

浙江自然 (605080.SH) 需求疲软和产能爬坡致盈利承压，静待 2024 年盈利能力改善

2024 年 03 月 27 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2024/3/27
当前股价(元)	17.24
一年最高最低(元)	48.48/14.60
总市值(亿元)	24.41
流通市值(亿元)	8.12
总股本(亿股)	1.42
流通股本(亿股)	0.47
近 3 个月换手率(%)	469.4

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	张霜凝（联系人）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	zhangshuangning@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790122070037

● 2023 年业绩承压，静待 2024 年盈利能力改善，维持“买入”评级

2023 年公司收入 8.23 亿元（同比-12.95%，下同），量/价+28.66%/-32.50%，归母净利润 1.31 亿元（-38.64%），扣非净利润 1.37 亿元（-33.08%），利润下降主要系需求疲软&柬埔寨子公司生产爬坡，2023Q4 收入/归母净利润分别 1.52/-0.03 亿元，同比+6.7%/-121.7%。业绩阶段性承压，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 1.7/2.2/2.5 亿元（原为 2.0/2.5 亿元），对应 EPS 为 1.2/1.5/1.8 元，当前股价对应 PE 为 14.3/11.2/9.8 倍，公司垂直一体化的竞争优势突出，静待 2024 年盈利能力拐点，维持“买入”评级。

● 量增驱动，柬埔寨出货带动其他业务销量高增，预计 2024 年内销好于外销

整体量价拆分：2023 年销量+28.66%，平均售价-32.50%，收入以量增驱动。**(1) 分产品：**气床/箱包/枕头坐垫/其他实现营收 5.15/1.56/0.6/0.9 亿元，分别占比 62.73%/19.00%/7.31%/10.96%，同比-25.19%/+22.53%/-19.29%/+64.35%，气床/箱包/枕头坐垫/其他量价分别同比-29.2%/+5.6%，-0.23%/+22.8%，-15.96%/-3.97%，+338.7%/-62.5%，其他产品销量大幅增加主要系柬埔寨大自然子公司出货增多。

(2) 分地区：境内/境外地区收入 1.71/6.5 亿元，同比-29.15%/-7.56%，收入占比 20.87%/79.13%，外销占比提升。展望 2024 年预计内销好于外销，内销系新能源车载床垫不断放量&2024H2 内销大客户去库后恢复出货节奏带动，外销大客户订单稳健，预计柬埔寨硬箱快速放量&2024H2 越南水上用品订单向好。

● 2023 年盈利能力受需求疲软影响下降，现金流保持良好

盈利能力：2023 年毛/净利率为 33.8%/15.9%，分别同降 2.8/6.6pct，扣非净利率 16.6%（-5pct）。毛利率下降主要系除气床外其他产品毛利率均有不同程度下降，气床/箱包/枕头坐垫/其他分别+2.26/-6.19/-1.85/-6.13pct。2023 年期间费用率为 12.74%（+4.10pct），销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.94/+1.88/+0.69/+0.6pct。财务费用变动主要系汇率波动幅度较大，**营运能力：**2023 年经营活动现金流净额 2.40 亿元（+5.26%）；截至 2023 年末，存货规模为 2.15 亿元（-16.41%），存货周转天数 156 天（+2 天）。

● 风险提示：订单、新品类拓展、产能扩张不及预期，原材料价格大幅上涨。

财务摘要

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	823	980	1,128	1,269
YOY(%)	12.3	-13.0	19.0	15.2	12.5
归母净利润(百万元)	213	131	171	218	250
YOY(%)	-3.0	-38.6	30.8	27.8	14.3
毛利率(%)	36.6	33.8	34.6	35.0	35.3
净利率(%)	22.5	15.9	17.4	19.4	19.7
ROE(%)	11.7	6.8	8.4	9.8	10.1
EPS(摊薄/元)	1.50	0.92	1.21	1.54	1.76
P/E(倍)	11.5	18.7	14.3	11.2	9.8
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2023Q3 弱市场需求及新产能爬坡致业绩承压—公司信息更新报告》-2023.10.23
- 《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1350	1315	1353	1602	1749
现金	451	342	395	552	608
应收票据及应收账款	134	139	146	192	197
其他应收款	3	10	9	12	11
预付账款	6	11	1	14	5
存货	258	215	318	307	392
其他流动资产	497	598	482	526	535
非流动资产	640	841	908	969	1024
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	361	468	556	630	690
无形资产	172	174	170	166	163
其他非流动资产	107	200	182	172	171
资产总计	1990	2156	2260	2571	2772
流动负债	184	234	180	282	237
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	116	167	128	212	182
其他流动负债	68	67	52	70	55
非流动负债	21	41	27	30	33
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	41	27	30	33
负债合计	205	275	207	312	269
少数股东权益	-2	13	15	17	20
股本	101	142	142	142	142
资本公积	952	911	911	911	911
留存收益	734	842	1006	1221	1463
归属母公司股东权益	1787	1867	2038	2241	2483
负债和股东权益	1990	2156	2260	2571	2772

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	228	240	60	302	161
净利润	209	128	173	221	252
折旧摊销	34	40	41	49	55
财务费用	-16	-9	-6	-7	-8
投资损失	-8	-7	-8	-9	-9
营运资金变动	-23	53	-147	53	-127
其他经营现金流	33	34	8	-3	-4
投资活动现金流	-395	-191	7	-141	-107
资本支出	152	181	81	60	51
长期投资	-245	3	0	0	0
其他投资现金流	-487	-8	88	-81	-56
筹资活动现金流	-44	-45	-13	-5	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	-40	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-45	-13	-5	3
现金净增加额	-201	4	54	157	57

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	946	823	980	1128	1269
营业成本	600	545	641	734	821
营业税金及附加	10	9	10	12	13
营业费用	14	20	23	25	27
管理费用	50	59	69	78	87
研发费用	34	36	40	45	49
财务费用	-16	-9	-6	-7	-8
资产减值损失	-19	-4	-8	0	0
其他收益	1	4	2	2	3
公允价值变动收益	-6	-12	-5	2	3
投资净收益	8	7	8	9	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	240	148	201	256	293
营业外收入	12	2	2	2	2
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	246	148	201	257	294
所得税	38	20	28	36	41
净利润	209	128	173	221	252
少数股东损益	-4	-2	2	2	3
归属母公司净利润	213	131	171	218	250
EBITDA	266	178	231	291	332
EPS(元)	1.50	0.92	1.21	1.54	1.76

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	-13.0	19.0	15.2	12.5
营业利润(%)	-4.9	-38.4	35.9	27.9	14.4
归属于母公司净利润(%)	-3.0	-38.6	30.8	27.8	14.3
获利能力					
毛利率(%)	36.6	33.8	34.6	35.0	35.3
净利率(%)	22.5	15.9	17.4	19.4	19.7
ROE(%)	11.7	6.8	8.4	9.8	10.1
ROIC(%)	11.0	6.3	7.9	9.2	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	10.3	12.8	9.1	12.1	9.7
净负债比率(%)	-24.5	-16.2	-18.4	-23.5	-23.4
流动比率	7.3	5.6	7.5	5.7	7.4
速动比率	5.9	4.6	5.7	4.5	5.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	7.1	6.0	6.9	6.7	6.5
应付账款周转率	4.8	3.8	4.3	4.3	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	0.92	1.21	1.54	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.69	0.43	2.13	1.14
每股净资产(最新摊薄)	12.62	13.19	14.40	15.83	17.54
估值比率					
P/E	11.5	18.7	14.3	11.2	9.8
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.7	8.8	6.9	4.8	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R3（中风险），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C3、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C3、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（underperform）	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（underperform）	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。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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