

2025 年 01 月 23 日

业绩中枢超市场预期，户外装备龙头重启增长

浙江自然(605080)

评级:	买入	股票代码:	605080
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	31.7/13.18
目标价格:		总市值(亿)	42.13
最新收盘价:	29.76	自由流通市值(亿)	42.13
		自由流通股数(百万)	141.57

事件概述

公司发布 24 年业绩预告，预计 24 年归母净利润/扣非归母净利润分别为 1.74-2.14/1.55-1.95 亿元，同比增长 33.12%-63.73%/12.91%-42.12%，业绩中枢超市场预期，我们分析主要由于：1) 主业迎来补库拐点；2) 水上用品和保温箱下半年迎来放量拐点；3) 公允价值变动收益贡献。其中 24Q4 归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.11-0.51/0.04-0.44 亿元，同比增长扭亏/5-1005%。

分析判断：

我们分析，公司 24 业绩中枢超市场预期，主要由于：1) 主业充气床垫 24 年迎来补库拐点，公司此前在 21Q1-22Q1 连续 5 个季度收入增速在 30-60%高速增长阶段，但自 22Q3-24Q1 由于海外疫情放开、下游去库存，公司进入 5 个季度调整期。主业充气床垫 24Q2 收入同比+13%、迎来拐点；2) 保温箱业务 24Q3 开始扭亏，伴随客户拓展、产能释放，未来有望维持高增；3) 依托优质客户，发展水上用品品类，24H1 子公司越南大自然收入/净利润分别为 1464.76/7.54 万元。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司主业户外充气床垫迎来下游去库存拐点，叠加公司新客户订单带来增量，未来有望保持 20%以上收入增速；（2）中期来看，保温硬箱和水上用品有望成为新增长点、明后年有望保持高增；（3）长期来看，公司在新材料领域的研发、成本控制能力较强，TPU 渗透率有望持续提升，海外户外装备仍处于成长期，公司仍在持续扩产，海外份额仍有较大提升空间。维持 24-26 年收入预测 9.66/13.94/20.08 亿元，维持 24-26 年归母净利预测 1.82/2.77/3.78 亿元，对应 24-26 年 EPS 预测 1.28/1.95/2.67 元，2025 年 1 月 23 日收盘价 29.76 元，对应 24-26 年 PE 分别为 23/15/11X，维持“买入”评级。

风险提示

海运影响发货延迟；原材料价格波动风险；工厂爬坡不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	823	966	1,394	2,008
YoY (%)	12.3%	-13.0%	17.3%	44.3%	44.0%
归母净利润(百万元)	213	131	182	277	378
YoY (%)	-3.0%	-38.6%	39.2%	52.1%	36.5%
毛利率 (%)	36.6%	33.8%	33.9%	34.0%	34.1%
每股收益 (元)	1.50	0.92	1.28	1.95	2.67

ROE	11.9%	7.0%	8.9%	11.9%	14.0%
市盈率	19.78	32.24	23.17	15.24	11.16

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	823	966	1,394	2,008	净利润	128	178	271	370
YoY (%)	-13.0%	17.3%	44.3%	44.0%	折旧和摊销	43	35	34	34
营业成本	545	638	920	1,323	营运资金变动	53	-39	-82	-116
营业税金及附加	9	20	14	20	经营活动现金流	240	143	170	216
销售费用	20	19	28	28	资本开支	-178	-92	-99	-112
管理费用	59	73	121	208	投资	-13	0	0	0
财务费用	-9	-3	-4	-5	投资活动现金流	-191	-63	-50	-42
研发费用	36	39	49	70	股权募资	788	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	50	0	0	0
投资收益	7	29	49	70	筹资活动现金流	-45	0	0	0
营业利润	148	208	316	434	现金净流量	4	80	120	174
营业外收支	0	2	4	1	主要财务指标				
利润总额	148	211	320	436	2023A	2024E	2025E	2026E	
所得税	20	32	49	65	成长能力				
净利润	128	178	271	370	营业收入增长率	-13.0%	17.3%	44.3%	44.0%
归属于母公司净利润	131	182	277	378	净利润增长率	-38.6%	39.2%	52.1%	36.5%
YoY (%)	-38.6%	39.2%	52.1%	36.5%	盈利能力				
每股收益	0.92	1.28	1.95	2.67	毛利率	33.8%	33.9%	34.0%	34.1%
资产负债表 (百万元)					净利率	15.6%	18.5%	19.5%	18.4%
货币资金	342	422	542	716	总资产收益率 ROA	6.1%	7.7%	10.1%	11.5%
预付款项	11	13	19	28	净资产收益率 ROE	7.0%	8.9%	11.9%	14.0%
存货	215	252	364	523	偿债能力				
其他流动资产	746	768	844	954	流动比率	5.61	5.69	4.81	4.20
流动资产合计	1,315	1,456	1,769	2,221	速动比率	4.64	4.65	3.77	3.16
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.46	1.65	1.47	1.35
固定资产	468	534	609	695	资产负债率	12.8%	12.6%	14.9%	17.4%
无形资产	174	167	161	154	经营效率				
非流动资产合计	841	900	970	1,049	总资产周转率	0.38	0.41	0.51	0.61
资产合计	2,156	2,356	2,739	3,271	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.92	1.28	1.95	2.67
应付账款及票据	167	182	263	383	每股净资产	13.19	14.48	16.43	19.10
其他流动负债	67	74	104	146	每股经营现金流	1.69	1.01	1.20	1.53
流动负债合计	234	256	368	529	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	41	41	41	41	PE	32.24	23.17	15.24	11.16
非流动负债合计	41	41	41	41	PB	1.60	1.48	1.30	1.12
负债合计	275	297	409	570					
股本	142	142	142	142					
少数股东权益	13	10	5	-3					
股东权益合计	1,881	2,059	2,330	2,701					
负债和股东权益合计	2,156	2,356	2,739	3,271					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。