

浙江自然（605080）：业绩短期承压，静待下游去库与新品类爬坡

2023 年 9 月 12 日

推荐/维持

浙江自然

公司报告

事件：公司公布 2023 年中报，上半年实现收入 5.30 亿元，同比-16.60%；归母净利润 1.21 亿元，同比-30.86%。

下游库存处于消化过程，收入端仍暂时承压。23H1 公司收入增速延续 22Q3 以来的疲软水平（22Q3/Q4 收入同比-1%/-20%），判断仍主要受下游去库、订单缩减的影响。海外市场方面，高通胀使得户外运动用品品牌商 22H2 销售不振，处于去库状态，预计此趋势延续至 23H1。国内市场方面，尽管疫情管控放开后旅游市场火热，带动户外产品终端销售增长，但品牌商库存较多，去库状态下采购相应偏少

海外子公司产能爬坡，暂时拖累盈利能力。23H1 公司毛利率 35.67%，同比-0.22pct.；销售/管理/研发费用率分别为 1.94/5.25/3.22%，同比+0.77/+1.39/+0.92pct.。公司海外子公司新增品类处于生产爬坡期，产能尚未完全释放，或影响公司整体毛利率、导致费用率偏高；此外公司积极参加展会拓展客户，销售费用支出相应增加。23H1 财务费用率-1.40%，同比+1.40pct.，或是由于汇率波动、外币资产变动等原因影响，汇兑收益有所减少。综合来看，23H1 公司净利率 22.73%，同比-4.69pct.。

静待下游去库带动业绩回暖，品类有望逐步扩张。欧美户外运动发展成熟，随着下游品牌商、渠道商逐步消化库存，公司海外订单有望企稳改善；国内户外运动仍处于发展初期，市场潜力大，下游完成去库后，公司国内收入有望实现较快增长。同时，公司依托迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu 等全球优质户外运动用品客户资源，逐步拓展高级保温箱、水上用品、家用充气床垫等品类；新品类随着生产爬坡，盈利能力有望相应提升。

盈利预测与投资评级：公司聚焦户外运动用品细分品类，在充气床垫等品类上建立产业链、研发、质量管理优势，积累了优质客户资源，并以此进一步拓展产品品类。短期静待公司业绩随下游去库而改善，中长期公司新产品增量可期，并有望享受国内户外运动发展红利。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.98、2.35、2.77 亿元人民币，增速分别为-7%、20%、18%，目前股价对应 PE 分别为 19、16、14 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期，宏观经济风险拖累消费需求，人民币汇率波动超预期

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	842.44	945.80	906.80	1,086.91	1,275.02
增长率（%）	44.91%	12.27%	-4.12%	19.86%	17.31%
归母净利润（百万元）	219.51	212.97	198.46	235.30	276.97
增长率（%）	37.59%	-4.88%	-6.81%	20.45%	18.27%
净资产收益率（%）	13.55%	11.92%	9.94%	10.71%	11.39%

公司简介：

公司主要从事充气床垫、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。在长期的生产经营过程中，掌握了 TPU 薄膜及面料复合技术、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，并逐渐形成独特的垂直一体化产业链。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

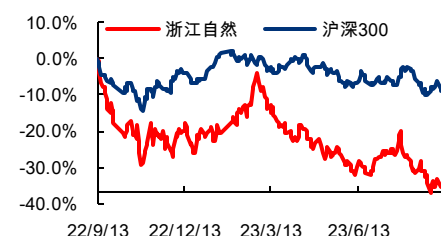
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	59.5-26.12
总市值（亿元）	38.13
流通市值（亿元）	12.68
总股本/流通 A 股（万股）	14,157/14,157
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.26

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

每股收益(元)	2.17	2.11	1.40	1.66	1.96
PE	12.41	12.79	19.21	16.20	13.77
PB	1.68	1.52	1.91	1.74	1.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	1299.6	1350.0	1400.7	1486.6	1626.6	营业收入	842.4	945.8	906.8	1086.9	1275.0		
货币资金	541.8	451.3	509.9	516.4	573.8	营业成本	515.9	599.5	588.5	705.5	825.7		
应收账款	129.8	132.0	126.6	151.7	178.0	营业税金及附加	6.0	9.6	9.2	11.1	13.0		
其他应收款	15.2	3.4	3.3	3.9	4.6	营业费用	11.6	13.9	17.2	18.5	20.4		
预付款项	3.9	6.3	8.8	11.7	15.1	管理费用	43.2	49.7	47.6	56.0	64.4		
存货	255.1	257.8	253.0	303.3	355.0	财务费用	0.1	-16.4	-16.6	-19.3	-21.9		
其他流动资产	0.6	1.8	1.8	1.8	1.8	研发费用	29.6	34.5	29.0	34.8	40.8		
非流动资产合计	526.8	640.3	784.7	920.3	1043.6	资产减值损失	-93.8	-44.6	-11.8	-14.1	-16.6		
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	-6.6	-6.2	-6.0	-6.0	-6.0		
固定资产	349.7	361.2	374.7	413.1	589.3	投资净收益	25.2	8.1	10.0	10.0	10.0		
无形资产	114.3	172.1	173.5	170.9	168.4	加:其他收益	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2		
其他非流动资产	31.7	26.7	26.7	26.7	26.7	营业利润	252.0	239.7	225.2	271.5	321.3		
资产总计	1826.4	1990.4	2185.4	2406.9	2670.2	营业外收入	4.5	12.0	6.0	6.0	6.0		
流动负债合计	188.1	184.0	173.7	196.1	223.8	营业外支出	0.9	5.4	5.0	5.0	5.0		
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	4.6	利润总额	255.6	246.3	226.2	272.5	322.3		
应付账款	91.4	83.8	81.2	97.3	113.9	所得税	36.1	37.5	31.7	38.2	45.1		
预收款项	14.5	13.9	13.9	13.9	13.9	净利润	219.5	208.8	194.6	234.4	277.2		
一年内到期的非流动负债	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8	少数股东损益	0.0	-4.2	-3.9	-0.9	0.2		
非流动负债合计	18.8	20.9	20.9	20.9	20.9	归属母公司净利润	219.5	213.0	198.5	235.3	277.0		
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率							
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	206.9	204.9	194.6	217.0	244.7	成长能力							
少数股东权益	0.0	-1.5	-5.4	-6.3	-6.1	营业收入增长	44.91%	12.27%	-4.12%	19.86%	17.31%		
实收资本(或股本)	101.1	101.1	141.6	141.6	141.6	营业利润增长	39.68%	-4.91%	-6.02%	20.54%	18.34%		
资本公积	951.8	951.8	951.8	951.8	951.8	归属于母公司净利润增长	37.59%	-2.98%	-6.81%	18.56%	17.71%		
未分配利润	502.8	670.3	839.0	1039.0	1274.4	获利能力							
归属母公司股东权益合计	1619.5	1787.0	1996.2	2196.2	2431.6	毛利率(%)	38.76%	36.61%	35.10%	35.09%	35.24%		
负债和所有者权益	1826.4	1990.4	2185.4	2406.9	2670.2	净利率(%)	26.06%	22.08%	21.46%	21.56%	21.74%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	12.02%	10.70%	9.08%	9.78%	10.37%	
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		ROE(%)	13.55%	11.92%	9.94%	10.71%	11.39%	
经营活动现金流	142.6	227.7	202.6	180.3	227.8	偿债能力							
净利润	219.5	208.8	194.6	234.4	277.2	资产负债率(%)	11%	10%	9%	9%	9%		
折旧摊销	25.3	33.6	35.6	40.4	52.6	流动比率	6.91	7.34	8.06	7.58	7.27		
财务费用	0.1	-16.4	-16.6	-19.3	-21.9	速动比率	5.55	5.94	6.61	6.03	5.68		
应收帐款减少	-35.7	-2.2	5.4	-25.1	-26.3	营运能力							
预收帐款增加	4.1	-0.6	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.63	0.50	0.43	0.47	0.50		
投资活动现金流	-458.4	-394.8	-164.2	-157.9	-155.4	应收账款周转率	8	7	7	8	8		
公允价值变动收益	-6.6	-6.2	-6.0	-6.0	-6.0	应付账款周转率	9.90	10.79	10.99	12.18	12.08		
长期投资减少	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)							
投资收益	25.2	8.1	10.0	10.0	10.0	每股收益(最新摊薄)	2.17	2.11	1.40	1.66	1.96		
筹资活动现金流	713.9	-43.8	20.3	-16.0	-15.0	每股净现金流(最新摊薄)	3.94	-2.09	0.41	0.05	0.41		
应付债券增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	16.02	17.67	14.10	15.51	17.18		
长期借款增加	-3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率							
普通股增加	25.3	0.0	40.4	0.0	0.0	P/E	12.41	12.79	19.21	16.20	13.77		
资本公积增加	699.2	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	1.68	1.52	1.91	1.74	1.57		
现金净增加额	398.1	-210.9	58.6	6.5	57.4	EV/EBITDA	7.86	8.86	13.55	11.28	9.22		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	浙江自然（605080）：户外运动景气持续，公司加速产能建设	2022-08-12
公司普通报告	浙江自然（605080）：围绕户外用品产品结构持续优化，产能释放助力成长	2023-04-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526