

浙江自然 (605080.SH)

二季度收入降幅收窄，汇率波动致净利润降幅较大

买入

核心观点

上半年收入下滑 17%。浙江自然主要通过 ODM/OEM 的方式为客户提供各类户外运动用品，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，海外客户占比达 74%。2023 上半年公司收入同比-16.6%至 5.30 亿元，主要由于欧美通胀导致终端消费市场较差，以及从去年下半年开始公司下游客户均处于去库存阶段。毛利率基本稳定，小幅下滑 0.2 个百分点至 35.7%。

净利润受费用率增加以及汇率波动影响下滑 31%。费用率在去年较低基数的基础上增幅较大：销售费用率、管理费用率同比提升主要因差旅交通费、广告费大幅增加；财务费用率同比提升，主要因公司外币资产较去年同期减少，在汇率波动影响下，汇兑收益同比减少 75%。此外为控制汇率风险，公司对美金收益进行套保操作，由于约定汇率低于即期汇率致公允价值变动损失增加。归母净利润同比-30.9%至 1.21 亿元，净利率同比下滑 4.7 个百分点。从营运情况来看，上半年存货周转、应收周转效率同比下降，存货、应收周转天数均增加 17 天；ROE 受利润率下滑及周转率下滑等因素影响，同比下降 7.6 个百分点至 13.1%。

二季度收入降幅环比收窄，净利润降幅环比扩大。第二季度公司收入为 2.9 亿元，同比-5.1%，随下游客户去库进展顺利推动订单情况有所恢复，二季度收入降幅环比一季度收窄；毛利率同比下降 1.5 个百分点，主要受子公司产品结构调整、新品前期产能爬坡致毛利率较低影响；销售和财务费用率分别提升 1.1 和 3.5 个百分点，分别主要由于出差增加及汇率波动。归母净利润同比-40.3%至 0.53 亿元，受毛利率下降、费用率提升、汇率波动等因素影响，净利率同比下滑 11 个百分点。

风险提示：原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；去库存进程不及预期。

投资建议：短期出口景气度较差，中长期核心竞争力支撑成长。考虑到公司短期受到海外库存出清周期、国内精致露营景气度下行等因素影响，叠加新产品产能爬坡、汇率波动等因素对公司利润率产生影响，我们下调对公司的盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 1.81、2.11 和 2.32 亿元（此前为 2.16、2.33、2.53 亿元），同比-15.1%、16.7%、9.8%。由于公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，且当前估值也消化了大量不利因素，我们维持“买入”评级；基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 28.3-29.8 元（此前为 31.3-33.0 元），对应 2024 年 19-20xPE。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	901	1,067	1,188
(+/-%)	44.9%	12.3%	-4.7%	18.4%	11.4%
净利润(百万元)	220	213	181	211	232
(+/-%)	37.6%	-3.0%	-15.1%	16.7%	9.8%
每股收益(元)	2.17	2.11	1.28	1.49	1.64
EBIT Margin	28.0%	25.2%	22.6%	21.6%	21.3%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	11.9%	9.4%	10.0%	10.1%
市盈率 (PE)	12.5	12.9	21.3	18.2	16.6
EV/EBITDA	11.3	10.9	16.5	14.6	13.6
市净率 (PB)	1.70	1.54	1.99	1.83	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

联系人：关竣尹

0755-81982834

guanjunyin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	29.80 - 31.30 元
收盘价	27.18 元
总市值/流通市值	3848/1279 百万元
52 周最高价/最低价	63.20/27.07 元
近 3 个月日均成交额	11.89 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《浙江自然 (605080.SH) - 海外需求短期扰动，关注长期成长韧性》——2023-04-27
- 《浙江自然 (605080.SH) - 出口与汇率短期冲击，期待长期成长兑现》——2022-10-26
- 《浙江自然 (605080.SH) - 扰动之下增长持续，看好户外产品拓展空间》——2022-08-12
- 《浙江自然 (605080.SH) - 产品升级带动成长，户外产业持续向上》——2022-04-28
- 《浙江自然-605080-2021 年三季报点评：高速增长逐季持续，继续看好户外赛道》——2021-10-27

上半年收入下滑 17%，净利润受费用率增加及汇率波动影响下滑 31%

2023 上半年公司收入同比-16.6%至 5.30 亿元，主要由于欧美通胀导致终端消费市场较差，以及从去年下半年开始公司下游客户均处于去库存阶段。毛利率基本稳定，小幅下滑 0.2 个百分点至 35.7%。

费用率在去年较低基数的基础上增幅较大：1) 销售费用率同比提升 0.8 个百分点至 1.9%，其中差旅交通费、广告费大幅增加，主要系国外展会增加、公司积极参加各种展会拓展客户所致；2) 管理费用率同比提升 1.4 个百分点至 5.2%，主要系差旅交通费增加；3) 财务费用率同比提升 1.4 个百分点至-1.4%，主要因公司外币资产较去年同期减少，在汇率波动影响下，汇兑收益同比减少 75%。此外为控制汇率风险，公司对美金收益进行套保操作，由于约定汇率低于即期汇率致公允价值变动损失增加。

归母净利润同比-30.9%至 1.21 亿元，净利率同比下滑 4.7 个百分点。从营运情况来看，上半年存货周转、应收周转效率同比下降，存货、应收周转天数均增加 17 天；ROE 受利润率下滑及周转率下滑等因素影响，同比下降 7.6 个百分点至 13.1%。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



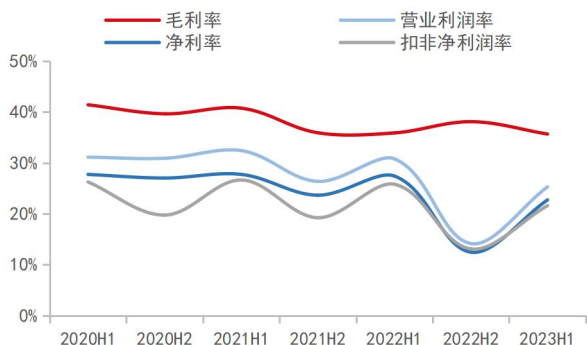
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



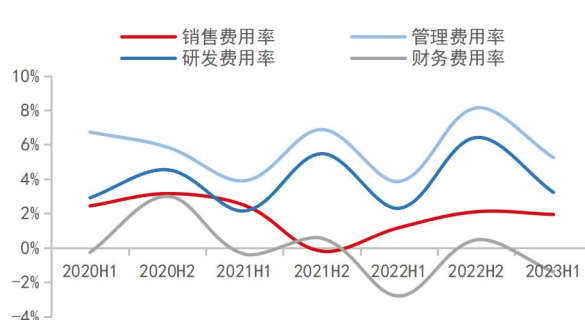
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率/营业利润率/净利率



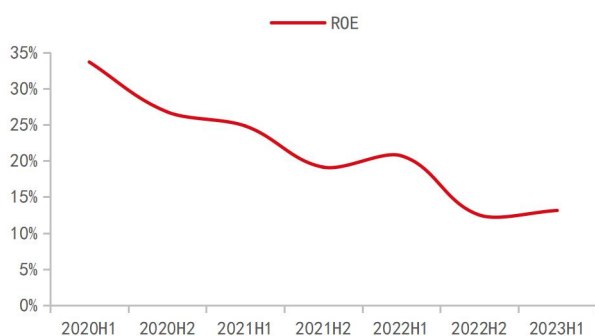
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



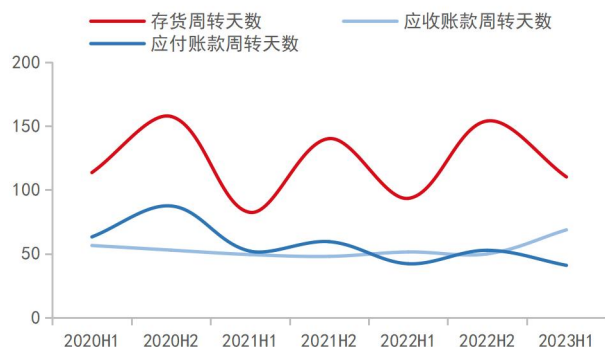
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 公司半年度净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

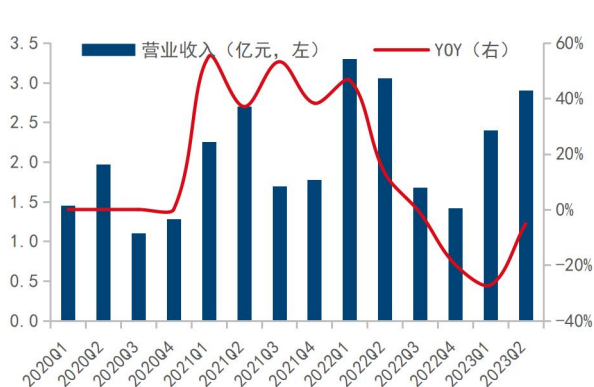
图6: 公司半年度主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

第二季度公司收入为 2.9 亿元, 同比-5.1%, 随下游客户去库进展顺利推动订单情况有所恢复, 二季度收入降幅环比一季度收窄; 毛利率同比下降 1.5 个百分点, 主要受子公司产品结构调整、新品前期产能爬坡致毛利率较低影响; 销售和财务费用率分别提升 1.1 和 3.5 个百分点, 分别主要由于出差增加及汇率波动。归母净利润同比-40.3%至 0.53 亿元, 受毛利率下降、费用率提升、汇率波动等因素影响, 净利率同比下滑 11 个百分点。

图7: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



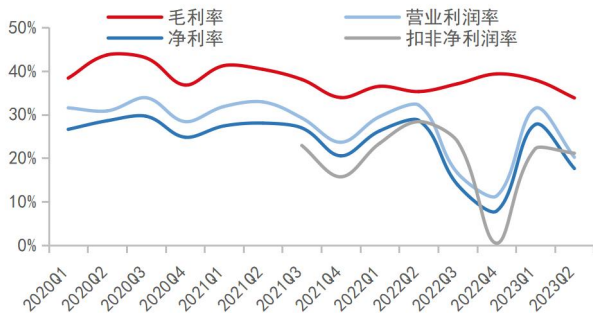
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9：公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：短期出口景气度较差，中长期核心竞争力支撑成长

浙江自然主要通过 ODM/OEM 的方式为客户提供各类户外运动用品，与全球 40 多个国家 200 多个品牌建立了良好稳定的合作关系，海外客户占比达 74%。考虑到公司短期受到海外库存出清周期、国内精致露营景气度下行等因素影响，叠加新产品产能爬坡、汇率波动等因素对公司利润率产生影响，我们下调对公司的盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 1.81、2.11 和 2.32 亿元（此前为 2.16、2.33、2.53 亿元），同比-15.1%、16.7%、9.8%。由于公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，且当前估值也消化了大量不利因素，我们维持“买入”评级；基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 28.3-29.7 元（此前为 31.3-33.0 元），对应 2024 年 19-20xPE。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	901	1,067	1,188
(+/-%)	44.9%	12.3%	-4.7%	18.4%	11.4%
净利润(百万元)	220	213	181	211	232
(+/-%)	37.6%	-3.0%	-15.1%	16.7%	9.8%
每股收益(元)	2.17	2.11	1.28	1.49	1.64
EBIT Margin	28.0%	25.2%	22.6%	21.6%	21.3%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	11.9%	9.4%	10.0%	10.1%
市盈率 (PE)	12.5	12.9	21.3	18.2	16.6
EV/EBITDA	11.3	10.9	16.5	14.6	13.6
市净率 (PB)	1.70	1.54	1.99	1.83	1.68

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	2023
浙江自然	买入	28.24	2.11	1.28	1.49	1.64	13.4	22.1	19.0	17.3	13.2%	1.439
可比公司												
申洲国际	买入	70.20	3.04	3.16	4.21	4.85	23.1	22.2	16.7	14.5	23.9%	0.698
华利集团	买入	51.44	2.77	2.69	3.18	3.74	18.6	19.1	16.2	13.8	17.9%	0.903
伟星股份	买入	10.00	0.47	0.50	0.61	0.71	21.3	20.0	16.4	14.1	19.2%	0.855
开润股份	增持	14.69	0.20	0.67	0.92	1.09	73.5	21.9	16.0	13.5	27.5%	0.580

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所

风险提示

原材料价格波动风险、工厂爬坡不及预期、下游去库存进程不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	542	451	676	745	974	营业收入	842	946	901	1067	1188
应收款项	146	138	144	171	184	营业成本	516	600	588	716	803
存货净额	255	258	257	318	346	营业税金及附加	6	10	9	11	12
其他流动资产	5	8	12	10	12	销售费用	12	14	18	16	18
流动资产合计	1300	1350	1584	1739	2012	管理费用	46	53	56	63	69
固定资产	361	439	505	580	645	研发费用	30	34	32	37	41
无形资产及其他	114	172	165	158	151	财务费用	0	(16)	(5)	(5)	(6)
投资性房地产	51	29	29	29	29	投资收益	25	8	9	11	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(10)	(24)	(13)	(8)	(9)
资产总计	1826	1990	2283	2506	2838	其他收入	(16)	(44)	(19)	(9)	(11)
短期借款及交易性金融负债	0	2	100	100	200	营业利润	252	240	205	239	262
应付款项	136	116	140	163	174	营业外净收支	4	7	4	4	5
其他流动负债	52	66	69	76	88	利润总额	256	246	209	243	267
流动负债合计	188	184	309	339	462	所得税费用	36	38	32	37	41
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(4)	4	5	5
其他长期负债	19	21	41	61	81	归属于母公司净利润	220	213	181	211	232
长期负债合计	19	21	41	61	81	现金流量表（百万元）					
负债合计	207	205	350	400	543	净利润	220	213	181	211	232
少数股东权益	0	(2)	2	5	10	资产减值准备	1	17	6	3	3
股东权益	1620	1787	1932	2100	2286	折旧摊销	25	33	51	61	70
负债和股东权益总计	1826	1990	2283	2506	2838	公允价值变动损失	5	25	13	8	9
关键财务与估值指标						财务费用	0	(16)	(5)	(5)	(6)
每股收益	2.17	2.11	1.28	1.49	1.64	营运资本变动	(125)	38	44	(33)	2
每股红利	0.00	0.45	0.26	0.30	0.33	其它	(1)	(20)	(3)	1	1
每股净资产	16.02	17.67	13.64	14.84	16.15	经营活动现金流	124	306	292	251	317
ROIC	23%	18%	15%	17%	17%	资本开支	0	(99)	(130)	(140)	(141)
ROE	14%	12%	9%	10%	10%	其它投资现金流	(339)	(144)	0	0	0
毛利率	39%	37%	35%	33%	32%	投资活动现金流	(339)	(244)	(130)	(140)	(141)
EBIT Margin	28%	25%	23%	22%	21%	权益性融资	(3)	3	0	0	0
EBITDA Margin	31%	29%	28%	27%	27%	负债净变化	(3)	0	0	0	0
收入增长	45%	12%	-5%	18%	11%	支付股利、利息	(0)	(46)	(36)	(42)	(46)
净利润增长率	38%	-3%	-15%	17%	10%	其它融资现金流	621	(65)	98	0	100
资产负债率	11%	10%	15%	16%	19%	融资活动现金流	611	(153)	62	(42)	54
息率	0.0%	1.7%	1.3%	1.5%	1.7%	现金净变动	397	(91)	224	69	230
P/E	12.5	12.9	21.3	18.2	16.6	货币资金的期初余额	145	542	451	676	745
P/B	1.7	1.5	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	542	451	676	745	974
EV/EBITDA	11.3	10.9	16.5	14.6	13.6	企业自由现金流	0	174	138	83	145
						权益自由现金流	0	110	242	90	252

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032