



买入(维持)

所属行业: 轻工制造
当前价格(元): 73.97

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

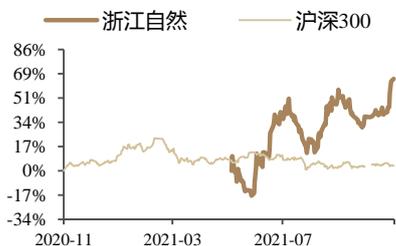
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱: bixl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	18.92	4.58	34.18
相对涨幅(%)	18.42	4.15	32.53

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《-浙江自然(605080.SH): 户外用品“隐形冠军”, 产能扩张驱动成长》, 2021.8.15

股票数据

总股本(百万股):	101.12
流通A股(百万股):	25.28
52周内股价区间(元):	37.01-73.97
总市值(百万元):	7,480.11
总资产(百万元):	1,791.29
每股净资产(元):	15.66

资料来源: 公司公告

浙江自然(605080.SH): Q3业绩超预期, 垂直一体化未来可期

投资要点

- **事件:** 公司2021年三季报业绩超预期, 实现营业收入6.65亿元, 同比增长46.80%, 归母净利润1.83亿元, 同比增长43.35%, 扣非归母净利润1.71亿元, 同比增长48.24%; 其中, 2021Q3单季营业收入1.70亿元, 同比增长53.22%, 归母净利润0.46亿元, 同比增长39.35%, 扣非归母净利润0.39亿元。
- **期间费用管控良好, 原材料影响下毛利率略有下滑。** Q3单季毛利率38.04%, 同比减少4.94pct, 公司毛利率下滑主要系原材料成本上涨影响, 未来来看, 随着TPU床垫占比继续提升, 以及原材料上涨影响趋弱, 公司毛利率有望回升。销售、管理+研发、财务费用率分别为2.54%、9.73%、-0.60%, 同比变动-0.73%、-1.49%、-4.41%, 公司费用管控良好, 期间费用率同比下降。
- **全球户外用品市场广阔, 政策驱动下国内市场增长。** 全球户外用品市场高速增长, 根据Statista数据, 2019年全球户外运动用品电商市场规模为750亿美元, 预计在2020年-2024年以6.8%的速度增长。从中国市场看, 中国户外运动用品市场已经从“量”逐步向“质”过渡, 少数品牌占据多数份额, 中国户外用品CR10已经超过50%, 中小品牌份额持续下降, 市场集中度在不断提升。同时, 中国人均户外用品消费金额、户外人口比例与欧美市场相比较看, 中国市场刚刚走过导入期, 远未到成熟期, 同时在政策驱动下, 户外用品行业将进一步扩容, 市场有望进一步增长。
- **垂直一体化优势突出, 产能、客户、品类扩张驱动增长。** (1) 垂直一体化优势突出, 充分享受全产业链利润。公司产业链延伸充分, 从产品设计、面料制作、PU发泡、成品制作全流程把控, 充分享受全产业链利润。(2) 公司客户优质、粘性强。公司主要客户(如迪卡侬、SEATO SUMMIT、历德超市等)合作时间在九年以上, 粘性强, 合作关系稳定, 同时公司与客户合作开发新品类, 挖掘新需求, 带动业绩快速放量。(3) 产能新布局引领新增长。公司在全球布局思路清晰, 公司产能将进一步提升, 同时原材料采购管理经验丰富, 有效抑平价格波动。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预计公司2021~2023年营业总收入分别为8.47、11.31、14.98亿元, 同比增长45.8%、33.5%、32.4%, 2021~2023年归母净利润分别为2.27、3.11、4.15亿元, 同比增长42.3%、37.1%、33.3%, 对应2021-2023年PE分为32.61X、23.78X、17.85X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 国际贸易政策发生变动风险; 原材料价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	545	581	847	1,131	1,498
(+/-)YOY(%)	7.2%	6.7%	45.8%	33.5%	32.4%
净利润(百万元)	131	160	227	311	415
(+/-)YOY(%)	60.9%	21.4%	42.3%	37.1%	33.3%
全面摊薄EPS(元)	1.73	2.10	2.24	3.08	4.10
毛利率(%)	39.8%	40.7%	39.9%	40.5%	40.8%
净资产收益率(%)	25.5%	23.6%	13.4%	15.5%	17.2%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.10	2.24	3.08	4.10
每股净资产	6.68	16.71	19.79	23.89
每股经营现金流	2.03	1.98	2.70	3.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	32.61	23.78	17.85
P/B	0.00	4.38	3.70	3.06
P/S	9.55	8.73	6.54	4.94
EV/EBITDA	-0.69	25.03	19.59	14.45
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.7%	39.9%	40.5%	40.8%
净利润率	27.4%	26.8%	27.5%	27.7%
净资产收益率	23.6%	13.4%	15.5%	17.2%
资产回报率	18.6%	11.9%	13.6%	14.9%
投资回报率	21.1%	12.8%	14.8%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.7%	45.8%	33.5%	32.4%
EBIT 增长率	15.3%	48.1%	37.8%	35.0%
净利润增长率	21.4%	42.3%	37.1%	33.3%
偿债能力指标				
资产负债率	21.4%	11.1%	12.4%	13.3%
流动比率	2.6	4.9	3.4	3.4
速动比率	1.7	3.8	2.2	2.2
现金比率	0.9	2.9	1.5	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	59.1	54.0	54.7	56.0
存货周转天数	155.2	149.6	159.2	154.7
总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	2.4	1.8	2.0	2.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	160	227	311	415
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	19	23	13	10
非经营收益	-9	-3	-4	-4
营运资金变动	37	-47	-47	-51
经营活动现金流	206	200	273	370
资产	-98	-563	-429	-230
投资	4	-6	-6	-8
其他	1	0	0	0
投资活动现金流	-94	-569	-435	-238
债权募资	-33	-16	-3	-2
股权募资	0	788	0	0
其他	-4	-0	-0	-0
融资活动现金流	-37	772	-4	-2
现金净流量	71	402	-165	130

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	581	847	1,131	1,498
营业成本	345	509	673	887
毛利率%	40.7%	39.9%	40.5%	40.8%
营业税金及附加	4	7	9	12
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	16	21	28	33
营业费用率%	2.7%	2.5%	2.5%	2.2%
管理费用	27	34	42	54
管理费用率%	4.7%	4.0%	3.7%	3.6%
研发费用	21	30	41	54
研发费用率%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
EBIT	170	252	347	468
财务费用	6	-12	-16	-15
财务费用率%	1.1%	-1.4%	-1.4%	-1.0%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	4	0	0	0
营业利润	180	260	359	479
营业外收支	6	3	4	4
利润总额	186	263	362	483
EBITDA	188	274	359	477
所得税	27	36	51	68
有效所得税率%	14.4%	13.8%	14.1%	14.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	160	227	311	415

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	145	548	382	512
应收账款及应收票据	94	129	175	234
存货	147	208	292	375
其它流动资产	31	31	27	33
流动资产合计	417	915	878	1,154
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	246	459	573	662
在建工程	45	375	683	819
无形资产	117	117	117	117
非流动资产合计	442	986	1,407	1,633
资产总计	859	1,901	2,285	2,786
短期借款	12	0	0	0
应付票据及应付账款	97	137	193	247
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	51	49	63	94
流动负债合计	160	186	256	342
长期借款	3	5	6	8
其它长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	24	25	27	29
负债总计	184	211	283	370
实收资本	76	101	101	101
普通股股东权益	676	1,690	2,001	2,416
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	859	1,901	2,285	2,786

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。