

浙江自然（605080）：围绕户外用品产品结构持续优化，产能释放助力成长

2022 年 4 月 29 日

推荐/维持

浙江自然

公司报告

事件:公司 2021 年营收 8.42 亿元，同比+44.91%；归母净利润 2.20 亿元，同比+37.59%。其中 Q4 营收 1.77 亿元，同比+38.27%；归母净利润 0.36 亿元，同比+14.48%。2022Q1 营收 3.30 亿元，同+46.61%；归母净利润为 0.85 亿元，同比+37.82%。21 年年报符合预期，22 年一季度在疫情压力之下业绩超预期。

公司主力产品 TPU 床垫持续放量，围绕户外其他类产品未来可期。分产品看：2021 年公司气床、箱包、头枕坐垫、其他类收入分别为 6.36 亿元、1.11 亿元、5571 万元、4015 万元，同比增速分别为 47%、60%、37%、4.66%，主要产品气床增长势头好。主要产品气床方面，定位高端的 TPU 床垫量价齐升，是收入增长的主要力量：在气床产品中，定位高端的 TPU 床垫收入占比达 72%，占比进一步提升 4 个点，TPU 的产品单价提升 30%以上；PVC 产品收入占比 28%，销量略有下降，但单价有明显提升。TPU 较 PVC 材料性能优越、更为环保，未来替代空间仍大，公司在 TPU 材料领域积累了深厚技术和长时间生产经验，未来大有作为。其他产品方面，公司围绕户外用品结合自己擅长的热熔接技术，开发出更多新产品，新产品在 21 年处于调试和爬坡阶段，22 年预计有更多的量放出。

分客户看，公司产能的释放助力客户开拓，客户结构更为优化。2021 年公司最大的客户仍是迪卡侬，销售收入 2.44 亿元，占收入比重 28.98%，收入增速保持 29%的较高水平，但收入占比进一步下降。公司第二至第五名客户收入占比为 15.22%，进一步提升。我们认为迪卡侬是公司的第一大客户，公司与该客户战略合作关系有助于大订单的稳定。但是客户结构的多元化才是增长之道，公司过去几年受制于产能，其他客户拓展不畅。募投项目等新产能项目助力公司新客户开拓，客户结构的多元化将保证公司健康持续发展。

2022 年一季度公司国内外形势压力，高增态势不减，季末在手订单充足。一季度国际上战争影响物流和运费环节，国内疫情散发影响生产，公司在不利形势下收入仍取得 47%增长，一方面是户外行业需求端持续景气，另一方面得益于公司排产及出货的周全安排。目前公司在手订单约 5 亿，与主要客户合作稳固，后续仍有新订单，全年订单量有保障。

公司盈利能力维持较高水平，产品结构是主要助力。2021 年公司毛利率 38.75%（分产品气床、箱包、头枕坐垫、其他分别为 42.66%、26.42%、28.67%、24.71%），报表口径下降 2.01pct，考虑新会计准则的影响口径预计为略微下降，主要是原材料价格和汇率影响，但是影响程度较小。销售费率用 1.37%，管理费用率 8.64%，费用率合计优化了 0.96pct。21 年净利率 26.06%，下降 1.73 个百分点，但仍维持在较高位置。2022 年 Q1 公司可比口径毛利率略降 3.6 个百分点，但在费用继续优化的情况下，利润率最终仅微降。我们认为公司在 TPU 复合面料和热熔接技术方面的壁垒，能帮助公司利润率持续维持在高位，公司产品结构的优化也能帮助公司克服原材料等压力。

盈利预测与投资评级：我们认为公司在户外用品制造领域的优势突出，目前行业景气持续，公司在手订单充足。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别

公司简介：

公司主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、设计、生产和销售。在长期的生产经营过程中，掌握了 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术，并逐渐形成独特的垂直一体化产业链。

资料来源：公司公告、WIND

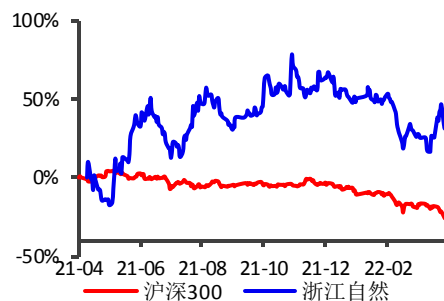
未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-05-06 首发限售解禁（流通股 24.81%；总股本 8.25%）

发债及交叉持股介绍：无交易数据

52 周股价区间（元）	36.11-80.09
总市值（亿元）	76.43
流通市值（亿元）	19.11
总股本/流通 A 股（万股）	10,112/10,112
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	7.7

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

为 3.10、3.96、4.95 亿元人民币，EPS 为 3.07、3.91、4.89 元，目前股价对应 PE 分别为 20.64、16.17、12.93 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情超预期，原材料价格上涨超预期，海运费价格上涨超预期，人民币汇率升值幅度大。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	581.34	842.44	1,166.79	1,509.08	1,805.19
增长率（%）	6.68%	44.91%	38.50%	29.34%	19.62%
归母净利润（百万元）	159.54	219.51	310.05	395.70	494.78
增长率（%）	21.44%	37.59%	41.24%	27.63%	25.04%
净资产收益率（%）	23.62%	13.55%	16.27%	17.80%	20.03%
每股收益（元）	2.10	2.37	3.07	3.91	4.89
PE	30.13	26.70	20.64	16.17	12.93
PB	7.10	3.95	3.36	2.88	2.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	417	1300	1311	1539	1742	营业收入	581	842	1167	1509	1805
货币资金	145	542	762	822	895	营业成本	345	516	721	930	1110
应收账款	94	130	184	235	283	营业税金及附加	4	6	9	11	13
其他应收款	4	15	21	27	33	营业费用	16	12	16	21	25
预付款项	6	4	5	4	5	管理费用	27	43	49	63	40
存货	147	255	331	444	520	财务费用	6	0	-10	-1	5
其他流动资产	9	1	7	5	5	研发费用	21	30	25	29	35
非流动资产合计	442	527	752	1119	1322	资产减值损失	-1.39	-1.93	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	12.27	-6.56	0.00	0.00	0.00
固定资产	246	350	322	487	493	投资净收益	4.34	25.17	0.00	0.00	0.00
无形资产	117	114	112	111	109	加:其他收益	2.99	0.66	4.00	5.00	0.00
其他非流动资产	7	23	15	19	17	营业利润	180	252	362	461	577
资产总计	859	1826	2064	2658	3064	营业外收入	6.56	4.51	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	160	188	438	916	1324	营业外支出	0.69	0.91	0.00	0.00	0.00
短期借款	12	0	200	628	985	利润总额	186	256	362	461	577
应付账款	79	91	144	174	215	所得税	27	36	52	65	82
预收款项	0	0	-6	-9	-8	净利润	160	220	310	396	495
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	24	19	19	19	19	归属母公司净利润	160	220	310	396	495
长期借款	3	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	184	207	158	435	594	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	6.68%	44.91%	38.50%	29.34%	19.62%
实收资本(或股本)	76	101	101	101	101	营业利润增长	19.48%	39.68%	43.46%	27.54%	25.08%
资本公积	253	952	952	952	952	归属于母公司净利润	21.44%	37.59%	41.24%	27.63%	25.04%
未分配利润	305	503	659	838	1038	获利能力					
归属母公司股东权	676	1620	1906	2223	2471	毛利率(%)	40.68%	38.76%	38.24%	38.40%	38.51%
负债和所有者权益	859	1826	2064	2658	3064	净利率(%)	27.44%	26.06%	26.57%	26.22%	27.41%
现金流量表						总资产净利润(%)	18.56%	12.02%	15.03%	14.89%	16.15%
单位:百万元						ROE(%)	23.62%	13.55%	16.27%	17.80%	20.03%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	206	143	243	319	471	偿债能力					
净利润	160	220	310	396	495	资产负债率(%)	21%	11%	19%	30%	35%
折旧摊销	17.71	25.29	34.84	41.72	50.37	流动比率		6.91	2.99	1.68	1.32
财务费用	6	0	-10	-1	5	速动比率		5.55	2.24	1.20	0.92
应收账款减少	-18	-36	-55	-51	-48	营运能力					
预收帐款增加	-6	0	-6	-4	2	总资产周转率	0.74	0.63	0.56	0.55	0.52
投资活动现金流	-94	-458	91	-209	-203	应收账款周转率	7	8	7	7	7
公允价值变动收益	12	-7	0	0	0	应付账款周转率	6.95	9.90	9.91	9.48	9.27
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	25	0	0	0	每股收益(最新摊	2.10	2.37	3.07	3.91	4.89
筹资活动现金流	-37	714	-114	-49	-196	每股净现金流(最	0.99	3.94	2.17	0.60	0.72
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.91	16.02	18.84	21.99	24.43
长期借款增加	2	-3	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	25	0	0	0	P/E	30.13	26.70	20.64	16.17	12.93
资本公积增加	0	699	0	0	0	P/B	7.10	3.95	3.36	2.88	2.59
现金净增加额	75	398	220	61	73	EV/EBITDA	22.85	21.12	15.11	12.35	10.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526