

2023年08月25日

Q2 收入降幅收窄，未来仍存拓品类增量

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:	46.01/27.66
目标价格:		总市值(亿)	39.98
最新收盘价:	28.24	自由流通市值(亿)	13.29
		自由流通股数(百万)	47.07

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 5.30/1.21/1.15/0.59 亿元、同比下降 16.6%/30.9%/30.2%/61.0%。公司自 22Q3 以来持续受到下游去库存、俄乌战争、通胀等影响，但 Q2 旺季降幅已有收窄。剔除汇兑损益(415 万)影响后归母净利 1.17 亿元，同比下降 26%。经营性现金流净额大幅减少主要由于收入减少及大宗原材料低洼期储备增加。

23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.90/0.53/0.61/0.52 亿元、同比下降 5.1%/40.3%/29.4%/66.3%。

分析判断:

我们估计，收入中内销好于外销，但往年内销仅占不到 20%，且前期内销也受到新能源车销量增长放缓影响；公司外销中以欧洲为主，因此上半年受海外去库存及通胀影响需求。

毛利率小幅下降，归母净利率降幅高于毛利率主要由于费用率增长。(1) 2023H1 毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 35.7%/22.7%/21.6%、同比下降 0.22/4.69/4.20PCT。从费用率来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.94%/5.25%/3.22%/-1.40%、同比提升 0.77/1.39/0.92/1.4PCT，销售费用率上升主要由于公司参加国外展会扩展客户；管理费用率增长主要由于人工成本增加；财务费用率增长主要由于汇率波动较大造成汇兑损益同比下降 74.9%至 0.04 亿元，剔除汇兑损益影响归母净利率同比下降 2.8PCT。其他方面，投资收益增长、所得税/收入下降对利润有正贡献，公允价值变动损失、减值损失增加、营业外净收入下降。(2) 23Q2 毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 33.81%/18.38%/21.1%，同比下降 1.45/10.9/7.3PCT，Q2 归母净利率降幅高于毛利率主要由于财务费用率增长、公允价值变动损失及减值损失增加。从费用率来看，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.89%/4.98%/3.03%/-2.31%、同比增长 1.12/0.35/0.31/3.52PCT。公允价值变动损失/收入同比增长 2.6PCT 至 4.3%、减值损失同比增长 1.6PCT 至 1.27%、投资净收益/收入同比下降 0.5PCT 至 0.49%、营业外净收入占比同比下降 0.74PCT 至 0.55%均构成负贡献；但所得税率同比下降 2.02PCT 至 3.12%。

存货中库存商品增加。23H1 公司存货为 1.60 亿元，同比下降 4.72%，存货中原材料/在产品/库存商品占比为 47.8%/9.0%/43.2%，同比增长-1.7%/-5.0%/6.7%。公司存货周转天数 110 天，同比增加 17 天、环比减少 44 天；应收账款周转天数 69 天，同比增加 17 天。应付账款周转天数 41 天，同比减少 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、保温箱包等品类扩张仍在持续，但考虑前期折旧摊销、研发费用等，23 年可能利润贡献不多；(3) 内销仍有望保持较快增长。考虑到上半年下游仍在去库存中，调整 23-25 年收入预测 10.05/12.05/14.19 亿元至 8.94/10.96/13.95 亿元，对应调整 23-25 年归母净利预测 2.55/3.17/3.90 亿元至 1.93/2.37/3.03 亿元，对应调整 23-25 年 EPS 预测 2.52/3.13/3.86 元至 1.91/2.34/2.99 元，2023 年 8 月 24 日收盘价 28.24 元对应 23-25 年 PE 分别为 15/12/9X，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	894	1,096	1,395
YoY (%)	44.9%	12.3%	-5.4%	22.5%	27.3%
归母净利润(百万元)	220	213	193	237	303
YoY (%)	37.6%	-3.0%	-9.4%	22.6%	27.9%
毛利率 (%)	38.8%	36.6%	32.4%	28.1%	25.8%
每股收益 (元)	2.17	2.11	1.91	2.34	2.99
ROE	13.6%	11.9%	9.7%	10.7%	12.0%
市盈率	13.01	13.41	14.79	12.07	9.44

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	894	1,096	1,395	净利润	209	189	232	297
YoY (%)	12.3%	-5.4%	22.5%	27.3%	折旧和摊销	35	20	19	19
营业成本	600	605	788	1,035	营运资金变动	-23	22	-56	-78
营业税金及附加	10	19	11	14	经营活动现金流	228	203	152	188
销售费用	14	18	22	20	资本开支	-152	-16	-16	-21
管理费用	50	45	29	9	投资	-245	0	0	0
财务费用	-16	-5	-7	-8	投资活动现金流	-395	11	22	28
研发费用	34	18	22	28	股权募资	788	0	0	0
资产减值损失	-19	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	8	27	38	49	筹资活动现金流	-44	0	0	0
营业利润	240	221	270	348	现金净流量	-201	214	175	216
营业外收支	7	2	4	1	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	246	223	274	349	成长能力				
所得税	38	34	42	52	营业收入增长率	12.3%	-5.4%	22.5%	27.3%
净利润	209	189	232	297	净利润增长率	-3.0%	-9.4%	22.6%	27.9%
归属于母公司净利润	213	193	237	303	盈利能力				
YoY (%)	-3.0%	-9.4%	22.6%	27.9%	毛利率	36.6%	32.4%	28.1%	25.8%
每股收益	2.11	1.91	2.34	2.99	净利率	22.1%	21.2%	21.2%	21.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	10.7%	8.8%	9.5%	10.6%
货币资金	451	665	840	1,055	净资产收益率 ROE	11.9%	9.7%	10.7%	12.0%
预付款项	6	6	8	11	偿债能力				
存货	258	260	339	445	流动比率	7.34	7.82	7.29	6.77
其他流动资产	635	625	654	697	速动比率	5.90	6.48	5.92	5.37
流动资产合计	1,350	1,556	1,841	2,208	现金比率	2.45	3.34	3.33	3.23
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	10.3%	10.0%	11.0%	12.2%
固定资产	361	365	370	378	经营效率				
无形资产	172	166	162	157	总资产周转率	0.48	0.41	0.44	0.49
非流动资产合计	640	638	639	642	每股指标 (元)				
资产合计	1,990	2,195	2,480	2,851	每股收益	2.11	1.91	2.34	2.99
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	17.67	19.58	21.92	24.91
应付账款及票据	116	123	161	209	每股经营现金流	2.25	2.01	1.51	1.86
其他流动负债	68	76	92	117	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	184	199	252	326	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.41	14.79	12.07	9.44
其他长期负债	21	21	21	21	PB	2.67	2.28	2.04	1.79
非流动负债合计	21	21	21	21					
负债合计	205	220	273	347					
股本	101	101	101	101					
少数股东权益	-2	-5	-10	-16					
股东权益合计	1,786	1,975	2,207	2,503					
负债和股东权益合计	1,990	2,195	2,480	2,851					

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。