

浙江自然 (605080.SH)

四季度收入转正，毛利率持续受新品拖累

买入

核心观点

2023 年公司收入下滑，盈利水平下降。浙江自然主要通过 ODM/OEM 的方式为客户提供 TPU 材质为主的各类户外运动用品，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，2023 年海外收入占比达 79%。主要受海外宏观环境较差、下游客户库存较高、国内露营景气度下行等多重因素影响，2023 年公司收入同比-13.0%至 8.2 亿元；归母净利润同比-38.6%至 1.3 亿元。

受收入下滑、海外子公司新产品产能爬坡阶段前期成本费用相对较高、汇率波动等负面因素影响，公司毛利率下降、费用率提升，整体盈利水平下降。毛利率同比下降 2.8 个百分点至 33.8%；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比+0.9%/+1.9%/+0.6%；净利率同比下滑 6.6 个百分点至 15.9%。

四季度收入增速转正，毛利率持续下滑。在 2022 年同期低基数基础上，以及伴随下游客户去库逐渐完成，公司订单有所恢复，四季度收入增速转正，同比+6.7%至 1.5 亿元。毛利率预计仍受产品结构变化和产能爬坡影响，下滑 8.5 个百分点至 30.8%；由于 2022Q4 人民币贬值导致较大汇兑损失，2023Q4 人民币升值使得财务费用率相比同期大幅改善。

新品拉动户外箱包收入增长，但对毛利率形成拖累。分产品看，2023 年充气床垫、户外箱包、枕头坐垫收入分别同比-25.2%/+22.5%/-19.3%，箱包收入表现亮眼，预计主要由于柬埔寨保温箱产品放量，但同时由于保温箱业务本身毛利率较低且处于前期产能爬坡阶段，户外箱包业务毛利率同比下滑 6.2 个百分点。分地区看，2023 年外销、内销收入分别同比下滑 7.6%/29.1%，毛利率分别下滑 1.3 和 8.7 个百分点至 35.6%和 27.0%。

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：负面因素有望逐渐缓解，看好需求向好及盈利改善。受多重负面因素影响，公司 2023 年业绩表现不及预期，我们下调对公司 2024-2025 年的盈利预测，预计 2024-2026 年净利润 1.72、1.97 和 2.19 亿元（2024-2025 前值为 2.11 和 2.32 亿元），同比+31.3%、14.6%、11.3%。我们认为短期影响公司业绩的负面因素有望逐渐削弱，随下游品牌库存问题逐渐解决，公司四季度收入已恢复正向增长，未来有望逐季向好；同时公司新品有望持续放量，随着产能爬坡、盈利水平也有望改善，2024 年净利润弹性较大；结合当前估值已经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 21.8-24.2 元（此前为 28.3-29.8 元），对应 2024 年 18-20xPE。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	823	943	1,059	1,176
(+/-%)	12.3%	-13.0%	14.5%	12.3%	11.0%
净利润(百万元)	213	131	172	197	219
(+/-%)	-3.0%	-38.6%	31.3%	14.6%	11.3%
每股收益(元)	2.11	0.92	1.21	1.39	1.55
EBIT Margin	25.2%	18.9%	20.4%	20.8%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	7.0%	8.6%	9.1%	9.4%
市盈率 (PE)	8.6	19.6	14.9	13.0	11.7
EV/EBITDA	7.5	14.5	11.5	10.1	9.5
市净率 (PB)	1.02	1.37	1.28	1.18	1.09

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：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	21.80 - 24.20 元
收盘价	18.07 元
总市值/流通市值	2558/851 百万元
52 周最高价/最低价	48.48/14.60 元
近 3 个月日均成交额	79.75 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) - 二季度收入降幅收窄，汇率波动致净利润降幅较大》——2023-08-30
- 《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》——2023-08-27
- 《浙江自然 (605080.SH) - 海外需求短期扰动，关注长期成长性》——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

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



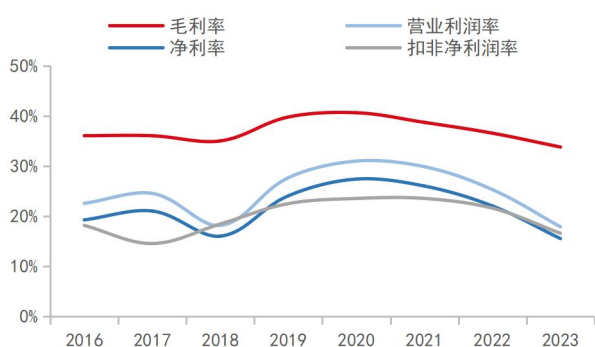
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



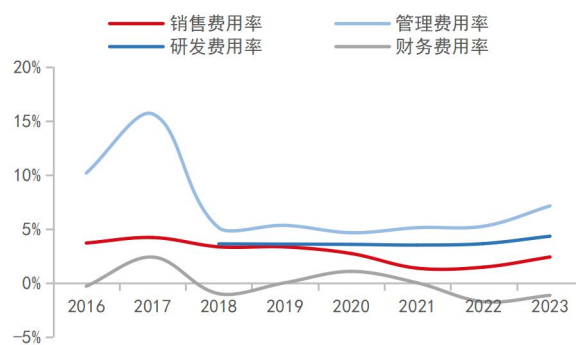
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



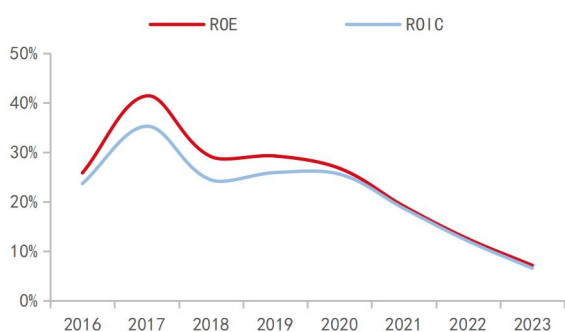
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



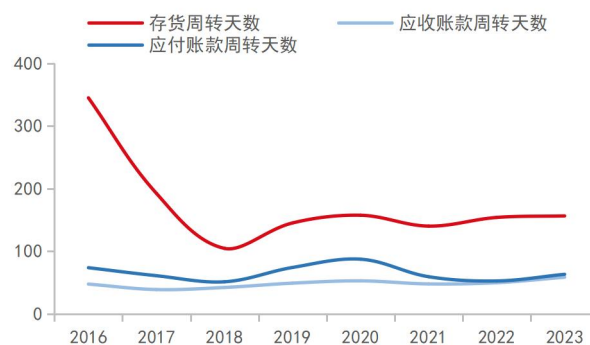
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

图7: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



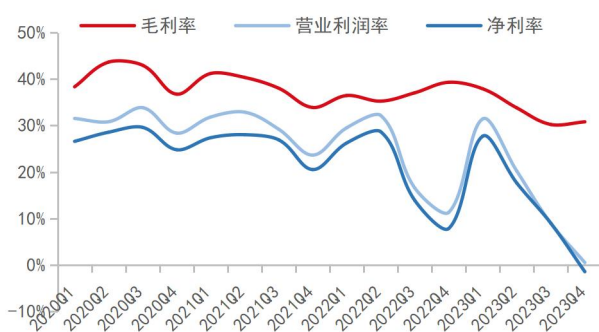
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



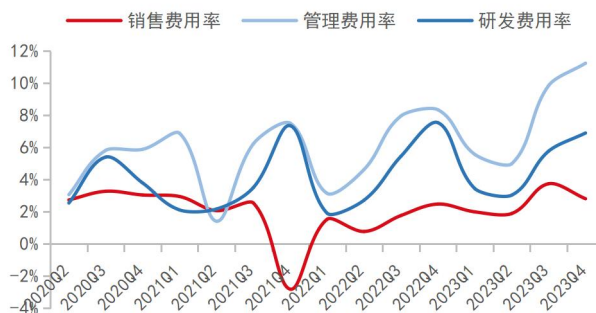
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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: 负面因素有望逐渐缓解, 看好需求向好及盈利改善

考虑到 2023 年公司收入受到海外库存出清周期、国内精致露营景气度下行等负面因素影响, 叠加产品结构变化、新产品产能爬坡、汇率波动等因素导致公司盈利水平下降, 业绩表现不及预期, 我们下调对公司 2024-2025 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年净利润为 1.72、1.97 和 2.19 亿元 (2024-2025 前值为 2.11 和 2.32 亿元), 同比+31.3%、14.6%、11.3%。

我们认为短期影响公司业绩的负面因素有望逐渐削弱, 随下游品牌库存问题逐渐解决, 公司四季度收入已恢复正向增长, 未来有望逐季向好; 同时公司新品有望持续放量, 随着产能爬坡、盈利水平也有望改善, 2024 年净利润弹性较大; 结合当前估值已经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 21.8-24.2 元 (此前为 28.3-29.8 元), 对应 2024 年 18-20xPE。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	823	943	1,059	1,176
(+/-%)	12.3%	-13.0%	14.5%	12.3%	11.0%
净利润(百万元)	213	131	172	197	219
(+/-%)	-3.0%	-38.6%	31.3%	14.6%	11.3%
每股收益(元)	2.11	0.92	1.21	1.39	1.55
EBIT Margin	25.2%	18.9%	20.4%	20.8%	20.9%
净资产收益率(ROE)	11.9%	7.0%	8.6%	9.1%	9.4%
市盈率(PE)	8.6	19.6	14.9	13.0	11.7
EV/EBITDA	7.5	14.5	11.5	10.1	9.5
市净率(PB)	1.02	1.37	1.28	1.18	1.09

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		
浙江自然	买入	18.07	2.11	0.92	1.21	1.39	8.6	19.6	14.9	13.0	22.9%	0.65
可比公司												
牧高笛	增持	32.95	2.11	1.99	2.52	2.95	15.6	16.6	13.1	11.2	21.9%	0.60
伟星股份	买入	10.18	0.47	0.50	0.61	0.71	21.7	20.4	16.7	14.3	19.2%	0.87
开润股份	增持	16.47	0.20	0.67	0.92	1.09	82.4	24.6	17.9	15.1	27.5%	0.65
申洲国际	买入	60.71	3.04	3.08	3.68	4.38	20.0	19.7	16.5	13.9	19.2%	0.86
华利集团	买入	57.96	2.77	2.74	3.19	3.74	20.9	21.2	18.2	15.5	16.8%	1.08

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	451	342	460	555	776	营业收入	946	823	943	1059	1176
应收款项	138	148	154	173	198	营业成本	600	545	629	707	786
存货净额	258	215	267	285	314	营业税金及附加	10	9	10	12	13
其他流动资产	8	17	11	14	18	销售费用	14	20	19	20	21
流动资产合计	1350	1315	1484	1620	1899	管理费用	53	64	65	69	75
固定资产	439	611	691	761	822	研发费用	34	36	34	38	41
无形资产及其他	172	174	167	160	153	财务费用	(16)	(9)	(11)	(12)	(13)
投资性房地产	29	57	57	57	57	投资收益	8	7	8	9	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(10)	(24)	(28)	(20)	(23)
资产总计	1990	2156	2398	2597	2931	其他收入	(30)	(44)	(37)	(32)	(36)
短期借款及交易性金融负债	2	4	100	100	200	营业利润	240	148	194	223	248
应付款项	116	167	155	170	204	营业外净收支	7	0	1	1	1
其他流动负债	66	63	66	75	83	利润总额	246	148	195	223	249
流动负债合计	184	234	321	345	487	所得税费用	38	20	26	30	33
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(2)	(3)	(3)	(4)
其他长期负债	21	41	61	81	101	归属于母公司净利润	213	131	172	197	219
长期负债合计	21	41	61	81	101	现金流量表 (百万元)					
负债合计	205	275	382	426	588	净利润	213	131	172	197	219
少数股东权益	(2)	13	11	8	6	资产减值准备	17	(15)	2	1	0
股东权益	1787	1867	2005	2162	2337	折旧摊销	33	40	63	76	87
负债和股东权益总计	1990	2156	2398	2597	2931	公允价值变动损失	(12)	16	20	23	25
关键财务与估值指标						财务费用	(16)	(9)	(11)	(12)	(13)
每股收益	2.11	0.92	1.21	1.39	1.55	营运资本变动	38	49	(38)	5	3
每股红利	0.45	0.16	0.24	0.28	0.31	其它	(20)	13	(4)	(3)	(3)
每股净资产	17.67	13.19	14.16	15.27	16.51	经营活动现金流	269	233	214	298	332
ROIC	18%	13%	14%	16%	17%	资本开支	0	(176)	(157)	(163)	(167)
ROE	12%	7%	9%	9%	9%	其它投资现金流	(144)	(97)	0	0	0
毛利率	37%	34%	33%	33%	33%	投资活动现金流	(144)	(274)	(157)	(163)	(167)
EBIT Margin	25%	19%	20%	21%	21%	权益性融资	10	6	0	0	0
EBITDA Margin	29%	24%	27%	28%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	-13%	15%	12%	11%	支付股利、利息	(46)	(23)	(34)	(39)	(44)
净利润增长率	-3%	-39%	31%	15%	11%	其它融资现金流	(133)	(30)	96	0	100
资产负债率	10%	13%	16%	17%	20%	融资活动现金流	(215)	(69)	61	(39)	56
息率	1.8%	0.9%	1.3%	1.5%	1.7%	现金净变动	(91)	(110)	119	95	221
P/E	8.6	19.6	14.9	13.0	11.7	货币资金的期初余额	542	451	342	460	555
P/B	1.0	1.4	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	451	342	460	555	776
EV/EBITDA	7.5	14.5	11.5	10.1	9.5	企业自由现金流	0	47	34	108	135
						权益自由现金流	0	17	133	112	240

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提及的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