

# 浙江自然 (605080.SH)

## 单季业绩承压，看好公司长期稳增长

### 核心观点：

- 公司公布 2022 年半年报，2022H1 业绩稳增长，Q2 增速环比放缓。2022H1 实现营收 6.36 亿元 (YOY+28.37%)；归母净利润 1.74 亿元 (YOY+26.89%)。其中 Q2 实现营收 3.06 亿元 (YOY+13.16%)；归母净利润 0.89 亿元 (YOY+17.99%)；Q2 单季增速环比放缓预计主要系 (1) Q1 部分订单提前发货并确认收入；(2) 受疫情影响物流中断，公司 4 月底暂停发货，部分订单发货延迟。
- 受成本上升、产品结构调整影响，盈利水平略有下降，期间费用率减少。2022H1 公司毛利率和净利率分别为 35.89%/27.42%，同比分别下降 4.86/0.32pct，毛利率下降预计主要系毛利率较低的头枕坐垫产品增速较快、生产成本 (人力、疫情期间的物流等) 不断上升等。
- 受益人民币贬值，汇兑收益大幅增加，期间费用率下降。2022H1，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.17%/3.86%/2.30%/-2.80%，分别同比变动-1.30/-0.04/+0.15/-2.43pct。
- 公司注重研发，持续扩品类，全年业绩有望稳健增长。(1) 公司持续注重原辅材料研究，并加大轻量化、高 R 值等专业产品研发，提高品牌专业度。(2) 内销市场拓展迅速，部分缓解海外通胀导致的业绩压力。(3) 随着下半年柬埔寨工厂投产，硬质保温箱包放量，以及 SUP 品类在越南工厂生产逐渐步入正轨，全年业绩有望实现稳健增长。
- 盈利预测与投资建议：预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.80 元/股、3.55 元/股、4.48 元/股。公司拟投资建设户外用品智能化生产基地项目 (二期)，开发新的利润增长点。综合考虑公司行业地位、竞争优势、盈利能力、业绩成长性及可比公司估值等因素，给予公司 2022 年 30 倍 PE 估值，对应合理价值 84.08 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。行业竞争加剧风险，原材料价格上涨风险，汇率波动风险。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	581	842	1,113	1,469	1,885
增长率 (%)	6.7	44.9	32.1	31.9	28.3
EBITDA (百万元)	188	259	389	499	609
归母净利润 (百万元)	160	220	283	359	453
增长率 (%)	21.4	37.6	29.1	26.6	26.4
EPS (元/股)	2.10	2.17	2.80	3.55	4.48
市盈率 (x)	-	34.46	21.94	17.33	13.71
ROE (%)	23.6	13.6	14.9	15.9	16.7
EV/EBITDA (x)	-	27.13	14.45	10.84	8.31

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	61.49 元
合理价值	84.08 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-13

### 相对市场表现



### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002

021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

### 分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001

SFC CE No. BSE791



zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

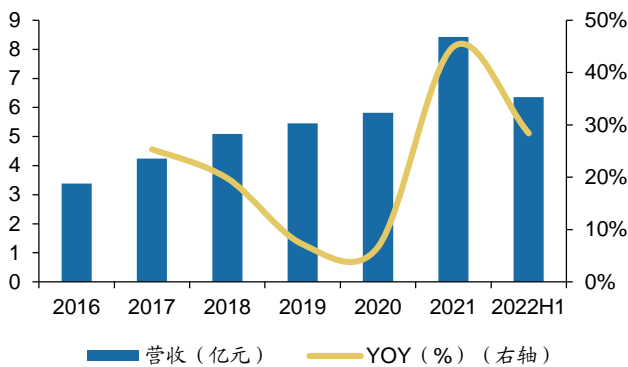
### 相关研究：

浙江自然 (605080.SH) : 户	2022-04-28
外代工龙头持续高增长，22Q1 超预期	
浙江自然 (605080.SH) : 强	2021-12-30
研发+垂直一体化，户外代工龙头快速成长	

## 一、2022H1 业绩稳增长，Q2 增速环比放缓

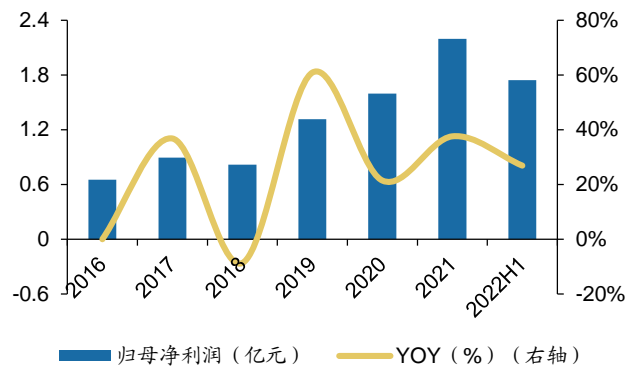
公司公布2022年半年报。公司2022H1实现营收6.36亿元（YOY+28.37%）；归母净利润1.74亿元（YOY+26.89%）。其中2022Q2实现营收3.06亿元（YOY+13.16%）；归母净利润0.89亿元（YOY+17.99%）；Q2单季度增速环比放缓预计主要系（1）2022Q1部分订单提前发货并确认收入；（2）受疫情影响物流中断，公司4月底暂停发货，部分订单延迟发货。

图 1：公司历年营业收入及增速



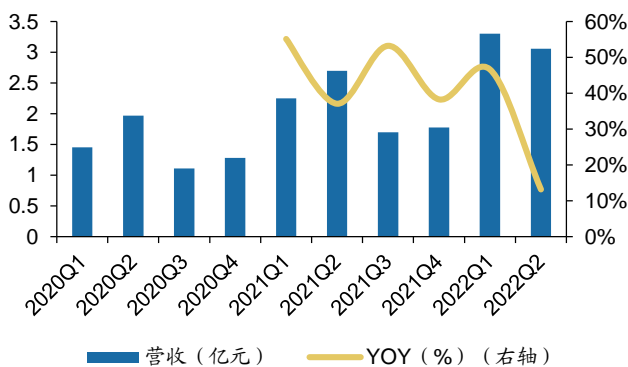
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司历年归母净利润及增速



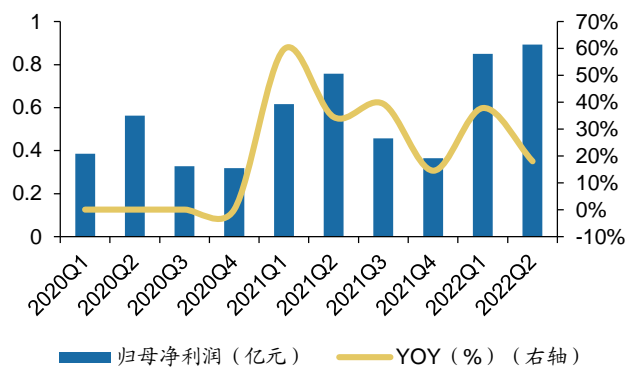
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司分季度营业收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：公司分季度归母净利润及增速



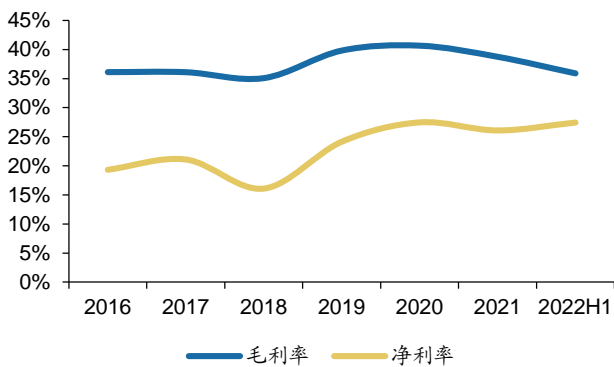
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

受成本上升、产品结构调整影响，盈利水平略有下降，期间费用率减少。2022H1公司毛利率和净利率分别为35.89%/27.42%，同比分别下降4.86/0.32pct，毛利率下降预计主要系（1）毛利率较低的头枕坐垫产品增速较快，2022H1，充气床垫收入4.57亿元（YOY+28.1%），头枕坐垫实现收入0.47亿元（YOY+51.8%）；

(2) 上半年原材料价格波动剧烈、人工成本和疫情期间物流成本不断上升。

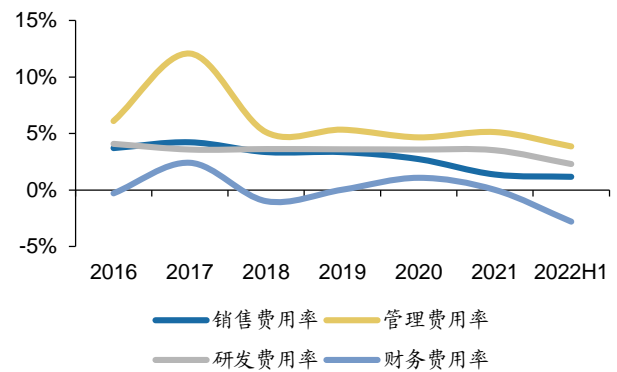
受益人民币贬值，汇兑收益大幅增加，期间费用率下降。2022H1，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.17%/3.86%/2.30%/-2.80%，分别同比变动-1.30/-0.04/+0.15/-2.43pct，销售费用率下降主要系受疫情影响，展会费用及差旅招待费减少，以及包干运杂费由销售费用调整至营业成本；财务费用率下降主要系实现汇兑收益1658.77万元（去年同期汇兑损失21.19万元）。

图 5：公司毛利率及净利率（单位：%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 6：公司各项费用率（单位：%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

**公司注重研发，持续扩品类，全年业绩有望稳健增长。**（1）2022H1公司研发费用1.46亿元（YOY+37.54%），高于业绩增速；①公司持续注重新材料、复合面料、聚氨酯软泡技术等原辅材料研究；②加大轻量化、高R值等专业产品研发，提高品牌专业度。（2）内销市场拓展迅速，部分缓解海外通胀导致的业绩压力。2022H1公司内销收入1.40亿元，YOY+55.41%；外销业务收入4.96亿元，YOY+22.36%。（3）随着下半年柬埔寨工厂投产，硬质保温箱包放量，以及SUP品类在越南工厂生产逐渐步入正轨，全年业绩有望实现稳健增长。

**公司拟投资建设户外用品智能化生产基地项目（二期），开发新的利润增长点。**公司拟投资4.35亿元建设“户外用品智能化生产基地项目（二期）”，占地约125亩，固定资产投资约4.25亿元，建筑面积约12万平方米，生产水上运动产品、充气床垫、户外电器等户外体育休闲用品，建设期3-5年，预计达产后产值5.2亿元，实现销售收入5亿元，进一步优化公司产品结构、提高竞争力、带来新的利润增长点。

## 二、盈利预测与投资建议

预计2022-2024年EPS分别为2.80元/股、3.55元/股、4.48元/股。综合考虑公司行业地位、竞争优势、盈利能力、业绩成长性及可比公司估值等因素，给予公司2022年30倍PE估值，对应合理价值84.08元/股，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值情况 (截至20220812)

公司名称	公司代码	收盘价	EPS (元/股)			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
华利集团	300979.SZ	60.89	2.37	2.97	3.64	37.55	20.50	16.74
牧高笛	603908.SH	101.44	1.18	2.68	3.73	35.21	37.84	27.19

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 WIND 一致预测

### 三、风险提示

- (一) 行业竞争加剧风险
- (二) 原材料价格上涨风险
- (三) 汇率波动风险

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>417</b>	<b>1,300</b>	<b>1,427</b>	<b>1,801</b>	<b>2,337</b>
货币资金	145	542	591	808	1,155
应收及预付	100	135	175	223	281
存货	147	255	327	429	554
其他流动资产	25	368	335	341	348
<b>非流动资产</b>	<b>442</b>	<b>527</b>	<b>750</b>	<b>814</b>	<b>827</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	350	526	572	578
在建工程	45	12	62	82	92
无形资产	117	114	112	109	106
其他长期资产	35	51	51	51	51
<b>资产总计</b>	<b>859</b>	<b>1,826</b>	<b>2,177</b>	<b>2,615</b>	<b>3,164</b>
<b>流动负债</b>	<b>160</b>	<b>188</b>	<b>256</b>	<b>334</b>	<b>430</b>
短期借款	12	0	0	0	0
应付及预收	97	136	183	240	310
其他流动负债	51	52	73	94	120
<b>非流动负债</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
长期借款	3	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	<b>184</b>	<b>207</b>	<b>274</b>	<b>353</b>	<b>449</b>
股本	76	101	101	101	101
资本公积	253	952	952	952	952
留存收益	347	567	850	1,209	1,662
归属母公司股东权益	676	1,620	1,903	2,262	2,715
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>859</b>	<b>1,826</b>	<b>2,177</b>	<b>2,615</b>	<b>3,164</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>581</b>	<b>842</b>	<b>1,113</b>	<b>1,469</b>	<b>1,885</b>
营业成本	345	516	704	923	1,192
营业税金及附加	4	6	8	11	14
销售费用	16	12	21	27	35
管理费用	27	43	51	68	87
研发费用	21	30	36	44	57
财务费用	6	0	-18	-5	-6
资产减值损失	-1	-2	-1	-1	-1
公允价值变动收益	12	-7	0	0	0
投资净收益	4	25	10	14	18
<b>营业利润</b>	<b>180</b>	<b>252</b>	<b>321</b>	<b>414</b>	<b>524</b>
营业外收支	6	4	9	4	4
<b>利润总额</b>	<b>186</b>	<b>256</b>	<b>330</b>	<b>418</b>	<b>528</b>
所得税	27	36	47	59	75
<b>净利润</b>	<b>160</b>	<b>220</b>	<b>283</b>	<b>359</b>	<b>453</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>160</b>	<b>220</b>	<b>283</b>	<b>359</b>	<b>453</b>
EBITDA	188	259	389	499	609
EPS (元)	2.10	2.17	2.80	3.55	4.48

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>206</b>	<b>143</b>	<b>292</b>	<b>350</b>	<b>425</b>
净利润	160	220	283	359	453
折旧摊销	18	25	77	86	87
营运资金变动	37	-89	-51	-78	-95
其它	-8	-13	-18	-16	-20
<b>投资活动现金流</b>	<b>-94</b>	<b>-458</b>	<b>-245</b>	<b>-133</b>	<b>-79</b>
资本支出	-98	-138	-292	-146	-96
投资变动	4	-321	36	0	0
其他	1	0	10	14	18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-37</b>	<b>714</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	41	0	0	0	0
股权融资	0	742	0	0	0
其他	-78	-28	3	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>71</b>	<b>395</b>	<b>49</b>	<b>217</b>	<b>346</b>
期初现金余额	72	144	542	591	808
期末现金余额	144	539	591	808	1,155

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	6.7%	44.9%	32.1%	31.9%	28.3%
营业利润增长	19.5%	39.7%	27.5%	28.9%	26.6%
归母净利润增长	21.4%	37.6%	29.1%	26.6%	26.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.7%	38.8%	36.8%	37.1%	36.8%
净利率	27.4%	26.1%	25.5%	24.4%	24.1%
ROE	23.6%	13.6%	14.9%	15.9%	16.7%
ROIC	21.1%	12.4%	14.1%	15.7%	16.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.4%	11.3%	12.6%	13.5%	14.2%
净负债比率	27.2%	12.8%	14.4%	15.6%	16.5%
流动比率	2.61	6.91	5.58	5.39	5.43
速动比率	1.65	5.53	4.28	4.08	4.13
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.68	0.46	0.51	0.56	0.60
应收账款周转率	6.18	6.49	6.64	6.89	7.02
存货周转率	3.96	3.30	3.41	3.42	3.40
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.10	2.17	2.80	3.55	4.48
每股经营现金流	3	1	3	3	4
每股净资产	8.91	16.02	18.82	22.37	26.85
<b>估值比率</b>					
P/E	-	34.46	21.94	17.33	13.71
P/B	-	4.67	3.27	2.75	2.29
EV/EBITDA	-	27.13	14.45	10.84	8.31

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：高级研究员，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。