

浙江自然 (605080.SH) 2023Q3 弱市场需求及新产能爬坡致业绩承压

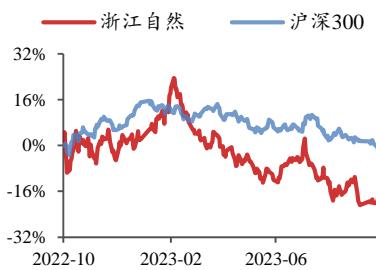
2023 年 10 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/23
当前股价(元)	23.74
一年最高最低(元)	56.88/23.74
总市值(亿元)	33.61
流通市值(亿元)	11.18
总股本(亿股)	1.42
流通股本(亿股)	0.47
近 3 个月换手率(%)	149.89

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023H1 业绩承压，Q2 收入降幅明显收窄—公司信息更新报告》 - 2023.8.28

《2022Q4 业绩承压，2023 年内销及新品有望驱动成长—公司信息更新报告》 - 2023.5.3

《2022Q3 扣非净利率稳定，期待下游去库存后再启航—公司信息更新报告》 - 2022.10.26

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

● 2023Q3 弱需求及新产能爬坡致业绩承压，预计 Q4 改善，维持“买入”评级

2023Q3 收入 1.41 亿元 (-15.8%)，归母净利润 0.13 亿元 (-47.3%)、扣非净利润 0.18 亿元 (-54.0%)。2023Q1-Q3 收入 6.71 亿元 (-16.4%)，归母净利润 1.34 亿元 (-32.9%)、扣非净利润 1.33 亿元 (-34.8%)。考虑下游去库仍处在尾声，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 1.5/2.0/2.5 亿元（原为 1.9/2.4/2.9 亿元），对应 EPS 为 1.1/1.4/1.7 元，当前股价对应 PE 为 22.3/16.6/13.7 倍，公司 TPU 产品垂直一体化竞争优势明显，越南、柬埔寨生产基地和拟新建的户外二期项目将进一步完善公司产品布局，维持“买入”评级。

● Q3 市场需求偏弱，预计 Q4 订单改善&海外产能释放，业绩有望改善

订单：大客户订单谈判较顺利，预计 Q4 在手订单明显好转，预计内销出货恢复，2024H1 明显提升；预计外销去库基本结束，海外需求回暖。**产能：**2023Q3 收入承压主要系客户去库步入中后期，期货订单下单较为谨慎。越南子公司生产水上用品获得迪卡侬订单倾斜，同时开拓新客户，预计 2024H2 新品研发开始放量；柬埔寨子公司 3 月已开始出货保温硬箱，客户需求明确，预计 2023Q4 或 2024 年销售出现较大提升。预计伴随新品快速放量，产能利用率恢复驱动业绩改善。

● 受市场需求弱、新产能爬坡拖累以及信用减值损失拖累 2023Q3 净利率

(1) 盈利能力：2023Q3 毛利率 30.2% (-6.8pct)，2023Q1-Q3 毛利率 34.5% (-1.6pct)。2023Q3 期间费用率 19.0% (+7.9pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.7%/9.8%/5.8%/-0.4%，分别 +2.0pct/+1.9pct/+0.3pct/+3.8pct。2023Q1-Q3/2023Q3 归母净利率为 19.9% (-4.9pct) /9.3% (-5.6pct)，归母净利率下滑主要系市场需求弱，越南大自然及柬埔寨子公司产能爬坡导致费用偏高，叠加信用损失同比增加。**(2) 营运能力：**2023Q3 存货 1.7 亿元，同比-17.1%，应收账款 1.3 亿元，同比-1.6%，存货/应收周转天数 130.9 天/53.2 天，同比+10.3 天/+8.8 天。2023Q1-Q3 经营性现金流量净额 2.0 亿元，同比-19.3%。

● 风险提示：

产能投放不及预期、大客户订单不及预期、市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	831	1,008	1,199
YOY(%)	44.9	12.3	-12.2	21.3	19.0
归母净利润(百万元)	220	213	150	203	245
YOY(%)	37.6	-3.0	-29.4	34.7	20.8
毛利率(%)	38.8	36.6	35.2	36.2	36.3
净利率(%)	26.1	22.5	18.1	20.1	20.4
ROE(%)	13.6	11.7	7.7	9.9	10.9
EPS(摊薄/元)	1.55	1.50	1.06	1.43	1.73
P/E(倍)	15.3	15.8	22.3	16.6	13.7
P/B(倍)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1300	1350	1526	1638	1731	营业收入	842	946	831	1008	1199
现金	542	451	925	729	858	营业成本	516	600	538	643	764
应收票据及应收账款	131	134	101	178	158	营业税金及附加	6	10	10	13	15
其他应收款	15	3	15	7	18	营业费用	12	14	20	21	23
预付账款	4	6	4	8	6	管理费用	43	50	55	61	70
存货	255	258	191	337	302	研发费用	30	34	37	37	41
其他流动资产	352	497	290	380	389	财务费用	0	-16	-4	6	5
非流动资产	527	640	624	730	830	资产减值损失	-2	-19	-5	-1	-7
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	1	0	0	1
固定资产	350	361	305	357	408	公允价值变动收益	-7	-6	-8	3	2
无形资产	114	172	225	277	327	投资净收益	25	8	6	7	8
其他非流动资产	63	107	95	97	94	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	1826	1990	2150	2369	2561	营业利润	252	240	167	236	286
流动负债	188	184	220	282	265	营业外收入	5	12	6	6	6
短期借款	0	0	4	1	2	营业外支出	1	5	3	3	3
应付票据及应付账款	136	116	139	149	192	利润总额	256	246	170	239	289
其他流动负债	52	68	77	131	72	所得税	36	38	23	34	42
非流动负债	19	21	20	20	20	净利润	220	209	147	205	247
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	-4	-4	2	2
其他非流动负债	19	21	20	20	20	归属母公司净利润	220	213	150	203	245
负债合计	207	205	240	302	286	EBITDA	265	266	181	251	309
少数股东权益	0	-2	-5	-3	-1	EPS(元)	1.55	1.50	1.06	1.43	1.73
股本	101	101	142	142	142	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	952	952	911	911	911	成长能力					
留存收益	567	734	858	1036	1248	营业收入(%)	44.9	12.3	-12.2	21.3	19.0
归属母公司股东权益	1620	1787	1915	2070	2276	营业利润(%)	39.7	-4.9	-30.4	41.5	21.1
负债和股东权益	1826	1990	2150	2369	2561	归属于母公司净利润(%)	37.6	-3.0	-29.4	34.7	20.8
						盈利能力					
						毛利率(%)	38.8	36.6	35.2	36.2	36.3
						净利率(%)	26.1	22.5	18.1	20.1	20.4
						ROE(%)	13.6	11.7	7.7	9.9	10.9
						ROIC(%)	12.6	11.0	6.7	8.8	9.9
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
经营活动现金流	143	228	300	82	315	资产负债率(%)	11.3	10.3	11.2	12.7	11.2
净利润	220	209	147	205	247	净负债比率(%)	-33.0	-24.5	-47.7	-34.7	-37.2
折旧摊销	25	34	32	36	44	流动比率	6.9	7.3	6.9	5.8	6.5
财务费用	0	-16	-4	6	5	速动比率	5.5	5.9	6.0	4.6	5.4
投资损失	-25	-8	-6	-7	-8	营运能力					
营运资金变动	-89	-23	123	-154	30	总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
其他经营现金流	12	33	8	-4	-3	应收账款周转率	7.5	7.1	7.1	7.2	7.1
投资活动现金流	-458	-395	193	-224	-142	应付账款周转率	4.4	4.8	4.2	4.5	4.5
资本支出	138	152	-17	104	102	每股指标(元)					
长期投资	-321	-245	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.55	1.50	1.06	1.43	1.73
其他投资现金流	-641	-487	176	-120	-40	每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.61	2.12	0.58	2.22
筹资活动现金流	714	-44	-19	-55	-43	每股净资产(最新摊薄)	11.44	12.62	13.53	14.62	16.08
短期借款	-12	0	4	-3	0	估值比率					
长期借款	-3	0	0	0	0	P/E	15.3	15.8	22.3	16.6	13.7
普通股增加	25	0	40	0	0	P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
资本公积增加	699	0	-40	0	0	EV/EBITDA	9.4	9.1	11.9	9.0	6.9
其他筹资现金流	5	-44	-23	-53	-44						
现金净增加额	395	-201	474	-197	130						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn