材料产品升级趋势明显。  
**户外箱包:** 22年实现收入1.27亿元(同比+15.17%), 拆分量价看销量/均价分别+23.53%/-6.77%, 新品稳健成长。23H2柬埔寨防水箱包新品有望放量, 驱动品类与公司海外收入稳健成长。  
**头枕坐垫&其他:** 22年头枕坐垫、其他分别实现收入0.75/0.55亿元, 分别+33.8%/36.9%, 产品品类丰富度、综合度持续提升。
- 盈利能力稳步提升, 商誉减值部分影响22年业绩**
  - 1) 毛利率: 22Q4和23Q1毛利率分别为39.32%(同比+5.42pct)、37.91%(同比+1.44pct), 毛利率同比稳步提高。
  - 2) 净利率: 22Q4和23Q1归母净利率分别为9.64%(同比-10.89pct)、27.97%(同比+2.23pct), 22Q4归母净利率同比下滑较大主要系年末商誉减值计提1692.92万元。
  - 3) 费用率: 22Q4和23Q1期间费用率分别为24.22%(同比+10.53pct)、10.70%(同比4.10pct), 其中管理费用率分别为8.34%(同比+0.84pct)和5.57%(同比+2.43pct), 财务费用率分别为5.87%(同比+4.21pct)和-0.31%(同比-0.32pct), 管理费用率整体稳健, 22Q4财务费用率变动主要系汇率波动导致的汇兑损失所致。
  - 4) 现金流: 22Q4和23Q1公司经营现金流分别为-0.15亿(同比+0.07亿)和0.07亿元(同比+0.10亿元), 23Q1主要系购买的商品和劳务较同期减少所致。

#### 投资评级: 买入(维持)

**分析师: 史凡可**  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

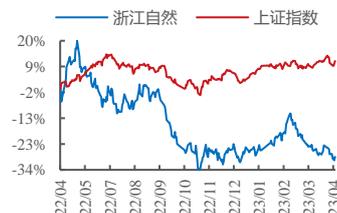
**分析师: 马莉**  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

**研究助理: 曾伟**  
 zengwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 44.70
总市值(百万元)	4,520.22
总股本(百万股)	101.12

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《锁汇致利润短期承压, 静待Q4新品放量——浙江自然点评报告》2022.10.27
- 2 《业绩符合预期, 下半年预期恢复高增——浙江自然点评报告》2022.08.12
- 3 《【浙商轻工】浙江自然: Q1业绩超预期, 新品放量期待成长220428》2022.04.28

**□ 盈利预测与估值**

考虑 Q2 起国内、海外边际有望持续改善，23H2 柬埔寨新品有望放量，预计 23-25 年营收 10.85/12.98/15.53 亿元，同比增长 14.67%/19.65%/19.65%，归母净利 2.53/3.04/3.64 亿元，同比增长 18.85%/20.26%/19.49%，对应 PE 为 18X/15X/12X，维持“买入”评级。

**□ 风险提示**

原材料价格波动，大客户流失，产能投放不及预期

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	946	1,085	1,298	1,553
(+/-) (%)	12.27%	14.67%	19.65%	19.65%
归母净利润	213	253	304	364
(+/-) (%)	-2.98%	18.85%	20.26%	19.49%
每股收益(元)	2.11	2.50	3.01	3.60
P/E	21.22	17.86	14.85	12.43

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,350	1,509	1,616	1,955
现金	451	504	560	726
交易性金融资产	495	493	491	489
应收账款	134	174	187	250
其它应收款	3	17	9	21
预付账款	6	8	8	10
存货	258	311	359	456
其他	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	640	845	986	1,150
金额资产类	7	7	7	7
长期投资	0	0	0	0
固定资产	361	504	595	680
无形资产	172	229	267	318
在建工程	78	81	93	120
其他	22	23	23	24
<b>资产总计</b>	1,990	2,354	2,602	3,104
<b>流动负债</b>	184	299	249	395
短期借款	0	0	0	0
应付款项	116	212	155	283
预收账款	0	0	0	0
其他	68	88	94	111
<b>非流动负债</b>	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0
其他	21	21	21	21
<b>负债合计</b>	205	320	270	415
少数股东权益	(2)	(6)	(12)	(20)
归属母公司股东权益	1,787	2,040	2,345	2,708
<b>负债和股东权益</b>	1,990	2,354	2,602	3,104

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	228	274	203	334
净利润	209	248	298	357
折旧摊销	35	23	15	15
财务费用	(13)	0	0	0
投资损失	(8)	(9)	(11)	(13)
营运资金变动	(23)	7	(104)	(29)
其它	29	5	5	5
<b>投资活动现金流</b>	(395)	(221)	(148)	(168)
资本支出	(152)	(230)	(158)	(180)
长期投资	0	2	2	2
其他	(243)	7	8	11
<b>筹资活动现金流</b>	(44)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(44)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	(201)	53	55	166

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	946	1,085	1,298	1,553
营业成本	600	680	813	972
营业税金及附加	10	9	11	14
营业费用	14	20	20	25
管理费用	50	54	67	80
研发费用	34	40	47	57
财务费用	(16)	(2)	(3)	(3)
资产减值损失	(19)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动损益	(6)	(2)	(2)	(2)
投资净收益	8	9	11	13
其他经营收益	1	3	2	3
<b>营业利润</b>	240	290	350	419
营业外收支	7	0	0	0
<b>利润总额</b>	246	290	350	419
所得税	38	42	51	62
<b>净利润</b>	209	248	298	357
少数股东损益	(4)	(5)	(6)	(7)
<b>归属母公司净利润</b>	213	253	304	364
EBITDA	277	307	356	422
EPS (最新摊薄)	2.11	2.50	3.01	3.60

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.27%	14.67%	19.65%	19.65%
营业利润	-4.91%	21.20%	20.36%	19.73%
归属母公司净利润	-2.98%	18.85%	20.26%	19.49%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.61%	37.29%	37.32%	37.38%
净利率	22.52%	23.34%	23.46%	23.43%
ROE	11.92%	12.41%	12.98%	13.43%
ROIC	11.44%	11.88%	12.44%	12.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10.29%	13.61%	10.37%	13.38%
净负债比率	11.47%	15.75%	11.57%	15.45%
流动比率	7.34	5.04	6.49	4.95
速动比率	5.89	3.97	5.01	3.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.50	0.52	0.54
应收账款周转率	7.22	7.18	7.31	7.24
应付账款周转率	6.84	5.42	6.05	6.05
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.11	2.50	3.01	3.60
每股经营现金	2.25	2.71	2.01	3.30
每股净资产	17.67	20.17	23.18	26.78
<b>估值比率</b>				
P/E	21.22	17.86	14.85	12.43
P/B	2.53	2.22	1.93	1.67
EV/EBITDA	15.62	12.98	11.05	8.92

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>