

2023年04月30日

# 下游库存影响发货，公允价值亏损影响净利

## 浙江自然(605080)

评级:	买入	股票代码:	605080
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	76.65/40.74
目标价格:		总市值(亿)	45.20
最新收盘价:	44.70	自由流通市值(亿)	15.03
		自由流通股数(百万)	33.62

### 事件概述

公司 2022 年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 9.46/2.12/2.05/2.28 亿元、同比增长 12.27%/-2.98%/2.99%/59.71%，业绩低于市场预期主要由于下半年受海外去库存影响发货节奏，但加回减值计提及剔除投资收益下降后的净利/扣非净利为 2.23/2.16 亿元，同比增长 13%/23%。22Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别 1.42/0.14/0.01 亿元、同比增长-20%/-62%/-97%。每 10 股派发现金股利 2.2 元（含税）、每 10 股转增 4 股，股息率 0.5%。23Q1 收入/净利/扣非净利分别为 2.40/0.67/0.53 亿元，同比增长-27.23%/-20.91%/-31.02%，符合市场预期。

公司公告总经理辞职及聘任总经理的公告，原总经理俞总继续担任董事，由董事长兼任总经理。

公司公告募投项目延期，“户外用品自动化生产基地改造项目”建设周期由 24 个月调整为 44 个月，调整后完成时间延期至 2024 年 12 月。

### 分析判断:

气床保持量价齐升，内销维持高增。(1) 分品类看，气床/箱包/枕头坐垫/其他收入分别为 6.88/1.27/0.75/0.55 亿元，同比增长 8.25%/15.17%/33.82%/36.94%；销量增速为 2.66%/23.53%/25.41%/55.40%，推算价格增速为 6%/-8%/8%/-19%。(2) 分地区看，国外/国内收入分别为 7.03/2.42 亿元，同比增长 4.65%/42.10%。

箱包毛利率大幅下降，净利率降幅高于毛利率主要由于计提减值及投资收益下降。2022 年毛利率为 36.61%、同比减少 2.15PCT；22Q4 毛利率增长 5.43PCT 至 39.32%，我们分析主要由于 21Q4 受原材料涨价及产品结构变化影响。23Q1 毛利率增长 1.44PCT 至 37.91%。拆分来看：1) 分产品看，气床/箱包/枕头坐垫/其他毛利率分别为 41.70%/20.63%/28.53%/20.10%，同比下降 0.96/5.79/0.14/4.61PCT；2) 国外/国内的毛利率分别为 36.86%/35.69%，同比下降 2.19/1.85PCT。2022 年净利率为 22.08%，同比减少 3.98PCT。从费用率看，公司 22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.48%/5.29%/3.59%/-1.69%、同比增长 0.05/0.18/0.03/-1.69PCT。资产减值损失为 0.19 亿元。投资收益为 810 万、同比下降 68%，主要由于处置交易性金融资产取得的投资收益减少。

存货持平。22 年末公司存货为 2.58 亿元，同比增长 1%，存货中原材料/库存商品占比为 40%/44%。公司存货周转天数 154 天，同比增加 14 天、环比增加 33 天；应收账款周转天数 50 天，同比增加 2 天、环比增加 5 天。应付账款周转天数 53 天，同比减少 6 天、环比增加 6 天。23Q1 期末公司存货为 2.27 亿元、同比增长 5%、环比减少 12%；存货周转天数为 146 天、同比增加 45 天、环比减少 7 天；应收账款周转天数为 62 天、同比增加 13 天、环比增加 12 天；应付账款周转天数为 53 天、同比增加 16 天、环比增加 1 天。

### 投资建议

我们分析，(1) 短期公司主要受到俄乌战争及下游去库存影响，但公司推出新品、带动价格提升有望对冲部分影响；(2) 中长期来看，越南、柬埔寨仍有望贡献今年增量，防水箱包、保温箱包、水上用品等品类扩张仍在持续；(3) 内销仍有望保持较快增长。考虑海外需求放缓，调整 23/24 年收入预测 12.03/14.17 亿元至 10.05/12.05 亿元、新增 25 年收入预测 14.19 亿元，对应调整 23/24 年归母净利预测 3.10/3.88 亿元至 2.55/3.17 亿元、新增 25 年归母净利预测 3.90 亿元，对应调整 23/24 年 EPS 预测 3.07/3.83 元至 2.52/3.13

元、新增 25 年 EPS 预测 3.86 元，2023 年 4 月 28 日收盘价 44.70 元对应 23-25 年 PE 分别为 18/14/12X，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情不确定性风险；海运影响发货延迟；原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	1,005	1,205	1,419
YoY (%)	44.9%	12.3%	6.2%	19.9%	17.8%
归母净利润(百万元)	220	213	255	317	390
YoY (%)	37.6%	-3.0%	19.7%	24.3%	23.2%
毛利率 (%)	38.8%	36.6%	37.6%	37.3%	37.4%
每股收益 (元)	2.17	2.11	2.52	3.13	3.86
ROE	13.6%	11.9%	12.5%	13.4%	14.2%
市盈率	20.59	21.22	17.72	14.26	11.58

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	946	1,005	1,205	1,419	净利润	209	250	311	383
YoY (%)	12.3%	6.2%	19.9%	17.8%	折旧和摊销	35	20	19	19
营业成本	600	627	756	889	营运资金变动	-23	5	-48	-50
营业税金及附加	10	21	25	14	经营活动现金流	228	243	242	309
销售费用	14	20	24	20	资本开支	-152	-16	-16	-21
管理费用	50	48	56	65	投资	-245	0	0	0
财务费用	-16	-5	-7	-10	投资活动现金流	-395	14	20	21
资产减值损失	-19	0	0	0	股权募资	788	0	0	0
投资收益	8	30	36	42	债务募资	0	0	0	0
营业利润	240	293	363	449	筹资活动现金流	-44	0	0	0
营业外收支	7	2	4	1	现金净流量	-201	257	262	330
利润总额	246	295	367	450	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	38	45	56	68	<b>成长能力</b>				
净利润	209	250	311	383	营业收入增长率	12.3%	6.2%	19.9%	17.8%
归属于母公司净利润	213	255	317	390	净利润增长率	-3.0%	19.7%	24.3%	23.2%
YoY (%)	-3.0%	19.7%	24.3%	23.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.11	2.52	3.13	3.86	毛利率	36.6%	37.6%	37.3%	37.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利率率	22.1%	24.9%	25.8%	27.0%
货币资金	451	708	970	1,300	总资产收益率 ROA	10.7%	11.3%	12.1%	12.9%
预付款项	6	7	8	9	净资产收益率 ROE	11.9%	12.5%	13.4%	14.2%
存货	258	269	325	382	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	635	641	669	701	流动比率	7.34	7.86	8.07	8.41
流动资产合计	1,350	1,625	1,972	2,392	速动比率	5.90	6.52	6.71	7.04
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.45	3.42	3.97	4.57
固定资产	361	365	370	378	资产负债率	10.3%	10.1%	10.2%	10.1%
无形资产	172	166	162	157	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	640	638	639	642	总资产周转率	0.48	0.44	0.46	0.47
资产合计	1,990	2,263	2,612	3,034	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.11	2.52	3.13	3.86
应付账款及票据	116	128	154	180	每股净资产	17.67	20.19	23.33	27.19
其他流动负债	68	79	90	104	每股经营现金流	2.25	2.40	2.39	3.05
流动负债合计	184	207	244	284	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	21	21	21	21	PE	21.22	17.72	14.26	11.58
非流动负债合计	21	21	21	21	PB	2.67	2.21	1.92	1.64
负债合计	205	228	265	305					
股本	101	101	101	101					
少数股东权益	-2	-7	-13	-20					
股东权益合计	1,786	2,036	2,346	2,729					
负债和股东权益合计	1,990	2,263	2,612	3,034					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，12年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2021/2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第1/2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。