

浙江自然 (605080.SH)

疫情虽影响 Q2 业绩表现，中长期向好趋势不变

受疫情影响，公司 Q2 收入及净利润同比增速分别为 13%/18%，较一季度有所放缓。我们认为公司作为户外用品龙头，新品开发能力强，垂直一体化生产构筑供应链及成本优势，并与大客户保持较高粘性。未来越南及柬埔寨生产基地有序投产，中长期向好趋势不变。当前市值 62 亿元，对应 22PE21X，维持强烈推荐评级。

□ **22H1 业绩稳健增长。** 22H1 公司营业收入、营业利润、归母净利润、扣非归母净利润分别为 6.36 亿元、1.96 亿元、1.74 亿元、1.64 亿元，同比增加 28.37%、21.98%、26.89%、24.33%，实现每股收益 1.72 元。22Q2 公司营业收入、营业利润、归母净利润分别为 3.06 亿元、0.98 亿元、0.89 亿元，同比增长 13.16%、10.70%、17.99%。

□ **22H1 收入拆分：分品类**，22H1 充气床垫、头枕坐垫、防水箱包销售分别为 4.57 亿元、4623 万元、9110 万元，同比+28.1%、51.8%、+20.9%。TPU 产品销售收入 4.33 亿元，同比增加 22.48%。**分渠道**，22H1 内销、外销营业收入分别为 1.40 亿元、4.96 亿元，同比增加 55.41%、22.35%。内销受益于国内露营等户外活动需求增加实现高增长，营收占比同比提升 3.83pct 至 22.02%。

□ **22H1 净利率小幅下降 0.32pct 至 27.42%。** 22H1 毛利率同比下降 4.86pct 至 35.89%，毛利率下降的主要是会计准则变化（运费调至成本）、原材料价格上涨（去年同期有低成本库存优势）、客户订单结构变化所致。期间费用率同比下降 3.61pct 至 4.53%，主要是汇率变动导致财务费用率下降 2.43pct。

□ **现金流健康。** 1) 22H1 经营活动净现金流净额为 1.52 亿元，同比增加 79.53%。2) 22H1 公司应收账款规模 2.33 亿元，占总资产比重同比提升 1.33pct 至 11.57%，22H1 应收账款周转天数同比增加 2 天至 51 天。3) 22H1 公司存货规模达到 1.68 亿元，占总资产比重同比提升 1.28pct 至 8.33%，22H1 存货周转天数增加 11 天至 93 天。

□ **柬埔寨产能逐步释放，天台二期项目储备持续拓展产能。** 公司预计 22 年下半年柬埔寨生产基地投产，逐步释放产能。同时公司拟投资 4.35 亿元建设天台二期项目，主要生产水上用品、充气床垫及户外电器等产品，海内外产能有序扩张和释放。

□ **盈利预测及投资评级：** 公司作为户外用品龙头，持续开发户外新品类，垂直一体化生产构筑供应链及成本优势，并与大客户保持较高粘性；产能扩张意愿强，越南及柬埔寨生产基地有序投产，业绩稳健增长。预计 2022 年-2024 年公司净利润分别为 2.88 亿元、3.60 亿元、4.44 亿元，同比增幅分别为 31%、25%、23%。当前市值 62 亿元，对应 22PE21X，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：** 原材料价格上涨侵蚀盈利空间、海外需求景气度下降导致订单增

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/中小市值
目标估值：NA
当前股价：60.71 元

基础数据

总股本 (万股)	10112
已上市流通股 (万股)	3362
总市值 (亿元)	61
流通市值 (亿元)	20
每股净资产 (MRQ)	17.3
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	13.0%
主要股东	上海扬大企业管理有限公司
主要股东持股比例	53.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-11	9
相对表现	7	-2	25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《浙江自然 (605080) —Q1 业绩增长靓丽，垂直一体化优势持续体现》2022-04-28
- 《浙江自然 (605080) —业绩略超预期，成长性凸显》2021-10-27
- 《浙江自然 (605080) —户外运动代工龙头，技术+客户驱动高增长》2021-10-25

董瑞斌 S1090516030002
✉ dongruibin@cmschina.com.cn
刘丽 S1090517080006
✉ liuli14@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

速放缓的风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	581	842	1101	1390	1732
同比增长	7%	45%	31%	26%	25%
营业利润(百万元)	180	252	334	418	518
同比增长	19%	40%	32%	25%	24%
归母净利润(百万元)	160	220	288	360	444
同比增长	21%	38%	31%	25%	23%
每股收益(元)	1.58	2.17	2.85	3.56	4.39
PE	38.5	28.0	21.3	17.1	13.8
PB	9.1	3.8	3.3	2.9	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	417	1300	1505	1752	2077
现金	145	542	658	776	947
交易性投资	12	351	351	351	351
应收票据	0	1	2	2	3
应收款项	94	130	147	186	231
其它应收款	4	15	20	25	31
存货	147	255	320	404	503
其他	14	5	7	9	11
非流动资产	442	527	609	686	759
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	350	445	534	617
无形资产商誉	134	131	118	106	96
其他	62	46	46	46	46
资产总计	859	1826	2114	2439	2836
流动负债	160	188	233	284	345
短期借款	12	0	0	0	0
应付账款	97	136	176	222	276
预收账款	10	15	19	24	30
其他	41	38	38	39	40
长期负债	24	19	19	19	19
长期借款	3	0	0	0	0
其他	21	19	19	19	19
负债合计	184	207	252	303	364
股本	76	101	101	101	101
资本公积金	253	952	952	952	952
留存收益	347	567	810	1083	1419
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	676	1620	1863	2136	2471
负债及权益合计	859	1826	2114	2439	2836

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	206	143	263	305	378
净利润	160	220	288	360	444
折旧摊销	18	25	39	44	50
财务费用	6	4	(5)	(6)	(7)
投资收益	(4)	(25)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	26	(80)	(49)	(87)	(103)
其它	1	(2)	9	13	14
投资活动现金流	(94)	(458)	(106)	(106)	(106)
资本支出	(99)	(138)	(126)	(126)	(126)
其他投资	5	(320)	19	19	19
筹资活动现金流	(37)	714	(41)	(81)	(101)
借款变动	(30)	(10)	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	699	0	0	0
股利分配	0	0	(46)	(87)	(108)
其他	(7)	(1)	5	6	7
现金净增加额	75	398	116	118	171

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	581	842	1101	1390	1732
营业成本	345	516	668	843	1049
营业税金及附加	4	6	8	10	12
营业费用	16	12	15	19	24
管理费用	27	43	56	71	89
研发费用	21	30	39	49	61
财务费用	6	0	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	(1)	(3)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	12	(7)	(7)	(7)	(7)
其他收益	3	1	1	1	1
投资收益	4	25	25	25	25
营业利润	180	252	334	418	518
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	186	256	337	422	521
所得税	27	36	49	62	78
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	160	220	288	360	444

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	7%	45%	31%	26%	25%
营业利润	19%	40%	32%	25%	24%
归母净利润	21%	38%	31%	25%	23%
获利能力					
毛利率	40.7%	38.8%	39.3%	39.4%	39.4%
净利率	27.4%	26.1%	26.2%	25.9%	25.6%
ROE	26.8%	19.1%	16.6%	18.0%	19.3%
ROIC	25.4%	18.4%	15.9%	17.4%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	21.4%	11.3%	11.9%	12.4%	12.8%
净负债比率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.6	6.9	6.5	6.2	6.0
速动比率	1.7	5.6	5.1	4.7	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.3	2.6	2.3	2.3	2.3
应收账款周转率	6.6	7.5	7.9	8.2	8.2
应付账款周转率	3.5	4.4	4.3	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	1.58	2.17	2.85	3.56	4.39
每股经营净现金	2.03	1.41	2.61	3.02	3.74
每股净资产	6.68	16.02	18.42	21.12	24.44
每股股利	0.00	0.45	0.86	1.07	1.32
估值比率					
PE	38.5	28.0	21.3	17.1	13.8
PB	9.1	3.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	28.9	21.2	15.8	12.7	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。