



买入 (维持)

所属行业: 纺织服装/纺织制造
当前价格(元): 61.49

浙江自然 (605080.SH): 中报稳健, 扩品类与增产能成长可期

投资要点

证券分析师

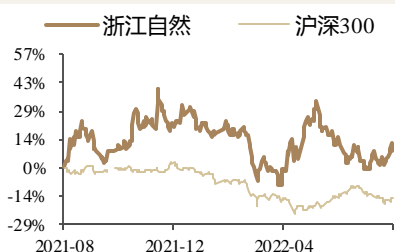
花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.30	-2.75	-11.18
相对涨幅(%)	12.14	-1.62	-17.05

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《浙江自然(605080.SH): Q3业绩超预期, 垂直一体化未来可期》, 2021.11.2
- 《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

- 事件:** 浙江自然发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营业收入 6.36 亿元, 同比增长 28.37%; 归母净利润 1.74 亿元, 同比增长 26.89%; 扣非归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 24.33%。2022Q2 单季实现营业收入 3.06 亿元, 同比增长 13.16%; 归母净利润 0.89 亿元, 同比增长 17.99%; 扣非归母净利润 0.87 亿元。
- 户外运动行业高景气, 内销市场拓展驱动营收高增。** 得益于全球户外用品行业的快速增长, 公司进一步强化户外用品行业细分领域龙头地位。由于疫情影响发货和收入确认节奏, 22Q2 单季度增速略有放缓。**分产品来看:** 22H1 充气床垫/箱包/头枕坐垫分别实现营业收入 4.57/0.91/0.47 亿元, 同比增长 28.09%/20.89%/51.78%。其中受益于产能瓶颈的缓解, 充气床垫销售快速增长; 随着欧美国家旅行活动的恢复, 枕头坐垫销售也有所回升。**分地区来看:** 22H1 外销/内销分别实现营业收入 4.96/1.40 亿元, 同比增长 22.35%/55.41%。内销市场增长迅猛, 收入占比从去年同期的 18.19%, 上升到 22.02%。
- 毛利率短期承压, 控费能力优秀。** 2022H1 公司综合毛利率 35.89%, 相比去年同期下降 4.86pct, 毛利率短期承压, 主要原因包括会计口径变动、原材料及物流人工成本上升、大客户订单产品结构变化等。期间费用方面, 公司控费能力优秀, 秉承风险中性原则对大宗产品和汇率进行科学管理, 积极提高人均生产效率, 期间费用稳中有降, 2022H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.17%/3.86%/-2.80%, 分别同比变动-1.30pct/-0.04pct/-2.43pct。公司净利率总体保持稳定, 2022H1 公司净利率 27.42%, 同比下降 0.32pct。研发方面, 公司围绕基础材料、产品、自动化设备三个方向加大研发投入, 为长期发展奠定基础, 21H1 研发费用为 1461 万元, 同比增长 37.54%, 研发费用率为 2.30%, 同比上升 0.15pct。
- 产能布局优化, 品类有序扩展, 未来成长可期。** 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、IGLOO 的严格审核, 正式成为他们的合格供应商。为进一步拓展品类提升产能, 公司拟在天台县经济开发区投资建设“户外用品智能化生产基地项目(二期)”, 占地约 125 亩, 总投资约 4.35 亿元, 项目建设期预期 3-5 年, 达产后预计实现产值 5.2 亿元, 实现销售收入 5 亿元。同时, 公司致力于车用充气床垫、水上运动用品、硬质保温箱包等新品类研发, 有望提供新的增长点。
- 盈利预测和投资建议:** 作为户外用品行业细分领域龙头, 公司在技术研发、产业链一体化、客户资源等方面优势显著。短期来看, 随着下半年柬埔寨产能投放, 22 年预计保持稳健增长。中长期来看, 户外赛道景气度较高, 新品类拓展潜力可期。预计 22-24 年公司营业收入分别为 11.06/14.23/17.78 亿元, 归母净利润分别为 2.64/3.46/4.41 亿元, EPS 分别为 2.61/3.42/4.41 元, 当前股价对应 22-24 年 PE 为 23.5/18.0/14.1x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料及运费价格上涨超预期, 汇率波动超预期, 产能建设进度不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
总股本(百万股):	101.12	营业收入(百万元)	581	842	1,106	1,423	1,778
流通 A 股(百万股):	33.62	(+/-)YOY(%)	6.7%	44.9%	31.3%	28.6%	25.0%
52 周内股价区间(元):	51.82-79.39	净利润(百万元)	160	220	264	346	441
总市值(百万元):	6,218.09	(+/-)YOY(%)	21.4%	37.6%	20.4%	31.0%	27.3%
总资产(百万元):	2,010.11	全面摊薄 EPS(元)	1.58	2.17	2.61	3.42	4.36
每股净资产(元):	17.29	毛利率(%)	40.7%	38.8%	37.5%	38.0%	38.5%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	23.6%	13.6%	14.4%	15.9%	16.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.37	2.61	3.42	4.36
每股净资产	16.02	18.18	21.60	25.96
每股经营现金流	1.41	3.00	2.69	4.75
每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	31.56	23.53	17.96	14.11
P/B	4.67	3.38	2.85	2.37
P/S	7.38	5.62	4.37	3.50
EV/EBITDA	27.13	16.21	12.20	9.12
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.8%	37.5%	38.0%	38.5%
净利润率	26.1%	23.9%	24.3%	24.8%
净资产收益率	13.6%	14.4%	15.9%	16.8%
资产回报率	12.0%	12.3%	13.6%	14.3%
投资回报率	12.4%	13.8%	15.2%	16.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	44.9%	31.3%	28.6%	25.0%
EBIT 增长率	37.3%	26.9%	31.1%	27.3%
净利润增长率	37.6%	20.4%	31.0%	27.3%
偿债能力指标				
资产负债率	11.3%	14.8%	14.0%	14.6%
流动比率	6.9	5.1	5.2	5.1
速动比率	5.5	4.0	4.0	4.0
现金比率	2.9	2.2	2.2	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	47.8	49.9	50.2	49.3
存货周转天数	140.2	147.6	148.4	145.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	2.4	2.4	2.3	2.5

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	220	264	346	441
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	29	47	60	69
非经营收益	-16	-12	-15	-19
营运资金变动	-89	5	-120	-10
经营活动现金流	143	304	272	480
资产	-138	-153	-204	-160
投资	-321	0	0	0
其他	0	12	15	19
投资活动现金流	-458	-141	-189	-141
债权募资	-15	0	0	0
股权募资	742	0	0	0
其他	-13	-46	0	0
融资活动现金流	714	-46	0	0
现金净流量	395	117	83	339

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	842	1,106	1,423	1,778
营业成本	516	691	882	1,094
毛利率%	38.8%	37.5%	38.0%	38.5%
营业税金及附加	6	9	11	13
营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	12	15	20	24
营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	43	57	73	91
管理费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	30	39	50	63
研发费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	234	296	389	495
财务费用	0	0	0	0
财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	25	12	15	19
营业利润	252	308	404	514
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	256	308	404	514
EBITDA	259	343	449	563
所得税	36	44	58	73
有效所得税率%	14.1%	14.3%	14.3%	14.2%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	220	264	346	441

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	542	659	742	1,081
应收账款及应收票据	131	184	222	274
存货	255	312	415	468
其它流动资产	371	370	385	382
流动资产合计	1,300	1,524	1,764	2,206
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	350	470	617	712
在建工程	12	0	0	0
无形资产	114	111	109	106
非流动资产合计	527	633	777	869
资产总计	1,826	2,157	2,541	3,074
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	136	222	232	309
预收账款	0	4	2	3
其它流动负债	52	74	104	118
流动负债合计	188	300	337	430
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债总计	207	319	356	449
实收资本	101	101	101	101
普通股股东权益	1,620	1,838	2,185	2,625
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,826	2,157	2,541	3,074

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，餐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。