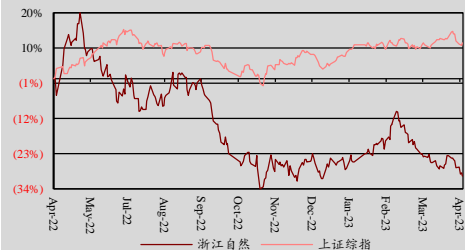


605080.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 43.73

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.4)	(7.6)	(6.0)	(30.8)
相对上证综指	(10.9)	(8.6)	(6.6)	(41.9)

发行股数 (百万)	101.12
流通股 (百万)	33.62
总市值 (人民币 百万)	4,422.14
3个月日均交易额 (人民币 百万)	23.63
主要股东	
上海扬大企业管理有限公司	53.4

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月27日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格**
轻工制造: 文娱用品
证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

联系人: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080061

浙江自然

海外需求放缓, 静待订单拐点

公司于4月26日发布2022年年报&2023年一季度报, 2022全年营收9.46亿元, 同增12.27%, 归母净利润2.13亿元, 同降2.98%。2023Q1营收2.40亿元, 同降27.23%, 归母净利润0.67亿元, 同降20.91%。公司持续深化头部客户合作关系并通过产品结构优化与产能扩建维持成长节奏, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- Q4 受海外需求疲弱影响经营有所承压。**2022全年营收9.46亿元, 同增12.27%, 归母净利润2.13亿元, 同降2.98%。其中Q4单季营收1.42亿元, 同降19.79%, 归母净利润0.14亿元, 同降62.35%, 其中包含并购上海众大户外用品有限公司所形成的商誉减值1683万元, 若还原后归母净利润同降16.16%, 海外需求疲弱背景下Q4经营有所承压。分产品看, 全年气床/箱包/枕头坐垫营收分别为6.88/1.27/0.75亿元, 同增8.25%/15.17%/33.82%, 销量分别同增2.66%/23.53%/25.41%至435/229/235万件, 公司稳步推进各产品产能建设, 产量保持稳健增长。分区域看, 全年海外渠道营收7.03亿元, 同增4.65%, 国内市场营收2.42亿元, 同增42.1%, 海外市场受宏观环境影响增速放缓, 但公司发力内销, 减小了海外市场波动带来的冲击。综合来看, 公司在2022年下半年经营受海外需求波动影响有所承压, 从全年维度看收入仍保持稳健增长。
- 海外仍处于去库存周期, 23Q1 收入、业绩端仍有所承压。**2023Q1营收2.40亿元, 同降27.23%, 归母净利润0.67亿元, 同降20.91%, 海外需求仍相对疲弱, 海外大客户去库存背景下收入与净利润在高基数下有所承压。展望未来, 随着海外大客户去库存接近尾声叠加公司发力内销业务, 期待公司经营迎来拐点。
- 研发投入稳中有升, 23Q1 盈利能力增长。**在Q1逆势经营下公司注重降本增效, 毛利率有所提升。23Q1毛利率为37.91%, 同增1.44pct。公司费用管控保持稳健, 研发投入持续增长, 23Q1以及22全年研发费用率为3.44%/3.65%, 同增1.53pct/0.13pct。23Q1净利率为27.72%, 同增1.46pct。
- 国内市场发力叠加海外需求拐点有望临近, 公司前景向好。**在公司稳步建设产能叠加产能利用率爬坡背景下公司有望维持成长趋势, 募投项目改性TPU面料及户外用品智能化生产基地建设按计划稳步推进。公司发力国内市场, 在国内需求稳步复苏背景下收入有望保持高速增长, 海外市场方面随着大客户清理库存接近尾声, 看好公司外销业务迎来拐点。

估值

- 当前股本下, 考虑到海外需求恢复的不确定性, 我们下调公司2023-2025年EPS至2.42/2.92/3.40元, 对应PE分别为18/15/13倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 海外需求不及预期; 下游客户拓展受阻; 产能拓展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	842	946	1,003	1,190	1,369
增长率(%)	44.9	12.3	6.0	18.7	15.0
归母净利润(人民币 百万)	220	213	245	295	344
增长率(%)	37.6	(3.0)	15.0	20.7	16.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.17	2.11	2.42	2.92	3.40
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.62	3.28	-
变动幅度(%)			(7.6)	(11.0)	-
市盈率(倍)	20.1	20.8	18.1	15.0	12.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	842	946	1,003	1,190	1,369
营业收入	842	946	1,003	1,190	1,369
营业成本	606	691	729	858	981
营业税金及附加	6	10	7	8	10
销售费用	12	14	14	17	19
管理费用	43	50	53	63	72
研发费用	30	34	37	43	50
财务费用	0	(16)	(16)	(16)	(16)
其他收益	1	1	1	1	1
资产减值损失	(2)	(19)	(2)	(2)	(2)
信用减值损失	(1)	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)
投资收益	25	8	8	8	8
汇兑收益	0	1	2	3	4
营业利润	252	240	277	335	391
营业外收入	5	12	12	12	12
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	256	246	283	342	397
所得税	36	38	43	52	61
净利润	220	209	240	290	337
少数股东损益	0	(4)	(5)	(6)	(7)
归母净利润	220	213	245	295	344
EBITDA	242	245	266	326	383
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.17	2.11	2.42	2.92	3.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,300	1,350	1,596	1,877	2,209
货币资金	542	451	552	596	582
应收账款	130	132	149	143	156
应收票据	1	2	3	3	3
存货	255	258	271	319	343
预付账款	4	6	9	9	12
合同资产	0	1	2	3	4
其他流动资产	368	499	610	805	1,110
非流动资产	527	640	642	673	707
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	361	390	421	454
无形资产	114	172	172	172	172
长期待摊费用	0	1	2	2	2
资产合计	1,826	1,990	2,238	2,551	2,916
流动负债	188	184	192	211	235
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	91	84	111	124	143
其他流动负债	97	100	81	87	92
非流动负债	19	21	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	21	16	16	16
负债合计	207	205	209	227	252
股本	101	101	101	101	101
少数股东权益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
归属母公司股东权益	1,620	1,787	2,031	2,325	2,666
负债和股东权益合计	1,826	1,990	2,238	2,551	2,916

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	256	246	283	342	397
折旧摊销	25	34	109	10	11
营运资金变动	(89)	(23)	(23)	(18)	(22)
其他	(49)	(29)	(70)	(79)	(87)
经营活动现金流	143	228	299	255	299
资本支出	(101)	(69)	(29)	(31)	(33)
投资变动	25	25	8	8	8
其他	(383)	(350)	(800)	(552)	(297)
投资活动现金流	(458)	(395)	(821)	(574)	(323)
银行借款	4	4	4	4	4
债券融资	(15)	0	0	0	0
其他	725	(47)	619	360	5
筹资活动现金流	714	(44)	622	364	9
净现金流	398	(211)	101	44	(14)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	44.9	12.3	6.0	18.7	15.0
营业利润增长率(%)	39.7	(4.9)	15.4	21.2	16.6
归属于母公司净利润增长率(%)	37.6	(3.0)	15.0	20.7	16.3
息税前利润增长率(%)	40.3	1.0	8.7	22.6	17.6
息税折旧前利润增长率(%)	39.3	1.4	8.6	22.5	17.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	37.6	(3.0)	15.0	20.7	16.3
获利能力					
息税前利润率(%)	28.0	25.2	25.9	26.7	27.3
营业利润率(%)	29.9	25.3	27.6	28.1	28.6
毛利率(%)	38.8	36.6	36.9	37.7	38.3
归母净利润率(%)	26.1	22.5	24.4	24.8	25.1
ROE(%)	19.1	12.5	12.8	13.6	13.8
ROIC(%)	15.3	12.2	11.9	12.8	13.1
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(33.5)	(25.3)	(27.2)	(25.7)	(21.8)
流动比率	6.9	7.3	8.3	8.9	9.4
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	7.0	8.0	9.0
应付账款周转率	3.2	4.8	4.7	4.7	4.7
费用率					
销售费用率(%)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
管理费用率(%)	5.1	5.3	5.3	5.3	5.3
研发费用率(%)	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
财务费用率(%)	0.0	(1.7)	(1.6)	(1.4)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.2	2.1	2.4	2.9	3.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	2.3	3.0	2.5	3.0
每股净资产(最新摊薄)	16.0	17.7	20.1	23.0	26.4
每股股息	0.5	1.5	2.0	2.6	3.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	20.1	20.8	18.1	15.0	12.9
P/B(最新摊薄)	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.4	15.6	16.6	13.6	11.6
价格/现金流(倍)	31.0	19.4	14.8	17.4	14.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371