

浙江自然(605080)

报告日期: 2021年10月28日

# 垂直一体优化成本管控, 淡季增速超预期

## ——浙江自然点评报告

✎ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008  
 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
 ☎ 联系人: 傅嘉成 执业证书编号: S1230521090001  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

### 报告导读

公司发布 21Q3 季报: 前三季度公司营收 6.65 亿元(+46.80%), 归母净利润 1.83 亿元(+42.97%); 其中 21Q3 营收 1.70 亿元(+53.22%), 归母净利润 4569 万元(+39.35%), 扣非归母净利润 3886 万元(+53.23%), 业绩超预期。

### 投资要点

#### □ 淡季营收增速亮眼, 垂直一体化优化成本管控

营收端来看, 21Q3 营收 1.70 亿元(+53.22%), 增速较高主要系公司部分募投项目投产带来产能提升、TPU 产品销售增长较快(TPU 产品销售额占比提升约 2 个点)。公司近年以迪卡侬为代表的大客户表现优异, 目前是迪卡侬热熔接事业部唯一战略合作伙伴(已制定未来五年合作规划、贡献公司稳定订单)。除充气床垫核心优势品类外(收入占比 7 成), 21 年末预计防水&保温箱包、PVC 冲浪板等新品也将大力推广, 发展空间广阔。

利润端来看, Q3 毛利率 38.04%(-4.94pct), 毛利率下滑主要系(1)原材料价格大幅上涨, 主要原材料(包括 TPU 粒子、聚酯)三季度平均价格比去年同期上涨约 50%, 影响毛利率约 4pct; (2)公司社保支出增回, 去年疫情期间社保支出减免; (3)Q3 是户外运动用品出货淡季(以 2020 年为例, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收占比分别为 25.02%/33.82%/19.11%/22.05%), 产能下降费用摊销偏高, 如人工成本影响毛利率约 1pct。21H1 公司进一步延伸上游, 全自制 TPU 膜增厚利润, 加强成本管控, 对冲了部分原材料上涨压力。同时, 公司根据每年订单提前采购原材料, TPU 类产品出货及终端价格较高, 公司毛利率预计能保持较高水平。

#### □ 三费显著收缩, 现金流表现稳定

三费收缩显著, 期间费用率 11.68%(-6.63pct), 其中销售费用率 2.54%(-0.73pct), 管理和研发费用率 9.73%(-1.49pct), 财务费用率-0.60%(-4.41pct)。财务费用下滑明显, 主要系本期短期借款减少, 募集资金到账导致利息收入增加, 以及汇率上涨产生部分汇兑收益。

存货 1.65 亿元, 较年初+1803 万元; 应收账款为 1.11 亿元, 较上年初-4715 万元。经营性现金流 7956 万元, 与去年同期持平; 筹资性现金流 0 元, 较上年同期减少 2704 万元。

#### □ 盈利预测及估值

浙江自然在户外运动装备品类持续领跑, 从 TPU 复合面料和热熔接技术优势延伸, 公司核心大客户份额提升, 自身不断研发新单品贡献营收成长点。预计 21-23 年公司营收 8.40/11.53/15.79 亿元, 同比增长 44.53%/37.28%/36.87%, 归母净利润 2.25/3.09/4.17 亿元, 同比增长 41.21%/37.12%/35.04%, 对应 PE 分别为 29.21X/21.36X/15.77X, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

宏观经济与市场需求紧缩风险, 国际贸易政策变动风险, 新冠疫情全球蔓延风险, 原料价格波动风险, 大客户流失风险等。

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥65.14

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2021 0.45  
 2Q/2021 0.75  
 1Q/2021 0.81

### 公司简介

浙江大自然于 21 年在上交所上市, 是一家专注从事户外运动用品的研发和生产的知名的充气床垫、户外箱包供应商, 与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系。

### 相关报告

1《【浙商轻工】浙江自然:户外代工隐形龙头, 垂直一体夯实盈利》2021.09.23

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	581	840	1153	1579
(+/-)	6.68%	44.53%	37.28%	36.87%
归母净利润	160	225	309	417
(+/-)	17.54%	41.21%	37.12%	35.04%
每股收益(元)	1.58	2.23	3.05	4.13
P/E	41.23	29.21	21.36	15.77

**图 1: 浙江自然季度财务数据一览**

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3
<b>营业总收入</b>	338.80	424.55	508.52	544.95	581.34	225.18	270.11	169.67
<b>YOY</b>		25.31%	19.78%	7.16%	6.68%	55.13%	37.06%	53.22%
<b>归母净利润</b>	65.38	89.44	81.67	131.38	159.54	61.66	75.72	45.69
<b>YOY</b>		36.79%	-8.68%	60.86%	21.44%	59.69%	34.47%	39.35%
<b>扣非归母净利润</b>	61.66	61.93	93.99	122.89	137.08	-	-	38.86
<b>YOY</b>		0.44%	51.77%	30.74%	11.54%	-	-	53.23%
<b>毛利率</b>	36.10%	36.09%	35.06%	39.83%	40.68%	41.21%	40.36%	38.04%
<b>期间费用率</b>	13.59%	22.27%	11.10%	12.31%	12.04%	11.26%	5.55%	11.68%
其中: 销售费用	12.54	17.89	17.04	18.23	15.87	6.64	5.59	4.32
销售费用率	3.70%	4.21%	3.35%	3.35%	2.73%	2.95%	2.07%	2.54%
其中: 管理费用	20.67	51.26	26.01	29.09	27.08	15.49	3.82	10.56
研发费用	13.83	15.19	18.42	19.62	20.80	4.76	5.86	5.95
管理+研发费用率	10.18%	15.65%	8.74%	8.94%	8.24%	8.99%	3.58%	9.73%
其中: 财务费用	-1.01	10.20	-5.03	0.14	6.25	-1.54	-0.29	-1.01
财务费用率	-0.30%	2.40%	-0.99%	0.03%	1.08%	-0.68%	-0.11%	-0.60%
<b>归母净利率</b>	19.30%	21.07%	16.06%	24.11%	27.44%	27.38%	28.03%	26.93%
<b>存货</b>	207.41	82.57	109.40	155.11	146.63	148.92	121.87	164.66
较上年同期增减		-60.19%	26.83	45.72	-8.48	-	24.02	-
<b>存货周转天数</b>	344.89	192.37	104.64	145.20	157.51	100.47	82.34	105.43
较上年同期增减		-152.52	-87.73	40.57	12.31	-	-31.19	-
<b>应收账款</b>	44.80	46.85	72.39	76.24	94.14	158.26	176.93	111.10
较上年同期增减		2.05	25.54	3.85	17.90	-	38.73	-
<b>应付账款及应付票据</b>	62.67	72.93	71.31	101.81	96.55	123.66	126.13	134.90
较上年同期增减		10.26	-1.62	30.50	-5.26	-	58.26	-
<b>预收账款</b>	6.86	6.86	5.66	3.45	5.74	0.34	16.13	22.88
较上年同期增减		0.01	-1.21	-2.21	2.29	-	14.08	-
<b>经营性现金流净额</b>	90.02	287.46	62.75	85.78	205.71	11.04	73.63	79.56
较上年同期增减		197.45	-224.71	23.03	119.94	-17.17	-2.53	(0.01)
<b>筹资性现金流净额</b>	-47.71	-15.80	76.25	-22.76	-36.80	-12.22	726.11	0.00
较上年同期增减		31.91	92.06	-99.01	-14.05	-34.03	743.22	27.04
<b>资本开支</b>	12.89	31.75	108.96	101.28	98.52	21.68	28.97	29.07
较上年同期增减		18.86	77.21	-7.68	-2.76	0.25	0.66	10.59
<b>ROE</b>	25.85%	41.44%	29.16%	29.28%	26.78%	8.73%	6.66%	2.93%
<b>YOY (±)</b>		15.59%	-12.28%	0.12%	-2.50%	1.25%	-2.56%	-2.44%
<b>资产负债率</b>	51.24%	57.76%	35.03%	27.96%	21.39%	20.40%	11.04%	11.62%
<b>YOY (±)</b>		6.52%	-22.73%	-7.06%	-6.57%	-	-11.77%	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**图 2: 浙江自然收入结构一览**

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1
营业收入	338.80	424.55	508.52	544.95	581.34	495.29
YOY		25.31%	19.78%	7.16%	6.68%	44.72%
<b>按产品</b>						
充气床垫	239.29	313.38	370.29	376.62	432.03	356.64
YOY		30.96%	18.16%	1.71%	14.71%	42.97%
占主营业务收入比重	70.63%	73.81%	72.82%	69.11%	74.32%	72.01%
毛利率	33.82%	37.66%	36.37%	42.04%	44.69%	-
户外箱包	57.03	54.86	65.29	69.94	69.30	75.36
YOY		-3.81%	19.01%	7.12%	-0.92%	97.96%
占主营业务收入比重	16.83%	12.92%	12.84%	12.83%	11.92%	15.22%
毛利率	42.68%	27.93%	25.59%	27.14%	28.59%	-
头枕坐垫	28.33	42.05	45.35	64.15	40.54	30.86
YOY		48.43%	7.85%	41.46%	-36.80%	17.05%
占主营业务收入比重	8.36%	9.90%	8.92%	11.77%	6.97%	6.23%
毛利率	41.79%	28.82%	34.53%	43.04%	39.69%	-
其他业务	14.15	14.26	27.59	34.24	39.47	32.43
YOY		0.78%	93.48%	24.10%	15.27%	-
占主营业务收入比重	4.18%	3.36%	5.43%	6.28%	6.79%	6.55%
毛利率	53.14%	84.22%	40.67%	35.08%	19.05%	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>417</b>	<b>543</b>	<b>690</b>	<b>917</b>	<b>营业收入</b>	<b>581</b>	<b>840</b>	<b>1153</b>	<b>1579</b>
现金	145	168	183	231	营业成本	345	488	670	915
交易性金融资产	12	4	5	7	营业税金及附加	4	7	9	13
应收账款	94	135	192	260	营业费用	16	26	35	47
其它应收款	4	10	14	17	管理费用	27	42	58	77
预付账款	6	7	9	14	研发费用	21	30	41	56
存货	147	200	275	375	财务费用	6	2	2	2
其他	9	18	12	13	资产减值损失	1	4	1	4
<b>非流动资产</b>	<b>442</b>	<b>642</b>	<b>862</b>	<b>1133</b>	公允价值变动损益	12	12	12	12
金额资产类	0	1	0	0	投资净收益	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	3	2	3	3
固定资产	246	355	494	672	<b>营业利润</b>	<b>180</b>	<b>258</b>	<b>356</b>	<b>482</b>
无形资产	117	137	144	155	营业外收支	6	3	3	3
在建工程	45	116	189	271	<b>利润总额</b>	<b>186</b>	<b>261</b>	<b>359</b>	<b>485</b>
其他	35	33	35	34	所得税	27	36	50	68
<b>资产总计</b>	<b>859</b>	<b>1185</b>	<b>1552</b>	<b>2050</b>	<b>净利润</b>	<b>160</b>	<b>225</b>	<b>309</b>	<b>417</b>
<b>流动负债</b>	<b>160</b>	<b>235</b>	<b>293</b>	<b>374</b>	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	12	42	34	29	<b>归属母公司净利润</b>	<b>160</b>	<b>225</b>	<b>309</b>	<b>417</b>
应付款项	97	140	196	262	EBITDA	203	282	390	526
预收账款	0	6	7	7	EPS (最新摊薄)	1.58	2.23	3.05	4.13
其他	51	47	57	76	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	3	3	3	3	<b>成长能力</b>				
其他	21	21	21	21	营业收入	6.68%	44.53%	37.28%	36.87%
<b>负债合计</b>	<b>184</b>	<b>259</b>	<b>317</b>	<b>398</b>	营业利润	16.13%	43.02%	38.05%	35.36%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	17.54%	41.21%	37.12%	35.04%
归属母公司股东权	676	926	1235	1652	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>859</b>	<b>1185</b>	<b>1552</b>	<b>2050</b>	毛利率	40.68%	41.87%	41.95%	42.01%
					净利率	27.44%	26.81%	26.78%	26.43%
					ROE	26.78%	28.13%	28.59%	28.90%
					ROIC	22.92%	23.05%	24.23%	24.67%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.39%	21.86%	20.40%	19.41%
					净负债比率	8.35%	17.35%	11.62%	8.14%
					流动比率	2.61	2.31	2.36	2.45
					速动比率	1.69	1.46	1.42	1.45
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.74	0.82	0.84	0.88
					应收帐款周转率	6.82	7.69	7.91	7.97
					应付帐款周转率	4.12	5.11	4.87	4.86
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.58	2.23	3.05	4.13
					每股经营现金	2.03	1.76	2.71	3.61
					每股净资产	8.91	9.16	12.21	16.34
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41.23	29.21	21.36	15.77
					P/B	6.85	6.67	5.00	3.74
					EV/EBITDA	-	21.43	15.46	11.34

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>206</b>	<b>178</b>	<b>274</b>	<b>365</b>
净利润	160	225	309	417
折旧摊销	18	22	31	43
财务费用	6	2	2	2
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	5	(7)	23	16
其它	21	(61)	(87)	(108)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(94)</b>	<b>(211)</b>	<b>(246)</b>	<b>(311)</b>
资本支出	(54)	(200)	(240)	(300)
长期投资	0	(1)	1	(0)
其他	(40)	(10)	(7)	(11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(37)</b>	<b>56</b>	<b>(12)</b>	<b>(6)</b>
短期借款	(35)	30	(8)	(4)
长期借款	2	0	0	0
其他	(4)	26	(4)	(2)
<b>现金净增加额</b>	<b>75</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>48</b>

资料来源：浙商证券研究所

### 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>