

2025年11月13日

预计 Q4 有望好于 Q3，硬箱承压、床垫及水上用品仍维持较快增长

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:	34.88/18.15
目标价格:		总市值(亿)	35.26
最新收盘价:	24.91	自由流通市值(亿)	34.96
		自由流通股数(百万)	140.35

事件概述

25Q3 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.33/0.37/0.08 亿元，同比下降 30.38%/40.63%/68.23%，我们分析主要由于：（1）去年同期包含供应商关联交易口径影响；（2）关税影响导致柬埔寨订单承压，业绩下滑主要受柬埔寨搬厂影响。2025 年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营活动现金流分别为 8.18/1.82/1.41/2.51 亿元、同比增长 3.48%/12.06%/-6.15%/39.23%。非经主要是持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动盈利 0.41 亿元；经营性现金流高于归母净利主要是应收下降。

分析判断：

我们分析 Q3 收入下降主要由于关税影响导致柬埔寨订单承压。分品类来看，我们分析，（1）主业充气床垫仍维持稳健双位数增长；（2）水上用品维持较快增长，且 25H 已实现微利；（3）硬箱由于关税、商超客户价格敏感度高等影响，增速有所放缓。

期间费用率增长明显，投资收益及减值冲回加。25Q3 公司毛利率/归母净利率分别为 28.23%/27.80%，同比减少 1.07/4.80PCT。从费用率来看，25Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.02%/13.78%/9.38%/-0.58%，同比增加 2.40/5.66/4.84/-1.71PCT；投资净收益/收入同比增加 5.09PCT；公允价值变动收益/收入同比减少 2.21PCT；资产减值损失/收入同比冲回增加 2.52PCT；信用减值损失/收入同比冲回增加 4.28PCT；所得税费用/收入同比减少 0.88PCT。

存货增加。25Q3 公司存货为 2.31 亿元，同比增长 11.31%，存货周转天数为 130 天，同比增加 18 天；应收账款为 1.58 亿元，同比下降 3.24%，应收账款周转天数 56 天，同比增加 6 天；应付账款为 1.68 亿元，同比减少 16.08%，应付账款周转天数 86 天，同比增加 12 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，Q4 有望好于 Q3，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，未来有望保持双位数增速，但柬埔寨影响业务受关税影响订单仍在承压；（2）中期来看，水上用品有望凭借越南基地成为新增长点、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。下调 25-27 年收入预测 13.94/20.08/25.70 亿元至 11.55/13.14/14.76 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 2.77/3.78/4.72 亿元至 2.13/2.54/2.86 亿元；对应下调 25-27 年 EPS 预测 1.95/2.67/3.34 元至 1.50/1.79/2.02 元，2025 年 11 月 13 日收盘价 24.91 元对应 25-27 年 PE 分别为 17/14/12X，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	1,155	1,314	1,476
YoY (%)	-13.0%	21.7%	15.2%	13.8%	12.3%
归母净利润(百万元)	131	185	213	254	286
YoY (%)	-38.6%	41.7%	15.0%	19.3%	12.5%
毛利率 (%)	33.8%	33.7%	33.8%	33.9%	34.0%
每股收益 (元)	0.92	1.31	1.50	1.79	2.02
ROE	7.0%	9.1%	9.5%	10.2%	10.2%
市盈率	26.98	19.04	16.56	13.89	12.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

联系人：王鹤钰

邮箱：tangss@hx168.com.cn

邮箱：wanghk@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

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	1,155	1,314	1,476	净利润	190	218	260	293
YoY (%)	21.7%	15.2%	13.8%	12.3%	折旧和摊销	51	37	36	36
营业成本	664	764	868	974	营运资金变动	-66	2	-31	-36
营业税金及附加	9	24	13	15	经营活动现金流	157	221	215	239
销售费用	24	23	26	21	资本开支	-213	-165	-180	-201
管理费用	71	78	106	127	投资	-79	0	0	0
财务费用	-13	-2	-3	-4	投资活动现金流	-293	-130	-134	-149
研发费用	36	46	46	52	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	34	46	52	筹资活动现金流	-26	0	0	0
营业利润	222	255	303	343	现金净流量	-161	90	81	90
营业外收支	-3	2	4	1					
利润总额	219	258	307	344	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	30	39	47	52	成长能力				
净利润	190	218	260	293	营业收入增长率	21.7%	15.2%	13.8%	12.3%
归属于母公司净利润	185	213	254	286	净利润增长率	41.7%	15.0%	19.3%	12.5%
YoY (%)	41.7%	15.0%	19.3%	12.5%	盈利能力				
每股收益	1.31	1.50	1.79	2.02	毛利率	33.7%	33.8%	33.9%	34.0%
					净利率	18.9%	18.9%	19.8%	19.8%
					总资产收益率 ROA	7.9%	8.1%	8.6%	8.7%
					净资产收益率 ROE	9.1%	9.5%	10.2%	10.2%
					偿债能力				
					流动比率	4.77	4.27	4.16	4.12
					速动比率	3.76	3.34	3.23	3.18
					现金比率	0.61	0.74	0.85	0.96
					资产负债率	13.2%	14.5%	14.6%	14.5%
					经营效率				
					总资产周转率	0.43	0.44	0.45	0.45
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.31	1.50	1.79	2.02
					每股净资产	14.37	15.88	17.67	19.69
					每股经营现金流	1.11	1.56	1.52	1.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	19.04	16.56	13.89	12.35
					PB	1.64	1.57	1.41	1.27
资产负债表 (百万元)									
	2024A	2025E	2026E	2027E					
货币资金	181	271	352	442					
预付款项	8	9	11	12					
存货	290	333	378	424					
其他流动资产	929	954	987	1,021					
流动资产合计	1,408	1,568	1,728	1,899					
长期股权投资	0	0	0	0					
固定资产	678	816	971	1,144					
无形资产	187	179	172	165					
非流动资产合计	942	1,072	1,220	1,387					
资产合计	2,350	2,640	2,948	3,287					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款及票据	226	278	315	350					
其他流动负债	70	89	100	110					
流动负债合计	295	367	415	461					
长期借款	0	0	0	0					
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	382	430	476					
股本	142	142	142	142					
少数股东权益	6	11	17	24					
股东权益合计	2,040	2,258	2,518	2,811					
负债和股东权益合计	2,350	2,640	2,948	3,287					

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。