

证券研究报告

浙江自然：全球产业链布局，引领露营经济

公司研究

2025 年 08 月 27 日

公司点评报告

浙江自然 (605080)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

**事件：**公司发布 2025 年半年度业绩报告。2025H1 实现收入 6.85 亿元（同比+14.2%），归母净利润 1.46 亿元（同比+44.5%），扣非归母净利润 1.33 亿元（同比+7.2%）；单 Q2 收入 3.29 亿元（同比+0.7%），归母净利润 0.50 亿元（同比-20.1%），扣非归母净利润 0.47 亿元（同比-30.9%）。

**点评：**Q2 受关税影响，我们预计部分客户延迟发货，此外海外供应链产能爬坡阶段性影响发货，高基数下增速略放缓；盈利能力承压主要系产品结构变化、海外产能占比提升，以及研发费用投入加大。

**产品结构多元，新品类贡献重要增量。**分品类来看，1）充气床垫方面，我们预计关税导致下游客户下单节奏扰动、美国业务承压，非美地区维系稳健增长。公司 TPU 产品替代 PVC 的渗透率提升叠加持续拓展新客户，全年增速有望表现平稳。2）箱包：子公司柬埔寨美御保温硬箱产能加速爬坡，同时公司加速海外基地自动化升级以及信息化平台建设，生产效率高速提升，盈利能力稳步改善，我们预计伴随新产能&新产品放量，H2 增长有望提速；3）水上用品：受益于关税政策变化，越南基地竞争优势凸显，此外公司持续拓展水上新品类，我们预计工厂订单景气，未来有望延续高增。

**三大海外基地同步发展，份额提升可期。**公司海外基地主要包括越南基地（水上用品为主，已切入气床）、柬埔寨基地（箱包为主，包括硬箱和软箱）、摩洛哥基地，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，公司已持续聚焦规模效应提升、全流程降本增效，后续海外基地盈利能力有望改善。

**盈利短暂承压，营运能力稳定。**2025Q2 公司毛利率为 31.1%（同比-5.1pct），净利率 15.1%（同比-3.9pct）；销售/研发/管理/财务费用率分别为 2.4%/3.6%/6.5%/-0.3%（同比分别为 +0.7pct/+0.9pct/+2.2pct/+0.2pct）；Q2 经营性现金流净额为 1.03 亿元（同比+0.71 亿元），存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 92.15 天/65.81 天/65.90 天（同比分别为-6.89 天/+6.28 天/-6.47 天）。

**盈利预测：**公司从传统户外床垫出发，到新能源车精致轻奢露营生活方式，加强水上用品和保温箱包的市场拓展，公司引领露营经济，贴合大消费发展趋势。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.5、3.5、4.3 亿元，对应 PE 估值分别为 16.7X、11.9X、9.6X。

**风险因素：**海外需求复苏不及预期，原材料&汇率波动，关税纷争加剧。

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

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	823	1,002	1,251	1,747	2,154
增长率 YoY %	-13.0%	21.7%	24.8%	39.7%	23.2%
归属母公司净利润 (百万元)	131	185	247	348	429
增长率 YoY%	-38.6%	41.7%	33.4%	40.7%	23.5%
毛利率%	33.8%	33.7%	34.0%	35.8%	36.1%
净资产收益率ROE%	7.0%	9.1%	11.1%	13.8%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.31	1.74	2.45	3.03
市盈率 P/E(倍)	31.50	22.24	16.67	11.85	9.60
市净率 P/B(倍)	2.20	2.02	1.85	1.63	1.42

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,315	1,408	1,587	2,037	2,519
货币资金	342	181	181	294	523
应收票据	3	6	5	8	10
应收账款	136	188	205	301	376
预付账款	11	8	12	18	20
存货	215	290	347	468	585
其他	607	735	836	948	1,005
<b>非流动资产</b>	841	942	987	983	972
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	468	678	722	712	698
无形资产	174	187	180	174	167
其他	200	77	85	97	106
<b>资产总计</b>	2,156	2,350	2,574	3,019	3,491
<b>流动负债</b>	234	295	325	475	580
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	60	28	57	82	84
应付账款	108	198	175	264	342
其他	67	70	93	128	154
<b>非流动负债</b>	41	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他	41	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	275	310	340	490	594
少数股东权益	13	6	4	4	7
归属母公司股东权益	1,867	2,034	2,230	2,525	2,889
<b>负债和股东权益</b>	2,156	2,350	2,574	3,019	3,491

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	823	1,002	1,251	1,747	2,154
同比(%)	-13.0%	21.7%	24.8%	39.7%	23.2%
归属母公司净利润	131	185	247	348	429
同比(%)	-38.6%	41.7%	33.4%	40.7%	23.5%
毛利率(%)	33.8%	33.7%	34.0%	35.8%	36.1%
ROE%	7.0%	9.1%	11.1%	13.8%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.31	1.74	2.45	3.03
P/E	31.50	22.24	16.67	11.85	9.60
P/B	2.20	2.02	1.85	1.63	1.42
EV/EBITDA	14.44	13.40	11.00	7.95	6.17

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	823	1,002	1,251	1,747	2,154
营业成本	545	664	826	1,122	1,377
营业税金及附加	9	9	12	17	21
销售费用	20	24	31	47	65
管理费用	59	71	73	100	118
研发费用	36	36	44	70	86
财务费用	-9	-13	-5	-5	-9
减值损失合计	-4	-10	0	0	0
投资净收益	7	25	13	0	0
其他	-20	-3	3	5	5
<b>营业利润</b>	148	222	286	402	501
营业外收支	0	-3	0	0	0
<b>利润总额</b>	148	219	286	402	501
所得税	20	30	40	55	69
<b>净利润</b>	128	190	246	347	432
少数股东损益	-2	5	-1	0	3
<b>归属母公司净利润</b>	131	185	247	348	429
EBITDA	186	235	358	481	583
EPS(当年)(元)	0.92	1.32	1.74	2.45	3.03

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	240	157	259	343	422
净利润	128	190	246	347	432
折旧摊销	43	51	78	84	91
财务费用	-1	-8	0	0	0
投资损失	-7	-25	-13	0	0
营运资金变动	53	-66	-51	-89	-100
其它	24	15	-1	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-191	-293	-209	-180	-130
资本支出	-178	-213	-120	-80	-80
长期投资	-13	-79	-100	-100	-50
其他	0	-1	11	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-45	-26	-50	-50	-63
吸收投资	6	9	-14	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-23	-15	-37	-52	-65
<b>现金流净增加额</b>	4	-161	0	112	229

## 研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，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。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。