

浙江自然 (605080.SH) 内销表现亮眼，经营韧性彰显，全年增长预期不改

2022 年 08 月 14 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

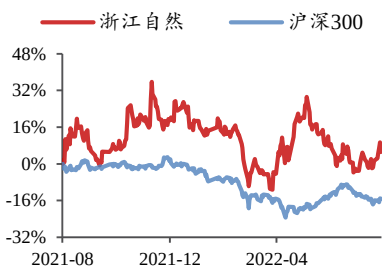
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/8/12
当前股价(元)	61.49
一年最高最低(元)	80.89/51.34
总市值(亿元)	62.18
流通市值(亿元)	20.68
总股本(亿股)	1.01
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	127.7

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《TPU 户外用品龙头，拓品类扩产能 构筑新成长——公司首次覆盖报告》
-2022.6.28

● 内销表现亮眼，经营韧性彰显，全年增长预期不改，继续维持“买入”评级

2022H1 收入 6.36 亿元（+28.37%），归母净利润为 1.74 亿元（+26.89%），分季度看，2022Q1、2022Q2 收入分别为 3.3/3.06 亿元，同增 46.61%/13.16%，2022Q1、2022Q2 归母净利润分别为 0.85/0.89 亿元，同增 37.82%/17.99%。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，我们维持 2022-2023 年预测并上调 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.8/3.7/4.7 亿元（原为 2.8/3.7/4.5 亿元），对应 EPS 为 2.8/3.6/4.6 元，当前股价对应 PE 为 22.3/16.9/13.3 倍，维持“买入”评级。

● 精致露营推动内销市场高增长，欧美出行恢复促枕头坐垫垫高增长

(1) 分品类看，2022H1 充气床垫收入 4.57 亿元（+28.1%），占比 71.9%；户外箱包收入 0.91 亿元（+20.89%），占比 14.3%；枕头坐垫收入 0.47 亿元（+51.78%），占比提升 1.16pct 至 7.4%主要系欧美国家旅行活动恢复。(2) 分内外销看，2022H1 外销收入为 4.96 亿元（+22.35%），内销收入为 1.4 亿元（+55.41%），内销占比为 22.02%（+3.83pct），主要系出境旅行的限制催化国内精致露营需求，推动户外装备行业的蓬勃发展；加之 2022H1 公司开始开发新能源车载床垫，目前持续供货于特斯拉、比亚迪等主流车厂的部分车型，带动内销市场增长。

● 期待越南柬埔寨产能释放，户外二期新品类研发

公司积极开拓保温箱包、水上用品等品类，2022H1 越南子公司和柬埔寨子公司正式成为迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 的合格供应商。同时公司拟投资 4.35 亿元建设户外二期项目，主要生产水上运动用品、充气床垫、户外电器等，达产后预计实现产值/销售收入 5.2/5 亿元，有望开发新利润增长点，实现公司战略布局。

● 会计口径及原材料涨价致毛利率下降，控费能力优异

2022H1 整体毛利率为 35.89%（-4.86pct）主要受会计口径调整（下滑约 1pct）、原材料涨价（-0.47pct）、个别客户单价调整（下滑约 1pct），及人民币升值和柬埔寨越南工厂逐步投产影响。2022H1 公司期间费用率为 4.53%（-3.62pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.17%/3.86%/2.3%/-2.8%，同比分别-1.3/-0.04/+0.15pct/-2.43pct。2022H1/2022Q2 净利率为 27.42%（-0.32pct）/29.23%（+1.2pct）。2022H1 公司经营净现金流 1.52 亿元（+80%），现金回流良好，2022H1 存货周转天数为 93 天（-8 天）。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	581	842	1,080	1,393	1,758
YOY(%)	6.7	44.9	28.2	29.0	26.2
净利润(百万元)	160	220	278	368	468
YOY(%)	21.4	37.6	26.8	32.1	27.4
毛利率(%)	40.7	38.8	37.9	38.6	39.3
净利率(%)	27.4	26.1	25.8	26.4	26.6
ROE(%)	23.6	13.6	15.0	16.7	17.8
EPS(摊薄/元)	1.58	2.17	2.75	3.63	4.63
P/E(倍)	39.0	28.3	22.3	16.9	13.3
P/B(倍)	9.2	3.8	3.4	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、内销表现亮眼，经营韧性彰显，全年增长预期不改.....	3
2、2022H1 会计口径及原材料涨价致毛利率下降，控费能力优异.....	4
3、期待越南柬埔寨产能释放，户外二期新品类研发.....	5
4、盈利预测与投资建议	6
5、风险提示	6
附：财务预测摘要	7

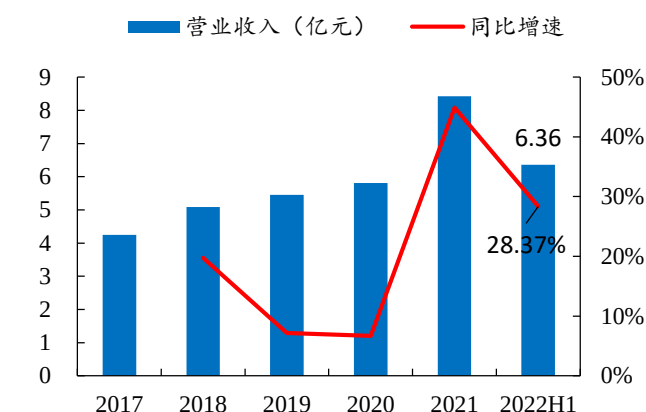
图表目录

图 1：2022H1 收入 6.36 亿元（+28.37%）	3
图 2：2022H1 归母净利润为 1.74 亿元（+26.89%）	3
图 3：2022H1 整体毛利率为 35.89%（-4.86pct）、净利率为 27.42%（-0.32pct）	4
图 4：2022H1 规模效应下销售和管理费用率下降，研发投入加大致研发费用率提升	4
图 5：2022H1 应收账款 2.42 亿元（单位：亿元）	5
图 6：2022H1 存货规模为 1.68 亿元（单位：亿元）	5
表 1：2022H1 各品类增速均超 20%，其中头枕坐垫收入为 0.47 亿元（+51.78%），主要系欧美国家旅行活动恢复.....	3

1、内销表现亮眼，经营韧性彰显，全年增长预期不改

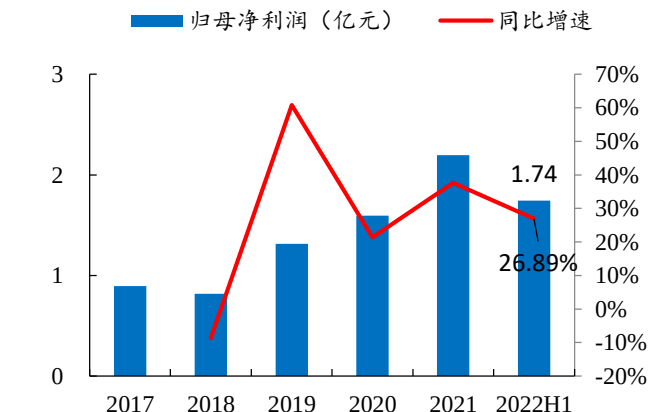
2022H1 收入 6.36 亿元 (+28.37%)，归母净利润为 1.74 亿元 (+26.89%)，分季度看，2022Q1、2022Q2 收入分别为 3.3/3.06 亿元，同比增长 46.61%/13.16%。2022Q1、2022Q2 归母净利润分别为 0.85/0.89 亿元，同比增长 37.82%/17.99%。

图1：2022H1 收入 6.36 亿元 (+28.37%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022H1 归母净利润为 1.74 亿元 (+26.89%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入拆分：精致露营推动内销市场高增长，欧美出行恢复促头枕坐垫高增长。

(1) 分品类看，2022H1 充气床垫收入 4.57 亿元 (+28.1%)，占比 71.9%；户外箱包收入 0.911 亿元 (+20.89%)，占比 14.3%；头枕坐垫收入 0.47 亿元 (+51.78%)，占比提升 1.16pct 至 7.4%主要系欧美国家旅行活动恢复。

(2) 分内外销看，2022H1 外销收入为 4.96 亿元 (+22.35%)，内销收入为 1.4 亿元 (+55.41%)，内销占比为 22.02% (+3.83pct)，主要系：①出境旅行的限制催化了国内精致露营需求，推动了户外装备行业的蓬勃发展；②2022H1 公司开始开发新能源车载床垫，目前持续供货于特斯拉、比亚迪、长城（3-4 个车型）、丰田、小鹏、理想等主流车厂的部分车型，2022H1 车载床垫收入 1000-2000 万元，带动内销市场增长。

表1：2022H1 各品类增速均超 20%，其中头枕坐垫收入为 0.47 亿元 (+51.78%)，主要系欧美国家旅行活动恢复

	2020	2021	2022H1	2022H1 同比增长
充气床垫	4.32	6.36	4.57	+28.1%
户外箱包	0.69	1.11	0.91	+20.89%
头枕坐垫	0.41	0.56	0.47	+51.78%
其他收入	0.39	0.40	0.41	+26.4%
收入合计	5.81	8.42	6.36	+28.37%
充气床垫	74.32%	75.45%	71.88%	-0.12pct
户外箱包	11.92%	13.13%	14.31%	-0.9pct
头枕坐垫	6.97%	6.61%	7.39%	+1.16pct
其他收入	6.79%	4.81%	6.42%	-0.14pct
收入占比	100%	100%	100%	/

数据来源：公司公告、开源证券研究所

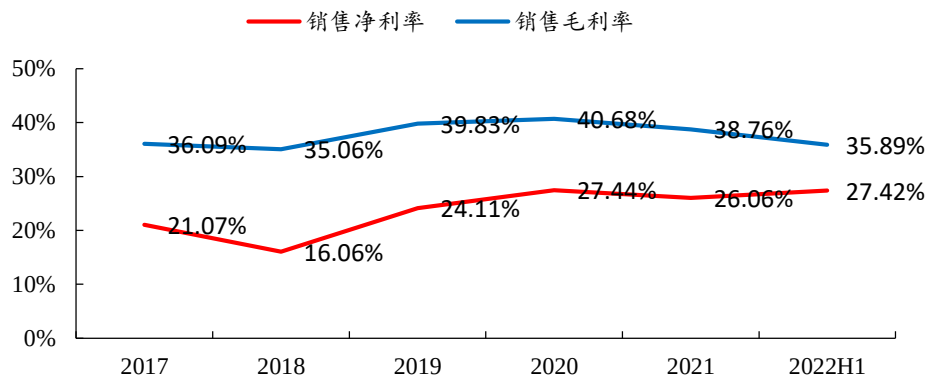
2、2022H1 会计口径及原材料涨价致毛利率下降，控费能力优异

(1) 盈利能力：

2022H1 整体毛利率为 35.89% (-4.86pct) 主要受会计口径调整（与履约成本相关的运输费用调整到营业成本致毛利率下滑约 1pct）、原材料涨价（-0.47pct）、个别客户单价调整（下滑约 1pct），同时还受人民币升值和柬埔寨越南工厂逐步投产影响；2022Q2 毛利率为 35.26%，同比-5.1pct。

2022H2 公司净利率为 27.42% (-0.32pct)，2022Q2 净利率同比提升 1.2pct 至 29.23%，人民币贬值导致汇兑受益之下净利率再上台阶。

图3：2022H1 整体毛利率为 35.89% (-4.86pct)、净利率为 27.42% (-0.32pct)



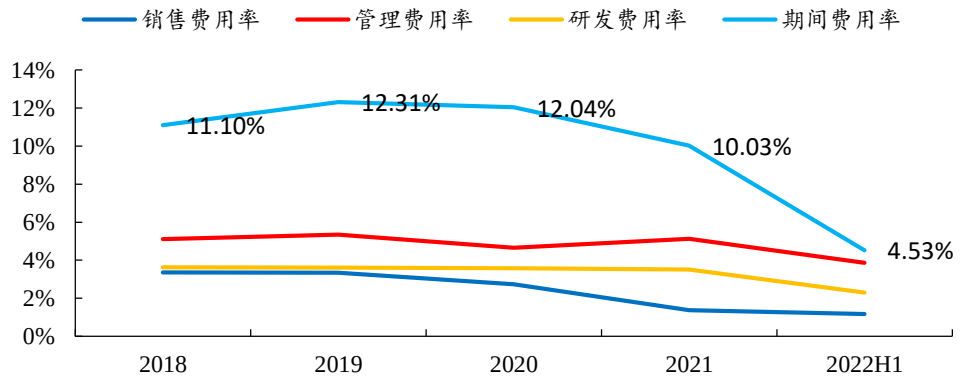
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：

2022H1 公司期间费用率为 4.53% (-3.62pct)，销售/管理/研发费用率分别为 1.17%/3.86%/2.3%，同比分别-1.3/-0.04/+0.15pct，销售和管理费用率略有下降，研发费用率同比增长主要系公司为开发新产品、储备生产技术导致加大研发投入。财务费用率为-2.8%，同比-2.43pct 主要系人民币贬值导致汇兑受益 24.28 万元，同比提升 70%。

2022Q2 公司期间费用率为 2.29% (-3.25pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.77%/4.63%/2.72%/-5.83%，同比分别-1.3/+3.22/+0.55/-5.72pct，财务费用率为-5.72pct 主要系人民币贬值导致汇兑受益。

图4：2022H1 规模效应下销售和管理费用率下降，研发投入加大致研发费用率提升

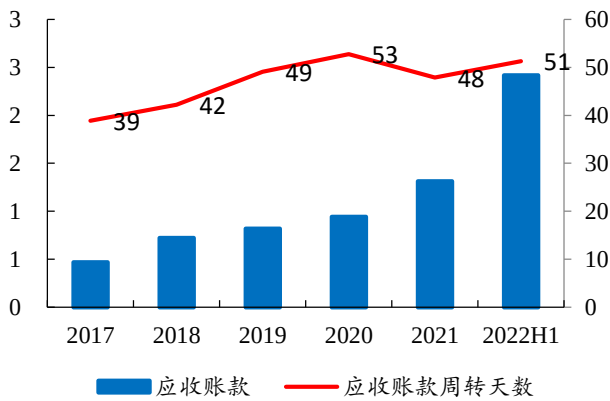


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 营运能力：

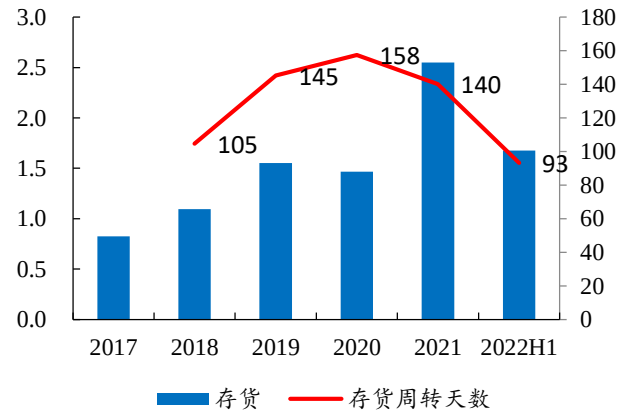
2022H1 公司经营净现金流 1.52 亿元 (+80%)。2022H1 应收账款 2.42 亿元，应收账款周转天数约为 51 天，同比提升 2 天，应收账款回款能力保持良好。2022H1 存货规模为 1.68 亿元，存货周转天数为 93 天，同比缩短 8 天。

图5：2022H1 应收账款 2.42 亿元（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022H1 存货规模为 1.68 亿元（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、期待越南柬埔寨产能释放，户外二期新品类研发

(1) 品类拓展

研发助力品类开拓。2022H1 公司继续加快研发步伐，已获专利授权 10 件，申请专利 19 件（其中发明专利 2 件），未来将立足于户外运动用品领域，依托优质客户，向车载床垫、保温箱包、水上用品等多个品类进行开拓。

床垫方面，除常规户外床垫外，2022 年重点为充放气一体化家用床垫及车载床垫，目前对主流的 5-6 个车厂持续供货车载床垫，在一些车企处正处于项目申报及产品设计研发阶段；**保温箱方面**，目前已开发多种硬质保温箱及保温箱高效生产设备；**水上用品方面**，公司积极拓展 SUP 及非 SUP 水上用品，新增厂房中一个重要项目为非 SUP 水上用品。

(2) 产能布局

期待越南、柬埔寨产能释放。2022H1 越南子公司和柬埔寨子公司分别通过了迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 的严格审核，正式成为其合格供应商。柬埔寨子公司项目按 5-10 亿元收入规模进行设备及人员配置，预计 2022H2 局部投产。越南子公司厂区增加 SUP 产能布局，但由于疫情对于人员出入境的限制，进展略低于预期，期待疫情缓解下产能如期释放。

拟投资建设户外二期项目，有望开发新的利润增长点。公司拟投资 4.35 亿元在天台县经济开发区建设户外用品智能化生产基地二期项目，占地约 125 亩，主要生产水上运动用品、充气床垫、户外电器等户外体育休闲用品，达产后预计实现产值 5.2 亿元，销售收入 5 亿元。该项目落实后有望进一步完善公司产品布局，优化产品结构，提高公司竞争力，开发新利润增长点，实现公司战略布局及长远规划。

4、盈利预测与投资建议

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，我们上调 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.8/3.7/4.7 亿元(原为 2.8/3.7/4.5 亿元)，对应 EPS 为 2.8/3.6/4.6 元，当前股价对应 PE 为 22.3/16.9/13.3 倍，维持“买入”评级。

5、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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	417	1300	1540	1801	2197
现金	145	542	921	977	1226
应收票据及应收账款	94	131	175	220	269
其他应收款	4	15	11	21	20
预付账款	6	4	12	7	15
存货	147	255	294	409	452
其他流动资产	21	352	127	167	215
非流动资产	442	527	590	691	807
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	350	429	534	652
无形资产	117	114	108	102	96
其他非流动资产	79	63	53	55	59
资产总计	859	1826	2130	2492	3005
流动负债	160	188	258	275	354
短期借款	12	0	0	0	0
应付票据及应付账款	97	136	208	226	296
其他流动负债	51	52	50	49	58
非流动负债	24	19	20	20	20
长期借款	3	0	0	0	0
其他非流动负债	21	19	20	20	20
负债合计	184	207	278	295	373
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	76	101	101	101	101
资本公积	253	952	952	952	952
留存收益	347	567	787	1079	1450
归属母公司股东权益	676	1620	1852	2197	2631
负债和股东权益	859	1826	2130	2492	3005

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	206	143	268	233	473
净利润	160	220	278	368	468
折旧摊销	18	25	26	33	41
财务费用	6	0	-2	-2	-1
投资损失	-4	-25	-8	-12	-15
营运资金变动	37	-89	-21	-148	-18
其他经营现金流	-11	12	-5	-4	-1
投资活动现金流	-94	-458	154	-157	-191
资本支出	99	138	73	99	114
长期投资	4	-321	0	0	0
其他投资现金流	9	-641	227	-58	-77
筹资活动现金流	-37	714	-43	-21	-33
短期借款	-35	-12	0	0	0
长期借款	2	-3	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	699	0	0	0
其他筹资现金流	-4	5	-43	-21	-33
现金净增加额	71	395	380	55	249

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	581	842	1080	1393	1758
营业成本	345	516	671	855	1068
营业税金及附加	4	6	8	10	13
营业费用	16	12	13	15	18
管理费用	27	43	51	64	79
研发费用	21	30	37	49	62
财务费用	6	0	-2	-2	-1
资产减值损失	-1	-2	-2	-3	-4
其他收益	3	1	2	2	2
公允价值变动收益	12	-7	6	4	1
投资净收益	4	25	8	12	15
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
营业利润	180	252	320	424	541
营业外收入	7	5	4	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	186	256	324	428	545
所得税	27	36	46	60	77
净利润	160	220	278	368	468
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	220	278	368	468
EBITDA	201	265	328	432	553
EPS(元)	1.58	2.17	2.75	3.63	4.63

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.7	44.9	28.2	29.0	26.2
营业利润(%)	19.5	39.7	27.0	32.3	27.8
归属于母公司净利润(%)	21.4	37.6	26.8	32.1	27.4
获利能力					
毛利率(%)	40.7	38.8	37.9	38.6	39.3
净利率(%)	27.4	26.1	25.8	26.4	26.6
ROE(%)	23.6	13.6	15.0	16.7	17.8
ROIC(%)	22.4	12.6	13.9	15.6	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	11.3	13.1	11.8	12.4
净负债比率(%)	-18.0	-33.0	-49.3	-44.1	-46.3
流动比率	2.6	6.9	6.0	6.5	6.2
速动比率	1.6	5.5	4.8	5.0	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.6	7.5	7.0	7.0	7.2
应付账款周转率	3.5	4.4	3.9	3.9	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.17	2.75	3.63	4.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.41	2.65	2.31	4.68
每股净资产(最新摊薄)	6.68	16.02	18.32	21.73	26.02
估值比率					
P/E	39.0	28.3	22.3	16.9	13.3
P/B	9.2	3.8	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	30.3	20.2	15.8	11.8	8.7

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（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，属于机密材料，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16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