

## 浙江自然 (605080)

### 2022 年三季报点评: Q3 收入略下滑、汇率波动拖累净利, 产能及品类拓展稳步推进 买入 (维持)

2022 年 10 月 26 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

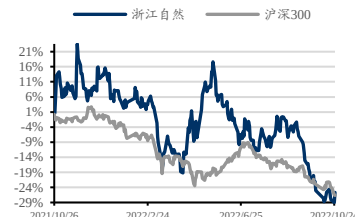
| 盈利预测与估值           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 842   | 1,004 | 1,234 | 1,494 |
| 同比                | 45%   | 19%   | 23%   | 21%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 220   | 246   | 333   | 413   |
| 同比                | 38%   | 12%   | 35%   | 24%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 2.17  | 2.44  | 3.29  | 4.09  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 21.96 | 19.56 | 14.49 | 11.67 |

#业绩不及预期

#### 投资要点

- 公司公布 2022 年三季报, Q3 收入小幅下滑、公允价值亏损拖累净利。2022 前三季度营收 8.03 亿元/yoy+20.83%、归母净利润 1.99 亿元/yoy+8.84%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 营收分别同比+46.61% /+13.16%/-1.19%、归母净利分别同比+37.82%/+17.99%/-45.44%。公司出口占比近 80%(22H1), 收入同时受到外需、海外露营景气度、下游客户去库节奏影响, 22H1 在外需+海外露营保持景气下取得较好收入增长, Q3 收入小幅下滑、主因外需及露营景气趋弱+部分客户去库存持续及去年同期高基数影响; Q3 净利下滑较多, 主因公司会对订单进行提前锁汇、Q3 人民币贬值幅度较大导致远期外汇合约浮亏、公允价值损失 1871 万元, 扣非后归母净利同比增长 2.67%。
- 毛利率下滑, 汇率贬值促费用率下滑, 公允价值变动较大拖累净利率。1) 毛利率: 22 年前三季度毛利率同比-3.93pct 至 36.13%, 主要受到原材料价格上涨、销售费用统计口径变化、人民币贬值 (提前锁汇)、部分产品价格下滑的影响。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 36.47%/35.26%/37.05%、分别同比-4.75 pct /-5.1 pct /-0.99pct, Q3 下滑幅度明显收窄, 主因 21 年基数毛利率随原材料价格上涨逐季下滑。2) 期间费用率: 22 年前三季度期间费用率同比-3.16pct 至 5.89%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.19/+0.22/+0.46/-2.65 pct 至 1.29%/4.71%/2.96%/-3.08%, 财务费用率下降主因人民币贬值带来汇兑收益。单 Q3 期间费用率同比-0.64pct 至 11.04%、小幅下降, 其中人民币贬值导致财务费用率同比-3.54pct。3) 归母净利率: 22 年前三季度归母净利率 24.80%/yoy-2.73pct, 单 Q3 归母净利率 14.87%/yoy-12.06pct, 受人民币贬值下公司远期外汇合约浮亏、公允价值损失影响较大, 扣非后归母净利率 23.8%。
- 产能、品类、客户拓展持续推进。1) 产能方面, 22 年产能扩张主要来自对现有厂房改造、增量有限。22 年 8 月公告拟投资 4.35 亿元在天台县建设“户外用品智能化生产基地 (二期)”, 预计建设期 3-5 年。柬埔寨、越南工厂产能爬坡中、23 年预计进一步投产, 品类拓展至保温箱包、水上用品、车载床垫等。2) 客户方面, 22H1 越南、柬埔寨子公司分别通过了迪卡侬 & REI、Coleman & IGLOO 审核, 成为品牌合格供应商、客户拓展顺利。
- 盈利预测与投资评级: 公司为 TPU 充气床垫外销龙头, Q3 受外需放缓+客户去库等影响收入端小幅下滑, 随客户库存去化完成、Q4 发货开始逐步恢复, 我们预计 Q4 收入同比增速有望回升至 10%+。净利端受汇率波动影响较大, 一方面汇兑收益促财务费用率下降, 另一方面公司采用远期外汇合约提前锁汇 (锁汇金额约 4000 万美元)、人民币贬值导致浮亏较多, 公司预计 Q4 将对 700+万美元锁汇进行结算。长期看公司客户资源优质, 随产能扩张、品类拓展, 业绩有望保持稳健增长。考虑汇率波动及外需放缓因素, 我们将 22-24 年归母净利从 2.82/3.59/4.56 下调至 2.46/3.33/4.13 亿元, EPS 分别为 2.44/3.29/4.09 元/股, 对应 PE20/14/12X, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 汇率波动, 外需放缓超出预期, 国内疫情反复。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 47.68       |
| 一年最低/最高价      | 44.36/80.89 |
| 市净率(倍)        | 2.72        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,603.17    |
| 总市值(百万元)      | 4,821.57    |

#### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 17.54  |
| 资产负债率(% ,LF) | 10.74  |
| 总股本(百万股)     | 101.12 |
| 流通 A 股(百万股)  | 33.62  |

#### 相关研究

《浙江自然(605080): 2022 年中报点评: 业绩符合预期, 扩产能扩品类持续推进》

2022-08-14

《浙江自然(605080): 户外细分领域生产龙头, 项目投产助推业绩高增》

2022-04-29

浙江自然三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表 (百万元)       | 2021A      | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,300</b> | <b>1,700</b> | <b>2,050</b> | <b>2,299</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>842</b> | <b>1,004</b> | <b>1,234</b> | <b>1,494</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 893          | 1,261        | 1,526        | 1,669        | 营业成本(含金融类)      | 516        | 628          | 759          | 911          |
| 经营性应收款项          | 136          | 153          | 188          | 228          | 税金及附加           | 6          | 8            | 9            | 10           |
| 存货               | 255          | 274          | 321          | 385          | 销售费用            | 12         | 14           | 17           | 20           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 43         | 45           | 57           | 69           |
| 其他流动资产           | 16           | 12           | 14           | 17           | 研发费用            | 30         | 30           | 37           | 45           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>527</b>   | <b>599</b>   | <b>619</b>   | <b>628</b>   | 财务费用            | 0          | -13          | -13          | -18          |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 加:其他收益          | 1          | 5            | 6            | 7            |
| 固定资产及使用权资产       | 350          | 426          | 452          | 466          | 投资净收益           | 25         | 10           | 12           | 15           |
| 在建工程             | 12           | 12           | 12           | 12           | 公允价值变动          | -7         | -20          | 0            | 0            |
| 无形资产             | 114          | 109          | 104          | 99           | 减值损失            | -3         | -3           | -3           | -3           |
| 商誉               | 17           | 17           | 17           | 17           | 资产处置收益          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>     | <b>252</b> | <b>284</b>   | <b>384</b>   | <b>478</b>   |
| 其他非流动资产          | 34           | 34           | 34           | 34           | 营业外净收支          | 4          | 3            | 4            | 4            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,826</b> | <b>2,298</b> | <b>2,669</b> | <b>2,928</b> | <b>利润总额</b>     | <b>256</b> | <b>287</b>   | <b>388</b>   | <b>482</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>188</b>   | <b>414</b>   | <b>452</b>   | <b>297</b>   | 减:所得税           | 36         | 41           | 55           | 68           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0            | 200          | 200          | 0            | <b>净利润</b>      | <b>220</b> | <b>246</b>   | <b>333</b>   | <b>413</b>   |
| 经营性应付款项          | 136          | 146          | 171          | 200          | 减:少数股东损益        | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 15           | 19           | 23           | 27           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>220</b> | <b>246</b>   | <b>333</b>   | <b>413</b>   |
| 其他流动负债           | 38           | 48           | 58           | 70           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 2.17       | 2.44         | 3.29         | 4.09         |
| 非流动负债            | 19           | 19           | 19           | 19           | EBIT            | 234        | 279          | 355          | 439          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 259        | 317          | 394          | 481          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 38.76      | 37.43        | 38.47        | 39.05        |
| 租赁负债             | 0            | 0            | 0            | 0            | 归母净利率(%)        | 26.06      | 24.55        | 26.96        | 27.65        |
| 其他非流动负债          | 19           | 19           | 19           | 19           | 收入增长率(%)        | 44.91      | 19.21        | 22.90        | 21.07        |
| <b>负债合计</b>      | <b>207</b>   | <b>432</b>   | <b>471</b>   | <b>316</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 37.59      | 12.29        | 34.98        | 24.19        |
| 归属母公司股东权益        | 1,620        | 1,866        | 2,199        | 2,612        |                 |            |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |            |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,620</b> | <b>1,866</b> | <b>2,199</b> | <b>2,612</b> |                 |            |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>1,826</b> | <b>2,298</b> | <b>2,669</b> | <b>2,928</b> |                 |            |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标       | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 143   | 289   | 317   | 377   | 每股净资产(元)        | 16.02 | 18.45 | 21.74 | 25.83 |
| 投资活动现金流     | -458  | -97   | -44   | -31   | 最新发行在外股份(百万股)   | 101   | 101   | 101   | 101   |
| 筹资活动现金流     | 714   | 196   | -8    | -204  | ROIC(%)         | 17.36 | 12.97 | 13.65 | 15.05 |
| 现金净增加额      | 395   | 388   | 265   | 142   | ROE-摊薄(%)       | 13.55 | 13.21 | 15.13 | 15.82 |
| 折旧和摊销       | 25    | 38    | 39    | 41    | 资产负债率(%)        | 11.33 | 18.81 | 17.63 | 10.78 |
| 资本开支        | -138  | -107  | -56   | -46   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 21.96 | 19.56 | 14.49 | 11.67 |
| 营运资本变动      | -89   | -24   | -56   | -73   | P/B (现价)        | 2.98  | 2.58  | 2.19  | 1.85  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

