



浙江自然 (605080.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

关税下 Q3 业绩承压，期待后续修复

业绩简评

公司于 10 月 27 日发布三季报, 2025 年前三季度实现营收 8.18 亿元, 同增 3.48%, 归母净利润 1.82 亿元, 同增 12.06%。单季度来看, 2025Q3 实现营收 1.33 亿元, 同比降低 30.38%, 归母净利润 0.37 亿元, 同比降低 40.63%。公司 Q3 业绩承压, 主要系未来关税不确定导致下游补单较为谨慎, 但长期成长基础仍然稳固。

经营分析

Q3 业绩短期承压, 关税反复影响下游订单。公司 Q3 单季度营收及利润出现较大幅度下滑, 主要由于当前关税政策仍存在不确定性, 对充气床垫等核心业务造成较大影响。下游客户在关税前景不明的情况下, 下单趋于谨慎, 补单节奏放缓, 进而对产能利用率形成冲击, 压缩利润空间。2025 年前三季度公司毛利率为 34.00%, 较去年同期的 35.30%略有回落; 其中 Q3 单季毛利率为 28.23%, 较 24Q3 的 29.30%小幅下滑。此外销售、管理及研发费用率均有所上升, 进一步对盈利能力形成挤压。但公司经营性现金流表现强劲, 净额同比增长 39.23%至 2.51 亿元, 反映营运资金周转效率仍在提升。

以海外产能为基石, 新品类持续拓展成长空间。尽管短期业绩波动, 但公司长期成长逻辑依然清晰:

- 公司在巩固充气床垫主业优势的同时, 积极拓展水上用品和保温箱包等新品类市场。水上用品 (SUP 桨板) 和保温箱包订单已在 25H1 快速放量, 且已与 REI、RTIC 等知名品牌建立合作。公司持续深化与迪卡侬等核心客户的战略合作关系, 并成功开拓新能源车企等新客户, 从传统户外床垫出发转向新能源车精致轻奢露营生活方式, 为车载床垫等产品打开新空间。
- 面对复杂的国际贸易环境, 公司凭借在越南 (主要生产水上用品) 和柬埔寨 (主要生产保温箱包) 的产能布局, 有助于分散单一市场风险、弱化关税政策反复带来的不确定性, 为未来订单的稳定交付与持续增长提供有力支撑。

盈利预测、估值与评级

我们认为虽然短期内关税反复对订单造成负面冲击, 但随着海外新产能逐步进入收获期、新品类放量, 仍有望持续驱动恢复正常增长。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.92/2.67/3.30 元, 对应 PE 分别为 13/9/7 倍, 估值具备较高性价比。维持买入评级。

风险提示

关税风险; 海外需求不及预期; 汇率波动风险。

国金证券研究所

分析师: 杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 24.85 元

相关报告:

1. 《浙江自然公司点评: Q1 业绩亮眼, 多品类驱动快速增长》, 2025.4.29
2. 《公司深度研究: 八问八答详解浙江自然本轮增长驱动》, 2025.1.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	823	1,002	1,390	2,003	2,592
营业收入增长率	-12.95%	21.75%	38.70%	44.07%	29.42%
归母净利润(百万元)	131	185	272	377	468
归母净利润增长率	-38.64%	41.67%	46.91%	38.73%	23.95%
摊薄每股收益(元)	0.923	1.308	1.922	2.666	3.304
每股经营性现金流净额	1.69	1.11	2.17	1.07	4.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.00%	9.10%	12.21%	15.38%	17.10%
P/E	22.93	17.97	12.75	9.19	7.41
P/B	1.60	1.64	1.56	1.41	1.27

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	946	823	1,002	1,390	2,003	2,592
增长率		-13.0%	21.7%	38.7%	44.1%	29.4%
主营业务成本	-600	-545	-664	-893	-1,294	-1,698
%销售收入	63.4%	66.2%	66.3%	64.2%	64.6%	65.5%
毛利	346	279	338	498	709	895
%销售收入	36.6%	33.8%	33.7%	35.8%	35.4%	34.5%
营业税金及附加	-10	-9	-9	-11	-22	-26
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%	1.1%	1.0%
销售费用	-14	-20	-24	-28	-44	-57
%销售收入	1.5%	2.4%	2.4%	2.0%	2.2%	2.2%
管理费用	-50	-59	-71	-83	-120	-156
%销售收入	5.3%	7.1%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-34	-36	-36	-43	-62	-78
%销售收入	3.6%	4.3%	3.6%	3.1%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	238	156	197	332	461	578
%销售收入	25.2%	18.9%	19.7%	23.9%	23.0%	22.3%
财务费用	16	9	13	-8	-11	-22
%销售收入	-1.7%	-1.1%	-1.3%	0.6%	0.6%	0.8%
资产减值损失	-18	-16	-15	-7	-3	-3
公允价值变动收益	-6	-12	-1	0	0	0
投资收益	8	7	25	-3	-3	-3
%税前利润	3.3%	4.6%	11.5%	n.a	n.a	n.a
营业利润	240	148	222	315	444	550
营业利润率	25.3%	17.9%	22.2%	22.6%	22.2%	21.2%
营业外收支	7	0	-3	0	0	0
税前利润	246	148	219	315	444	550
利润率	26.0%	18.0%	21.9%	22.6%	22.2%	21.2%
所得税	-38	-20	-30	-43	-67	-83
所得税率	15.2%	13.4%	13.5%	13.5%	15.0%	15.0%
净利润	209	128	190	272	377	468
少数股东损益	-4	-2	5	0	0	0
归属于母公司的净利润	213	131	185	272	377	468
净利率	22.5%	15.9%	18.5%	19.6%	18.8%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	209	128	190	272	377	468
少数股东损益	-4	-2	5	0	0	0
非现金支出	54	59	66	72	84	100
非经营收益	-11	0	-33	2	8	10
营运资金变动	-23	53	-66	-38	-317	94
经营活动现金净流	228	240	157	308	152	672
资本开支	-152	-178	-213	-247	-253	-253
投资	-245	-13	-79	0	0	0
其他	2	0	-1	-3	-3	-3
投资活动现金净流	-395	-191	-293	-250	-256	-256
股权募资	3	6	9	30	0	0
债权募资	0	0	0	49	358	-127
其他	-46	-52	-35	-109	-156	-194
筹资活动现金净流	-44	-45	-26	-31	202	-322
现金净流量	-201	4	-161	26	98	94

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	451	342	181	207	306	400
应收款项	138	148	209	248	562	462
存货	258	215	290	333	482	632
其他流动资产	503	609	729	730	736	742
流动资产	1,350	1,315	1,408	1,517	2,085	2,236
%总资产	67.8%	61.0%	59.9%	57.6%	61.8%	60.7%
长期投资	7	6	7	7	7	7
固定资产	439	611	732	907	1,066	1,210
%总资产	22.0%	28.3%	31.2%	34.4%	31.6%	32.9%
无形资产	174	175	188	201	214	226
非流动资产	640	841	942	1,118	1,290	1,445
%总资产	32.2%	39.0%	40.1%	42.4%	38.2%	39.3%
资产总计	1,990	2,156	2,350	2,635	3,375	3,682
短期借款	2	4	2	57	415	288
应付款项	127	180	236	279	405	531
其他流动负债	55	50	57	66	96	123
流动负债	184	234	295	402	915	941
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	41	15	1	0	0
负债	205	275	310	402	916	942
普通股股东权益	1,787	1,867	2,034	2,227	2,454	2,734
其中：股本	101	142	142	142	142	142
未分配利润	670	765	937	1,100	1,326	1,607
少数股东权益	-2	13	6	6	6	6
负债股东权益合计	1,990	2,156	2,350	2,635	3,375	3,682

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.106	0.923	1.308	1.922	2.666	3.304
每股净资产	17.672	13.191	14.368	15.737	17.336	19.319
每股经营现金净流	2.252	1.693	1.108	2.174	1.074	4.745
每股股利	0.220	0.094	0.197	0.768	1.066	1.321
回报率						
净资产收益率	11.92%	7.00%	9.10%	12.21%	15.38%	17.10%
总资产收益率	10.70%	6.06%	7.88%	10.32%	11.18%	12.70%
投入资本收益率	11.26%	7.12%	8.33%	12.54%	13.63%	16.24%
增长率						
主营业务收入增长率	12.27%	-12.95%	21.75%	38.70%	44.07%	29.42%
EBIT 增长率	1.00%	-34.74%	26.87%	68.26%	38.78%	25.43%
净利润增长率	-2.98%	-38.64%	41.67%	46.91%	38.73%	23.95%
总资产增长率	8.98%	8.32%	9.00%	12.14%	28.07%	9.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.5	59.4	59.0	59.0	96.3	59.0
存货周转天数	156.1	158.6	138.8	138.8	138.8	138.8
应付账款周转天数	53.3	64.1	83.9	83.9	83.9	83.9
固定资产周转天数	139.4	207.3	246.7	217.7	175.8	152.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.90%	-49.43%	-43.71%	-38.64%	-24.52%	-30.11%
EBIT 利息保障倍数	-14.6	-16.6	-14.7	42.7	41.8	26.4
资产负债率	10.29%	12.77%	13.20%	15.27%	27.13%	25.58%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	9	13	38
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.18	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究