

2025年04月28日

25Q1 业绩超市场预期，扣非净利率创同期新高

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:	34.88/13.18
目标价格:		总市值(亿)	34.69
最新收盘价:	24.5	自由流通市值(亿)	34.39
		自由流通股数(百万)	140.35

事件概述

2024年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为10.02/1.85/1.71/1.57亿元、同比增长21.75%/41.67%/25.04%/-34.59%。净利增长主要是公司积极拓展市场份额，优化产品结构，同时海外新产能加速爬坡所致。经营性现金流净额低于净利主要由于经营性应收项目减少。24Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为2.12/0.22/0.21亿元、同比增长39.44%/849.63%/420.02%，我们分析，业绩大幅增长主要受益于柬埔寨硬箱及越南水上用品放量及汇兑收益。

25Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为3.57/0.96/0.86亿元、同比增长30.40%/148.29%/53.80%，业绩超市场预期，归母净利及扣非净利创同期历史新高，收入增长主要是公司积极拓展市场份额，优化产品结构，同时海外新产能加速爬坡所致；归母净利大幅增长主要由于公司积极拓展市场份额，优化产品结构，同时海外新产能加速爬坡，以及公司内部管理提升和非经营性收入增长、公允价值变动收益大幅提升所致。

公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.97元，分红率15.06%，股息率0.80%。

公司公告25年公司及子公司证券投资金额不超过人民币6亿元。

分析判断:

箱包类销量大幅增长。（1）分产品来看，2024年气床/箱包/枕头坐垫/其他收入分别为5.86/2.04/0.70/1.34亿元，同比增长13.87%/30.85%/15.70%/48.00%。量价拆分，气床/箱包/枕头坐垫/其他收入销量为34.50/35.70/23.97/66.97万件，同比增长12.06%/56.33%/21.15%/12.04%，箱包销量增幅较大，主要是因为海外子公司产能加速爬坡所致。根据我们测算，气床/箱包/枕头坐垫/其他单价分别为170/57/29/20元/件，同比增长1.61%/-16.30%/-4.49%/32.10%。分地区看，国外/国内收入为8.00/1.94亿元，同比增长23.07%/13.08%。（2）保温箱：24年海外子公司柬埔寨美御保温硬箱产能加速爬坡，我们认为伴随客户拓展、产能释放，未来有望维持高增，长期展望硬箱业务达5亿收入空间；而净利率虽然低于主业充气床垫、但随着材料突破和供应链整合，未来仍有望达到15%以上。（3）水上用品：24年越南大自然的SUP、KAYAK不断开拓新的市场及客户，预计未来有望维持高增。

25Q1扣非净利率创历史新高，净利率提升主要收益公允价值变动收益增加。（1）2024毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为33.72%/18.47%/17.07%、同比增长-0.12/2.6/0.42PCT。从费用率来看，24销售/管理/研发/财务费用率分别为2.43%/7.06%/3.64%/-1.34%、同比提升0.02/-0.08/-0.69/-0.2PCT。投资净收益/收入同比增加1.69PCT，主要由于理财产品取得的投资收益增加；公允价值变动净收益/收入同比增加1.38PCT；资产减值损失计提占比增加0.53PCT；信用减值损失冲回占比增加1.03PCT；所得税/收入同比增加0.55PCT。（2）24Q4毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为27.84%/10.54%/9.91%，同比增加-2.97/12.5/7.28PCT，从费用率来看，24Q4销售/管理/研发/财务费用率分别为3.56%/9.86%/5.42%/-5.88%、同比增长0.75/-1.37/-1.48/-4.95PCT，财务费用率下降主要由于汇兑收益增加。其他收益/收入同比减少1.84PCT；投资净收益/收入同比下降0.66PCT；公允价值变动损失/收入同比增长8.04PCT；资产减值损失计提占比增加2.28PCT；信用减值损失冲回

占比同比增加 6.72PCT；营业外收入/收入同比增加 1.69PCT；但所得税占比同比增加 3.23PCT。（3）25Q1 毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 38.83%/26.92%/24%，同比增加 0.46/12.78/3.7PCT，扣非净利率创同期历史新高。从费用率来看，24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/4.82%/2.69%/-0.94%、同比下降 0.9/2.64/0.12/0.38PCT。其他收益/收入同比增加 1.79PCT；投资净收益/收入同比下降 5.15PCT；公允价值变动损失/收入同比增长 13.7PCT；资产减值损失冲回占比增加 1.08PCT；所得税占比同比增加 2.2PCT。

存货增加，存货周转天数下降。公司 24 年末存货金额为 2.9 亿元，同比增加 35%，存货中原材料/在产品/库存商品分别为 1.34/0.49/0.96 亿元，同比增长 41.91%/51.75%/35.03%。公司存货周转天数 137 天，同比下降 20 天；应收账款为 1.88 亿元，同比增加 38%，应收账款周转天数 58 天，同比持平。应付账款为 1.98 亿元，同比增加 83%，应付账款周转天数 83 天，同比增加 19 天。

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、今年有望保持高增；（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 25-26 年收入预测 13.94/20.08 亿元，新增 27 年收入预测 25.70 亿元，维持 25-26 年归母净利预测 2.77/3.78 亿元，新增 27 年归母净利预测 4.72 亿元，对应 25-26 年 EPS 预测 1.95/2.67 元，新增 27 年 EPS 3.34 元，2025 年 4 月 28 日收盘价 24.50 元，对应 25-27 年 PE 分别为 14/9/7X，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	823	1,002	1,394	2,008	2,570
YoY (%)	-13.0%	21.7%	39.1%	44.0%	28.0%
归母净利润(百万元)	131	185	277	378	472
YoY (%)	-38.6%	41.7%	49.4%	36.5%	25.1%
毛利率 (%)	33.8%	33.7%	33.8%	33.9%	34.0%
每股收益 (元)	0.92	1.31	1.95	2.67	3.34
ROE	7.0%	9.1%	12.0%	14.0%	14.9%
市盈率	26.54	18.74	12.54	9.19	7.34

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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,002	1,394	2,008	2,570	净利润	190	283	387	484
YoY (%)	21.7%	39.1%	44.0%	28.0%	折旧和摊销	51	37	36	36
营业成本	664	923	1,327	1,696	营运资金变动	-66	-43	-118	-116
营业税金及附加	9	29	20	26	经营活动现金流	157	234	230	312
销售费用	24	28	40	36	资本开支	-213	-165	-180	-201
管理费用	71	70	171	249	投资	-79	0	0	0
财务费用	-13	-2	-3	-4	投资活动现金流	-293	-123	-109	-111
研发费用	36	56	70	90	股权募资	788	0	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	320	0	0	0
投资收益	25	42	70	90	筹资活动现金流	-26	0	0	0
营业利润	222	332	453	568	现金净流量	-161	110	121	201
营业外收支	-3	2	4	1					
利润总额	219	335	457	570	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	30	51	70	85	成长能力				
净利润	190	283	387	484	营业收入增长率	21.7%	39.1%	44.0%	28.0%
归属于母公司净利润	185	277	378	472	净利润增长率	41.7%	49.4%	36.5%	25.1%
YoY (%)	41.7%	49.4%	36.5%	25.1%	盈利能力				
每股收益	1.31	1.95	2.67	3.34	毛利率	33.7%	33.8%	33.9%	34.0%
					净利率	18.9%	20.3%	19.3%	18.8%
					总资产收益率 ROA	7.9%	9.9%	11.3%	11.8%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净资产收益率 ROE	9.1%	12.0%	14.0%	14.9%
货币资金	181	291	412	614	偿债能力				
预付款项	8	11	16	21	流动比率	4.77	3.87	3.39	3.29
存货	290	402	578	739	速动比率	3.76	2.93	2.45	2.34
其他流动资产	929	1,003	1,127	1,244	现金比率	0.61	0.66	0.65	0.77
流动资产合计	1,408	1,708	2,134	2,617	资产负债率	13.2%	16.4%	19.2%	20.2%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率				
固定资产	678	816	971	1,144	总资产周转率	0.43	0.50	0.60	0.64
无形资产	187	179	172	165	每股指标 (元)				
非流动资产合计	942	1,072	1,220	1,387	每股收益	1.31	1.95	2.67	3.34
资产合计	2,350	2,780	3,354	4,004	每股净资产	14.37	16.32	18.99	22.33
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	1.11	1.65	1.63	2.21
应付账款及票据	226	336	482	610	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	70	105	147	185	估值分析				
流动负债合计	295	441	629	795	PE	18.74	12.54	9.19	7.34
长期借款	0	0	0	0	PB	1.64	1.50	1.29	1.10
其他长期负债	15	15	15	15					
非流动负债合计	15	15	15	15					
负债合计	310	456	644	810					
股本	142	142	142	142					
少数股东权益	6	13	22	34					
股东权益合计	2,040	2,323	2,710	3,194					
负债和股东权益合计	2,350	2,780	3,354	4,004					

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跨部门、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。