

2021 年 10 月 27 日

淡季不淡，盈利能力继续提高

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:	72.6/36.11
目标价格:	84	总市值(亿)	65.59
最新收盘价:	64.86	自由流通市值(亿)	16.40
		自由流通股数(百万)	25.28

事件概述

2021 年前三季度，公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 6.65/1.83/1.71 亿元，同比增长 46.80%/43.35%/48.24%。2021Q3 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.70/0.46/0.39 亿元，同比增长 53.22%/39.35%/53.23%，符合预期。

分析判断:

公司收入端表现出淡季不淡的特征。21Q3 公司延续上半年高增速、表现好于预期，我们分析主要由于：（1）去年下半年公司提前投产，21Q3 产能爬坡继续贡献增量，（2）产品结构优化及原材料涨价使得产品提价。

毛利率受原材料、人工成本增长下滑，净利率受益利息收入及投资收益增加、降幅低于毛利率。2021Q3 公司毛利率/净利率分别为 38.04%/26.93%，同比下降 4.94PCT/2.68PCT，环比下降 2.32PCT/1.1PCT，我们分析，毛利率下降主要受原材料涨价、人工成本提升等影响。从费用率看，公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.54%/6.22%/3.51%/-0.60%，同比提高-0.73/0.40/-1.89/-4.42PCT，财务费用下降主要由于利息收入大幅增长。投资净收益/收入为 3.61%、同比提高 2.84PCT，净敞口套期收益/收入为-1.66%、同比减少 7.9PCT，营业外收入/收入为 2.19%、同比增加 1.44PCT。

投资建议

我们分析，公司盈利水平较高主要得益于向上做垂直一体化产业链（我们估算贡献 10pct）、向下提供利基产品的研发服务（我们估算贡献 2-3pct）、以及原材料和汇率的成本控制；而在垂直一体化中，核心壁垒在于 TPU 面料和聚氨酯发泡环节。短期来看，下半年越南、总部产能有望投产，但贡献更多体现在明年；而低成本原材料库存仍有望保障毛利率稳定；中期来看，明后年家用充气床垫、水上用品、保温箱包可能成为新的增长点；长期来看，2025 年随着募投项目达产，公司有望达到 21 亿元收入。考虑到公司淡季不淡、产能利用率超预期，将 2021/2022/2023 年收入预测从 7.92/10.39/13.49 亿元上调至 8.37/10.99/14.27 亿元、归母净利从 2.21/3.95 亿元上调至 2.3/3.12/4.11 亿元，对应将 EPS 从 2.19/2.97/3.91 元上调至 2.28/3.08/4.07 元、2021 年 10 月 27 日收盘价 64.86 元对应 PE 为 28/21/16X，维持目标价 84 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性；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；汇率波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	837	1,099	1,427
YoY (%)	7.2%	6.7%	44.0%	31.2%	29.9%
归母净利润(百万元)	131	160	230	312	411

YoY (%)	60.9%	21.4%	44.4%	35.3%	32.0%
毛利率 (%)	39.8%	40.7%	40.1%	40.9%	41.4%
每股收益 (元)	1.30	1.58	2.28	3.08	4.07
ROE	25.5%	23.6%	25.4%	25.6%	25.2%
市盈率	49.92	41.11	28.47	21.05	15.95

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

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	581	837	1,099	1,427	净利润	160	230	312	411
YoY (%)	6.7%	44.0%	31.2%	29.9%	折旧和摊销	18	96	98	98
营业成本	345	501	650	836	营运资金变动	37	-55	-49	-59
营业税金及附加	4	6	8	9	经营活动现金流	206	255	337	425
销售费用	16	21	30	38	资本开支	-98	-231	-253	-282
管理费用	27	38	49	63	投资	4	0	0	0
财务费用	6	-1	-1	-2	投资活动现金流	-94	-217	-233	-256
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	788	0	0	0
投资收益	4	15	19	25	债务募资	41	0	0	0
营业利润	180	267	360	479	筹资活动现金流	-37	-1	-1	-1
营业外收支	6	2	4	1	现金净流量	71	38	103	168
利润总额	186	269	364	480	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	27	39	52	69	成长能力 (%)				
净利润	160	230	312	411	营业收入增长率	6.7%	44.0%	31.2%	29.9%
归属于母公司净利润	160	230	312	411	净利润增长率	21.4%	44.4%	35.3%	32.0%
YoY (%)	21.4%	44.4%	35.3%	32.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.58	2.28	3.08	4.07	毛利率	40.7%	40.1%	40.9%	41.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	27.4%	27.5%	28.4%	28.8%
货币资金	145	183	286	454	总资产收益率 ROA	18.6%	20.1%	20.5%	20.5%
预付款项	6	8	11	14	净资产收益率 ROE	23.6%	25.4%	25.6%	25.2%
存货	147	213	276	356	偿债能力 (%)				
其他流动资产	119	163	207	263	流动比率	2.61	2.61	2.80	3.04
流动资产合计	417	567	780	1,086	速动比率	1.65	1.59	1.77	2.00
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.91	0.84	1.03	1.27
固定资产	246	392	561	756	资产负债率	21.4%	21.0%	19.9%	19.0%
无形资产	117	109	99	89	经营效率 (%)				
非流动资产合计	442	580	739	924	总资产周转率	0.68	0.73	0.72	0.71
资产合计	859	1,147	1,520	2,010	每股指标 (元)				
短期借款	12	12	12	12	每股收益	1.58	2.28	3.08	4.07
应付账款及票据	97	141	181	233	每股净资产	6.68	8.96	12.04	16.11
其他流动负债	51	65	85	112	每股经营现金流	2.03	2.52	3.34	4.20
流动负债合计	160	218	278	358	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3	3	3	3	估值分析				
其他长期负债	21	21	21	21	PE	41.11	28.47	21.05	15.95
非流动负债合计	24	24	24	24	PB	0.00	7.24	5.39	4.03
负债合计	184	241	302	382					
股本	76	76	76	76					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	676	906	1,217	1,629					
负债和股东权益合计	859	1,147	1,520	2,010					

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，11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，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第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。