

浙江自然 (605080.SH)

海外需求短期扰动，关注长期成长韧性

买入

核心观点

浙江自然披露 2022 年年报与 2023 年一季报。2022 全年，公司实现营业收入 9.45 亿，同比增长 12.27%，实现归母净利润 2.13 亿，同比减少 2.98%，实现扣非净利润 2.05 亿，同比增长 2.99%。2023 年一季度，公司营收 2.4 亿元，同比减少 27.23%，归母净利润 6721 万元，同比减少 20.91%，扣非净利润 5330 万元，同比减少 31.02%。

箱包增长较快，综合品类程度加深，重启床垫单价持续上行。2022 年，床垫/箱包/头枕坐垫/其他品类收入增速分别为 3%/24%/25%/55%，收入趋势与先前一致，其他品类收入增长最快，代表公司产品的丰富度持续提升。值得一提的是，公司充气床垫单价继续上行，2020/2021/2022 年分别为 113/150/158 元，体现出 TPU 材料不断升级的趋势。毛利率方面，2022 年各项品类毛利率均有不同程度下降，综合毛利率降至 37%。

海外客户去库存，22 年下半年后销售形势环比走弱。2021 年海运价格暴涨引起全球供应链紊乱，导致海外终端销售商过度类库，叠加通胀高企，影响海外终端消费者消费欲望，综合致使 2022 年下半年起，销售形式走弱，品牌商进入去库存周期，影响制造商出口。

深耕户外行业，期待公司穿越周期，体现成长韧性。尽管短期的全球需求有所波动，但我们认为，公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长极。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验；2) 凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3) 制造成本的把控。

风险提示：欧美去库存速度低于预期；国内户外运动习惯培育低于预期；公司新客户开拓低于预期

投资建议：公司短期受到海外库存出清周期、国内出口景气度等因素夹击，我们将公司 2023-2024 年盈利预测由 3.26、4.16 亿下调至 2.40、3.29 亿，新增 2025 年盈利预测 4.12 亿，对应当前市值 PE 分别为 18.7、13.7、10.9x。但我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，且当前估值也消化了大量不利因素，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	1,010	1,271	1,588
(+/-%)	44.9%	12.3%	6.8%	25.8%	25.0%
净利润(百万元)	220	213	240.24	327.89	412.36
(+/-%)	37.6%	-3.0%	12.8%	36.5%	25.8%
每股收益(元)	2.17	2.11	2.38	3.24	4.08
EBIT Margin	31.5%	28.9%	25.8%	28.9%	29.2%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	11.9%	12.1%	14.6%	16.3%
市盈率 (PE)	20.4	21.0	18.7	13.7	10.9
EV/EBITDA	16.1	15.3	15.7	11.5	9.3
市净率 (PB)	2.77	2.51	2.26	2.00	1.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

中小盘·中小盘 II

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	44.32 元
总市值/流通市值	4482/1490 百万元
52 周最高价/最低价	77.21/40.74 元
近 3 个月日均成交额	23.75 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

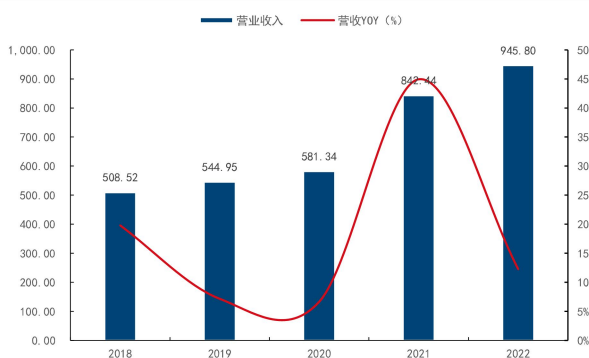
相关研究报告

- 《浙江自然 (605080.SH) - 出口与汇率短期冲击，期待长期成长兑现》——2022-10-26
- 《浙江自然 (605080.SH) - 扰动之下增长持续，看好户外产品拓展空间》——2022-08-12
- 《浙江自然 (605080.SH) - 产品升级带动成长，户外产业持续向上》——2022-04-28
- 《浙江自然-605080-2021 年三季报点评：高速增长逐季持续，继续看好户外赛道》——2021-10-27
- 《浙江自然-605080-2021 年中报点评：业绩成长性突出，户外赛道享受长期红利》——2021-08-19

浙江自然披露 2022 年年报与 2023 年一季报。2022 全年，公司实现营业收入 9.45 亿，同比增长 12.27%，实现归母净利润 2.13 亿，同比减少 2.98%，实现扣非净利润 2.05 亿，同比增长 2.99%。

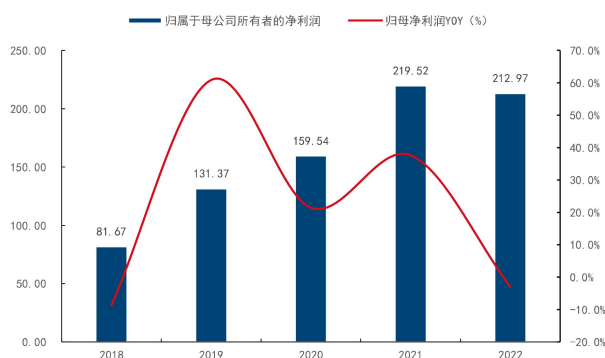
2023 年一季度，公司营收 2.4 亿元，同比减少 27.23%，归母净利润 6721 万元，同比减少 20.91%，扣非净利润 5330 万元，同比减少 31.02%。

图1: 浙江自然营业收入及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 浙江自然归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

箱包增长较快，综合化品类程度加深，重启床垫单价持续上行。拆分公司各项收入，2022 年，床垫/箱包/头枕坐垫/其他品类收入增速分别为 3%/24%/25%/55%，收入趋势与先前一致，其他品类收入增长最快，代表公司产品的丰富度持续提升。值得一提的是，公司充气床垫单价继续上行，2020/2021/2022 年分别为 113/150/158 元，体现出 TPU 材料不断升级的趋势。毛利率方面，2022 年各项品类毛利率均有不同程度下降，综合毛利率降至 37%。

海外客户去库存，22 年下半年后销售形势环比走弱。2021 年海运价格暴涨引起全球供应链紊乱，导致海外终端销售商过度类库，叠加通胀高企，影响海外终端消费者消费欲望，综合致使 2022 年下半年起，销售形式走弱，品牌商进入去库存周期，影响制造商出口。

深耕户外行业，期待公司穿越周期，体现成长韧性。尽管短期的全球需求有所波动，但我们认为，公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长极。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验，可将面料广泛应用于各类下游场景，公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子；2) 凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3) 就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言，海外消费者消费习惯成熟，需求多且稳定成长，且有面料改进、产品性能提升等需求；国内消费者处于消费习惯形成初期，但爆发力十足，我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

投资建议：公司短期受到海外库存出清周期、国内出口景气度等因素夹击，我们将公司 2023-2024 年盈利预测由 3.26、4.16 亿下调至 2.40、3.29 亿，新增 2025 年盈利预测 4.12 亿，对应当前市值 PE 分别为 18.7、13.7、10.9x。但我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，且当前估值也消化了大量不利因素，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	542	451	679	733	876	营业收入	842	946	1010	1271	1588
应收款项	146	138	165	209	261	营业成本	516	600	647	783	979
存货净额	255	258	267	304	383	营业税金及附加	6	10	8	10	11
其他流动资产	5	8	10	13	16	销售费用	12	14	14	18	22
流动资产合计	1300	1350	1471	1658	1936	管理费用	43	50	88	101	118
固定资产	361	439	518	544	583	财务费用	0	(16)	3	3	4
无形资产及其他	114	172	245	338	381	投资收益	25	8	20	20	20
投资性房地产	51	29	29	29	29	资产减值及公允价值变动	(5)	12	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(34)	(70)	7	7	7
资产总计	1826	1990	2264	2570	2930	营业利润	252	240	278	384	480
短期借款及交易性金融负债	0	2	5	2	3	营业外净收支	4	7	5	2	5
应付款项	136	116	155	179	216	利润总额	256	246	283	386	485
其他流动负债	52	66	106	128	160	所得税费用	36	38	42	58	73
流动负债合计	188	184	265	309	379	少数股东损益	0	(4)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	220	213	240	328	412
其他长期负债	19	21	21	21	23						
长期负债合计	19	21	21	21	23	现金流量表 (百万元)					
负债合计	207	205	286	330	401	净利润	220	213	240	328	412
少数股东权益	0	(2)	(2)	(2)	(2)	资产减值准备	1	17	7	2	2
股东权益	1620	1787	1979	2242	2530	折旧摊销	25	33	51	60	66
负债和股东权益总计	1826	1990	2264	2570	2930	公允价值变动损失	5	(12)	0	0	0
						财务费用	0	(16)	3	3	4
关键财务与估值指标						营运资本变动	(125)	38	47	(36)	(62)
每股收益	2.17	2.11	2.38	3.24	4.08	其它	(1)	(20)	(7)	(2)	(2)
每股红利	0.00	0.45	0.48	0.65	1.22	经营活动现金流	124	269	338	352	416
每股净资产	16.02	17.67	19.57	22.17	25.02	资本开支	0	(137)	(210)	(180)	(150)
ROIC	24%	18%	19%	24%	26%	其它投资现金流	(339)	(144)	145	(50)	0
ROE	14%	12%	12%	15%	16%	投资活动现金流	(339)	(281)	(65)	(230)	(150)
毛利率	39%	37%	36%	38%	38%	权益性融资	(3)	3	0	0	0
EBIT Margin	32%	29%	26%	29%	29%	负债净变化	(3)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	32%	30%	33%	33%	支付股利、利息	(0)	(46)	(48)	(66)	(124)
收入增长	45%	12%	7%	26%	25%	其它融资现金流	621	10	3	(3)	1
净利润增长率	38%	-3%	13%	36%	26%	融资活动现金流	611	(78)	(45)	(68)	(123)
资产负债率	11%	10%	13%	13%	14%	现金净变动	397	(91)	228	54	143
息率	0.0%	1.0%	1.1%	1.5%	2.8%	货币资金的期初余额	145	542	451	679	733
P/E	20.4	21.0	18.7	13.7	10.9	货币资金的期末余额	542	451	679	733	876
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8	企业自由现金流	0	166	109	156	248
EV/EBITDA	16.1	15.3	15.7	11.5	9.3	权益自由现金流	0	176	109	151	246

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032