

浙江自然(605080)

报告日期: 2025年08月20日

经营夯实, 拐点已现

——浙江自然更新报告

投资要点

□ 一句话逻辑

公司是盈利能力夯实的户外出口充气床垫龙头, 老品类扩客户叠加新品类加速拓展, 共同驱动业绩增长超预期。

□ 超预期点

公司是户外充气床垫龙头, 24年收入10亿、净利润1.85亿。我们认为: 公司充气床垫去库后重回增长且成功导入新能源等大客户订单; 保温硬箱和冲浪板基于产品、客户、产能优势持续拓客, 预计贡献核心收入增量; 无论是老品类扩客户、新品类拓展增速均有望高于市场预期, 综合我们预计公司25-27年收入实现超30%复合增长率。虽然新品类盈利能力在发展初期较低, 但是考虑规模优势, 预期利润和收入增速同步。

具体看:

1) 国内工厂(充气床垫等传统品类):

市场预期: 公司在充气床垫品类已有高份额, 随着赛道稳健增长叠加新能源汽车放量, 预期未来小幅增长。

我们认为: 赛道在23-24H1去库后, 24H2-25年恢复稳健增长, 展望未来该部分预期贡献稳健增长, 此外公司持续推进客户拓展, 除了新能源汽车放量贡献外, 公司基于强产品制造与创新能力有望持续拓展大型客户, 我们预计未来客户拓展贡献增量有望推动传统品类增长超预期。

2) 海外工厂(保温硬箱&冲浪板新品类):

市场预期: 公司基于原有充气床垫业务客户基础与海外产能稀缺性进行品类拓展, 但是关税背景下美国客户订单导入具有不确定性, 市场担忧新品类订单导入无法按照股权激励目标实现。

我们认为: 市场对于越南和柬埔寨产能稀缺性下客户增量预估不足。越南冲浪板产品来看, 海外无明确大型竞争对手, 公司基于原有客户关系订单拓展确定性较高; 柬埔寨保温硬箱看, 公司已有RTIC核心客户, 凭借优质客户示范效应, 我们认为订单后续将持续导入, 另一方面保温硬箱美国对越南等地区亦有额外关税, 公司柬埔寨产能高稀缺性, 潜在客户拓展可期。

3) 业绩拐点明确:

市场预期: 由于海外工厂均是对美销售为主, 关税干扰出货节奏的同时潜在影响产品定价。

我们预期: Q2公司订单导入节奏实际未变, 且东南亚依然是稀缺产能。冲浪桨板和保温硬箱当前国内出口美国关税均在18年基础上叠加今年的芬太尼(20%)、对等关税(10%), 综合关税水平显著高于越南和柬埔寨的20%和19%, 细分品类海外无明显竞争对手投产, 公司自20年开始进行海外产能建设, 当前运行稳定, 稀缺性凸显。我们看好优质稀缺产能帮助公司稳定产品定

投资评级: 买入(维持)

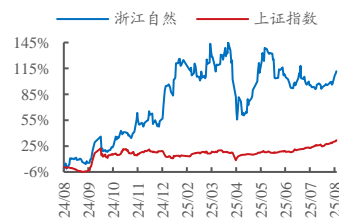
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟
执业证书号: S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥28.72
总市值(百万元)	4,065.98
总股本(百万股)	141.57

股票走势图



相关报告

- 《业绩超预期, 新品类&新客户拉动增长》2025.05.04
- 《股权激励目标超预期, 彰显成长信心》2025.01.02
- 《减值拖累 Q4 业绩, 期待 24 年重回成长》2024.03.28

价，且公司越南工厂采购模式使得双方利益深度绑定，后续订单修复确定性高。综合我们认为公司经历 25Q2 短期波动后，25H2 将重回增长主线。

□ 检验指标与催化剂

检验指标: 财报、订单展望;

催化剂: 25H2 业绩超预期，订单展望超预期。

□ 盈利预测及估值

我们预计 25-27 年公司收入 12.7/18.7/24.0 亿元，同比+27%/47%/29%，归母净利润 2.5/3.8/4.9 亿元，同比增速+36%/51%/28%，对应 PE 16.1/10.7/8.3X。公司在手现金+交易性金融资产 8.7 亿、盈利能力大幅好于同行，价值低估。考虑客户粘性较强、产品延展确定性高，同时优质的制造能力吸引部分新客户增量，维持买入评级。

□ 风险提示

原材料波动，关税政策风险、客户订单导入不畅。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,002	1,272	1,865	2,403
(+/-) (%)	21.75%	26.87%	46.63%	28.85%
归母净利润	185	252	380	489
(+/-) (%)	41.67%	35.98%	51.08%	28.47%
每股收益(元)	1.31	1.78	2.69	3.45
P/E	21.96	16.15	10.69	8.32

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,408	1,542	2,010	2,390
现金	181	374	446	941
交易性金融资产	713	711	709	707
应收账款	194	203	381	371
其它应收款	15	10	27	24
预付账款	8	12	19	22
存货	290	224	420	317
其他	8	8	8	8
非流动资产	942	1,093	1,252	1,401
金融资产类	7	7	7	7
长期投资	0	0	0	0
固定资产	678	795	945	1,105
无形资产	187	211	224	241
在建工程	55	65	61	33
其他	16	15	15	15
资产总计	2,350	2,635	3,262	3,791
流动负债	295	323	562	593
短期借款	0	0	0	0
应付款项	226	232	433	435
预收账款	0	0	0	0
其他	70	91	129	158
非流动负债	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	15	15	15	15
负债合计	310	339	577	608
少数股东权益	6	11	19	29
归属母公司股东权益	2,034	2,286	2,666	3,155
负债和股东权益	2,350	2,635	3,262	3,791

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	157	333	207	609
净利润	190	257	388	499
折旧摊销	51	17	21	22
财务费用	(8)	0	0	0
投资损失	(25)	(32)	(47)	(60)
营运资金变动	(66)	86	(160)	144
其它	15	5	5	5
投资活动现金流	(293)	(140)	(135)	(113)
资本支出	(213)	(172)	(182)	(174)
长期投资	0	2	2	2
其他	(80)	30	45	59
筹资活动现金流	(26)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(26)	0	0	0
现金净增加额	(161)	193	72	495

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1002	1272	1865	2403
营业成本	664	841	1221	1562
营业税金及附加	9	13	19	24
营业费用	24	31	47	58
管理费用	71	71	112	151
研发费用	36	47	63	91
财务费用	(13)	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	(10)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动损益	(1)	(2)	(2)	(2)
投资净收益	25	32	47	60
其他经营收益	1	2	3	4
营业利润	222	299	450	578
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	219	299	450	578
所得税	30	42	61	79
净利润	190	257	388	499
少数股东损益	5	5	8	10
归属母公司净利润	185	252	380	489
EBITDA	235	288	427	542
EPS (最新摊薄)	1.31	1.78	2.69	3.45

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	21.75%	26.87%	46.63%	28.85%
营业利润	50.75%	34.40%	50.39%	28.60%
归属母公司净利润	41.67%	35.98%	51.08%	28.47%
获利能力				
毛利率	33.72%	33.90%	34.50%	35.00%
净利率	18.47%	19.80%	20.40%	20.34%
ROE	9.10%	11.01%	14.26%	15.49%
ROIC	7.80%	10.12%	13.03%	14.08%
偿债能力				
资产负债率	13.20%	12.85%	17.70%	16.04%
净负债比率	15.21%	14.74%	21.51%	19.10%
流动比率	4.77	4.77	3.58	4.03
速动比率	3.74	4.01	2.78	3.45
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.51	0.63	0.68
应收账款周转率	6.19	6.55	6.55	6.55
应付账款周转率	4.35	5.71	5.71	5.54
每股指标(元)				
每股收益	1.31	1.78	2.69	3.45
每股经营现金	1.11	2.35	1.46	4.30
每股净资产	14.37	16.15	18.83	22.28
估值比率				
P/E	21.96	16.15	10.69	8.32
P/B	2.00	1.78	1.52	1.29
EV/EBITDA	13.40	11.44	7.56	5.03

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>