

业绩表现靓丽，产品矩阵持续丰富

投资要点

- **业绩摘要：**2024 年公司实现营收 10 亿元，同比+21.7%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比+41.7%；实现扣非净利润 1.7 亿元，同比+25%。单季度来看，24Q4 实现营收 2.1 亿元，同比+39.4%；实现归母净利润 2232.7 万元，同比扭亏为盈；实现扣非净利润 2082.1 万元，同比+420%。2025Q1 公司实现营收 3.6 亿元，同比+30.4%；实现归母净利润 9601.2 万元，同比+148.3%；实现扣非净利润 8560 万元，同比+53.8%。净利润高增主要系公司积极拓展市场份额，优化产品结构，海外新产能加速爬坡。
- **盈利能力整体稳健，费控良好。**2024 年公司整体毛利率为 33.7%，同比-0.1pp。分产品来看，气床/箱包/枕头坐垫的毛利率分别为 44.7%/21.5%/21.5%，同比+0.7pp/+7.1pp/-5.2pp，箱包产品毛利率增长亮眼。费用率方面，24 年总费用率为 11.8%，同比-1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.4%/7.1%/-1.3%/3.6%，同比+0/-0.1pp/-0.2pp/-0.7pp。综合来看，24 年净利率为 18.5%，同比+2.6pp。2025Q1 毛利率为 38.8%，同比+0.5pp；总费用率为 8%，同比-4pp；25Q1 净利率为 26.9%，同比+12.8pp。公司自动化产线升级与信息化平台建设推动成本有效管控，盈利能力稳健增长。
- **全品类实现正增长，产品矩阵不断丰富。**分产品来看，2024 年气床/箱包/枕头坐垫/其他主营业务（包括水上用品、座椅等）分别实现营收 5.9/2/0.7/1.3 亿元，同比+13.9%/+30.9%/+15.7%/+48.0%。伴随海外子公司产能加速爬坡，箱包与其他主营业务收入增速较快。量价拆分来看，2024 年气床/箱包/枕头坐垫销量分别为 345/357/239.7 万件，同比+12.1%/+56.4%/+21.2%；平均单价分别为 169.9/57.2/29（元/件），同比+1.6%/-16.3%/-4.5%。目前公司同全球 200 多个品牌建立了良好的合作关系，客户覆盖专业国内外户外运动品牌、大型商超、新能源车企等类型；产品涉及高、中、低各种档次。
- **海外子公司产能释放，全球化布局持续推进。**分地区来看，2024 年内销/外销分别实现营收 1.9/8 亿元，同比+13.1%/+23.1%。2024 年公司全球化战略逐渐进入收获期，海外子公司的产能不断释放，其中柬埔寨美御保温硬箱产能加速爬坡、越南大自然的 SUP、KAYAK 不断开拓新的市场及客户。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.98 元、2.72 元、3.33 元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍。考虑到公司产品研发壁垒较高，垂直整合供应链为公司带来的利润空间充分，下游大客户优质，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**国际贸易摩擦加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1002.35	1380.00	2009.16	2439.80
增长率	21.75%	37.68%	45.59%	21.43%
归属母公司净利润（百万元）	185.13	279.99	385.12	471.49
增长率	41.67%	51.24%	37.55%	22.43%
每股收益 EPS（元）	1.31	1.98	2.72	3.33
净资产收益率 ROE	9.30%	12.21%	14.60%	15.40%
PE	22	14	11	9
PB	1.99	1.77	1.53	1.32

数据来源：iFinD，西南证券

西南证券研究院

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn
联系人：沈琪
电话：023-67506873
邮箱：shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

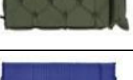
总股本(亿股)	1.42
流通 A 股(亿股)	1.40
52 周内股价区间(元)	13.39-33.47
总市值(亿元)	40.57
总资产(亿元)	24.32
每股净资产(元)	15.06

相关研究

1 聚焦户外用品领域，大客户壁垒高筑

浙江大自然户外用品股份有限公司成立于 2000 年，专注户外运动用品领域 20 余载，公司主要从事充气床垫、户外箱包、头枕坐垫、保温硬箱等户外运动用品的研发、设计、生产和销售。在长期的生产经营过程中，掌握 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术，并逐渐形成独特的垂直一体化产业链。公司坚持以“成为全球领先的户外运动用品供应商”为理念和目标，逐步成长为全球户外运动用品领域的重要参与者，产品以 OEM、ODM、OEM/ODM 相结合的方式销售至欧洲、北美洲、大洋洲等发达国家和地区，已经与全球知名公司迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI、RTIC、历德超市、牧高笛等建立了长期稳定的合作关系，积累了优质的全球客户资源。

图 1：浙江自然产品矩阵

产品种类	产品名称	产品特点	产品图示
TPU 类充气床垫	TPU 双人自动充气床垫	30DTPU 复合面料，弹性好，柔软环保；睡眠面积大，能快速充放气；广泛适用于露营及汽车旅行等。	
	TPU 单人自动充气垫	20D 尼龙复合 TPU 面料，轻薄环保抗撕裂；重量轻，可压缩；广泛适用于登山、探险等。	
	TPU 单人非自动充气垫	20D 尼龙复合 TPU 面料，柔软环保抗撕裂；支撑均匀，拒水保温；体积小，满足用户轻量化追求。	
	TPU 双人非自动充气垫	150D 牛津复合 TPU 面料，牢固耐用；支撑稳定，适用于汽车旅行、家庭露营等用途；可快速充放气。	
PVC 类充气床垫	PVC 单人自动充气床垫	轻便舒适，弹性佳；美观强韧，不易变形，能快速自动充气。	
	PVC 单人自动充气床垫	190T 春亚纺复合 PVC 面料，触感舒适；高回弹阻热保温，方便支撑；广泛适合露营、自驾旅行。	
户外箱包	冰包	840D 尼龙复合聚醚型 TPU 面料，环保耐磨；气密性良好，防水保温；底座稳定坚固；携带方便。	
	肩包背包	300D 牛津复合聚醚型 TPU 面料环保耐磨；拒水防污；防摔防撞；反光条设计适合夜间使用。	
	防水桶袋	210D 涤纶格子复合 TPU 面料抗撕裂；透明窗方便存取物；圆底桶状容量大；卷口设计防潮。	
头枕坐垫	头枕	弹力布复合 TPU 面料，轻盈柔软；贴合脖颈；U 型造型，适合各种睡姿；可快速充放气，简单易操作。	
	靠垫	内置独立纯 TPU 充气枕，轻盈柔软；方便拆洗；贝型设计贴合侧睡；超小收纳包装便于携带。	
其他	天幕、座椅、水上用品 SUP 等	  	

数据来源：招股说明书、公司官网，西南证券整理

纵观公司发展历程，可大致分为三个阶段：

第一阶段（1992-2008 年）：旅游用品起家后转外销，开始聚焦户外用品领域。1992 年天台县旅游用品厂正式成立，公司雏形初现。1995 年，公司获得自营出口后发力外销；2000 年，经过股权转让和改制，浙江大自然旅游用品有限公司正式成立。至此，公司专注于户外运动用品发展，主要从事户外床垫等产品的生产和销售。

第二阶段（2009-2017 年）：优质客户壁垒渐筑，快速发展阶段开启。2009 年后，公司 PVC 床垫和 TPU 产品研发生产均已较为成熟。2010 年，公司与迪卡侬展开长期合作，同年入驻 Costco、Walmart、Dick's 等大型超市。随后，公司陆续与德国贸易商 Flextrade、SEA TO SUBMIT、美国零售商 REI、全球品牌 Exxel、澳洲零售商 Super Retail Group 等知名企业达成合作，并持续至今。

第三阶段（2018-至今）：境外子公司成立，A 股上市开启新征程。2018 年公司完成股份制改革，浙江大自然户外用品股份有限公司正式成立。2020 年，公司进一步完善海外布局，成立境外子公司越南大自然。2021 年，公司趁势而上，于 A 股上市。2024 年子公司越南大自然 SUP 等水上用品及子公司柬埔寨美御的保温硬箱开始批量出货。随着户外市场规模逐步扩大，客户渠道进一步打开，新产品产能逐步爬坡，有望延续高增。

图 2：浙江自然发展历程

第一阶段(1992-2008年)	第二阶段(2009-2017年)	第三阶段(2018-至今)
● 1992年成立天台县旅游用品厂 ● 1995年获得自营出口资格 ● 2000年成立浙江大自然旅游用品有限公司 ● 2006年开始与欧洲客户历德超市合作 ● 2008年成立浙江瑞辉纺织面料科技有限公司	● 2010年开始与迪卡侬合作，入驻沃尔玛、好市多等超市 ● 2011年开始与德国贸易商 Flextrade 合作 ● 2012年开始与 SEA TO SUBMIT 合作 ● 2013年开始与美国零售商 REI 及全球品牌 Exxel 合作 ● 2015年开始与澳洲零售商 Super Retail Group 合作	● 2018年完成股份制改革，浙江大自然户外用品股份有限公司成立 ● 2020年成立子公司越南大自然 ● 2021年浙江自然在 A 股上市并成为迪卡侬战略供应商 ● 2022年取得柬埔寨美御 60% 的股权 ● 2024年越南大自然 SUP 等水上用品及柬埔寨美御的保温硬箱开始批量出货

数据来源：招股说明书、公司公告，西南证券整理

1.1 实控股权较集中，员工持股激励充分

董事长及其家人为实际控制人，实控股权较集中。公司的实际控制人是夏永辉和陈甜敏夫妇。截至 2025 年 3 月 31 日，两人合计持有公司 56.32% 股份。夏永辉担任公司董事长兼总经理，通过扬大管理间接持有公司 51.53% 的股份，并通过瑞聚投资间接持有 2.92% 的股份，总计持有 54.45% 的股份。陈甜敏担任公司的董事兼副总经理，通过扬大管理间接持有 1.87% 的股份。瑞聚投资是公司员工的持股平台，公司的管理层及核心员工均参与了持股计划。

高增长目标，彰显业绩发展信心。2024 年 12 月 31 日公司发布了 2024 年限制性股票激励计划（草案），限制性股票授予价格为 10.62 元/股，激励对象主要是公司（含子公司）的中层管理人员及核心骨干 61 人。拟授予股票总数 128.46 万股，约占公司股本总额的 0.91%。

业绩考核目标 2025-2026 年营业收入分别不低于 13.89/20 亿元，净利润（计算时剔除股份支付费用）分别不低于 2.75/3.74 亿元。营业收入/净利润权重分别占比 60%和 40%。若营业收入或净利润任意一项完成率大于等于 90%（26 年为 85%）且小于 100%，则对应加权完成率比例的股权解除限售。

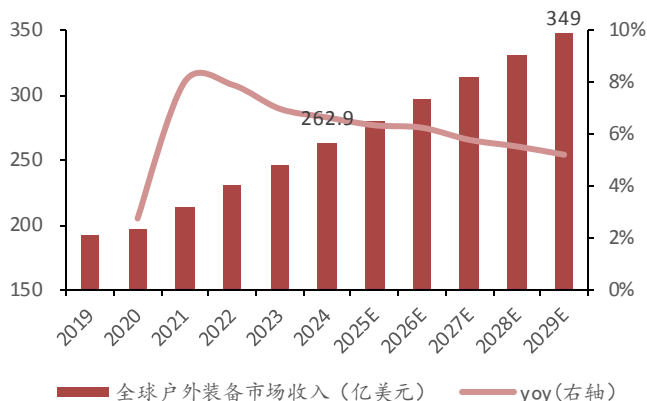
图 3：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



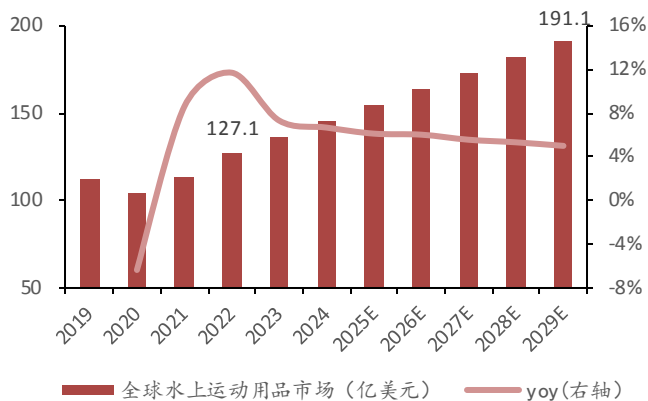
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 户外运动行业前景广阔，出海市场空间充足

户外装备市场稳健增长，细分领域仍具开拓机会。根据 Statista 数据，2024 年全球户外装备行业大约为 262.9 亿美元，预计 2029 年达到 349 亿美元，2025-2029 年复合增长率为 5.8%。在新冠疫情期间，许多人由于长距离旅游受限，转向短途户外活动，户外装备市场在此期间高速增长，并于 2021 年达到增速最高点 8%，之后增速逐渐回落。水上运动用品作为户外运动的细分市场之一，近年来凭借其体育健身、休闲娱乐及社交属性，广受消费者的喜爱和关注。根据 Statista 数据，2024 年水上户外运动用品市场规模约 145.5 亿美元，预计 2029 年达到 191.1 亿美元，2025-2029 年复合增长率为 5.6%。全球保温箱市场同样呈现稳步增长态势，根据恒州诚思 YH Research，国外的保温箱主要用于户外露营，垂钓，冷链运输等；国内主要用于外卖配送以及冷链运输行业，国内户外市场仍处于市场培育阶段。YHR 市场调查报告显示，2022 年全球保温箱市场规模大约为 21.6 亿美元，预计 2029 年将达到 30.9 亿美元，2023-2029 期间年复合增长率为 5.2%。

图 4：2019-2029 年全球户外装备市场收入预测


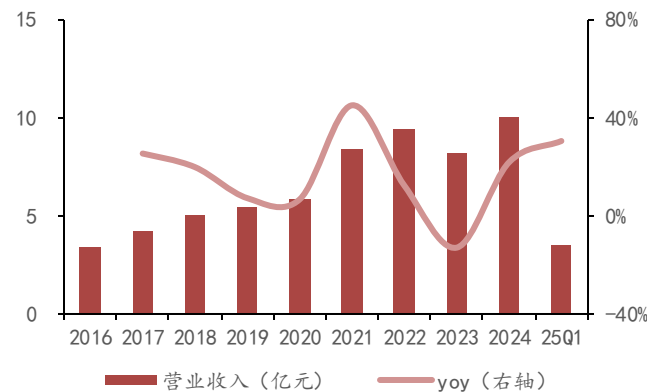
数据来源：Statista，西南证券整理

图 5：2019-2029 年全球水上运动用品市场收入预测


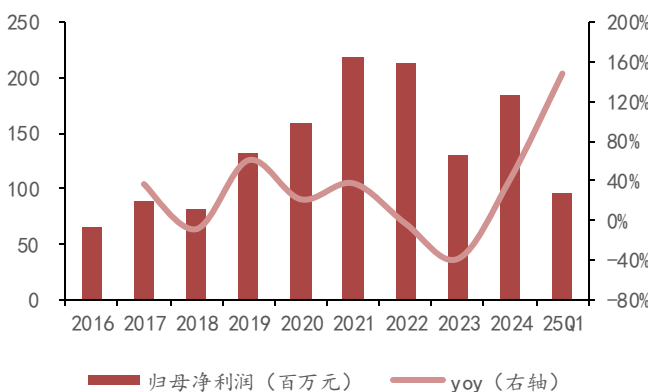
数据来源：Statista，西南证券整理

1.3 收入利润高增，产品矩阵持续丰富

收入利润高增，产品矩阵持续丰富。2024 年得益于公司积极拓展市场份额，产品结构优化以及海外新产能加速爬坡，公司收入同比+21.7%至 10 亿元。25Q1 保持增长态势，实现营收 3.6 亿元，同比+30.4%。从利润端来看，2024 年公司归母净利润实现较快增长，同比+41.7%至 1.9 亿元。2025Q1 公司净利润 9601.2 万元，同比+148.3%，利润增速显著。展望后续，随着海外工厂产能加速释放，公司产品矩阵进一步丰富，公司业绩有望持续提升。

图 6：2016-2025Q1 公司营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

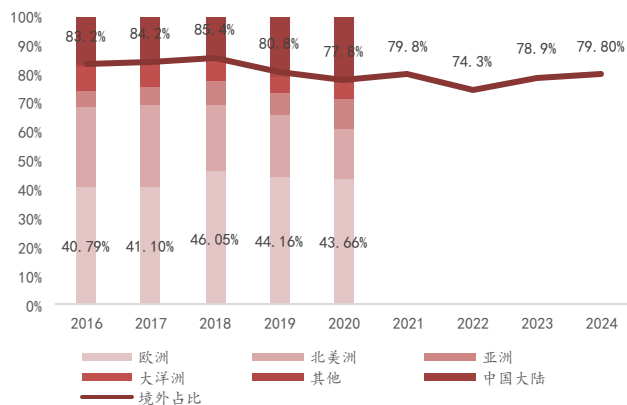
图 7：2016-2025Q1 公司归母净利润及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

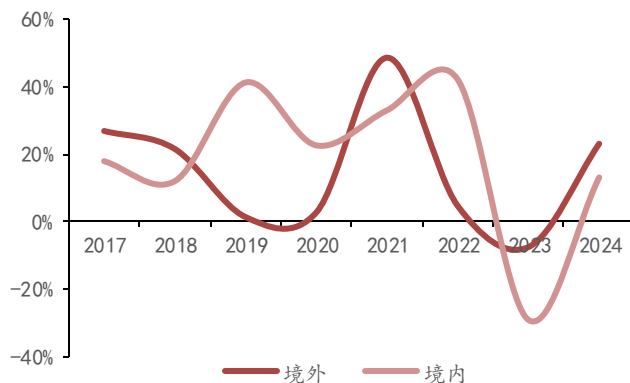
1.4 外销贡献主要收入，大客户优质稳定

分地区来看，公司业务以外销 ODM 为主。2024 年境外/境内业务收入分别为 8 亿元/1.9 亿元，同比+23.1%/+13.1%，占比 79.8%/19.3%。2017-2024 年外销/内销复合增速分别 13.9%/16.8%。2021 年，公司与第一大客户迪卡侬签订战略供应合作协议，2021 年境外收入同比+48.6%。公司已披露的主要客户为迪卡侬、SEA TO SUMMIT、REI、RTIC、历德超市、牧高笛均为户外用品行业知名企业。2024 年公司前五大客户营收占比 48.4%。近年来，

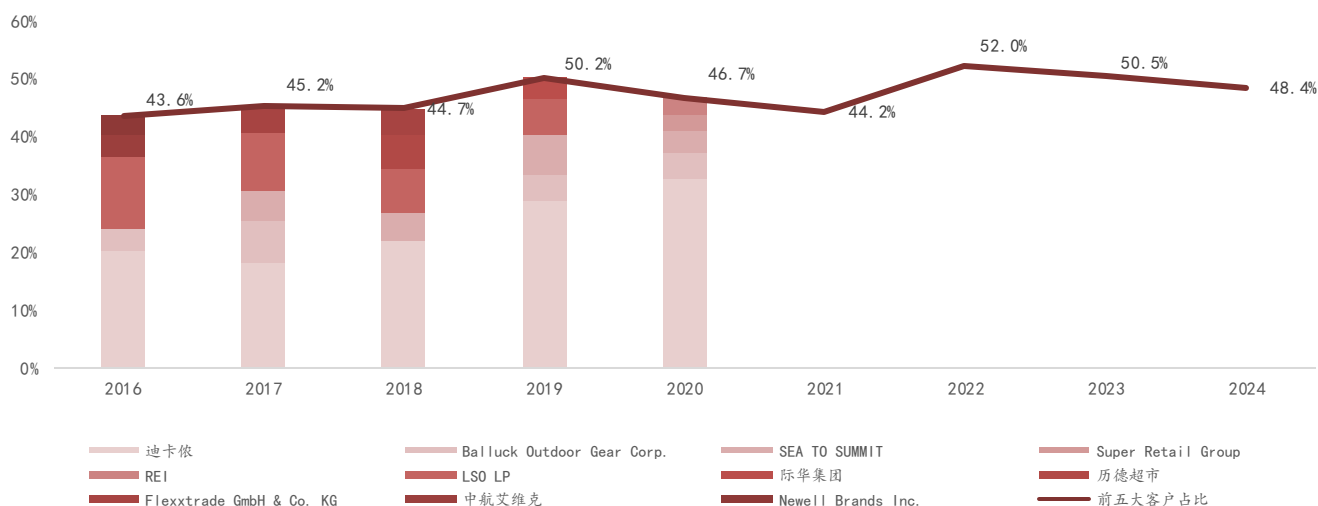
公司一方面与已有的海外客户建立长期稳定的合作关系，拓宽与优质客户合作的产品领域；另一方面持续开拓新客户，贡献新增量。内销方面，公司持续发掘拓展内销客户，在国内露营需求回落影响下，新业态领域合作可能成为内销增长第二曲线。

图 8：2016-2024 年分地区营业收入占比


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 9：2017-2024 年境内境外收入增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

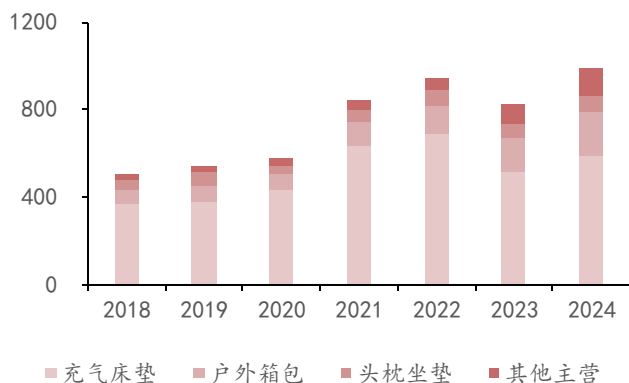
图 10：2016-2024 年前五大客户占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

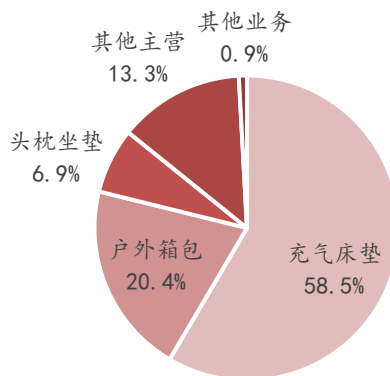
1.5 品类矩阵不断丰富，海外产能持续释放

分产品来看，户外箱包及其他主营产品营收增速较快。2024 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他主营业务营收分别为 5.9 /2 /0.7/1.3 亿元，总营收占比分别为 58.5%/20.4%/7%/13.3%。2024 年全品类营收实现正增长，充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他主营营收分别同比+13.9%/+30.9%/+15.7%/+48%。其他主营业务包括水上用品、天幕、座椅等。从产品销量来看，充气床垫和其他主营销售单价有所上升；户外箱包及头枕坐垫销售单价有所下降，下降原因主要系产品种类不断丰富，低客单值产品销量占比提升。充气床垫 TPU 代替 PVC 面料趋势延续，21 年起销售单价逐年提升至 2024 年 169.9 元/件。展望

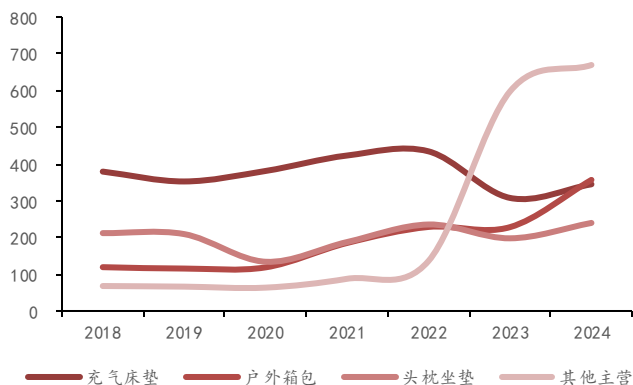
后续,公司将保温箱、水上用品作为重点发展品类,随着柬埔寨和越南工厂产能的逐步爬坡,这两大品类预期在未来几年持续贡献收入和利润。

图 11：2018-2024 年分产品营业收入（百万元）


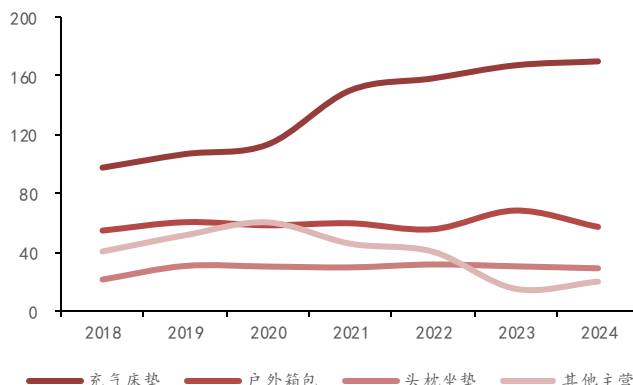
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 12：2024 年收入分产品占比


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 13：2018-2024 年分产品销量（万件）


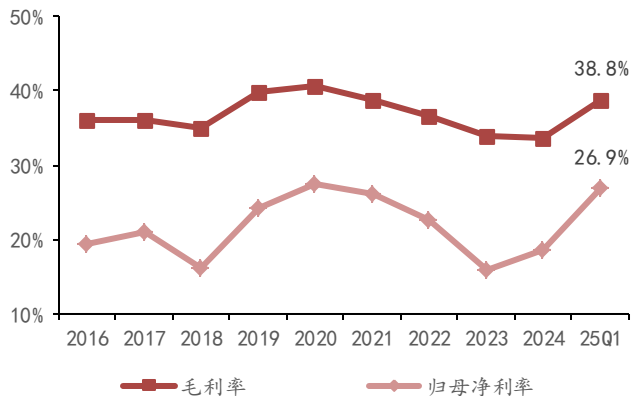
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 14：2018-2024 年分产品销售单价（元/件）


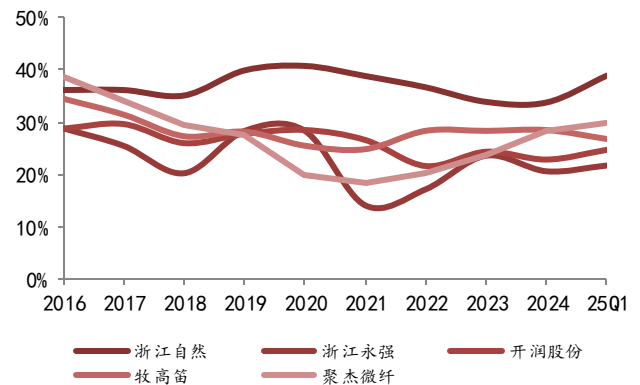
数据来源：iFinD，西南证券整理

1.6 海外产能持续释放，成长空间广阔

海外产能持续释放，打开收入利润成长空间。伴随海外子公司的产能不断释放，产品结构得到优化，公司全球化战略逐渐进入收获期。其中柬埔寨美御保温硬箱产能加速爬坡，越南大自然的 SUP、KAYAK 不断开拓新的市场及客户。从总的盈利能力来看，2025Q1 公司毛利率/净利率分别为 38.8%、26.9%，分别相较于 2024Q1 提升 0.5pp、12.8pp。展望后续，海外子公司的盈利能力有望持续爬坡。

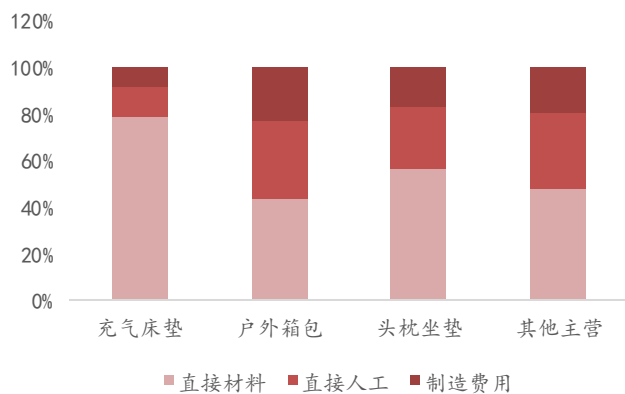
图 15：2016-2025Q1 公司毛利率/净利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

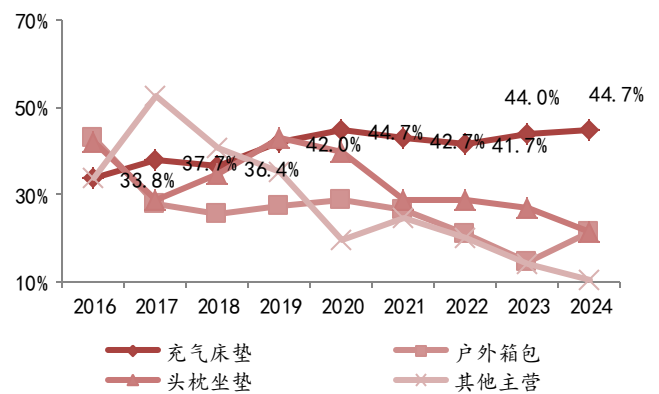
图 16：2016-2025Q1 公司毛利率同业比较


数据来源：iFinD，西南证券整理

垂直整合供应链能力有望复制。从产品成本来看，公司传统产品充气床垫，成本主要是直接材料，而直接人工和制造费用占比较少。公司掌握了 TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等关键工艺和技术，这些技术使得公司在户外用品制造方面具备领先优势。目前海外子公司生产的新品类主要是 TPU 热熔接工艺的延伸，公司有望将工艺技术和生产管理经验复制，不断提质增效。分品类来看，2024 年充气床垫/户外箱包/头枕坐垫/其他主营毛利率分别为 44.7%/21.5%/21.5%/10.2%，分别同比 +0.7pp/+7.1pp/-5.2pp/-3.8pp。相较于充气床垫，伴随海外产能持续释放，其他品类盈利能力有较大提升。

图 17：2021 年公司产品成本结构


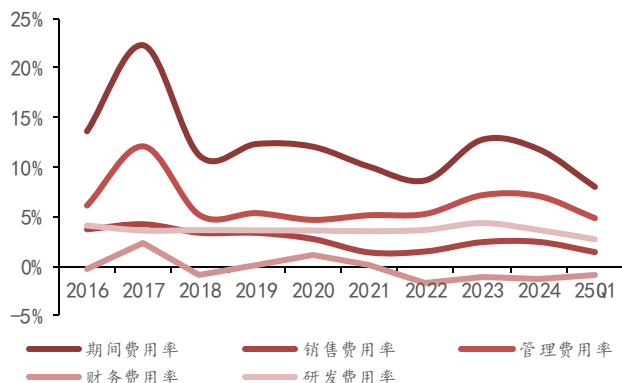
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 18：2016-2024 年公司分产品毛利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

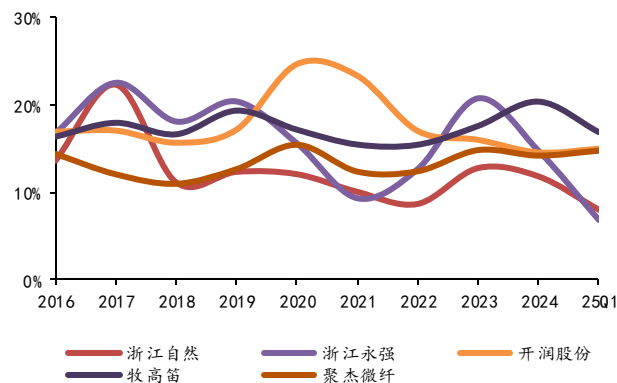
费用结构改善，管控能力持续增强。2024 年总费用率为 11.8%，同比 -0.9pp。25Q1 总费用率为 8%，同比 -4pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.4%/4.8%/-0.9%/2.7%，同比 -0.9pp/-2.6pp/-0.4pp/-0.1pp，费用管控能力增强。同时，公司重视新品和新材料研发储备，研发费用率高于同行业上市公司平均水平，但整体费用率低于同行业上市公司平均水平。展望后续，随营业收入逐步增长，海外子公司生产经营优化，费用率有望逐步改善。

图 19：2016-2025Q1 公司各项费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 20：2016-2025Q1 公司费用率同业比较



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：充气床垫业务公司关键工艺与技术持续创新升级，综合优势明显，客户开拓顺利我们预计 2025-2027 年充气床垫销量增速分别为 15%、13%、8%。

假设 2：户外箱包业务随着海外子公司产能加速爬坡占比持续提升，防水箱包、保温箱包等品类依托公司海外产能持续释放销量保持高速增长，2025-2027 年户外箱包销量增速分别为 80%、80%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入与成本预测

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	1002.35	1380.00	2009.16	2439.80
yoy	21.74%	37.68%	45.59%	21.43%
营业成本	664.34	928.35	1384.56	1682.91
毛利率	33.7%	32.7%	31.1%	31.0%
充气床垫				
收入	586.16	684.19	788.60	860.20
yoy	13.87%	16.73%	15.26%	9.08%
成本	324.41	377.67	434.52	473.11
毛利率	44.66%	44.80%	44.90%	45.00%
户外箱包				
收入	204.22	374.95	688.40	903.87
yoy	30.85%	83.60%	83.60%	31.30%
成本	160.29	288.71	523.19	677.91
毛利率	21.51%	23.0%	24.0%	25.0%

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
头枕坐垫				
收入	69.62	81.04	95.30	107.80
yoy	15.70%	16.40%	17.60%	13.12%
成本	54.67	63.21	73.86	83.01
毛利率	21.47%	22.0%	22.5%	23.0%
其他主营				
收入	133.7	214.0	385.2	500.7
yoy	48.0%	60%	80%	30%
成本	120.09	184.02	323.53	410.58
毛利率	10.21%	14.0%	16.0%	18.0%
其他业务				
收入	8.617	25.9	51.7	67.2
yoy	340.2%	200.0%	100.0%	30.0%
成本	4.89	14.74	29.47	38.31
毛利率	43.25%	43.0%	43.0%	43.0%

数据来源：iFinD，西南证券

可比公司方面，我们选取户外装备制造制造商牧高笛、人造草坪龙头生产商共创草坪为可比公司。牧高笛同属户外用品行业；共创草坪是人造草坪细分行业龙头与浙江自然是充气床垫细分行业龙头类似，出口业务同样占比较大。可比公司 2025 年 PE 平均估值为 18.99 倍。考虑到公司产品研发壁垒较高，垂直整合供应链为公司带来的利润空间充分，下游大客户优质，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603908.SH	牧高笛	24.50	1.02	1.20	1.48	24.08	20.53	16.64
605099.SH	共创草坪	21.30	1.53	1.80	2.09	13.90	11.86	10.18
平均值						18.99	16.20	13.41

数据来源：iFinD，西南证券整理（截至 2025 年 5 月 9 日）。注：可比公司数据来自 iFinD90 天内一致预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1002.35	1380.00	2009.16	2439.80	净利润	189.74	280.64	387.44	475.20
营业成本	664.34	928.35	1384.56	1682.91	折旧与摊销	46.81	80.27	86.75	89.92
营业税金及附加	8.95	12.42	16.07	19.52	财务费用	-13.45	-12.42	-20.09	-24.40
销售费用	24.39	27.60	36.16	43.92	资产减值损失	-10.27	-5.00	-2.00	-2.00
管理费用	70.74	124.20	160.73	195.18	经营营运资本变动	-75.94	-135.82	-180.68	-114.28
财务费用	-13.45	-12.42	-20.09	-24.40	其他	19.90	-6.37	1.90	-13.07
资产减值损失	-10.27	-5.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	156.80	201.30	273.33	411.38
投资收益	25.20	25.00	20.00	30.00	资本支出	-128.01	-100.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.54	-5.24	-4.77	-4.22	其他	-164.92	19.76	15.23	25.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-292.93	-80.24	-34.77	-24.22
营业利润	222.40	324.61	448.95	550.44	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.95	-0.21	-1.00	-1.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	219.45	324.41	447.95	549.38	股权融资	-3.21	0.00	0.00	0.00
所得税	29.71	43.77	60.50	74.18	支付股利	-13.19	-22.18	-31.07	-43.23
净利润	189.74	280.64	387.44	475.20	其他	-9.85	10.50	20.09	24.40
少数股东损益	4.61	0.65	2.33	3.72	筹资活动现金流净额	-26.25	-11.69	-10.98	-18.83
归属母公司股东净利润	185.13	279.99	385.12	471.49	现金流量净额	-160.96	109.37	227.59	368.33
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	180.97	290.34	517.93	886.26	成长能力				
应收和预付款项	217.16	277.03	414.01	502.32	销售收入增长率	21.75%	37.68%	45.59%	21.43%
存货	289.60	396.88	603.94	733.66	营业利润增长率	50.75%	45.96%	38.30%	22.61%
其他流动资产	720.41	723.33	728.20	731.54	净利润增长率	48.03%	47.90%	38.06%	22.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	43.44%	53.45%	31.38%	19.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	732.39	773.19	757.51	738.66	毛利率	33.72%	32.73%	31.09%	31.02%
无形资产和开发支出	186.81	165.87	144.92	123.97	三费率	8.15%	10.10%	8.80%	8.80%
其他非流动资产	22.69	22.57	22.45	22.33	净利率	18.93%	20.34%	19.28%	19.48%
资产总计	2350.02	2649.21	3188.96	3738.74	ROE	9.30%	12.21%	14.60%	15.40%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.07%	10.59%	12.15%	12.71%
应付和预收款项	262.91	309.64	480.19	589.60	ROIC	15.37%	19.09%	22.57%	24.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.52%	28.44%	25.66%	25.25%
其他负债	47.32	41.31	54.14	62.54	营运能力				
负债合计	310.23	350.96	534.33	652.13	总资产周转率	0.44	0.55	0.69	0.70
股本	141.57	141.57	141.57	141.57	固定资产周转率	1.75	1.90	2.63	3.26
资本公积	908.17	908.17	908.17	908.17	应收账款周转率	5.40	5.74	5.98	5.48
留存收益	1014.44	1272.24	1626.30	2054.56	存货周转率	2.54	2.62	2.71	2.48
归属母公司股东权益	2034.17	2291.97	2646.02	3074.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.82%	—	—	—
少数股东权益	5.63	6.28	8.60	12.32	资本结构				
股东权益合计	2039.80	2298.25	2654.63	3086.61	资产负债率	13.20%	13.25%	16.76%	17.44%
负债和股东权益合计	2350.02	2649.21	3188.96	3738.74	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.77	5.03	4.36	4.48
					速动比率	3.79	3.84	3.20	3.33
					股利支付率	7.12%	7.92%	8.07%	9.17%
					每股指标				
					每股收益	1.31	1.98	2.72	3.33
					每股净资产	14.37	16.19	18.69	21.72
					每股经营现金	1.11	1.42	1.93	2.91
					每股股利	0.09	0.16	0.22	0.31
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	255.76	392.46	515.61	615.96					
PE	21.92	14.49	10.54	8.61					
PB	1.99	1.77	1.53	1.32					
PS	4.05	2.94	2.02	1.66					
EV/EBITDA	12.29	7.73	5.44	3.96					
股息率	0.33%	0.55%	0.77%	1.07%					

数据来源：iFinD，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn