

信义山证汇通天下

证券研究报告

轻工制造

浙江自然 (605080.SH)

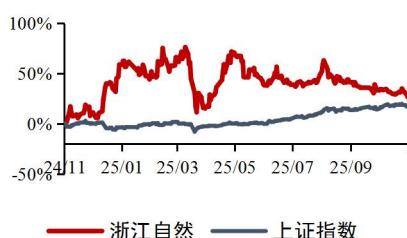
买入-B(维持)

2025Q3 经营阶段性承压，水上用品预计快速增长且盈利爬坡顺利

2025年11月20日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025年11月19日

收盘价(元):	23.88
年内最高/最低(元):	34.88/18.53
流通A股/总股本(亿股):	1.40/1.42
流通A股市值(亿元):	33.52
总市值(亿元):	33.80

基础数据：2025年9月30日

基本每股收益(元):	1.30
摊薄每股收益(元):	1.30
每股净资产(元):	15.59
净资产收益率(%):	8.28

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 公司披露 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 3.48%，实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 12.06%，实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比下降 6.15%。

事件点评

➤ **2025Q3 营收增速由正转负，业绩延续下滑。** 营收端，2025 年前三季度，公司实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 3.48%，其中 2025Q3 营收为 1.33 亿元，同比下降 30.38%。业绩端，2025 年前三季度，公司实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 12.06%，实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比下降 6.15%。其中 2025Q3 归母净利润为 0.37 亿元，同比下降 40.63%，扣非归母净利润 0.08 亿元，同比下降 68.23%。

➤ **2025Q3 毛利率阶段性承压，经营活动现金流大幅改善。** 盈利能力方面，2025 年前三季度，公司毛利率同比下滑 1.30pct 至 34.00%，2025Q3 毛利率同比下滑 1.07pct 至 28.23%。费用率方面，2025 年前三季度，公司期间费用率合计提升 1.39pct 至 12.87%，销售 / 管理 / 研发 / 财务 费用率为 2.40%/6.95%/4.12%/-0.61%，同比 +0.27/+0.64/+0.96/-0.49pct。叠加公允价值变动收益增加，综合影响下，2025 年前三季度，公司归母净利润率为 22.30%，同比提升 1.71pct，2025Q3，公司归母净利润率为 27.80%，同比下滑 4.80pct。存货方面，截至 2025Q3 末，公司存货 2.31 亿元，同比增长 11.31%，存货周转天数 130 天，同比增加 19 天。经营现金流方面，2025 年前三季度，经营活动现金流净额为 2.51 元，同比增长 39.23%，2025Q3，经营活动现金流净额为 1.35 亿元，同比增长 18.33%。

投资建议

➤ 2025 年前三季度，受益于海外子公司越南大自然、柬埔寨美御子公司的产能释放、深度绑定核心客户迪卡侬，公司营收及归母净利润实现稳健增长，预计新品类水上用品盈利爬坡顺利。但受到关税影响，预计保温硬箱市场竞争加剧、订单阶段性承压、盈利能力有所减弱。公司坚持生产端提质增效，销售端不断寻找新客户，打破客户界限，产品端积极探索新品类布局，加强水上用品和保温箱包的市场拓展。预计 2025 年第四季度公司经营有望环比改善。我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 10.74/12.53/13.90 亿元，归母净利润为 2.10/2.43/2.63 亿元，11 月 19 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 16.1、13.9、12.9 倍，维持“买入-B”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明



风险提示

- 关税风险；订单不及预期；新客户拓展不及预期；汇率大幅波动。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	823	1,002	1,074	1,253	1,390
YoY(%)	-13.0	21.7	7.1	16.7	11.0
净利润(百万元)	131	185	210	243	263
YoY(%)	-38.6	41.7	13.3	16.0	8.1
毛利率(%)	33.8	33.7	33.3	33.3	33.0
EPS(摊薄/元)	0.92	1.31	1.48	1.72	1.86
ROE(%)	6.8	9.3	9.4	10.0	9.9
P/E(倍)	25.9	18.3	16.1	13.9	12.9
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	15.9	18.5	19.5	19.4	18.9

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1315	1408	1489	1820	1895
现金	342	181	425	500	670
应收票据及应收账款	139	194	142	266	184
预付账款	11	8	9	15	10
存货	215	290	302	380	365
其他流动资产	607	735	611	659	666
非流动资产	841	942	964	1037	1078
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	468	678	683	740	773
无形资产	174	187	197	208	223
其他非流动资产	200	77	84	88	83
资产总计	2156	2350	2453	2857	2973
流动负债	234	295	207	390	268
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	167	226	133	314	189
其他流动负债	67	70	73	76	79
非流动负债	41	15	26	27	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	15	26	27	23
负债合计	275	310	232	417	291
少数股东权益	13	6	5	5	6
股本	142	142	142	142	142
资本公积	911	908	908	908	908
留存收益	842	1014	1198	1411	1641
归属母公司股东权益	1867	2034	2216	2435	2676
负债和股东权益	2156	2350	2453	2857	2973

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	823	1002	1074	1253	1390
营业成本	545	664	716	836	932
营业税金及附加	9	9	11	12	13
营业费用	20	24	25	29	32
管理费用	59	71	61	71	79
研发费用	36	36	39	46	51
财务费用	-9	-13	-13	-21	-24
资产减值损失	-16	-15	-13	-17	-22
公允价值变动收益	-12	-1	0	-0	-0
投资净收益	7	25	13	15	18
营业利润	148	222	237	280	305
营业外收入	2	0	5	2	3
营业外支出	2	3	2	3	3
利润总额	148	219	240	279	304
所得税	20	30	31	36	40
税后利润	128	190	209	243	265
少数股东损益	-2	5	-1	-0	2
归属母公司净利润	131	185	210	243	263
EBITDA	178	261	279	318	345

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-13.0	21.7	7.1	16.7	11.0
营业利润(%)	-38.4	50.8	6.7	17.9	8.9
归属于母公司净利润(%)	-38.6	41.7	13.3	16.0	8.1
盈利能力					
毛利率(%)	33.8	33.7	33.3	33.3	33.0
净利率(%)	15.9	18.5	19.5	19.4	18.9
ROE(%)	6.8	9.3	9.4	10.0	9.9
ROIC(%)	6.3	9.1	9.0	9.4	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	12.8	13.2	9.5	14.6	9.8
流动比率	5.6	4.8	7.2	4.7	7.1
速动比率	4.6	3.7	5.7	3.6	5.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	6.0	6.0	6.4	6.1	6.2
应付账款周转率	3.8	3.4	4.0	3.7	3.7
估值比率					
P/E	25.9	18.3	16.1	13.9	12.9
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.0	9.6	8.5	7.1	6.0

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	240	157	198	220	270
净利润	128	190	209	243	265
折旧摊销	40	47	48	53	59
财务费用	-9	-13	-13	-21	-24
投资损失	-7	-25	-13	-15	-18
营运资金变动	53	-65	-35	-39	-12
其他经营现金流	34	24	2	-1	0
投资活动现金流	-191	-293	54	-144	-97
筹资活动现金流	-45	-26	-7	-1	-2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.31	1.48	1.72	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	1.11	1.40	1.55	1.91
每股净资产(最新摊薄)	13.19	14.37	15.66	17.20	18.91

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

