

浙江自然 (605080.SH)

扰动之下增长持续，看好户外产品拓展空间

买入

核心观点

浙江自然披露 2022 年中报。2022 上半年实现营收 6.36 亿元 (+28.37%)，归母净利润 1.74 亿元 (+26.89%)，扣非归母净利润 1.64 亿元 (+24.33%)。其中二季度单季营收 3.05 亿元 (+13.16%)，归母净利润 8934 万元 (+17.99%)

二季度单季收入受疫情影响，毛利率环比稳定同比下滑。公司二季度收入增速 13.16%，低于前几个几个季度的较高增速，我们认为主要原因在于二季度疫情导致公司发货节奏有所延迟，难以在疫情之后完全补回。收入端值得一提的是，上半年公司内销收入 1.4 亿元，同比增长 55.41%，占收入比重达到 22%。随着国内运动露营休闲的渗透率提升，境内业务增长有望成为未来新的增长极。

毛利率方面，公司 22H1 毛利率 35.9%，与去年下半年持平，受到发货延迟、原材料上涨因素等影响，较去年上半年毛利率下滑 4.8 个百分点。以 TDI 为代表的原材料价格自去年便居于高位，对公司毛利率造成影响。但我们预计随着大宗价格下行，原材料端的成本压力有望逐步减轻。

深耕户外行业，我们认为公司成长具备韧性。我们认为疫情以及欧美经济仅为短期冲击，公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长记。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验，可将面料广泛应用于各类下游场景，公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子；2) 凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3) 就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言，海外消费者消费习惯成熟，需求多且稳定成长，且有面料改进、产品性能提升等需求；国内消费者处于消费习惯形成初期，但爆发力十足，我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

风险提示：全球经济超预期下滑；国内户外运动行业渗透放缓；公司扩品类速度低于预期

投资建议：维持“买入”评级。公司业绩增长非常扎实，我们维持公司 2022-2024 年 3.1、4.0、5.14 亿的盈利预测，对应当前市值 PE 分别为 20.8、16.0、12.6x，我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581	842	1,121	1,458	1,833
(+/-%)	6.7%	44.9%	33.1%	30.0%	25.8%
净利润(百万元)	160	220	310.28	404.05	513.59
(+/-%)	21.4%	37.6%	41.4%	30.2%	27.1%
每股收益(元)	2.10	2.17	3.07	4.00	5.08
EBIT Margin	32.5%	31.5%	30.4%	30.7%	31.3%
净资产收益率 (ROE)	23.6%	13.6%	16.6%	18.4%	20.1%
市盈率 (PE)	30.4	29.5	20.8	16.0	12.6
EV/EBITDA	24.4	22.9	17.9	14.0	11.1
市净率 (PB)	7.18	3.99	3.46	2.95	2.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

中小盘·中小盘 II

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	63.97 元
总市值/流通市值	6461/2175 百万元
52 周最高价/最低价	80.89/51.34 元
近 3 个月日均成交额	42.58 百万元

市场走势



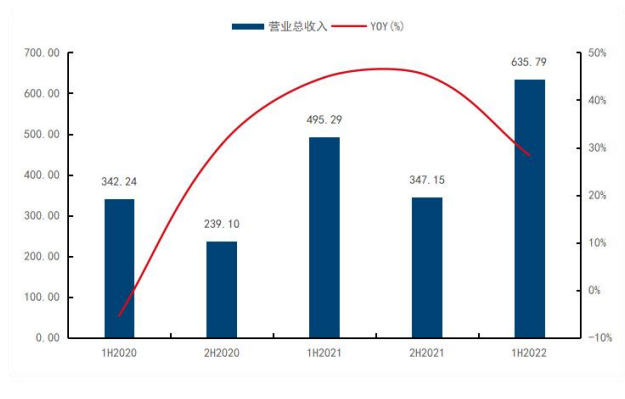
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《浙江自然 (605080.SH) - 产品升级带动成长，户外产业持续向上》——2022-04-28
- 《浙江自然-605080-2021 年三季度报点评：高速增长逐季持续，继续看好户外赛道》——2021-10-27
- 《浙江自然-605080-2021 年中报点评：业绩成长性突出，户外赛道享受长期红利》——2021-08-19
- 《浙江自然-605080-深度报告：户外运动新兴龙头，开启新一轮成长曲线》——2021-06-08

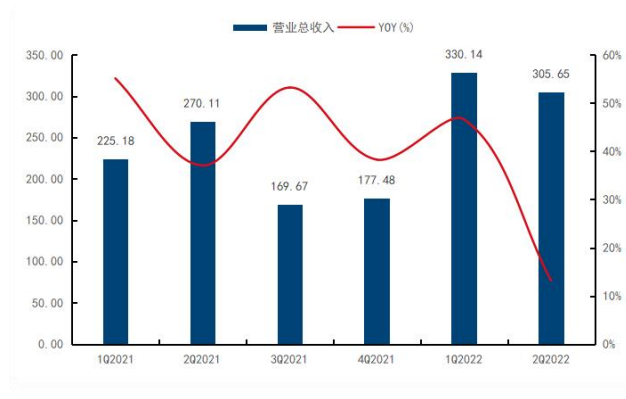
浙江自然披露 2022 年中报。2022 上半年实现营收 6.36 亿元 (+28.37%)，归母净利润 1.74 亿元 (+26.89%)，扣非归母净利润 1.64 亿元 (+24.33%)。其中二季度单季营收 3.05 亿元 (+13.16%)，归母净利润 8934 万元 (+17.99%)。

图1：浙江自然半年度营业收入及增速（单位：百万、%）



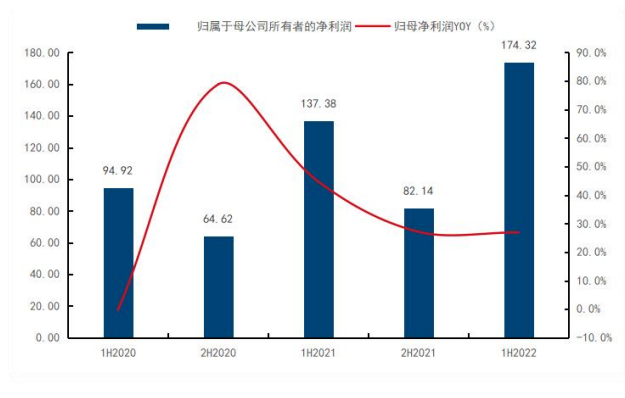
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：浙江自然单季营业收入及增速（单位：百万、%）



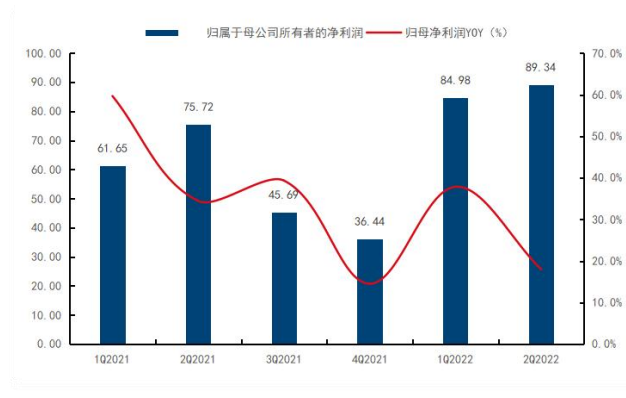
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：浙江自然半年度归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：浙江自然单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度单季收入受疫情影响，毛利率环比稳定同比下滑。公司二季度收入增速 13.16%，低于前几个季度的较高增速，我们认为主要原因在于二季度疫情导致公司发货节奏有所延迟，难以在疫情之后完全补回。收入端值得一提的是，上半年公司内销收入 1.4 亿元，同比增长 55.41%，占收入比重达到 22%。随着国内运动露营休闲的渗透率提升，境内业务增长有望成为未来新的增长极。

毛利率方面，公司 22H1 毛利率 35.9%，与去年下半年持平，受到发货延迟、原材料上涨因素等影响，较去年上半年毛利率下滑 4.8 个百分点。以 TDI 为代表的原材料价格自去年便居于高位，对公司毛利率造成影响。但我们预计随着大宗价格下行，原材料端的成本压力有望逐步减轻。

图5: 华东地区 TDI 主流价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

费用率控制得当, 汇兑损益稍有贡献。22H1 公司销售费用率 1.2%, 同比减少 39.2%, 疫情影响导致展会费用、业务招待费及差旅费减少。管理费用小幅增长, 费用率与去年同期持平, 为 3.9%。财务费用为-1779 万元, 主要为人民币兑美元汇兑收益。公司研发费用持续增长。

海外项目验证顺利, 品类扩张持续推进。上半年, 越南子公司和柬埔寨子公司分别通过了迪卡侬、REI 和 Coleman、IGL00 的严格审核, 正式成为他们的合格供应商。**品类扩张方面,** 车用充气床垫、水上运动用品、硬质保温箱包等新品类研发也在持续进行之中。

深耕户外行业, 我们认为公司成长具备韧性。我们认为疫情以及欧美经济仅为短期冲击, 公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求, 尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长记。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快, 公司优势在于: 1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验, 可将面料广泛应用于各类下游场景, 公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子; 2) 凭借强劲的设计研发能力, 与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系; 3) 就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言, 海外消费者消费习惯成熟, 需求多且稳定成长, 且有面料改进、产品性能提升等需求; 国内消费者处于消费习惯形成初期, 但爆发力十足, 我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

投资建议: 维持“买入”评级。公司业绩增长非常扎实, 我们维持公司 2022-2024

年 3.1、4.0、5.14 亿的盈利预测，对应当前市值 PE 分别为 20.8、16.0、12.6x，我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	145	542	679	781	990	营业收入	581	842	1121	1458	1833
应收款项	99	146	190	240	301	营业成本	345	516	666	870	1092
存货净额	147	255	279	343	433	营业税金及附加	4	6	8	11	13
其他流动资产	14	5	11	15	18	销售费用	16	12	19	22	26
流动资产合计	417	1300	1510	1779	2142	管理费用	27	43	91	112	133
固定资产	291	361	451	485	534	财务费用	6	0	3	3	4
无形资产及其他	117	114	190	285	331	投资收益	4	25	20	20	20
投资性房地产	35	51	51	51	51	资产减值及公允价值变动	14	(5)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(20)	(34)	5	5	5
资产总计	859	1826	2202	2601	3058	营业利润	180	252	358	464	591
短期借款及交易性金融负债	12	0	20	11	10	营业外净收支	6	4	7	6	7
应付款项	97	136	186	237	298	利润总额	186	256	365	470	597
其他流动负债	51	52	111	145	181	所得税费用	27	36	55	66	84
流动负债合计	160	188	316	392	489	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3	0	0	0	0	归属于母公司净利润	160	220	310	404	514
其他长期负债	21	19	18	17	19						
长期负债合计	24	19	18	17	19	现金流量表（百万元）					
负债合计	184	207	334	410	507	净利润	160	220	310	404	514
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	1	0	0	0
股东权益	676	1620	1868	2191	2551	折旧摊销	18	25	44	50	56
负债和股东权益总计	859	1826	2202	2601	3058	公允价值变动损失	(14)	5	0	0	0
						财务费用	6	0	3	3	4
关键财务与估值指标						营运资本变动	17	(125)	35	(33)	(57)
每股收益	2.10	2.17	3.07	4.00	5.08	其它	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.03	0.00	0.61	0.80	1.52	经营活动现金流	180	124	389	422	513
每股净资产	8.91	16.02	18.47	21.67	25.22	资本开支	0	(88)	(210)	(180)	(150)
ROIC	26%	24%	26%	34%	36%	其它投资现金流	(12)	(339)	1	(50)	0
ROE	24%	14%	17%	18%	20%	投资活动现金流	(12)	(427)	(209)	(230)	(150)
毛利率	41%	39%	41%	40%	40%	权益性融资	(4)	742	0	0	0
EBIT Margin	33%	32%	30%	31%	31%	负债净变化	2	(3)	0	0	0
EBITDA Margin	36%	35%	34%	34%	34%	支付股利、利息	(2)	(0)	(62)	(81)	(154)
收入增长	7%	45%	33%	30%	26%	其它融资现金流	(95)	(36)	20	(9)	(1)
净利润增长率	21%	38%	41%	30%	27%	融资活动现金流	(100)	700	(42)	(90)	(155)
资产负债率	21%	11%	15%	16%	17%	现金净变动	69	397	138	102	208
息率	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	2.4%	货币资金的期初余额	77	145	542	679	781
P/E	30.4	29.5	20.8	16.0	12.6	货币资金的期末余额	145	542	679	781	990
P/B	7.2	4.0	3.5	3.0	2.5	企业自由现金流	0	40	159	222	343
EV/EBITDA	24.4	22.9	17.9	14.0	11.1	权益自由现金流	0	0	176	211	340

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032