

# 浙江自然 (605080)

证券研究报告

2022年10月27日

## 发货节奏推后拖累 Q3 业绩，出口短期承压静待新品发力

22Q3 收入 1.68 亿同减 1.19%，扣非净利 0.40 亿同增 2.67%

22Q3 公司收入 1.68 亿，同比减少 1.19%；22Q1-3 收入 8.03 亿，同比增长 20.82%，其中 22Q1-3 收入及增速分别为 3.30 亿 (+46.61%)、3.06 亿 (+13.16%)、1.68 亿 (-1.19%)。

22Q3 公司归母净利 0.25 亿元，同比减少 45.44%，主要系 Q3 汇率波动较大，交易性金融资产公允价值下降较多，导致非经同比大幅减少，扣非后有所改善；22Q1-3 归母净利 1.99 亿，同比增长 8.84%，其中 22Q1-3 归母净利及增速分别为 0.85 亿(+37.82%)、0.89 亿(+17.99%)、0.25 亿(-45.44%)。

22Q3 扣非净利 0.40 亿，同比增长 2.67%；22Q1-3 扣非净利 2.04 亿，同比增长 19.40%，其中 22Q1-3 扣非净利分别为 0.77 亿、0.87 亿、0.40 亿。

22Q3 毛利率同减 0.99pct，扣非净利率同增 0.89pct

22Q3 毛利率 37.05%，同比减少 0.99pct；22Q1-3 毛利率分别为 36.47%、35.26%、37.05%；22Q3 归母净利率 14.87%，同比减少 12.06pct，22Q1-3 归母净利率分别为 25.74%、29.23%、14.87%；22Q3 扣非净利率 23.80%，同比增长 0.89pct。

22Q3 公司期间费率中：销售费用率 1.77%，同减 0.77pct；管理费用率 7.96%，同增 1.74pct；研发费用率 5.45%，同增 1.94pct；财务费用率-4.14%，同减 3.54pct。

### 依托优质客户，横向拓展品类

公司同全球 200 多个品牌建立良好合作关系，客户覆盖专业户外运动品牌、大型商超等类型；产品涉及高、中、低各种档次。上半年，越南和柬埔寨子公司正式成为迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 的合格供应商；未来，公司将立足于户外运动用品领域，建立以 TPU 复合面料、熔接加工技术为核心，依托优质客户，逐步向保温箱包、水上用品等多个品类进行开拓的发展规划。

**调整盈利预测，维持买入评级。**公司深耕户外用品细分领域，研发及垂直一体化生产能力强，与优质客户深入合作，伴随国内及柬埔寨、越南产能投放，多品类拓展可期。我们预计公司 22-24 年营收分别为 10.0、11.6、13.7 亿元（原值分别为 11.0、14.4、18.9 亿元），归母净利分别为 2.5、3.0、3.7 亿元（原值分别为 2.9、3.8、4.9 亿元），对应 EPS 分别为 2.5、3.0、3.7 元/股（原值分别为 2.8、3.8、4.8 元/股），对应 PE 分别为 18、15、12x。

**风险提示：**原材料价格波动，海外需求不及预期，产能释放进度不及预期，汇率波动风险，行业竞争加剧风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581.34	842.44	998.67	1,158.88	1,373.64
增长率(%)	6.68	44.91	18.55	16.04	18.53
EBITDA(百万元)	224.72	311.53	311.90	366.51	444.13
归属母公司净利润(百万元)	159.54	219.51	250.31	300.49	369.42
增长率(%)	21.44	37.59	14.03	20.05	22.94
EPS(元/股)	1.58	2.17	2.48	2.97	3.65
市盈率(P/E)	28.66	20.83	18.26	15.21	12.38
市净率(P/B)	6.77	2.82	2.47	2.15	1.87
市销率(P/S)	7.86	5.43	4.58	3.95	3.33
EV/EBITDA	0.00	21.30	10.78	8.44	6.30

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	45.21 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	101.12
流通 A 股股本(百万股)	33.62
A 股总市值(百万元)	4,821.57
流通 A 股市值(百万元)	1,603.17
每股净资产(元)	17.54
资产负债率(%)	10.74
一年内最高/最低(元)	80.89/44.36

### 作者

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

**尉鹏洁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521070001  
weipengjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

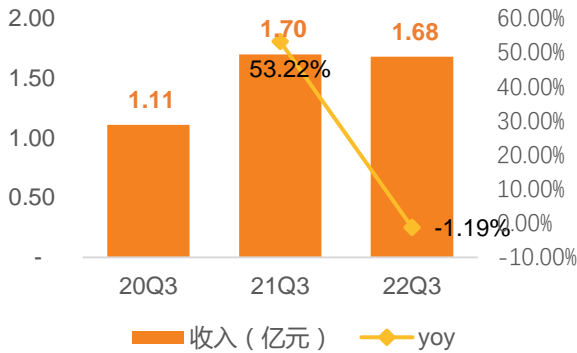
### 相关报告

- 《浙江自然-半年报点评:盈利能力稳定，收入端韧性强，竞争力持续提升》 2022-08-13
- 《浙江自然-年报点评报告:22Q1 业绩超预期，产品结构逐步优化，新品单价显著提升》 2022-04-29
- 《浙江自然-季报点评:前三季度归母净利同比+43.3%，TPU 产品销售持续较快增长》 2021-10-27

## 1. 22Q3 收入 1.68 亿同减 1.19%，扣非净利 0.40 亿同增 2.67%

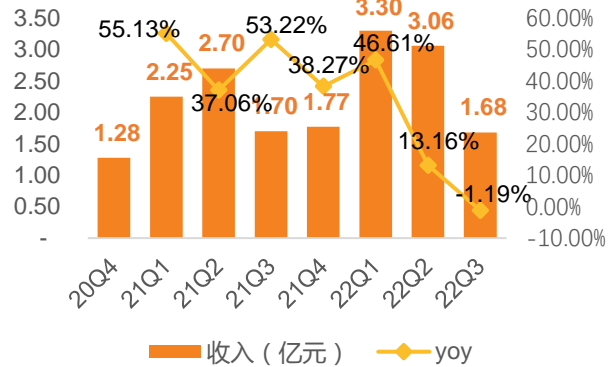
22Q3 公司收入 1.68 亿，同比减少 1.19%；22Q1-3 收入 8.03 亿，同比增长 20.82%，其中 22Q1-3 收入及增速分别为 3.30 亿 (+46.61%)、3.06 亿 (+13.16%)、1.68 亿 (-1.19%)。

图 1：22Q3 收入 1.68 亿同减 1.19%



资料来源：wind，天风证券研究所

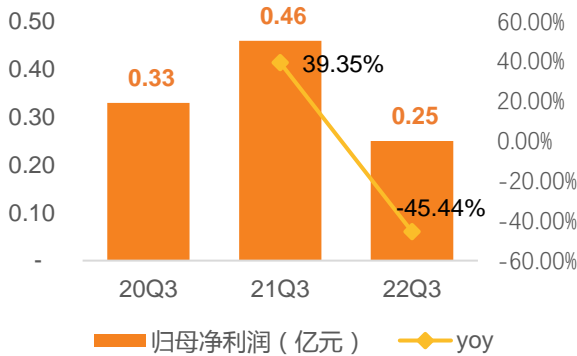
图 2：22Q1-3 增速分别为+46.61%、+13.16%、-1.19%



资料来源：wind，天风证券研究所

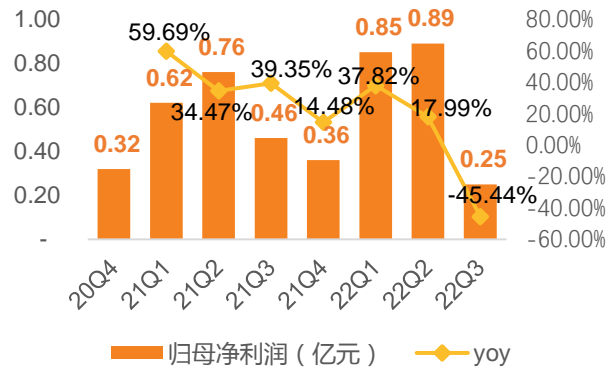
22Q3 公司归母净利润 0.25 亿，同比减少 45.44%，主要系 Q3 汇率波动较大，交易性金融资产公允价值下降较多，导致非经同比大幅减少，扣非后有所改善；22Q1-3 归母净利润 1.99 亿，同比增长 8.84%，其中 22Q1-3 归母净利润及增速分别为 0.85 亿 (+37.82%)、0.89 亿 (+17.99%)、0.25 亿(-45.44%)。

图 3：22Q3 归母净利润 0.25 亿同减 45.44%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：22Q1-3 增速分别为+37.82%、+17.99%、-45.44%

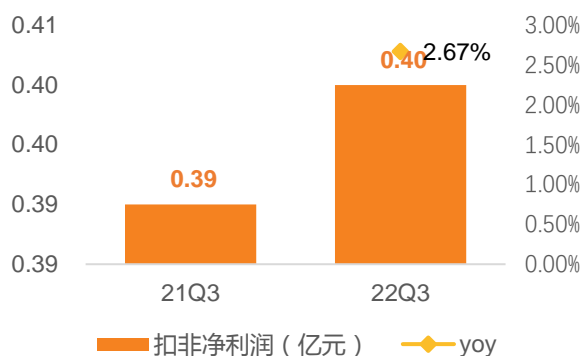


资料来源：wind，天风证券研究所

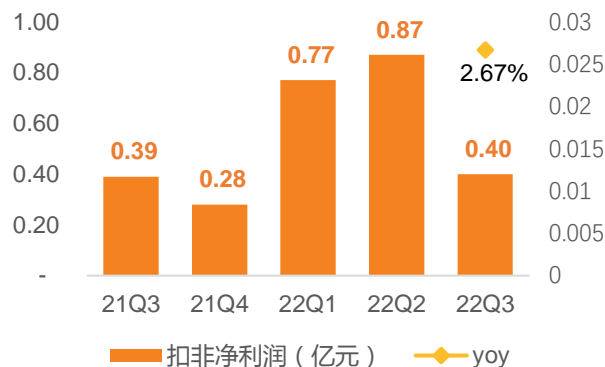
22Q3 扣非净利 0.40 亿，同比增长 2.67%；22Q1-3 扣非净利 2.04 亿，同比增长 19.40%，其中 22Q1-3 扣非净利分别为 0.77 亿、0.87 亿、0.40 亿。

图 5：22Q3 扣非净利 0.40 亿同增 2.67%

图 6：22Q1-3 扣非净利 2.04 亿同增 19.40%



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

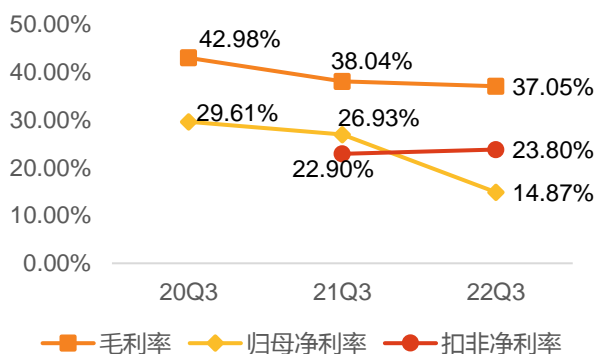
## 2. 22Q3 毛利率同减 0.99pct, 扣非净利率同增 0.89pct

22Q3 公司毛利率 37.05%, 同比减少 0.99pct; 22Q1-3 毛利率分别为 36.47%、35.26%、37.05%。

22Q3 公司归母净利率 14.87%, 同比减少 12.06pct; 22Q1-3 归母净利率分别为 25.74%、29.23%、14.87%。

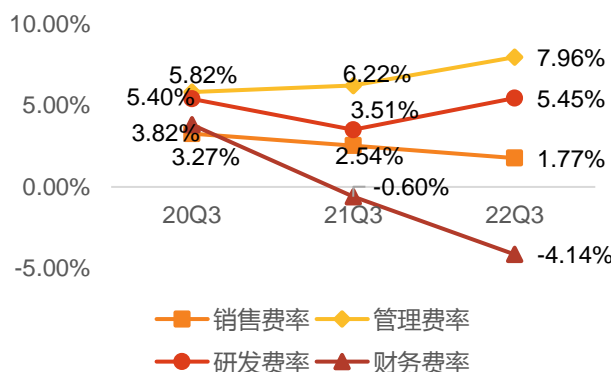
22Q3 公司扣非净利率 23.80%, 同比增长 0.89pct。

图 7: 22Q3 毛利率同减 0.99pct, 扣非净利率同增 0.89pct



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 22Q3 销售费用率同减 0.77pct, 管理费用率同增 1.74pct



资料来源: wind, 天风证券研究所

22Q3 公司期间费率中: 销售费用率 1.77%, 同减 0.77pct; 管理费用率 7.96%, 同增 1.74pct; 研发费用率 5.45%, 同增 1.94pct; 财务费用率 -4.14%, 同减 3.54pct。

## 3. 前景展望

公司主营充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外运动用品的研发、设计、生产和销售。掌握关键工艺和技术, 形成独特的垂直一体化产业链, 成为全球户外运动用品领域的重要参与者。

### (1) 垂直一体化优势, 提升抗风险能力

公司掌握 TPU 薄膜生产及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术。生产流程从源头开始介入, 实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制, 形成独具特色的垂直一体化产业链; 不仅具有成本优势, 更有质量、交期方面的综合优势, 有效提升公司抗风险能力和议价能力。

### (2) 利用地区优势，围绕需求研发创新

公司在上海厂区设有研发部门，利用上海的人才、信息、高校科研优势，收集国内外户外用品发展趋势信息，广泛获取原材料加工、自动化设备最新技术，贯彻实施指导方针；在基础材料、产品、自动化设备三个研发方向，以客户需求为目标，围绕 TPU 复合箱包面料、车用充气床垫、充气水上用品、硬质保温箱等重点新项目展开工作。

### (3) 依托优质客户，横向拓展品类

公司同全球 200 多个品牌建立良好合作关系，客户覆盖专业户外运动品牌、大型商超等类型；产品涉及高、中、低各种档次。上半年，越南和柬埔寨子公司正式成为迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 的合格供应商；未来，公司将立足于户外运动用品领域，建立以 TPU 复合面料、熔接加工技术为核心，依托优质客户，逐步向保温箱包、水上用品等多个品类进行开拓的发展规划。

### (4) 推行全面质量管理，可持续健康发展

公司持续推行全面质量管理，坚持以产品质量为核心，不断完善管理体系，提高产品合格率、客户满意度。以信息化建设为核心，以 ERP 信息系统的搭建与完善为契机，通过 MES 系统来实现订单作业流程、自动化生产系统的一体化，提高生产、交付效率；建立大宗原材料以及汇率的风险防范管理系统，确立风险中性原则，促进企业可持续健康发展。

## 4. 盈利预测

**调整盈利预测，维持买入评级。**公司深耕户外用品细分领域，研发及垂直一体化生产能力强，与优质客户深入合作，伴随国内及柬埔寨、越南产能投放，多品类拓展可期。考虑到海外需求或持续受影响，我们预计公司 22-24 年营收分别为 10.0、11.6、13.7 亿元（原值分别为 11.0、14.4、18.9 亿元），归母净利分别为 2.5、3.0、3.7 亿元（原值分别为 2.9、3.8、4.9 亿元），对应 EPS 分别为 2.5、3.0、3.7 元/股（原值分别为 2.8、3.8、4.8 元/股），对应 PE 分别为 18、15、12x。

## 5. 风险提示

原材料价格波动，海外需求不及预期，产能释放进度不及预期，汇率波动风险，行业竞争加剧风险等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	145.29	541.84	824.02	1,083.29	1,360.73
应收票据及应收账款	94.14	131.23	152.99	112.94	202.27
预付账款	5.74	3.85	11.54	5.34	13.40
存货	146.63	255.08	263.73	336.61	350.27
其他	25.18	367.55	378.13	394.22	403.25
<b>流动资产合计</b>	<b>416.98</b>	<b>1,299.55</b>	<b>1,630.42</b>	<b>1,932.41</b>	<b>2,329.92</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	245.87	349.65	323.86	298.06	272.27
在建工程	44.72	11.51	11.51	11.51	11.51
无形资产	117.27	114.34	111.10	107.85	104.60
其他	34.57	51.34	40.83	42.22	44.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>442.43</b>	<b>526.85</b>	<b>487.29</b>	<b>459.64</b>	<b>433.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>859.41</b>	<b>1,826.40</b>	<b>2,117.71</b>	<b>2,392.05</b>	<b>2,763.09</b>
短期借款	12.17	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	96.55	135.82	191.77	182.79	237.47
其他	40.90	37.77	53.34	64.08	56.68
<b>流动负债合计</b>	<b>149.61</b>	<b>173.59</b>	<b>245.11</b>	<b>246.87</b>	<b>294.15</b>
长期借款	3.19	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.64	18.76	20.03	19.81	19.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>23.83</b>	<b>18.76</b>	<b>20.03</b>	<b>19.81</b>	<b>19.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>183.87</b>	<b>206.85</b>	<b>265.15</b>	<b>266.68</b>	<b>313.68</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.84	101.12	101.12	101.12	101.12
资本公积	252.62	951.84	951.84	951.84	951.84
留存收益	347.08	566.59	799.60	1,072.41	1,396.45
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>675.54</b>	<b>1,619.55</b>	<b>1,852.56</b>	<b>2,125.37</b>	<b>2,449.41</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>859.41</b>	<b>1,826.40</b>	<b>2,117.71</b>	<b>2,392.05</b>	<b>2,763.09</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	159.54	219.51	250.31	300.49	369.42
折旧摊销	17.71	25.29	29.04	29.04	29.04
财务费用	6.31	4.26	(8.81)	(12.30)	(15.76)
投资损失	(4.34)	(25.17)	(1.99)	(10.50)	(12.55)
营运资金变动	52.34	(99.73)	32.12	(34.28)	(62.64)
其它	(25.85)	18.42	11.99	8.30	13.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>205.71</b>	<b>142.59</b>	<b>312.67</b>	<b>280.76</b>	<b>320.51</b>
资本支出	80.06	94.79	(1.27)	0.22	0.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(173.62)	(553.20)	(20.73)	(6.32)	(13.73)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(93.56)</b>	<b>(458.41)</b>	<b>(22.00)</b>	<b>(6.10)</b>	<b>(13.45)</b>
债权融资	(39.37)	(15.45)	8.81	12.30	15.76
股权融资	0.00	678.99	(17.30)	(27.69)	(45.38)
其他	2.57	50.36	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(36.80)</b>	<b>713.90</b>	<b>(8.49)</b>	<b>(15.38)</b>	<b>(29.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>75.35</b>	<b>398.07</b>	<b>282.18</b>	<b>259.27</b>	<b>277.44</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>581.34</b>	<b>842.44</b>	<b>998.67</b>	<b>1,158.88</b>	<b>1,373.64</b>
营业成本	344.83	515.92	632.60	728.03	850.32
营业税金及附加	4.50	6.04	7.75	8.76	10.29
销售费用	15.87	11.56	12.98	13.91	16.76
管理费用	27.08	43.18	47.94	56.34	67.17
研发费用	20.80	29.62	29.96	34.77	41.21
财务费用	6.25	0.10	(8.81)	(12.30)	(15.76)
资产/信用减值损失	(1.17)	(3.24)	(2.20)	(2.20)	(2.55)
公允价值变动收益	12.27	(6.56)	11.99	8.30	13.00
投资净收益	4.34	25.17	1.99	10.50	12.55
其他	(33.86)	(31.38)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>180.44</b>	<b>252.04</b>	<b>288.04</b>	<b>345.98</b>	<b>426.65</b>
营业外收入	6.56	4.51	4.48	5.18	4.72
营业外支出	0.69	0.91	0.56	0.72	0.73
<b>利润总额</b>	<b>186.31</b>	<b>255.64</b>	<b>291.95</b>	<b>350.44</b>	<b>430.64</b>
所得税	26.77	36.12	41.64	49.95	61.22
<b>净利润</b>	<b>159.54</b>	<b>219.51</b>	<b>250.31</b>	<b>300.49</b>	<b>369.42</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>159.54</b>	<b>219.51</b>	<b>250.31</b>	<b>300.49</b>	<b>369.42</b>
每股收益(元)	1.58	2.17	2.48	2.97	3.65

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.68%	44.91%	18.55%	16.04%	18.53%
营业利润	19.48%	39.68%	14.28%	20.12%	23.32%
归属于母公司净利润	21.44%	37.59%	14.03%	20.05%	22.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.68%	38.76%	36.66%	37.18%	38.10%
净利率	27.44%	26.06%	25.06%	25.93%	26.89%
ROE	23.62%	13.55%	13.51%	14.14%	15.08%
ROIC	34.19%	41.98%	34.57%	44.58%	54.59%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.39%	11.33%	12.52%	11.15%	11.35%
净负债率	-19.23%	-33.46%	-44.48%	-50.97%	-55.55%
流动比率	2.61	6.91	6.65	7.83	7.92
速动比率	1.69	5.55	5.58	6.46	6.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.60	7.48	7.03	8.72	8.72
存货周转率	3.85	4.19	3.85	3.86	4.00
总资产周转率	0.74	0.63	0.51	0.51	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.58	2.17	2.48	2.97	3.65
每股经营现金流	2.03	1.41	3.09	2.78	3.17
每股净资产	6.68	16.02	18.32	21.02	24.22
<b>估值比率</b>					
市盈率	28.66	20.83	18.26	15.21	12.38
市净率	6.77	2.82	2.47	2.15	1.87
EV/EBITDA	0.00	21.30	10.78	8.44	6.30
EV/EBIT	0.00	23.18	11.88	9.16	6.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com