

信义山证汇通天下

证券研究报告

家具

浙江自然 (605080.SH)

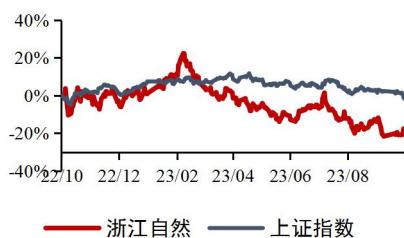
买入-B(维持)

23Q3 营收端压力加大, 静待 Q4 经营改善

2023 年 10 月 21 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源: 最闻, 山西证券研究所

市场数据: 2023 年 10 月 20 日

收盘价 (元):	26.38
年内最高/最低 (元):	56.88/25.51
流通 A 股/总股本(亿):	0.47/1.42
流通 A 股市值 (亿):	12.42
总市值 (亿):	37.35

基础数据: 2023 年 9 月 30 日

基本每股收益:	0.94
摊薄每股收益:	0.94
每股净资产(元):	13.45
净资产收益率:	6.85

资料来源: 最闻, 山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 10月19日, 公司披露2023年三季报, 2023年前三季度, 公司实现营业收入6.71亿元, 同比下降16.43%, 实现归母净利润1.34亿元, 同比下降32.92%, 实现扣非归母净利润1.33亿元, 同比下降34.81%。

事件点评

➤ **23Q3 营收下滑压力加大, 预计硬质保温箱产品贡献收入1000万左右。** 营收端, 2023年前三季度, 公司实现营收6.71亿元, 同比下降16.43%。分季度看, 23Q1-Q3营收分别为2.40、2.90、1.41亿元, 同比下降27.23%、5.12%、15.80%, 23Q3公司营收降幅扩大, 预计主要受到传统充气床垫产品下游客户去库存未结束影响, 预计硬质保温箱产品贡献收入1000万左右。**业绩端, 2023年前三季度, 公司实现归母净利润1.34亿元, 同比下降32.92%, 其中23Q1-Q3归母净利润分别为0.67、0.53、0.13亿元, 同比下降20.91%、40.33%、47.29%。** 2023前三季度, 公司实现扣非归母净利润1.33亿元, 同比下降34.81%, 其中23Q1-Q3扣非归母净利润分别为0.53、0.61、0.18亿元, 同比下降31.02%、29.38%、53.96%。3季度业绩端降幅大于收入端, 主因受市场需求影响, 及海外子公司产能未完全释放, 处于生产爬坡阶段, 前期费用相对较高所致。

➤ **产能利用率不及预期影响公司销售毛利率, 海外产能前期费用投放较高。** 盈利能力方面, 2023年前三季度, 公司毛利率同比下滑1.61pct至34.52%, 23Q1-Q3毛利率分别为37.91%、33.81%、30.23%, 同比提升1.4、下滑1.5pct、下滑6.82pct。费用率方面, 2023年前三季度, 公司期间费用率合计提升5.21pct至11.09%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为2.32%/6.21%/3.75%/-1.19%, 同比+1.0/+1.5/+0.8/+1.9pct, 23Q3, 公司期间费用率合计提升7.9pct至18.97%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为3.74%/9.84%/5.77%/-0.38%, 同比+2.0/+1.9/+0.3/+3.8pct。综合影响下, 2023年前三季度, 公司归母净利润率为19.91%, 同比下滑4.89pct, 23Q3, 公司归母净利润率为9.31%, 同比下滑5.56pct。**存货方面, 截至2023Q3末, 公司存货1.68亿元, 同比下降17.2%, 存货周转天数131天, 同比增加10天。** 经营现金流方面, 2023年前三季度, 公司经营活动现金流净额为1.96元, 同比下降19.0%, 其中23Q1-Q3经营活动现金流净额分别为0.07、0.52、1.36亿元。

投资建议

➤ 2023年第三季度, 公司营收端下滑幅度再度扩大, 预计公司传统充气床垫产品仍然面临海外客户去库存及内销客户需求不及预期影响。新产品方面, 预计柬埔寨硬质保温



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



箱产品有序出货，三季度贡献收入 1000 万元左右，但受制于产能仍处于爬坡阶段，前期费用投放较高，使得公司毛利率及净利率承压，但预计单月或已开始实现盈利。结合公司前三季度业绩情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.12、1.41 和 1.64 元，10 月 20 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 23.7、18.7、16.0 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

- 国际品牌对后续需求展望悲观的风险；产能扩张不及预期；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	816	956	1,117
YoY(%)	44.9	12.3	-13.7	17.1	16.8
净利润(百万元)	220	213	158	200	233
YoY(%)	37.6	-3.0	-25.9	26.5	16.6
毛利率(%)	38.8	36.6	33.0	33.8	33.7
EPS(摊薄/元)	1.55	1.50	1.12	1.41	1.64
ROE(%)	13.6	11.7	8.2	9.5	10.1
P/E(倍)	17.0	17.5	23.7	18.7	16.0
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
净利率(%)	26.1	22.5	19.3	20.9	20.8

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1300	1350	1547	1680	1860	营业收入	842	946	816	956	1117
现金	542	451	945	796	1006	营业成本	516	600	547	634	741
应收票据及应收账款	131	134	97	168	145	营业税金及附加	6	10	8	10	11
预付账款	4	6	4	7	6	营业费用	12	14	18	21	23
存货	255	258	198	322	298	管理费用	43	50	47	54	61
其他流动资产	368	500	304	386	406	研发费用	30	34	31	36	42
非流动资产	527	640	589	635	685	财务费用	0	-16	-19	-23	-25
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-18	-15	-10	-6
固定资产	350	361	308	338	377	公允价值变动收益	-7	-6	-6	-6	-6
无形资产	114	172	192	204	219	投资净收益	25	8	13	15	12
其他非流动资产	63	107	89	93	89	营业利润	252	240	178	227	264
资产总计	1826	1990	2136	2315	2545	营业外收入	5	12	8	8	9
流动负债	188	184	196	209	251	营业外支出	1	5	2	3	4
短期借款	0	0	4	1	2	利润总额	256	246	184	232	270
应付票据及应付账款	136	116	143	141	190	所得税	36	38	27	34	40
其他流动负债	52	68	50	67	59	税后利润	220	209	157	198	230
非流动负债	19	21	20	20	20	少数股东损益	0	-4	-1	-2	-3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	220	213	158	200	233
其他非流动负债	19	21	20	20	20	EBITDA	265	266	196	241	283
负债合计	207	205	217	229	271						
少数股东权益	0	-2	-3	-4	-7						
股本	101	101	142	142	142						
资本公积	952	952	911	911	911						
留存收益	567	734	875	1045	1249						
归属母公司股东权益	1620	1787	1922	2090	2281						
负债和股东权益	1826	1990	2136	2315	2545						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	143	228	262	26	319						
净利润	220	209	157	198	230						
折旧摊销	25	34	33	35	40						
财务费用	0	-16	-19	-23	-25						
投资损失	-25	-8	-13	-15	-12						
营运资金变动	-89	-23	97	-174	79						
其他经营现金流	12	33	7	6	6						
投资活动现金流	-458	-395	235	-164	-93						
筹资活动现金流	714	-44	-4	-11	-16						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.50	1.12	1.41	1.64	P/E					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.61	1.85	0.18	2.26	P/B					
每股净资产(最新摊薄)	11.44	12.62	13.58	14.77	16.11	EV/EBITDA					
							17.0	17.5	23.7	18.7	16.0
							2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
							10.7	10.5	12.8	10.6	8.3
主要财务比率											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
成长能力											
营业收入(%)	44.9	12.3	-13.7	17.1	16.8						
营业利润(%)	39.7	-4.9	-25.6	27.2	16.7						
归属于母公司净利润(%)	37.6	-3.0	-25.9	26.5	16.6						
盈利能力											
毛利率(%)	38.8	36.6	33.0	33.8	33.7						
净利率(%)	26.1	22.5	19.3	20.9	20.8						
ROE(%)	13.6	11.7	8.2	9.5	10.1						
ROIC(%)	12.7	11.0	7.2	8.4	9.1						
偿债能力											
资产负债率(%)	11.3	10.3	10.1	9.9	10.6						
流动比率	6.9	7.3	7.9	8.0	7.4						
速动比率	5.5	5.9	6.8	6.4	6.2						
营运能力											
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5						
应收账款周转率	7.5	7.1	7.1	7.2	7.1						
应付账款周转率	4.4	4.8	4.2	4.5	4.5						
估值比率											
市盈率	17.0	17.5	23.7	18.7	16.0						
市净率	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6						
市现率	10.7	10.5	12.8	10.6	8.3						

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

