

浙江自然 (605080.SH)

外销订单短期承压，期待后续改善

2022 年收入+12%/业绩-3%/扣非业绩+3%。1) 2022 年公司收入/业绩/扣非业绩分别同比+12.3%/-3.0%/+3.0%至 9.5/2.13/2.05 亿元。2) 盈利质量: 2022 年公司毛利率同比-2.1pct 至 36.6%; 销售/管理费用率同比分别+0.1/+0.1pct 至 1.5%/5.3%, 净利率同比-4pct 至 22.1%。

2023Q1 收入同比-27%/业绩同比-21%。1) 2023Q1 收入/业绩/扣非业绩分别同比-27.2%/-20.9%/-31.0%至 2.4/0.67/0.53 亿元, 其中非经常损益 0.14 亿中主要系委托他人投资或管理资产的损益 0.12 亿。2) 盈利质量: 2023Q1 公司毛利率同比+1.4pct 至 37.9%; 销售/管理费用率分别同比+0.5/+2.4pct 至 2.0%/5.6%, 净利率+1.5pct 至 27.7%。

订单: 2022 年内销稳健增长, 海外订单短期承压。1) 分品类来看: 2022 年公司充气床垫/箱包/头枕坐垫及其他销售收入分别为 6.9/1.3/0.7 亿元, 同比分别+8%/+15%/+34%, 占比分别为 72.8%/13.5%/7.9%。未来公司预计逐步拓展水上用品、家用充气床垫等新品类, 进一步打开成长空间。量价拆分来看: 2022 年充气床垫/箱包/头枕坐垫销量分别为 434.6/228.9/235.5 万件, 同比分别增长 2.7%/23.5%/25.4%, 我们估计销售单价分别增长中单位数/下滑中高单位数/增长中高单位数。2) 分地区来看: 2022 年公司外销/内销业务销售分别为 7.0/2.4 亿元, 同比分别增长 4.7%/42.1%, 占比分别为 74.4%/25.6%。

产能: 规模持续扩张, 海外后续有望贡献增量。1) 公司拥有垂直一体化产业链, 盈利质量丰厚, 2022 年毛利率达 36.6% (我们判断仍远高于同业水平)。未来公司将持续强化新产品及面料研发、提升自动化水平, 有望进一步增强产业链壁垒及综合实力。2) 产能规模平稳扩张, 募投项目有序推进。2022 年公司充气床垫/箱包/头枕坐垫产能分别 445.4/246.5/234.4 万件, 同比分别-2%/+25%/+20%。据公司公告: ①国内生产基地建设项目按计划及实际情况变化稳步推进; ②海外: 我们判断 2023H2 柬埔寨箱包产能有望量产出、贡献收入增量。

营运周转短期承压, 后续预计逐步改善。公司 2023Q1 末存货同比+5%至 2.3 亿元。2022 年/2023Q1 存货周转天数分别+14/+45 天至 154/146 天, 经营性活动现金流量净额分别 2.3/0.1 亿元, 应收周转天数同比分别+2.0/+12.5 天至 49.8/61.7 天。我们判断后续随着生产的正常进行、产成品存货陆续发出, 预计存货周转有望改善。

短期订单平淡, 期待后续环比改善, 看好新品类拓展及内销业务表现。据行业情况我们判断: 目前公司外销订单仍然平淡 (我们判断主要系下游海外客户存在去库需求所致), 我们判断 4 月以来降幅已有收窄、2023Q2 有望出现环比改善; 考虑国内户外赛道下游景气较好、公司拓展新品类有望贡献增量, 我们综合判断 2023 全年公司收入/业绩有望仍然保持稳健增长。

投资建议。公司是户外用品细分领域头部制造商, 纵向一体化产业链强势、客户资源优渥, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 2.35/2.85/3.36 亿元, 当前价对应 2023 年 PE 为 19 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游消费需求波动风险; 产能扩张不及预期风险; 大客户订单波动风险; 汇率波动风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	842	946	1,014	1,209	1,427
增长率 yoy (%)	44.9	12.3	7.2	19.2	18.0
归母净利润 (百万元)	220	213	235	285	336
增长率 yoy (%)	37.6	-3.0	10.3	21.4	17.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.17	2.11	2.32	2.82	3.33
净资产收益率 (%)	13.6	11.7	11.7	12.6	13.1
P/E (倍)	20.6	21.2	19.2	15.8	13.4
P/B (倍)	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8

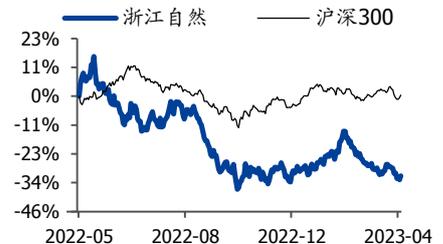
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	文娱用品
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	44.70
总市值(百万元)	4,520.22
总股本(百万股)	101.12
其中自由流通股(%)	33.25
30日日均成交量(百万股)	0.34

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

分析师 姜文疆

执业证书编号: S0680523040001

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号: S0680121070015

邮箱: houziye@gszq.com

相关研究

1、《浙江自然 (605080.SH): 三季度业绩承压, 品类持续拓展》2022-10-25

2、《浙江自然 (605080.SH): Q2 增速放缓, 全年仍有高速增长》2022-08-11

3、《浙江自然 (605080.SH): 赛道景气, 订单旺盛, 高速增长持续》2022-04-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1300	1350	1577	1699	1932
现金	542	451	935	923	1024
应收票据及应收账款	131	134	141	198	202
其他应收款	15	3	23	5	27
预付账款	4	6	8	8	11
存货	255	258	287	353	415
其他流动资产	352	497	183	212	253
非流动资产	527	640	694	819	954
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	361	389	453	523
无形资产	114	172	225	277	327
其他非流动资产	63	107	80	90	103
资产总计	1826	1990	2271	2519	2886
流动负债	188	184	251	247	321
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	136	116	158	169	217
其他流动负债	52	68	92	78	104
非流动负债	19	21	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	1
其他非流动负债	19	21	23	23	23
负债合计	207	205	274	270	344
少数股东权益	0	-2	-3	-4	-7
股本	101	101	142	142	142
资本公积	952	952	911	911	911
留存收益	567	734	944	1200	1500
归属母公司股东权益	1620	1787	2000	2253	2549
负债和股东权益	1826	1990	2271	2519	2886

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	143	228	227	174	315
净利润	220	209	234	283	334
折旧摊销	25	34	29	34	41
财务费用	0	-16	-21	-28	-29
投资损失	-25	-8	-17	-12	-15
营运资金变动	-89	-23	2	-104	-16
其他经营现金流	12	33	1	0	0
投资活动现金流	-458	-395	259	-182	-203
资本支出	138	152	58	124	133
长期投资	-321	-245	0	0	0
其他投资现金流	-641	-487	318	-58	-70
筹资活动现金流	714	-44	-3	-4	-11
短期借款	-12	0	0	0	0
长期借款	-3	0	0	0	0
普通股增加	25	0	40	0	0
资本公积增加	699	0	-40	0	0
其他筹资现金流	5	-44	-3	-4	-11
现金净增加额	395	-201	484	-12	101

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	842	946	1014	1209	1427
营业成本	516	600	653	778	918
营业税金及附加	6	10	10	12	15
营业费用	12	14	15	17	20
管理费用	43	50	53	62	73
研发费用	30	34	37	43	47
财务费用	0	-16	-21	-28	-29
资产减值损失	-2	-19	10	6	7
其他收益	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	-7	-6	0	0	0
投资净收益	25	8	17	12	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	252	240	273	332	391
营业外收入	5	12	0	0	0
营业外支出	1	5	0	0	0
利润总额	256	246	273	332	391
所得税	36	38	40	48	57
净利润	220	209	234	283	334
少数股东损益	0	-4	-1	-2	-3
归属母公司净利润	220	213	235	285	336
EBITDA	265	266	282	338	403
EPS (元)	2.17	2.11	2.32	2.82	3.33

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.9	12.3	7.2	19.2	18.0
营业利润(%)	39.7	-4.9	14.1	21.3	17.8
归属于母公司净利润(%)	37.6	-3.0	10.3	21.4	17.9
获利能力					
毛利率(%)	38.8	36.6	35.7	35.6	35.7
净利率(%)	26.1	22.5	23.2	23.6	23.6
ROE(%)	13.6	11.7	11.7	12.6	13.1
ROIC(%)	12.6	11.0	10.7	11.5	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	11.3	10.3	12.1	10.7	11.9
净负债比率(%)	-33.0	-24.5	-46.2	-40.5	-39.8
流动比率	6.9	7.3	6.3	6.9	6.0
速动比率	5.5	5.9	5.1	5.4	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.5	7.1	7.4	7.1	7.1
应付账款周转率	4.4	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.17	2.11	2.32	2.82	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	2.25	2.25	1.72	3.11
每股净资产(最新摊薄)	16.02	17.67	19.77	22.28	25.21
估值比率					
P/E	20.6	21.2	19.2	15.8	13.4
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	20.6	20.2	18.6	15.4	12.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com