

浙江自然 (605080)

2023 年中报点评: Q2 收入降幅收窄, 多因素影响致利润仍承压

买入 (维持)

2023 年 08 月 26 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	946	894	1,053	1,190
同比	12%	-6%	18%	13%
归属母公司净利润 (百万元)	213	201	241	276
同比	-3%	-6%	20%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.50	1.42	1.70	1.95
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.77	19.92	16.61	14.51

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 营收 5.30 亿元/yoy-16.60%、归母净利润 1.21 亿元/yoy-30.86%、扣非归母净利 1.15 亿元/yoy-30.15%，外需偏弱+品牌去库致公司订单承压，利润端下滑幅度大于收入主因毛利率下降及公允价值变动所致。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比-27.23%/-5.12%、归母净利润分别同比-20.91%/-40.33%、扣非归母净利分别同比-31.02%/-29.38%，Q2 订单逐渐回暖、营收降幅有所收窄，归母净利润降幅有所扩大。
- **毛利率下滑、费用率上升、锁汇损失，拖累 Q2 净利率下滑幅度较大。** 1) **毛利率:** 23H1 同比-0.22pct 至 35.67%，分季度看 Q1/Q2 毛利率分别同比+1.44/-1.24pct，Q2 毛利率有所回落，主因越南工厂由防水箱包调整为水上用品、柬埔寨箱包工厂产能爬坡，后续随两个海外工厂管理加强、产能持续释放，毛利率有望回升。2) **期间费用率:** 23H1 同比+4.47pct 至 9.00%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+0.8/+1.4/+0.9/+1.4pct 至 1.9%/5.3%/3.2%/-1.4%，管理费用率提升主要系公司参展增加所致，财务费用率提升主因外币资产减少致汇兑收益有所降低。分季度看 Q1/Q2 期间费用率同比分别+4.3/+5.3pct，Q1 主要受管理费用率提升影响 (yoy+2.4pct)、Q2 主要受财务费用率提升影响 (yoy+3.5pct)。3) **其他损益项目:** 23H1 整体变动不大，单 Q2 看锁汇带来的公允价值损失同比增加 728 万元、叠加信用减值损失同增 455 万元、冲减部分利润。4) **归母净利率:** 综合上述变化，23H1 归母净利率同比-4.69pct 至 22.73%、Q2 归母净利率同比-10.85pct 至 18.38%。
- **海外产能逐渐交付投产，新品类持续放量。** 公司不断推出新品，海外工厂逐渐贡献增量: ①越南工厂产品由防水箱包调整至水上用品，产品调整致短期产能释放有限、整体有所亏损。②柬埔寨工厂 23 年 3 月陆续交付，硬质保温箱客户拓展较为顺利，但短期产能爬坡致利润率偏低。下半年随订单规模扩大、管理水平提升，盈利能力有望持续好转，长期看产能全部释放后营收规模有望达 5-10 亿元。③国内方面，车载床垫新产品仍维持较高景气度，有望逐渐放量。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为 TPU 充气床垫外销龙头，22 年下半年以来受到外需放缓+客户去库影响导致业绩承压，随客户库存逐渐去化，23Q2 需求逐渐回暖、收入降幅收窄，但净利受毛利率下降、费用率上升及非经损益等影响降幅扩大。我们预计 Q3 订单环比改善趋势有望延续，同时公司保温箱包、水上用品、车载床垫等新品类逐渐放量，收入有望进一步恢复，叠加越南及柬埔寨工厂产能爬坡，盈利能力环比有望修复。长期看公司客户资源优质，随产能扩张、新品类拓展及逐渐放量，业绩有望保持稳健增长。考虑到外需放缓、品牌仍处去库进程及汇率波动致锁汇亏损，我们将 23-24 年归母净利润由 3.3/4.1 亿元下调至 2.0/2.4 亿元、新增 25 年归母净利润预测值 2.8 亿元、对应 23-25 年 PE 为 20/17/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动，外需疲软，品牌去库进度不及预期，产能爬坡不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.24
一年最低/最高价	27.60/63.20
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	1,329.34
总市值(百万元)	3,998.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.32
资产负债率(% ,LF)	8.76
总股本(百万股)	141.57
流通 A 股(百万股)	47.07

相关研究

《浙江自然(605080): 2022 年三季度报点评: Q3 收入略下滑、汇率波动拖累净利, 产能及品类拓展稳步推进》

2022-10-26

《浙江自然(605080): 2022 年中报点评: 业绩符合预期, 扩产能扩品类持续推进》

2022-08-14

浙江自然三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,350	1,702	1,951	2,042	营业总收入	946	894	1,053	1,190
货币资金及交易性金融资产	946	1,303	1,491	1,525	营业成本(含金融类)	600	575	675	758
经营性应收款项	141	137	161	182	税金及附加	10	7	7	8
存货	258	251	285	320	销售费用	14	18	22	25
合同资产	0	0	0	0	管理费用	50	40	47	54
其他流动资产	5	12	13	15	研发费用	34	27	32	36
非流动资产	640	711	730	738	财务费用	(16)	(12)	(8)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	4	5	6
固定资产及使用权资产	367	442	467	480	投资净收益	8	9	12	12
在建工程	78	78	78	78	公允价值变动	(6)	(18)	(15)	(15)
无形资产	172	167	162	157	减值损失	(18)	(3)	(3)	(3)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	240	231	276	317
其他非流动资产	22	22	22	22	营业外净收支	7	3	4	4
资产总计	1,990	2,412	2,681	2,780	利润总额	246	234	280	321
流动负债	184	405	433	256	减:所得税	38	33	40	46
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	202	202	2	净利润	209	201	241	276
经营性应付款项	116	134	152	166	减:少数股东损益	(4)	0	0	0
合同负债	14	17	20	23	归属母公司净利润	213	201	241	276
其他流动负债	52	52	59	66	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.50	1.42	1.70	1.95
非流动负债	21	21	21	21	EBIT	238	226	269	309
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	273	266	310	352
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.61	35.62	35.86	36.28
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	22.52	22.46	22.86	23.16
其他非流动负债	16	16	16	16	收入增长率(%)	12.27	(5.50)	17.79	13.02
负债合计	205	426	454	277	归母净利润增长率(%)	(2.98)	(5.75)	19.90	14.52
归属母公司股东权益	1,787	1,988	2,228	2,504					
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(2)					
所有者权益合计	1,786	1,986	2,227	2,502					
负债和股东权益	1,990	2,412	2,681	2,780					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	228	276	256	287	每股净资产(元)	17.67	19.66	22.04	24.76
投资活动现金流	(395)	(98)	(44)	(34)	最新发行在外股份(百万股)	142	142	142	142
筹资活动现金流	(44)	196	(8)	(204)	ROIC(%)	11.84	9.74	9.98	10.73
现金净增加额	(201)	374	204	48	ROE-摊薄(%)	11.92	10.10	10.80	11.01
折旧和摊销	35	40	40	42	资产负债率(%)	10.29	17.66	16.94	9.97
资本开支	(152)	(107)	(56)	(46)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.77	19.92	16.61	14.51
营运资本变动	(23)	30	(40)	(42)	P/B(现价)	1.60	1.44	1.28	1.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>