

浙江自然 (605080)

户外细分领域生产龙头，项目投产助推业绩高增 买入 (维持)

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	842	1,140	1,436	1,749
同比	45%	35%	26%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	220	291	367	448
同比	38%	33%	26%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.17	2.88	3.63	4.43
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.11	21.94	17.41	14.27

投资要点

- **公司为户外细分领域生产龙头。**公司 2021 年于 A 股上市，主要为户外品牌提供充气床垫，户外箱包和枕头坐垫等产品的生产，其中充气床垫收入占比 70%+、是公司主要收入来源。公司作为 TPU 充气床垫细分赛道龙头，以 TPU 面料技术、垂直一体化生产模式构筑竞争壁垒，储备了丰富客户资源，核心客户均为海内外知名综合性运动品牌以及大型商超，包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等，2021 年前五大客户营收占比 44.20%、第一大客户迪卡侬营收占比 28.98%。公司业务以出口为主、2021 年出口收入占比 79.78%。产能主要分布于越南、柬埔寨、浙江、上海，2020 年之前主要集中在浙江天台、2020 年开始在越南建厂、2021 年通过轻资产合作模式在柬埔寨新建产能。
- **项目投产推动收入增长，产能扩张稳步推进。**公司 2016-2020 年收入 CAGR 为 14.45%、增长稳健；2021 年收入和归母净利润均实现高增，收入同增 44.91% 至 8.42 亿元（其中，出口/内销分别增 48.58%/32.97%、充气床垫/户外箱包/枕头坐垫分别增 47.13%/59.57%/37.42%、主要客户迪卡侬增 29.15%），净利同增 37.59% 至 2.20 亿元（21Q1-Q4 净利分别 +59.69%/+34.47%/+39.35%/+14.48%，Q4 增速收窄主要由于年终奖及自动化设备研发费用支出增加）；22Q1 增长继续提速，收入/净利同比分别 +46.61%/+37.82%。2021 年以来业绩高增主要受益于使用自筹资金提前完成募投项目 TPU 复合面料的项目建设、促使之前受制于中间品产能不足而无法满足的客户需求得以释放，有效推动收入增长。公司新产能投放有序推进，为收入持续增长提供保障：1）越南户外用品生产基地已投产（建成后计划年产 75 万条充气床垫、40 万只防水户外箱包）、处于产能爬坡阶段；2）柬埔寨美御塑胶基地目前进行建设投入追加，预计下半年可形成有效销售；3）户外用品生产基地改造项目建设已开始推进，3 月部分老厂开始拆迁，下半年将启动新建。
- **盈利能力较强，短期内外部因素影响毛利率表现。**受益于技术优势、产品功能性较强，2016-2021 年公司毛利率稳定于 36-41% 的较高水平。近 2 年毛利率趋势有所下滑，2021 年同比-1.93pct 至 38.76%、22Q1 同比-4.75pct 至 36.47%，主要受到内外部因素综合影响：1）与履约成本相关的运输费用调整至营业成本，2）公司主要原材料 TPU 粒子、TDI 等价格大幅上升 30-40% 抬升成本，3）2021 年人民币处于升值通道产生汇兑损失，其中运费分类/原材料/汇率因素分别影响 22Q1 毛利率-1.1/-1.9/-1.7pct。预计随后续原材料价格趋稳、人民币汇率出现贬值拐点，毛利率趋势将有望改善。
- **盈利预测与投资评级：**疫情之下催生户外消费风潮，国内外行业需求火热，公司为户外用品细分领域龙头，深耕 TPU 面料领域，具有一定技术壁垒，并进一步拓展水上充气产品、保温箱包等新品类，大客户粘性高且仍存在上升空间。产能扩张、品类拓展有望推动业绩持续增长，预计 2022-2024 年归母净利润分别同增 32.67%/26.07%/22.01%，EPS 分别为 2.88/3.63/4.43 元，对应 PE 为 22/17/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复、汇率波动、产能扩张低于预期、部分股票解禁。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	63.20
一年最低/最高价	37.01/79.97
市净率(倍)	3.75
流通 A 股市值(百万元)	2,125.01
总市值(百万元)	6,391.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.86
资产负债率(% ,LF)	10.53
总股本(百万股)	101.12
流通 A 股(百万股)	33.62

相关研究

《浙江自然(605080): 乘户外产业之风，垂直一体化 TPU 龙头迎成长》

2021-12-21

浙江自然三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,300	1,767	2,166	2,464	营业总收入	842	1,140	1,436	1,749
货币资金及交易性金融资产	893	1,277	1,562	1,725	营业成本(含金融类)	516	692	871	1,066
经营性应收款项	136	174	219	267	税金及附加	6	9	10	12
存货	255	302	368	451	销售费用	12	16	19	24
合同资产	0	0	0	0	管理费用	43	54	67	80
其他流动资产	16	13	16	20	研发费用	30	41	52	66
非流动资产	527	599	619	628	财务费用	0	6	12	6
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	6	7	9
固定资产及使用权资产	350	426	452	466	投资净收益	25	11	14	17
在建工程	12	12	12	12	公允价值变动	-7	0	0	0
无形资产	114	109	104	99	减值损失	-3	-3	-3	-3
商誉	17	17	17	17	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	252	336	424	518
其他非流动资产	34	34	34	34	营业外净收支	4	3	4	4
资产总计	1,826	2,365	2,786	3,092	利润总额	256	339	428	522
流动负债	188	436	489	347	减:所得税	36	48	61	74
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	200	200	0	净利润	220	291	367	448
经营性应付款项	136	161	196	234	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	15	21	26	32	归属母公司净利润	220	291	367	448
其他流动负债	38	54	67	81	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.17	2.88	3.63	4.43
非流动负债	19	19	19	19	EBIT	236	328	417	500
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	261	366	456	541
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.76	39.26	39.33	39.05
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	26.06	25.55	25.57	25.61
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	44.91	35.32	25.97	21.82
负债合计	207	454	508	366	归母净利润增长率(%)	37.59	32.67	26.07	22.01
归属母公司股东权益	1,620	1,911	2,278	2,726					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,620	1,911	2,278	2,726					
负债和股东权益	1,826	2,365	2,786	3,092					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	143	286	338	398	每股净资产(元)	16.02	18.90	22.53	26.96
投资活动现金流	-458	-76	-52	-39	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	714	194	-12	-206	ROIC(%)	17.55	15.08	15.59	16.50
现金净增加额	395	405	275	153	ROE-摊薄(%)	13.55	15.24	16.12	16.43
折旧和摊销	25	38	39	41	资产负债率(%)	11.33	19.21	18.22	11.83
资本开支	-138	-107	-56	-46	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.11	21.94	17.41	14.27
营运资本变动	-89	-56	-74	-90	P/B(现价)	3.95	3.34	2.81	2.34

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

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

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>

