

浙江自然 (605080.SH)

第三季度收入同比增长 35%，盈利同比改善

优于大市

核心观点

第三季度收入同比增长 35%，毛利率基本稳定。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。得益于公司海外发展战略，期内海外生产基地收入增长幅度较大，叠加去年各大品牌客户去库存带来的低基数影响，2024 年第三季度公司收入同比+34.9%至 1.9 亿元，较第一、第二季度收入增长提速；毛利率同比下滑 0.9 个百分点至 29.3%。盈利同比改善，扣非归母净利润同比+44.5%至 0.27 亿元；主要受益于非经项目收益增加，归母净利润同比+372.4%至 0.62 亿元。

受益于费用改善以及公允价值变动收益增加，净利率同比大幅提升。预计主要受益于产效提升，销售、管理和研发费用率分别同比-1.1/-1.7/-1.2 个百分点。由于期内远期外汇合约及理财产品估值带来的公允价值变动净收益较大，占收入比例同比+18.6 个百分点至 15.7%；投资净收益占收入比例同比+8.5 个百分点至 5.8%。归母净利率同比+23.3 个百分点至 32.6%；扣非归母净利率同比+0.9 个百分点至 13.9%。预计主要因订单增长，存货金额同比上升 23.1%；营运效率提升，存货、应收周转天数分别同比-19/-3 天；应付周转天数同比+20 天。

主业稳健复苏，新品类新渠道贡献增量。2024 年公司专注主业，以稳定的充气床垫业务为根本，不断开拓新品类市场。另外为寻求市场的突破，公司在客户渠道与产品线两方面深入拓展。客户渠道方面深度合作新能源汽车市场带来的“汽车露营”生活方式，与国内知名车企绑定合作，实现设计、开发、生产一站式服务，打造相关爆款产品。此外保温箱、水上用品新品类产量及出货量有望持续释放。

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：看好订单维持高景气度及盈利改善。2024 年随下游品牌库存问题解决，公司主业收入增长恢复，且第三季度较上半年增速进一步提升；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；本次公司业绩表现超出预期，我们上调对公司的盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 1.81/2.07/2.31 亿元（前值为 1.72/1.97/2.19 亿元），同比+38.5%/14.6%/11.3%。维持 21.8-24.2 元目标价，对应 2024 年 17-19x PE。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 946 | 823 | 971 | 1,091 | 1,211 |
| (+/-%) | 12.3% | -13.0% | 17.9% | 12.4% | 11.1% |
| 净利润(百万元) | 213 | 131 | 181 | 207 | 231 |
| (+/-%) | -3.0% | -38.6% | 38.5% | 14.6% | 11.3% |
| 每股收益(元) | 2.11 | 0.92 | 1.28 | 1.47 | 1.63 |
| EBIT Margin | 25.2% | 18.9% | 20.9% | 21.3% | 21.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 11.9% | 7.0% | 9.0% | 9.5% | 9.8% |
| 市盈率 (PE) | 8.1 | 18.5 | 13.4 | 11.7 | 10.5 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 13.8 | 10.6 | 9.2 | 8.7 |
| 市净率 (PB) | 0.97 | 1.30 | 1.20 | 1.11 | 1.03 |

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

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | 21.80 - 24.20 元 |
| 收盘价 | 17.12 元 |
| 总市值/流通市值 | 2424/2424 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 28.30/13.18 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 25.96 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

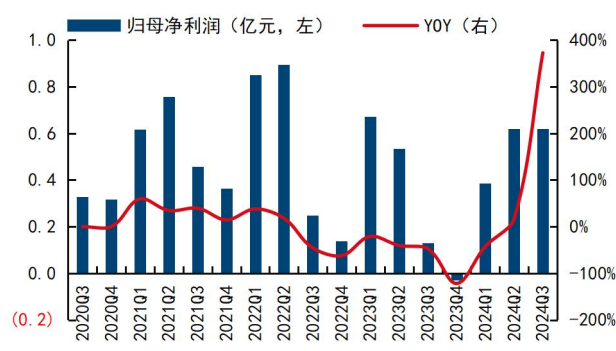
- 《浙江自然 (605080.SH) - 四季度收入转正，毛利率持续受新品拖累》——2024-03-27
- 《浙江自然 (605080.SH) - 二季度收入降幅收窄，汇率波动致净利润降幅较大》——2023-08-30
- 《浙江自然 (605080.SH) - 二季度收入降幅收窄，汇率波动致净利润降幅较大》——2023-08-27
- 《浙江自然 (605080.SH) - 海外需求短期扰动，关注长期成长性》——2023-04-27

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



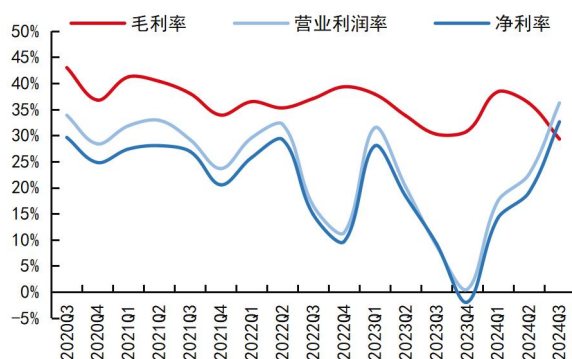
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



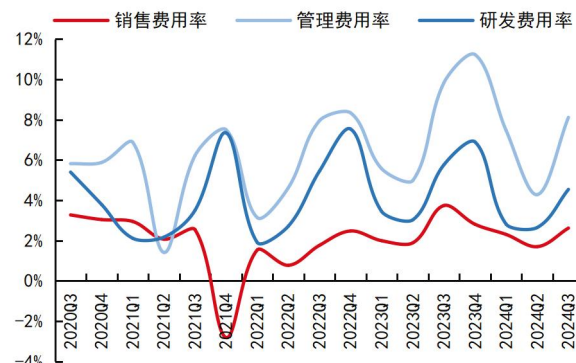
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



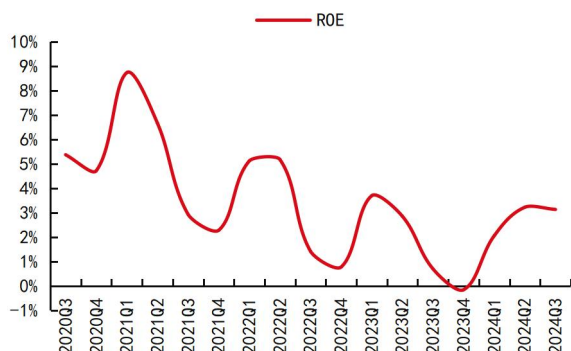
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



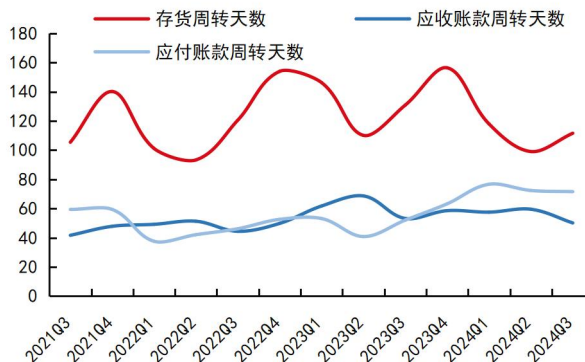
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

投资建议：看好订单维持高景气度及盈利改善

2024 年随下游品牌库存问题解决，公司主业收入增长恢复，且第三季度较上半年增速进一步提升；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；本次公司业绩表现超出预期，我们上调对公司的盈利预测，预计 2024-2026 年净利润为 1.81/2.07/2.31 亿元（前值为 1.72/1.97/2.19 亿元），同比+38.5%/14.6%/11.3%。维持 21.8-24.2 元目标价，对应 2024 年 17-19x PE。

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 | 971 | 1,091 | 1,211 |
| (+/-%) | 12.3% | -13.0% | 17.9% | 12.4% | 11.1% |
| 净利润(百万元) | 213 | 131 | 181 | 207 | 231 |
| (+/-%) | -3.0% | -38.6% | 38.5% | 14.6% | 11.3% |
| 每股收益(元) | 2.11 | 0.92 | 1.28 | 1.47 | 1.63 |
| EBIT Margin | 25.2% | 18.9% | 20.9% | 21.3% | 21.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 11.9% | 7.0% | 9.0% | 9.5% | 9.8% |
| 市盈率 (PE) | 8.1 | 18.5 | 13.4 | 11.7 | 10.5 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 13.8 | 10.6 | 9.2 | 8.7 |
| 市净率 (PB) | 0.97 | 1.30 | 1.20 | 1.11 | 1.03 |

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

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | EPS | PE | CAGR | PEG | 总市值 | | | | |
|-----------|------|------|--------|-------|-------|-------|-----------|-------|------|-------|------|-----|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023-2025 | 人民币亿元 | | | | |
| 605080.SH | 浙江自然 | 优于大市 | 17.12 | 0.92 | 1.28 | 1.47 | 18.6 | 13.4 | 11.6 | 26.4% | 0.51 | 24 |
| 可比公司 | | | | | | | | | | | | |
| 603908.SH | 牧高笛 | 优于大市 | 21.31 | 1.93 | 2.25 | 2.62 | 11.1 | 9.5 | 8.1 | 16.8% | 0.56 | 20 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 优于大市 | 13.46 | 0.48 | 0.57 | 0.65 | 28.2 | 23.5 | 20.9 | 16.3% | 1.44 | 157 |
| 300577.SZ | 开润股份 | 优于大市 | 24.78 | 0.48 | 1.60 | 1.40 | 51.6 | 15.5 | 17.7 | 70.8% | 0.22 | 59 |
| 605138.SH | 盛泰集团 | 优于大市 | 5.41 | 0.19 | 0.23 | 0.35 | 28.5 | 23.5 | 15.5 | 35.7% | 0.66 | 30 |

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 | 463 | 567 | 797 | 营业收入 | 946 | 823 | 971 | 1091 | 1211 |
| 应收款项 | 138 | 148 | 158 | 178 | 204 | 营业成本 | 600 | 545 | 641 | 720 | 802 |
| 存货净额 | 258 | 215 | 271 | 290 | 320 | 营业税金及附加 | 10 | 9 | 9 | 10 | 11 |
| 其他流动资产 | 8 | 17 | 11 | 15 | 18 | 销售费用 | 14 | 20 | 20 | 22 | 23 |
| 流动资产合计 | 1350 | 1315 | 1496 | 1642 | 1933 | 管理费用 | 53 | 64 | 70 | 74 | 81 |
| 固定资产 | 439 | 611 | 690 | 760 | 820 | 研发费用 | 34 | 36 | 35 | 39 | 43 |
| 无形资产及其他 | 172 | 174 | 167 | 160 | 153 | 财务费用 | (16) | (9) | (11) | (12) | (14) |
| 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) | (21) | (24) |
| 资产总计 | 1990 | 2156 | 2410 | 2618 | 2962 | 其他收入 | (30) | (44) | (38) | (33) | (37) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2 | 4 | 100 | 100 | 200 | 营业利润 | 240 | 148 | 205 | 235 | 262 |
| 应付款项 | 116 | 167 | 157 | 173 | 208 | 营业外净收支 | 7 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其他流动负债 | 66 | 63 | 68 | 77 | 85 | 利润总额 | 246 | 148 | 206 | 236 | 262 |
| 流动负债合计 | 184 | 234 | 325 | 350 | 493 | 所得税费用 | 38 | 20 | 28 | 32 | 35 |
| 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 | 181 | 207 | 231 |
| 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 | 386 | 431 | 594 | 净利润 | 213 | 131 | 181 | 207 | 231 |
| 少数股东权益 | (2) | 13 | 11 | 8 | 5 | 资产减值准备 | 17 | (15) | 2 | 1 | 0 |
| 股东权益 | 1787 | 1867 | 2012 | 2178 | 2363 | 折旧摊销 | 33 | 40 | 63 | 76 | 87 |
| 负债和股东权益总计 | 1990 | 2156 | 2410 | 2618 | 2962 | 公允价值变动损失 | (12) | 16 | 21 | 24 | 26 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (16) | (9) | (11) | (12) | (14) |
| 每股收益 | 2.11 | 0.92 | 1.28 | 1.47 | 1.63 | 营运资本变动 | 38 | 49 | (43) | 4 | 2 |
| 每股红利 | 0.45 | 0.16 | 0.26 | 0.29 | 0.33 | 其它 | (20) | 13 | (4) | (3) | (3) |
| 每股净资产 | 17.67 | 13.19 | 14.21 | 15.39 | 16.69 | 经营活动现金流 | 269 | 233 | 219 | 309 | 344 |
| ROIC | 18% | 13% | 15% | 16% | 17% | 资本开支 | 0 | (176) | (157) | (163) | (167) |
| ROE | 12% | 7% | 9% | 10% | 10% | 其它投资现金流 | (144) | (97) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 37% | 34% | 34% | 34% | 34% | 投资活动现金流 | (144) | (274) | (157) | (163) | (167) |
| EBIT Margin | 25% | 19% | 21% | 21% | 21% | 权益性融资 | 10 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 29% | 24% | 27% | 28% | 29% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 12% | -13% | 18% | 12% | 11% | 支付股利、利息 | (46) | (23) | (36) | (41) | (46) |
| 净利润增长率 | -3% | -39% | 38% | 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) | 59 | (41) | 54 |
| 息率 | 1.9% | 0.9% | 1.5% | 1.7% | 1.9% | 现金净变动 | (91) | (110) | 121 | 104 | 230 |
| P/E | 8.1 | 18.5 | 13.4 | 11.7 | 10.5 | 货币资金的期初余额 | 542 | 451 | 342 | 463 | 567 |
| P/B | 1.0 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 货币资金的期末余额 | 451 | 342 | 463 | 567 | 797 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 13.8 | 10.6 | 9.2 | 8.7 | 企业自由现金流 | 0 | 47 | 38 | 118 | 146 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 17 | 137 | 122 | 251 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 |
| | | 弱于大市 | 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