

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

浙江自然 (605080)

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

姜文强 新消费行业首席分析师

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

激励目标乐观，海外基地稳步爬坡，新老业务共振成长

2025 年 01 月 19 日

事件：公司发布股权激励，1) 营业收入和净利润的指标权重分别为 60%和 40%；2) 2025-26 年营收目标不低于 13.89/20.00 亿元；3) 2025-26 年扣非净利润目标不低于 2.75/3.74 亿元。我们预计，充气床垫行业恢复稳健增长、且开拓新大客户，公司增长提速；保温箱和水上用品海外产能持续爬坡，前期布局迎来收获。

三大海外基地同步发展。海外基地主要包括越南基地（水上用品为主）、柬埔寨基地（箱包为主，包括硬箱和软箱）、摩洛哥，目前海外基地建设均进入收获期，我们预计贸易摩擦背景下公司全球供应链份额有望提升。此外，前期海外基地盈利能力较弱，我们预计越南基地有望在 25 年扭亏、柬埔寨基地已扭亏，后续海外基地盈利能力有望在 26 年达稳定水平。

充气床垫：景气修复，产品&客户加速扩张。根据海关总署，2022 年/2023 年/2024M1-M11 充气床垫品类分别出口 14.7/14.0/15.2 亿元、同比 +18.2%/-4.1%/+16.0%。我们预计，22H2-24H1 公司经营收入承压，主要系海外疫情放开、下游去库存，但同时公司供应链一体化能力显现，利润率保持相对高位。我们预计伴随市场需求恢复、TPU 替代 PVC 的渗透率提升、持续拓展新客户（深度合作新能源汽车市场，打造精致露营产品），后续增长有望明显提速。

保温箱：海外产能稳步释放。24H1 柬埔寨美御收入/净利为 4119.6/414.7 万元，柬埔寨大自然收入/净利为 4.8/-126.4 万元，我们预计 24 年保温箱收入超 1 亿元。伴随客户拓展、产能释放，未来成长动能充沛。

水上用品：拐点显现，展望乐观。22 年以来经历下游去库存，24Q3 迎来拐点，24H1 子公司越南大自然收入/净利润分别为 1464.76/7.54 万元，我们预计未来有望持续高增。

盈利预测：公司新材料研发、成本控制能力等方面突出，海外布局前瞻，看好公司后续传统床垫业务持续扩张，新业务迎来释放期。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.9、2.8、3.8 亿元，对应 PE 估值分别为 22.1X、15.5X、11.2X。

风险因素：海外需求复苏不及预期，原材料&汇率波动超预期，关税纷争加剧。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	946	823	976	1,395	2,041
增长率 YoY %	12.3%	-13.0%	18.5%	43.0%	46.3%
归属母公司净利润 (百万元)	213	131	193	276	383
增长率 YoY%	-3.0%	-38.6%	47.8%	42.8%	38.7%
毛利率%	36.6%	33.8%	33.4%	34.7%	34.8%
净资产收益率ROE%	11.9%	7.0%	9.5%	12.1%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.50	0.92	1.36	1.95	2.70
市盈率 P/E(倍)	20.06	32.70	22.11	15.48	11.17
市净率 P/B(倍)	2.39	2.29	2.10	1.87	1.63

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 1 月 17 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,350	1,315	1,578	1,966	2,535
货币资金	451	342	547	784	1,087
应收票据	2	3	2	4	6
应收账款	132	136	149	213	320
预付账款	6	11	8	14	22
存货	258	215	262	342	481
其他	500	607	609	610	620
非流动资产	640	841	840	786	731
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	361	468	497	480	452
无形资产	172	174	187	180	174
其他	107	200	156	126	105
资产总计	1,990	2,156	2,418	2,752	3,266
流动负债	184	234	336	427	603
短期借款	0	0	100	100	100
应付票据	32	60	54	75	122
应付账款	84	108	111	155	239
其他	68	67	70	98	142
非流动负债	21	41	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他	21	41	40	40	40
负债合计	205	275	376	468	644
少数股东权益	-2	13	11	6	0
归属母公司股东权益	1,787	1,867	2,031	2,279	2,623
负债和股东权益	1,990	2,156	2,418	2,752	3,266

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	946	823	976	1,395	2,041
同比(%)	12.3%	-13.0%	18.5%	43.0%	46.3%
归属母公司净利润	213	131	193	276	383
同比(%)	-3.0%	-38.6%	47.8%	42.8%	38.7%
毛利率(%)	36.6%	33.8%	33.4%	34.7%	34.8%
ROE%	11.9%	7.0%	9.5%	12.1%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.50	0.92	1.36	1.95	2.70
P/E	20.06	32.70	22.11	15.48	11.17
P/B	2.39	2.29	2.10	1.87	1.63
EV/EBITDA	15.83	14.44	14.19	9.92	6.58

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	946	823	976	1,395	2,041
营业成本	600	545	650	911	1,331
营业税金及附加	10	9	9	13	18
销售费用	14	20	24	37	58
管理费用	50	59	64	95	145
研发费用	34	36	38	52	80
财务费用	-16	-9	-3	-8	5
减值损失合计	-19	-4	0	0	0
投资净收益	8	7	29	22	37
其他	-5	-20	2	2	2
营业利润	240	148	224	319	443
营业外收支	7	0	0	0	0
利润总额	246	148	224	319	443
所得税	38	20	34	48	66
净利润	209	128	191	271	376
少数股东损益	-4	-2	-3	-5	-6
归属母公司净利润	213	131	193	276	383
EBITDA	273	186	272	365	503
EPS(当年)(元)	1.50	0.92	1.36	1.95	2.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	228	240	157	246	309
净利润	209	128	191	271	376
折旧摊销	35	43	51	54	56
财务费用	-13	-1	2	4	4
投资损失	-8	-7	-29	-22	-37
营运资金变动	-23	53	-54	-60	-90
其它	29	24	-2	0	0
投资活动现金流	-395	-191	-18	22	37
资本支出	-152	-178	-50	0	0
长期投资	-245	-13	0	0	0
其他	2	0	32	22	37
筹资活动现金流	-44	-45	68	-31	-42
吸收投资	3	6	0	0	0
借款	0	0	100	0	0
支付利息或股息	-46	-23	-21	-31	-42
现金流净增加额	-201	4	205	237	304

研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。