

2023年06月15日

星空篷维持高成长，预计 Q2 有望率先复苏

浙江正特 (001238.SZ)

投资要点:

公司为户外遮阳及休闲家具代工企业，20、21 年业绩增长主要由于海外疫情对家居庭院消费的影响，22 年下半年以来受到欧洲俄乌战争、美国通胀对需求的影响，海外去库存等不利影响。(1) 短期来看，疫情后海外休闲家具行业仍处于去库存中，但公司凭借爆款产品星空篷维持高增，我们预计恢复节奏快于同业、Q2 收入增速有望转正；(2) 中期来看，公司 IPO 募投项目产能逐步释放，且伴随智能化改造及原材料费用下降，毛利率有望提升；(3) 长期来看，公司成长驱动在于全金属的星空篷替代木制廊架产品、渗透率进一步提升，电商渠道拓展，以及客户采购份额提升。

预计 2023-2025 年营业收入 15.50/17.95/20.72 亿元，EPS 为 1.11/1.48/1.80 元。公司 2023 年 6 月 15 日收盘价为 23.14 元，对应 2023-2025 年 21/16/13xPE。考虑到公司大单品星空篷仍在高成长期，给予 2024 年 20xPE，目标价 29.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 户外休闲家具及用品行业：海外成熟，国内成长

根据 Statista 预计，2020 年全球户外休闲家具及用品主要产品的进口额约 370 亿美元以上，2016-2020 年复合增长率为 3.74%，未来增长在 4%-7.5%。同时近年来，中国户外休闲家具及用品行业总产值一直保持增长，根据共研网数据统计，2022 年市场规模约为 36.5 亿元，总产值约为 465.4 亿元。

► 公司优势：研发+智能制造+垂直供应链+大客户优势

公司优势在于：1) 公司研发水平强，获得多项境内外专利认证、行业奖项；2) 公司对生产车间进行全面数字化升级改造，打造智能工厂，实现品质稳定、成本领先及快速交付能力；(3) 公司与国外大型商超沃尔玛、COSTCO 等形成了长期合作关系。

同业对比来看，(1) 公司收入、净利的 CAGR 较同业更高，得益于星空篷爆品打造；(2) 规模优势下毛利率更高；(3) 经营现金流更好。

► 成长驱动：星空篷高增+电商拓展+客户份额提升

公司未来成长在于：1) 星空篷有望凭借配件研发、高性价比、组装便捷性、线上线下双重拓展维持高增；2) IPO 募投项目扩产，且智能化改造有望进一步提升毛利率；3) 电商渠道拓展、客户采购份额提升仍存空间。

► 风险提示：汇率波动风险；原材料价格波动风险；贸易摩擦风险；募投项目产能消化风险；系统性风险。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	29.6
最新收盘价:	23.14
股票代码:	001238
52 周最高价/最低价:	43.44/19.26
总市值(亿)	25.84
自由流通市值(亿)	18.78
自由流通股数(百万)	73.99



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,240	1,382	1,550	1,795	2,072
YoY (%)	36.3%	11.5%	12.1%	15.8%	15.4%
归母净利润(百万元)	108	59	122	163	198
YoY (%)	34.1%	-45.0%	106.3%	33.7%	21.5%
毛利率 (%)	20.2%	21.0%	22.1%	23.7%	24.2%
每股收益 (元)	1.30	0.66	1.11	1.48	1.80
ROE	16.2%	5.4%	10.0%	11.8%	12.6%
市盈率	17.80	35.06	20.85	15.60	12.83

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：户外遮阳篷代工商，星空篷成为火爆单品	4
1.1. 历史回顾：20、21 年受益于海外疫情带动庭院消费，22 年下半年开始去库存	4
1.2. 股权结构：家族持股，第四大股东为伟星创投	8
2. 户外休闲家具及用品行业：海外成熟，国内成长	9
2.1. 市场规模：预计海外市场增速保持在 4%-7.5%	10
2.2. 行业竞争格局：海外相对注重专利保护	11
3. 公司优势：研发+智能制造+垂直供应链+客户资源	16
3.1. 智能制造：全面数字化升级改造，打造智能工厂	16
3.2. 垂直供应链：延伸至前道工序，控制采购成本	17
3.3. 研发：5 次获得红点奖，在行业中最早获得高新资格	17
3.4. 稳定销售渠道+布局跨境电子商务	17
4. 成长驱动：星空篷持续助力业绩增长，加深产品结构优化	18
4.1. 星空篷有望维持高增	18
4.2. 产能扩张，募投项目逐步释放产能	19
4.3. 毛利率仍有改善空间	20
5. 盈利预测	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1 公司营业总收入和净利润	5
图 2 公司收入拆分（按产品结构）	5
图 3 公司销售毛利率、净利率	5
图 4 公司历年产能	5
图 5 股权结构情况（上市前）	9
图 6 全球户外休闲家具及用品进口规模、增速（亿美元）	10
图 7 全球户外休闲家具及用品进口额（分地区）	10
图 8 美国户外休闲家具及用品进口规模、增速（亿美元）	10
图 9 欧洲户外休闲家具及用品进口规模、增速（亿美元）	10
图 10 2015-2022 年中国户外休闲家具及用品市场规模走势	11
图 11 2015-2022 年中国户外休闲家具及用品行业总产值走势	11
图 12 公司与同业收入及增速对比（百万元，%）	13
图 13 公司与同业归母净利及增速对比（百万元，%）	13
图 14 公司与同业净利率及毛利率对比（%）	14
图 15 公司与同业应收账款、存货周转天数对比（天）	16
图 16 公司与同业经营性现金流/净利对比	16
表 1 公司产品毛利率情况表	5
表 2 公司销售区域分布情况（万元）	6
表 3 公司多类型销售渠道（万元）	6
表 4 2022 公司前五大客户销售产品、营收占比	7
表 5 公司各类产品收入、占比（万元）	7
表 6 公司收入量价拆分（万件、元）	8
表 7 2022 年末持股 1%以上股东	8
表 8 发展历程	9
表 9 浙江正特可比公司情况（2022 年）	12
表 10 浙江永强非主营业务分析（亿元）	13
表 11 公司与同业期间费用率对比	14
表 12 公司与同业其他收益对比（万元）	15

表 13 公司投资收益表 (万元)	15
表 14 公司资产减值损失表 (万元)	15
表 15 公司境外市场销售渠道	18
表 16 公司通过四海商舟授权合作经营电商的终端客户情况、终端销售金额及占比情况 (万元)	18
表 17 募集资金投资项目 (万元)	19
表 18 年产 90 万件户外休闲用品项目经济效益预测 (万元)	20
表 19 可比公司估值	21
表 20 收入拆分与盈利预测 (百万元)	21

1. 公司概况：户外遮阳篷代工商，星空篷成为火爆单品

1.1. 历史回顾：20、21 年受益于海外疫情带动庭院消费，22 年下半年开始去库存

浙江正特于 1996 年成立，主要从事户外休闲家具及用品的研发、生产和销售业务，拥有遮阳制品、户外休闲家具两大产品系列（22 年收入占比为 83%/10%），其中遮阳制品主要包括遮阳篷和遮阳伞，户外休闲家具主要包括宠物屋、户外家具和晾晒用具，产品主要用于家庭庭院、露台及餐馆、酒吧、海滩、公园、酒店等休闲场所。公司产品主要销往欧美地区等境外市场（线上/线下占比为 18%/82%），根据招股说明书，公司主要客户为沃尔玛、美国 JEC、好市多、美国 BA 公司、法国 JJA，根据公司年报，22 年前五大客户销售占比分别为 19.9%/10.6%/9.6%/7.5%/6.4%。

2022 年公司收入/归母净利/扣非净利为 13.8/0.59/1.0 亿元，同比增长 11.5%/45.0%/30.8%，22 年上半年维持 20、21 年以来的出口高增长趋势，但下半年受俄乌战争对欧洲的影响、美国通胀影响、下游去库存影响开始放缓，22Q3/22Q4/23Q1 收入-15%/-9%/-9%。公司净利下降、扣非净利高于净利主要由于费用增加（销售费用率高增）及汇兑损失（5480 万元）。

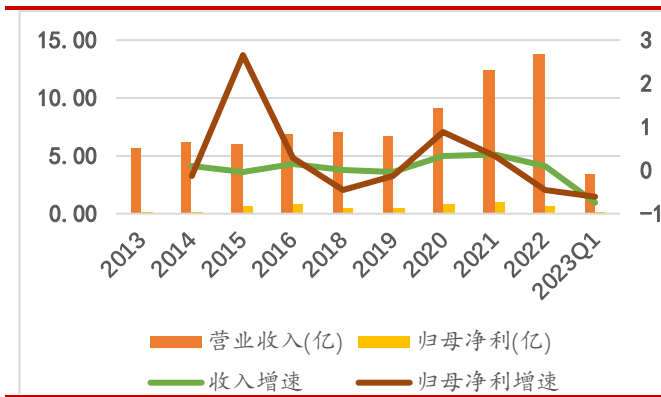
历史回顾来看，公司 2013-2022 年收入/净利 CAGR 为 10%/12%。2014-2016 年公司收入增速不高，主要由于这一期间公司遮阳制品产能相对不足，2019 年公司收入为负增长主要由于中美贸易摩擦造成美国对中国产品关税政策的不确定性以及北美极寒天气对产品需求的影响，部分主要客户如美国 JEC 等出现阶段性销售额下降。2020、2021 年则由于疫情对海外居家消费的提振作用，叠加公司产能扩产（2013-2021 年公司产能 CAGR 为 10%，其中 2020、2021 年产能增速为 30%、21%），公司收入增长提高至 35%以上。2022 年休闲家具收入下降 19%，但遮阳制品仍保持 18%增长、得益于星空篷爆品维持高增长。

从盈利能力来看，公司历史上毛利率在 20-33%波动、净利率在 3-12%波动。

（1）公司毛利率主要受美元汇率、原材料价格、产品结构、销售渠道变化、智能化改造等综合影响：2015、2016 年毛利率分别提升 4/6PCT 主要由于 2015 年主要原材料钢材价格下跌、跨境电商收入增长以及部分产品出口退税率高，2016 年则受益于贬值及跨境电商收入增长；2018、2021 年毛利率下降主要由于汇率升值、原材料钢材和铝材上涨；2019、2020 年毛利率提升主要由于汇率贬值、原材料钢材和布料下跌、电商销售收入快速上升；2022 年毛利率提升主要受益于公司积极推进精益生产、加快数字化建设、优化生产工艺及流程从而提高了生产效率。（2）净利率除毛利率影响之外，部分年份也受到非经常性损益的影响：2015 年转让正特物流的股权贡献了投资收益，22 年则受汇兑损失影响投资收益为负。

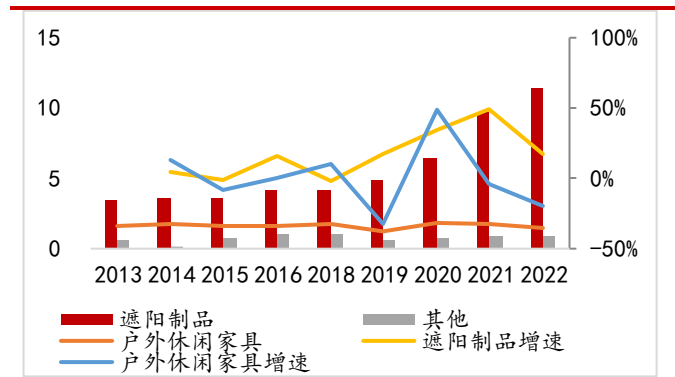
分品类来看，户外家具和遮阳伞毛利率最高，遮阳篷毛利率低于遮阳伞主要由于遮阳篷面向沃尔玛等大客户、且产品工艺相对简单；遮阳伞则主要面向电商渠道和品牌商，单个客户采购量相对较小、议价能力弱，但对产品个性化、设计性要求相对较高。

图 1 公司营业总收入和净利润



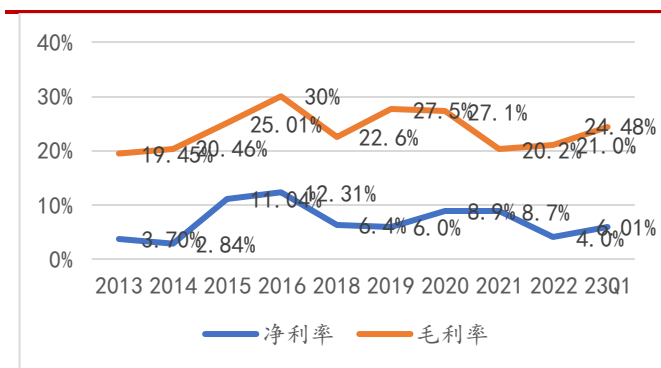
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 2 公司收入拆分（按产品结构）



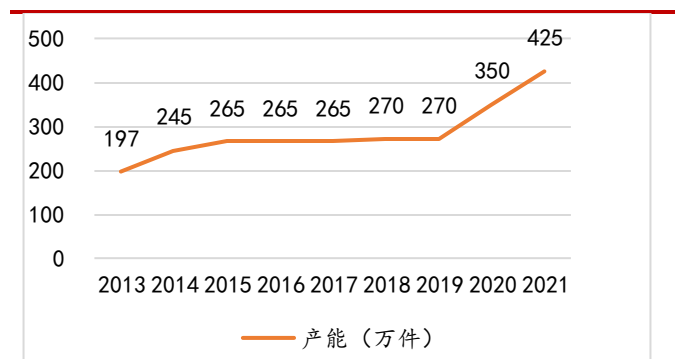
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 3 公司销售毛利率、净利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所 注：2017 年未公布

图 4 公司历年产能



资料来源：公司公告、华西证券研究所（2017 年产能未披露，假设与 16 年相同）

表 1 公司产品毛利率情况表

产品分类	2019		2020		2021	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
1、遮阳制品	27.41%	76.94%	30.13%	76.34%	24.53%	83.77%
遮阳篷	24.21%	54.82%	25.59%	54.54%	23.02%	66.26%
遮阳伞	35.33%	22.12%	41.48%	21.80%	30.26%	17.51%
2、户外休闲家具	33.48%	19.60%	37.90%	21.39%	26.14%	15.10%
宠物屋	34.12%	8.71%	37.56%	12.92%	24.91%	8.06%
户外家具	45.25%	5.98%	47.53%	5.61%	33.07%	4.99%
晾晒用具	18.03%	4.92%	20.53%	2.86%	14.11%	2.05%
3、其他	27.24%	3.46%	32.95%	2.27%	23.86%	1.13%
合计	28.59%	100.00%	31.85%	100.00%	24.76%	100.00%

资料来源：招股书，华西证券研究所

收入拆分来看，（1）分地区来看，公司以外销为主，2022 年内外销占比分别为 7.4%/92.6%，2021 年内外销占比分别为 5.9%/94.1%，其中外销地区北美/欧洲/亚洲分别占比 54%/31%/7%、增速分别为 0.2%/141%/86%，增长主要来自欧洲地区，2021 年以来公司开始大力拓展欧洲市场，星空篷销量显著增加；（2）分渠道来看，21 年大型连锁超市/品牌商/电商/贸易商分别为 39%/36%/12%/4%，增速分别为 27%/62%/-22%/98%，电商渠道收入增速下降主要由于公司与四海商舟变更合作模式（由授权经营模式变更为卖断式销售模式）；（3）分客户来看，主要客户涵盖沃尔玛、好市多等大型连锁超市，也包括美国 JEC、德国 FHP（客户为意大利 Gimi S.p.a.）、法国 JJA 等专业品牌商，跨境电商美国 BA，22 年前五大客户销售占比分别为 19.9%/10.6%/9.6%/7.5%/6.4%。（4）分产品来看，22 年遮阳制品/休闲家具收入占比分别为 83%/10%，同比增长 18%/-19%，休闲家具收入下降主要受行业景气度下降影响，遮阳制品收入增长主要受益于成功打造星空篷爆款产品。2021 年遮阳篷/遮阳伞/宠物屋/户外家具/晾晒用具收入占比 66%/18%/8%/5%/2%，同比增长 65%/9%/-15%/21%/-3%；公司宠物屋主要销售给美国 JEC，2021 年因全球供应链和物流限制导致的发货延误，使得花园宠物类产品销售额增长放缓，其中销量/单价增速为-12%/-3%。

表 2 公司销售区域分布情况（万元）

地区	2019		2020		2021	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
1、外销小计	60,265.78	95.66%	82,771.44	97.01%	109,136.93	94.10%
其中：北美	41,790.38	66.33%	61,937.11	72.59%	62,972.15	54.30%
欧洲	13,177.40	20.92%	14,957.86	17.53%	36,095.09	31.12%
亚洲	4,681.05	7.43%	4,278.50	5.01%	7,990.13	6.89%
其他	616.95	0.98%	1,597.97	1.87%	2,079.55	1.79%
2、内销小计	2,735.99	4.34%	2,550.46	2.99%	6,836.90	5.90%

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 3 公司多类型销售渠道（万元）

地区	2019		2020		2021	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
1、外销小计	60,265.78	95.66%	82,771.44	97.01%	109,136.93	94.10%
其中：大型连锁超市	27,751.55	44.05%	35,423.69	41.52%	45,072.46	38.86%
品牌商	20,370.83	32.33%	25,847.36	30.29%	41,906.48	36.13%
电商渠道	7,899.85	12.54%	17,047.44	19.98%	13,356.39	11.52%

贸易商	2,159.79	3.43%	2,332.55	2.73%	4,610.18	3.98%
其他	2,083.77	3.31%	2,120.40	2.49%	4,191.42	3.61%
2、内销小计	2,735.99	4.34%	2,550.46	2.99%	6,836.90	5.90%
其中：跨境电商渠道					3,988.38	3.44%
3、合计	63,001.77	100.00%	85,321.90	100.00%	115,973.83	100.00%

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 4 2022 公司前五大客户销售产品、营收占比

排名	销售额 (万元)	销售额占比
1	26006	19.87%
2	13889	10.61%
3	12617	9.64%
4	9861	7.53%
5	8307	6.35%
合计	70681	54%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 5 公司各类产品收入、占比 (万元)

产品分类	2019		2020		2021	
	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比
1、遮阳制品	48,471.50	76.94%	65,136.73	76.34%	97,148.66	83.77%
遮阳篷	34,537.61	54.82%	46,536.61	54.54%	76,839.90	66.26%
遮阳伞	13,933.89	22.12%	18,600.12	21.80%	20,308.76	17.51%
2、户外休闲家具	12,349.19	19.60%	18,251.44	21.39%	17,509.04	15.10%
宠物屋	5,484.70	8.71%	11,025.36	12.92%	9,342.89	8.06%
户外家具	3,766.94	5.98%	4,783.85	5.61%	5,788.39	4.99%
晾晒用具	3,097.55	4.92%	2,442.24	2.86%	2,377.76	2.05%
3、其他	2,181.09	3.46%	1,933.73	2.27%	1,316.13	1.13%
合计	63,001.77	100.00%	85,321.90	100.00%	115,973.83	100.00%

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 6 公司收入量价拆分 (万件、元)

主要产品	2019		2020		2021	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
1、遮阳制品						
遮阳篷	148.5	232.58	189.76	245.23	237.71	323.25
遮阳伞	30.08	460.33	54.65	340.33	75.1	270.41
2、户外休闲家具						
宠物屋	9.23	594.21	17.65	624.79	15.47	603.85
户外家具	6.6	558.07	7.73	607.36	15.13	380.62
晾晒用具	66.36	46.68	51.1	47.8	48.55	48.98

资料来源：招股书，华西证券研究所

1.2.股权结构：家族持股，第四大股东为伟星创投

公司实际控制人为董事长、总经理陈永辉，直接持股比例6.68%，间接持股比例63.25%，合计持股比例69.93%；第四大股东为伟星创投，持股3.74%；第五大股东陈华君为实控人胞妹，直接持股比例3.34%；第六大股东侯小华为公司监事会主席，与陈永辉系远房表亲，直接持股比例1.34%。

公司在国内主要有3家子公司：1) 中泰制管：负责原材料钢管处理；2) 晴天木塑料：负责废料回收再利用；3) 晴天花园：专注于国内的销售公司。海外3家公司主要包括荷兰、洛杉矶、亚特兰大子公司，负责海外销售。

表 7 2022 年末持股 1%以上股东

序号	股东名称	持有股份数 (万股)	持股比例
1	正特投资	5,856.53	53.24%
2	陈永辉	734.25	6.68%
3	正特合伙	734.25	6.68%
4	伟星创投	411	3.74%
5	陈华君	367.125	3.34%
6	侯小华	146.850	1.34%

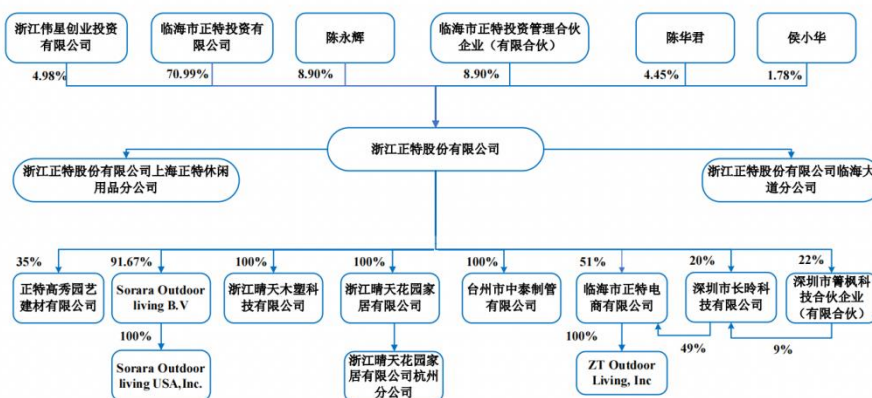
资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 8 发展历程

阶段	时间	主要事件
初创阶段	1996-2000 年	1996 年 9 月，公司成立
发展阶段	2001-2008 年	2001 年，公司开始开展出口业务；
		2005 年，公司自主研发的“罗马吊伞”荣获德国科隆 SPOGA 国际博览会“创新设计奖”；
升级阶段	2009-至今	2006 年，与 COSTCO 开始合作；
		2007 年，正特集团工业园正式落成，产能进一步扩大；
		2008 年，新增宠物屋系列产品；与美国 JEC 公司开始合作；同年，公司产品用于天安门广场国旗护卫岗等场所。
		2009 年，公司被评为高新技术企业，自主研发的“太阳能电动伞”荣获德国科隆 SPOGA 国际博览会“创新设计奖”；
		2010 年，公司成为上海世博会户外遮阳伞类供应商；
升级阶段	2009-至今	2011 年，与德国 FHP 开始合作；
		2013-2016 年，公司产品连续四年获得“红点奖”；
		2014 年，公司开始布局跨境电子商务业务；同年与美国 BA 公司开始合作；
		2015 年，设立荷兰晴天花园子公司；
		2016 年，美国晴天花园子公司成立，进一步开发跨境电商业务渠道；
		2019 年，上海研发中心成立；
		2020 年，公司星空篷产品荣获“红点奖”；

资料来源：招股书，华西证券研究所

图 5 股权结构情况（上市前）



资料来源：招股书，华西证券研究所

2. 户外休闲家具及用品行业：海外成熟，国内成长

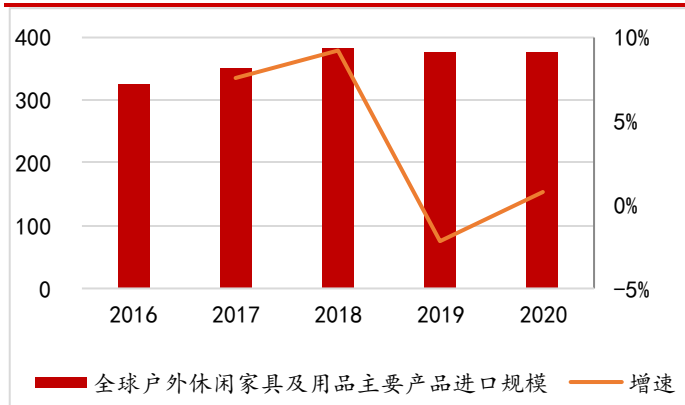
2.1. 市场规模：预计海外市场增速保持在 4%-7.5%

根据 Statista 出具的美国户外家具市场报告（《Outdoor furniture market in the U.S.》），2020 年全球家具市场的市场容量为 5,098 亿美元，其中户外休闲家具及用品进口额约 370 亿美元以上，2016-2020 年复合增长率为 3.74%；预计 2021-2025 年全球家具市场增速维持在 3.55% 左右，全球户外家具市场增长率将保持在 4%-7.5%。

欧美发达国家需求占到全球的 50% 左右。联合国商品贸易统计数据库数据统计表明，（1）2020 年美国户外家具及用品主要产品的进口规模为 106.24 亿美元，2016-2020 年复合增长率为 2.66%。（2）欧洲户外休闲家具及用品主要产品的进口规模在 2016-至 2020 年的复合增长率为 5.07%。

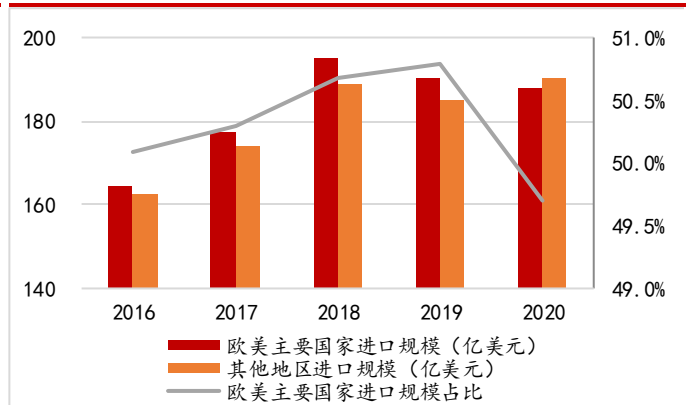
户外休闲家具及用品在中国的发展起步较晚，且受居住条件的限制，民用市场的普及率较低。但是随着旅游餐饮等休闲行业的发展，我国户外休闲家具及用品的商用市场将快速发展。近年来，中国户外休闲家具及用品行业市场规模及总产值一直持续增长，根据共研网数据统计，预计 2022 年我国户外休闲家具及用品市场规模约为 36.5 亿元，总产值为 465.4 亿元。

图 6 全球户外休闲家具及用品进口规模、增速（亿美元）



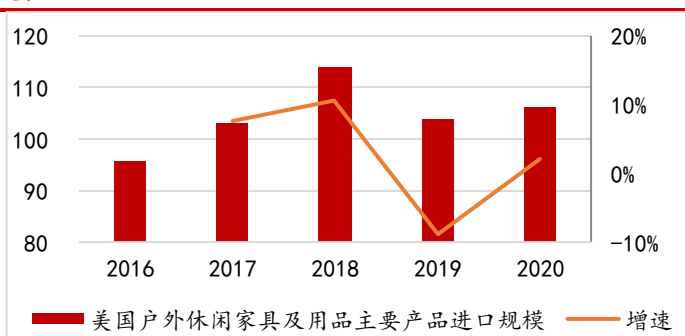
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 7 全球户外休闲家具及用品进口额（分地区）



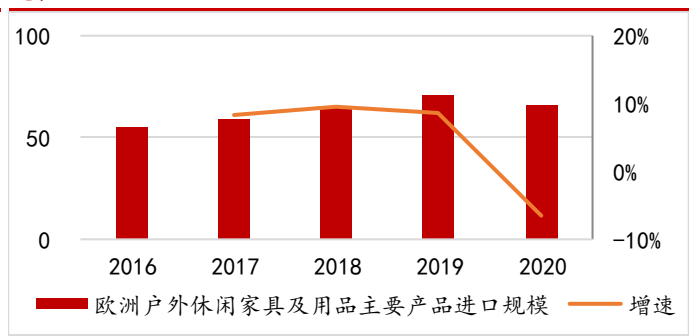
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 8 美国户外休闲家具及用品进口规模、增速（亿美元）



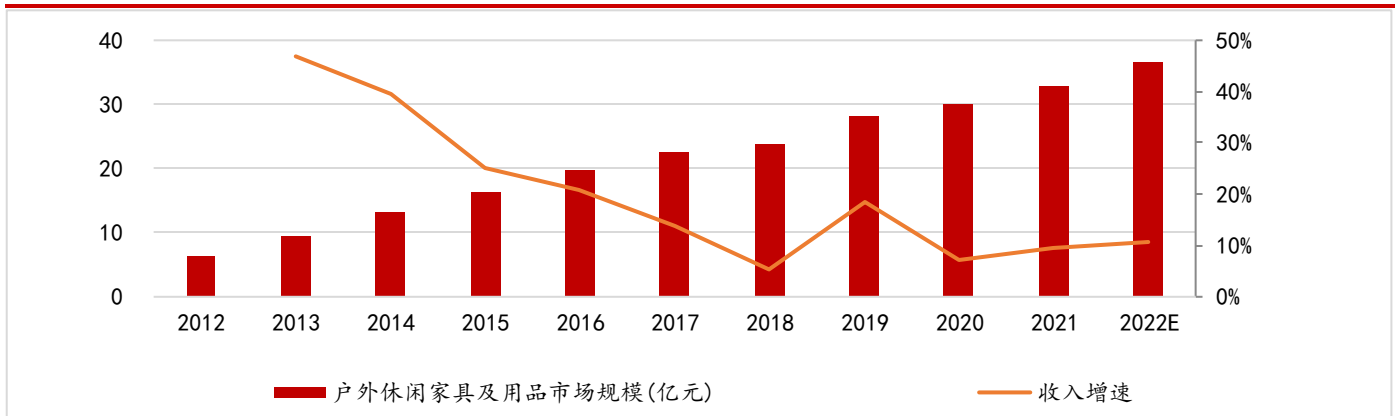
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 9 欧洲户外休闲家具及用品进口规模、增速（亿美元）



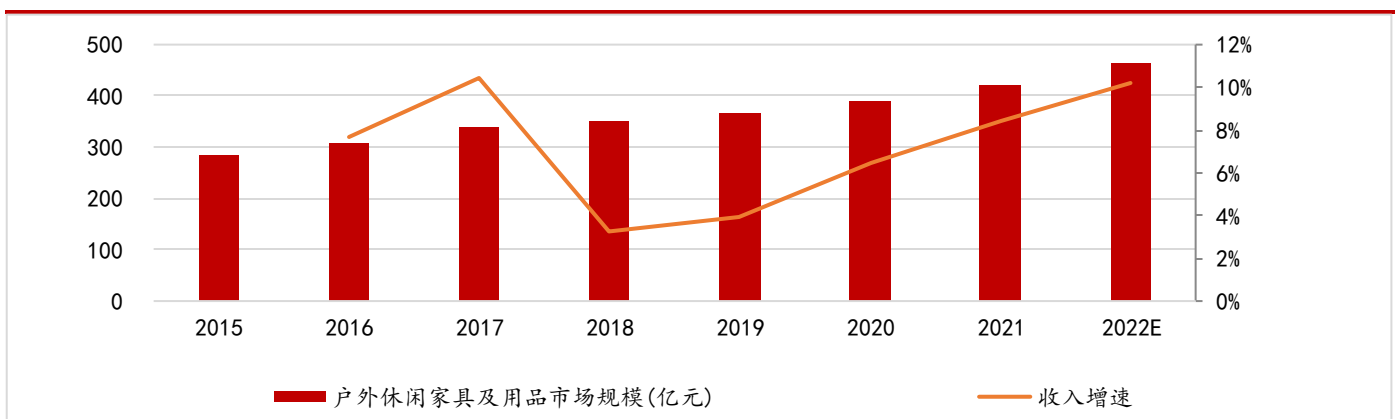
资料来源：招股书，华西证券研究所

图 10 2015-2022 年中国户外休闲家具及用品市场规模走势



资料来源：共研网整理，华西证券研究所

图 11 2015-2022 年中国户外休闲家具及用品行业总产值走势



资料来源：共研网整理，华西证券研究所

2.2.行业竞争格局：海外相对注重专利保护

根据公司招股书，公司同行业公司主要有浙江永强、宁波万汇、杭州中艺、客贝利（厦门）。其中浙江永强是目前国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商，拥有自主品牌 YOTRIO。

从客户构成看，5 家公司的产品均主要销往美洲、欧洲等海外市场，客户均主要为国外的大型连锁超市、品牌商。

从研发水平看，由于户外休闲家具及用品行业大众化产品同质化严重，价格竞争激烈，研发设计和产品创新能力成为户外休闲家具及用品行业企业的核心竞争力，且海外相对注重产品研发专利保护。

表 9 浙江正特可比公司情况 (2022 年)

公司名称	收入 (亿元)	净利 (亿元)	毛利率	净利率	产品类型	品牌客户	研发水平
浙江正特	13.82	0.56	20.98%	4.01%	遮阳篷、遮阳伞、宠物屋、户外家具、晾晒用具	沃尔玛、好市、美国 JEC、意大利 FHP、法国 JJA	截至 21 年末，公司拥有境内专利 115 项(其中境内发明专利 6 项)、境外发明专利 24 项和境外外观设计 172 项。公司产品在 2005 年和 2009 年两次荣获德国科隆 SPOGA 国际博览会—创新设计奖，公司从 2013 年至今 5 次荣获具有设计界国际奥斯卡之称的一红点奖，成为国内户外休闲家具及用品行业在该奖项上获奖较多的企业之一。
浙江永强	82.19	1.61	17.20%	1.96%	户外休闲家具、遮阳伞、帐篷	麦德龙、欧尚、家得宝、家乐福、百安居、欧倍德	公司在德国、美国成立了研发、设计团队，与国内研发人员紧密配合，具备较好的研发设计能力与样品制作体系；2022 年研发投入合计 1.77 亿元，占公司当期营业收入的 2.15%；2021 年末公司研发人员数量 917 人，研发人员数量占比 8.38%。
宁波万汇	-	-	-	-	庭园、休闲类伞、篷等遮阳产品	美商独资企业，产品销往世界各地，尤以欧美市场为主	—
杭州中艺	-	-	-	-	花园、旅游休闲、野营家具	8 大类别几千款产品遍布欧洲、美洲、澳洲等海外市场	公司 2013 年成为浙江省工业设计中心；公司产品的主要生产技术包括高速冲压、自动焊接、表面处理及花式 PE 编藤等；截至 2017 年 3 月 31 日，公司及子公司共取得 587 项专利，其中实用新型专利 94 项，外观设计专利 478 项，发明专利 15 项。
客贝利(厦门)	-	-	-	-	沙滩椅、沙滩床、沙滩桌、帐篷、睡袋	产品主要出口美国、加拿大、澳大利亚、日本、东南亚各地区以及中国大陆各大、中城市。	拥有帐篷结构方面的发明专利。

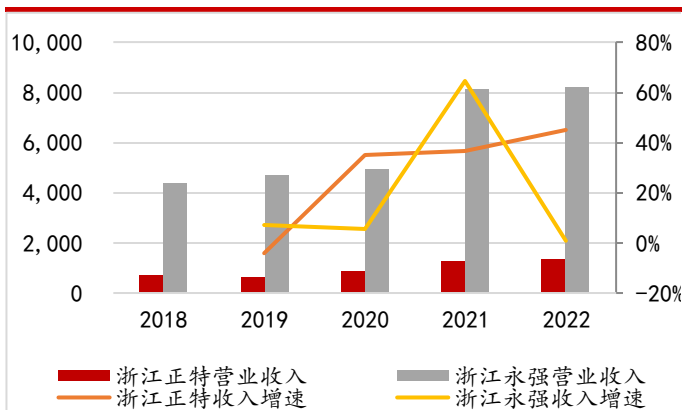
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.1. 成长性分析：正特收入体量及增速低于永强，但扣非净利更加稳健

正特整体收入 CAGR 低于永强主要由于永强国内增速更高，但 22 年永强户外产品产量降幅更明显。公司 2020-2022 年收入分别为 9.10/12.40/13.82 亿元，收入增速分别为-4.83%/36.28%/11.5%，2020-2022 年收入 CAGR 为 23.24%。浙江永强 2020-2022 年收入分别为 49.55/81.51/82.19 亿元，收入增速为 5.75%/64.51%/0.84%，2020-2022 年收入 CAGR 为 28.8%。1) 浙江永强成立于 2001 年，主要产品是户外休闲家具、遮阳伞和帐篷三大类，此外公司持有北京联拓 60% 股权打造“家具+旅游”双主业，21 年高增长中，休闲家具/遮阳制品/金属制品/机票旅游服务/其他增长 60%/70%/76%/-78%/163%；2) 2020-2022 年浙江永强户外休闲家具及用品产量为 1751.84/2365.56/1569.01 万件，增速为 18%/35%/-34%，CAGR 为 -5.4%；同期浙江正特产量为 333.38/398.19/324.64 万件，增速为 32%/19%/-18%，CAGR 为 -1.3%。

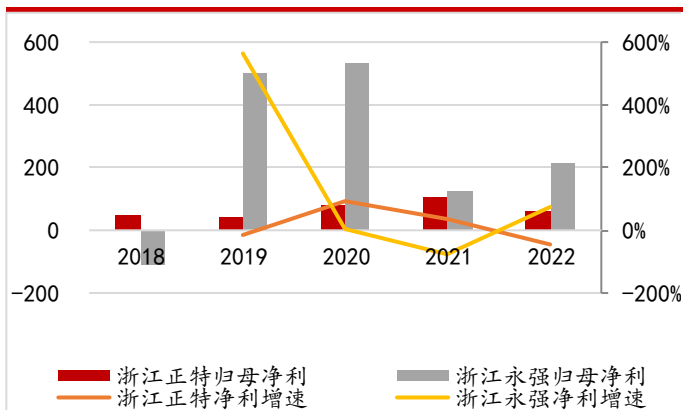
正特扣非净利 CAGR 更高，永强受非经影响较大。公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.80/1.08/0.59 亿元，净利增速分别为-92.87%/34.08%/-45%，2020-2022 年净利 CAGR 为-14%；浙江永强 2020-2022 年归母净利润分别为 5.30/1.25/2.17 亿元，净利增速分别为 6.04%/-76.39%/73.21%，2020-2022 年净利 CAGR 为-37%。浙江永强净利增速较低主要由于非经因素：1) 2020-2022 年投资收益为-0.18/-0.45/0.23 亿元，增速为-116.60%/146.91%/151.11%，主要由于长期股权投资亏损以及处置交易性金融资产产生的投资亏损；2) 资产减值损失为-0.54/-1.74/-2.04 亿元，主要为公司计提的存货、应收款项、无形资产以及商誉减值损失。2020-2022 年浙江正特扣非净利分别为 0.80/0.77/1.0 亿元，增速分别为 66.84%/-4.22%/30.80%，CAGR 为 11.66%；浙江永强扣非净利分别为 4.16/1.99/2.81 亿元，增速分别为 96.27%/-52.07%/40.62%，CAGR 为-21.9%。

图 12 公司与同业收入及增速对比（百万元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 公司与同业归母净利润及增速对比（百万元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 10 浙江永强非主营业务分析（亿元）

项目	2022 年度		2021 年度		2020 年度	
	金额	占利润总额比例	金额	占利润总额比例	金额	占利润总额比例
投资收益	0.23	10.60%	-0.45	-31.85%	-0.18	-2.75%
公允价值变动损益	-0.67	-30.88%	0.08	5.37%	0.99	14.94%
资产减值	-2.04	-94.01%	-1.74	-123.38%	-0.54	-8.17%
营业外收入	0.01	0.46%	0.12	8.64%	0.22	3.37%
营业外支出	0.15	6.91%	0.19	13.18%	0.06	0.84%
资产处置收益	0	0.00%	0	0.01%	0	0.00%
其他收益	0.19	8.76%	0.19	13.29%	0.3	4.58%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.2. 盈利能力分析：正特毛利率和净利率更高

2020-2022 年浙江正特毛利率分别为 27.14%/20.2%/20.98%，2020 年毛利率提升主要由于：1) 汇率贬值；2) 原材料价格下跌；3) 2C 高毛利的电商销售收入快速上升。2021 年公司毛利率下滑主要由于：1) 汇率升值；2) 原材料钢材、铝材的价格上涨。22 年毛利率上升主要公司积极推进精益生产，加快数字化建设，优化生产工艺及流程，提高了生产效率。

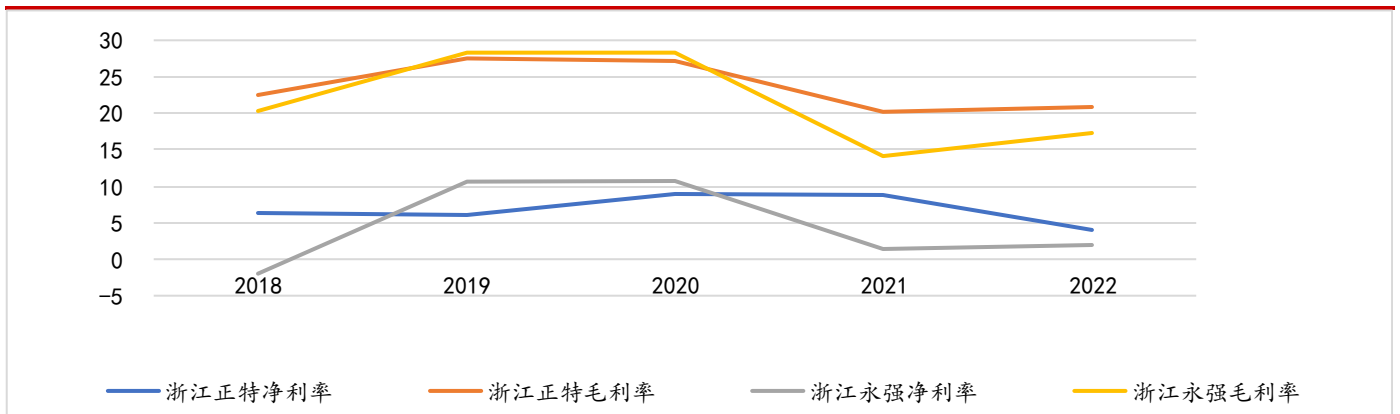
和同业相比，浙江正特毛利率较高主要由于：1) 公司与浙江永强的产品结构存在差异。公司产品以遮阳制品为主，浙江永强以休闲家具为主，细分产品定位、竞争格局的差异导致毛利率的差异；2) 公司电商渠道产生的收入呈上升趋势，公司线上毛利率明显高于线下毛利率，进一步提升了公司毛利率水平。

公司销售费用、管理费用、研发费用率与浙江永强不存在重大差异，期间费用率差异主要体现在财务费用率，主要由于 1) 外汇结汇时间差异等原因会带来汇兑损益差异；2) 浙江永强购买远期结售汇以套期保值并进行套期会计处理。

公司 2020-2022 年投资收益为 380.94/611.15/-3681.41 万元，主要为外汇远期合约到期结算确认的损益。同期浙江永强投资收益为-0.18/-0.45/0.23 亿元，主要是处置交易性金融资产的投资收益、其他非流动金融资产在持有期间的投资收益及交易性金融资产在持有期间的投资收益。公司 2020-2022 年其他收益为 758.87/732.7/1456.57 万元，同期浙江永强其他收益为 3041.31/1879.06/1825.67 万元，主要为政府补助。

公司 2020-2022 年资产减值损失为 976.93/627.41/451.61 万元，其中公司计提的存货跌价损失相对较多，为 566.56/624.58/441.23 万元，主要由原材料和库存商品跌价构成；同期浙江永强资产减值损失为 0.37/0.72/2.04 亿元，主要系存货跌价损失和商誉减值损失。

图 14 公司与同业净利率及毛利率对比 (%)



资料来源：公司年报，招股书，华西证券研究所

表 11 公司与同业期间费用率对比

项目	2022 年度		2021 年度		2020 年度	
	浙江正特	浙江永强	浙江正特	浙江永强	浙江正特	浙江永强

销售费用率	7.13%	5.89%	3.89%	4.63%	7.69%	8.54%
管理费用率	4.87%	4.04%	4.36%	3.98%	5.92%	4.60%
研发费用率	3.58%	2.16%	3.29%	2.73%	3.25%	3.87%
财务费用率	-2.53%	0.45%	0.52%	-2.05%	1.43%	-1.44%
期间费用率合计	13.05%	12.54%	12.06%	9.29%	18.30%	15.57%

资料来源：公司年报，招股书，华西证券研究所

表 12 公司与同业其他收益对比（万元）

项目	2022 年度		2021 年度		2020 年度	
	浙江正特	浙江永强	浙江正特	浙江永强	浙江正特	浙江永强
与资产相关的政府补助	241.8	29.9	137.9	29.9	105.51	29.9
与收益相关的政府补助	586.2	1791.67	395.3	1812.53	399.04	3001.12
退税	623.39	4.1	196.18	36.63	254.32	10.29
其他	5.18	-	3.32	-	-	-
合计	1456.57	1825.67	732.7	1879.06	758.87	3,041.31

资料来源：招股书，公司年报，华西证券研究所

表 13 公司投资收益表（万元）

项目	2022 年度	2021 年度	2020 年度
权益法核算的长期股权投资收益	-2.41	14.09	24.71
金融工具持有期间的投资收益	11.72	59.88	173.81
处置金融工具取得的投资收益	-3690.72	537.18	182.42
其中：外汇远期合约	-3690.72	537.18	182.42
合计	-3681.41	611.15	380.94

资料来源：公司年报，招股书，华西证券研究所

表 14 公司资产减值损失表（万元）

项目	2022 年度	2021 年度	2020 年度
----	---------	---------	---------

存货跌价损失	-441.23	-624.58	-566.56
固定资产减值损失	-	-	-316.66
在建工程减值损失	-	-	-92.07
其他非流动资产减值损失	-11.56	-1.65	-1.65
合同资产减值损失	1.18	-1.18	
合计	-451.61	-627.41	-976.93

资料来源：公司年报，招股书，华西证券研究所

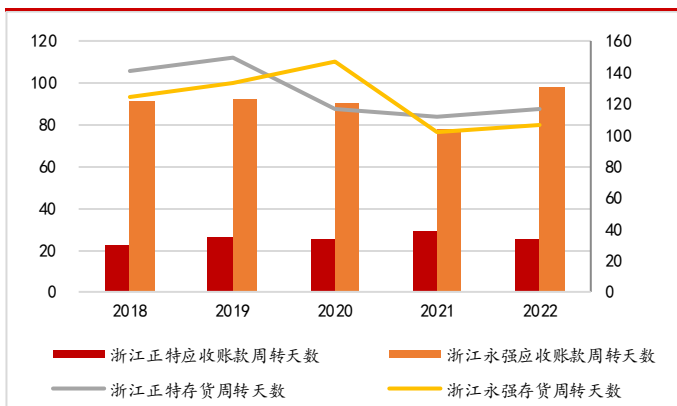
2.2.3. 营运能力分析：应收账款周转好于同行，经营现金流良好

2020-2022 年浙江正特应收账款周转天数分别为 25.5/28.9/25.1 天，较可比公司明显降低，浙江永强应收账款周转天数分别为 89.9/77.6/98.4 天。

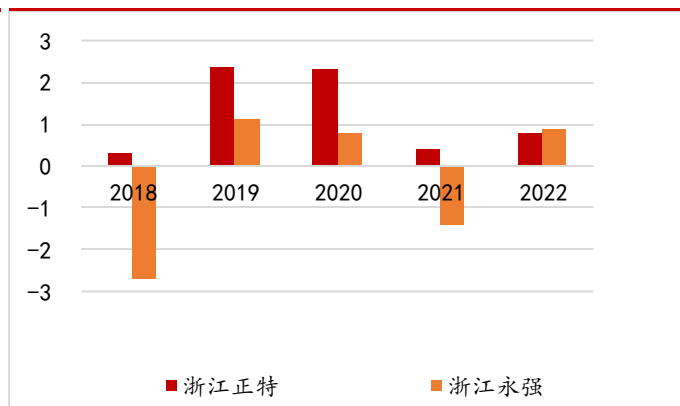
2020-2022 年浙江正特存货周转天数分别为 116.24/111.66/116.66 天，公司的存货周转天数和浙江永强相比较为接近，浙江永强存货周转天数分别为 146.84、101.89、106.84 天。

2020-2022 年，浙江正特的经营性现金流/净利分别为 230%/42%/78%，经营活动现金流表现良好，浙江永强的经营性现金流/净利分别为 81%/-143%/90%。

图 15 公司与同业应收账款、存货周转天数对比（天） 图 16 公司与同业经营性现金流/净利对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 公司优势：研发+智能制造+垂直供应链+客户资源

3.1. 智能制造：全面数字化升级改造，打造智能工厂

户外休闲家具及用品行业规模化效益较为明显。公司在厂房扩建、设备升级数字化改造等方面持续投入资金，不断扩大生产规模。根据公司年报，未来公司将持续对生产车间进行全面数字化升级改造，打造智能工厂，以形成大规模、标准化的柔性生产能力，实现制造敏捷、品质稳定、成本领先生产及交付能力。公司引入先进设备，

保证了较高的环保水平和自动化水平，并通过管理体系和管理流程的建设，建立高效的生产管理机制，进一步提升规模化生产管理水。

3.2.垂直供应链：延伸至前道工序，控制采购成本

在原材料采购环节，公司通过建立完善的质量控制体系，贯穿采购环节，可以更好的保证质量、利润空间更高。公司产品支架选用优质铝型材和钢材，提高了产品使用强度，延长了使用寿命，支架表面涂层使用全球知名的 Tiger 品牌的固体粉末，使产品具有优良的耐候性能。

在生产管理的过程中，公司严格按照国际质量标准要求组织生产，落实产品质量检测、质量风险监测工作，为公司持续、稳定地提供高质量的产品提供保证。公司拥有良好的产品质量口碑，受到国内外市场的好评。

3.3.研发：5次获得红点奖，在行业中最早获得高新资格

公司具有较高的技术研发水平和较强的产品研发能力，是浙江省专利示范企业。公司获得了行业较高的创新设计荣誉：产品在 2005 年和 2009 年两次荣获德国科隆 SPOGA 国际博览会创新设计奖，2013-2021 年公司共 5 次荣获红点奖，是与 IF 奖齐名的工业设计大奖，是世界上知名设计竞赛中最大、最有影响力的竞赛之一。

2013-2021 年，公司分别推出了“带篷顶刚朵拉吊床”、“西西里吊伞”、“中国伞”、“巴黎伞”、“星空篷”等产品参加德国红点奖的评选，五款产品设计风格独特、制作精良、集视角审美与实用功能于一身获得了市场的好评。

在研发环节，（1）公司对产品各阶段的质量风险进行识别，引入潜在失效模式分析工具，对产品制造、使用、回收等各环节可能产生的失效风险进行分析，提前制定相应的控制方法进行管控，尽可能保证产品的合格交付。（2）公司在环保设备方面加大了投入，污水排放标准按化处理，达到环保法律法规规定或国家和行业标准要求。

3.4.稳定销售渠道+布局跨境电子商务

从线下来看，公司重要客户沃尔玛、好市多等对供应商的选择有着较为严格的认证过程，一旦通过其认证，双方将会形成长期合作关系。公司已通过沃尔玛和好市多等的合格供应商认证，与其保持稳定且长期的业务合作。

从线上来看，公司提前布局跨境电子商务相关业务，2014 年以来，公司自主品牌“Abba Patio”、“Sorara”的相关产品陆续在美国、欧洲通过亚马逊等电子商务平台销售。

表 15 公司境外市场销售渠道

销售渠道	销售模式	结算方式、客户类型
线下	直接销售，采用 ODM/OEM 模式销售给包括大型连锁超市、品牌商等在内的客户	FOB 为主、兼有 CIF 和 EXW（国内工厂交货）客户为大型连锁超市（沃尔玛、好市多等），品牌商（美国 JEC、德国 FHP、法国 JJA 等）。
线上	授权经营，即和跨境电子商务服务商四海商舟签订协议，授权其代理公司自主品牌—Abba Patio II 品牌的跨境电商业务，利用亚马逊等网上平台开展销售（报告期初-2021 年 1 月） 卖断经营，跨境电子商务服务	公司向跨境电商服务商收取 FOB 货款以及合作利润分成，合作运营产品在电商平台终端销售额中扣除产品成本、运营成本费用后所产生的项目利润由四海商舟和公司按照 3:7 比例进行分成。直接客户为跨境电子商务服务商；终端客户为亚马逊等电商平台的线上消费者 FOB，不参与利润分成。

资料来源：招股书，华西证券研究所。

表 16 公司通过四海商舟授权合作经营电商的终端客户情况、终端销售金额及占比情况（万元）

平台	2021 年 1 月		2020 年度		2019 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
亚马逊：电商平台零散消费者	625.66	78.74%	15,884.63	71.72%	9,350.31	80.70%
Wayfair：电商平台零散消费者	92.04	11.58%	2,535.12	11.45%	800.26	6.91%
其他电商平台零散消费者	76.89	9.68%	3,727.39	16.83%	1,435.64	12.39%
合计	794.59	100.00%	22,147.14	100.00%	11,586.21	100.00%

资料来源：招股书，华西证券研究所。注：2021 年 1 月之后公司与四海商舟由合作运营改为卖断式销售，2021 年仅 1 月份有合作经营电商收入。

4. 成长驱动：星空篷持续助力业绩增长，加深产品结构优化

4.1. 星空篷有望维持高增

自 2020 年以来公司主推新品星空篷，星空篷具有独立结构的金属廊架，顶部有百叶片，可以自由开合，有遮阳功能。我们分析，星空篷之所以能成为爆款，其优势在于：（1）组装便利性优于同行，在海外人工成本高企的情况下大大节省了成本；（2）高性价比；（3）替代了木制产品；未来有望通过在产品上进一步开发配件、渠道上线上线下同步推广、区域上继欧洲后拓展美国保持高增。

星空篷于 2020 年获得红点奖，由于其兼具实用与休闲功能，自 2020 年初批量投放市场以来，销量快速上升，根据我们测算，2020/2021/2022 收入分别为 0.2/2.7/4.0 亿元。公司境外客户中的法国 JJA、德国 PEGASO 均主要向公司采购星空篷产品，2021 年以来公司开始大力拓展欧洲市场，星空篷销量显著增加。2020/2021 年公司星空篷产量为 0.83/4.32 万件，在遮阳篷产量占比分别为 0.42%/1.75%，该产品结构较大、耗用材料较多，因此其单位成本及单位售价（1000 美元）均相对较高，拉高了 2020 年平均售价。

星空篷推出后，2020-2022 年主要在欧洲销售，（1）未来有望在美国销售，进一步带动公司整体收入增长；（2）星空篷利润率较传统产品更高。

4.2. 产能扩张，募投项目逐步释放产能

公司的募投项目包括：

年产 90 万件户外休闲用品项目：公司计划新建一幢厂房，其建筑面积为 42,254.52 平方米，并在现有的一幢厂房的基础上加盖一层，加盖的面积为 27,512.52 平方米。购置锯切、冲压、焊接、裁剪、缝纫、喷涂及组装等机器设备及相关配套设施，扩大户外休闲用品产能、提高自动化水平，从而提升公司整体的运营效率。本项目计划 3 年内完成投资建设，第 1/2/3/4 年分别达成目标产出的 20%/50%/80%/100%，预计完全达成目标产出后新增休闲用品产能共计 90 万件。随着国内疫情恢复，公司客户 Costco 大力开拓中国线下市场，根据超市周刊报道，公司 2023 年在华将分别在上海、深圳、宁波、杭州新开四家线下店铺、有望带动公司进一步提高市场份额。

1. 研发检测及体验中心建设项目：本项目的建设内容为产品研发检测及体验中心，包括研发检测中心和产品体验中心。通过引进先进的研发设备和优秀人才，配合产学研项目和针对性课题的研究，全面提升公司的设计研发水平和体验服务水平，为公司的可持续发展提供技术支持。

3. 国内营销体验中心建设项目：本项目拟投资 4,847.00 万元用于公司的营销体验中心建设项目，资金主要运用于公司临海市总部营销体验中心的场地装修费用、上海市新建营销中心场地购买和装修费用、新增营销服务人员费用、固定资产购置费用等。建设内容主体包括：在公司总部临海市设立一个国内营销体验中心，并在作为国际交通枢纽和贸易中心之一的上海市设立一个营销副中心，旨在构建一个以市场信息转化和服务能力体现为目的的营销网络，主要用以海外客户的拓展、接洽及沟通。浙江临海总部与上海营销中心形成协同效应，实现公司营销体系的国际化，提高公司整体的营销质量和效率。

4. 补充流动资金及偿还银行借款。

表 17 募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	总投资金额	拟使用募集资金投资金额
1	年产 90 万件户外休闲用品项目	27,598.00	25,119.30
2	研发检测及体验中心建设项目	7,712.90	7,712.90
3	国内营销体验中心建设项目	4,847.00	4,662.53

4	补充流动资金及偿还银行借款	7,000.00	-
合计		47,157.90	37,494.73

资料来源：招股书，华西证券研究所。

表 18 年产 90 万件户外休闲用品项目经济效益预测（万元）

项目	财务指标	经济收益
年产 90 万件户外休闲用品项目	营业收入合计	593,630.00
	利润总额合计	79,538.09

资料来源：招股书，华西证券研究所。

4.3.毛利率仍有改善空间

公司毛利率主要受美元汇率、原材料价格、产品结构及销售渠道变化等的影响。我们分析未来公司毛利率仍有改善空间：（1）产品结构改善，星空篷已经成为公司爆款产品，未来随着其在海外市场渗透率加大，该产品收入占比将进一步提高，星空篷销售单价及毛利率远高于其他产品，未来有望拉动公司毛利率增加。（2）公司利用其规模化优势及垂直化供应链管理，有望降低原材料成本。公司规模化生产优势已经形成，将有效减少原材料采购成本、产品制造成本，从而降低公司产品成本。（3）公司大力发展电商销售渠道，2014 年公司自主品 AbbaPatio 的相关产品开始在美国亚马逊等电商平台开展销售后续又推出 Sorara 品牌产品开始在欧洲及北美电商平台进行销售。公司积极拓展电商销售渠道，开发适合于电商销售的产品，22 年公司电商渠道收入同比增长 39.9%，占比提高 3.6PCT，电商渠道占比提升有望提高毛利率。

5.盈利预测

我们假设：分产品来看，我们认为公司爆款产品星空篷将维持量价齐升，带动遮阳篷产品收入增长，我们假设 2023/2024/2025 年遮阳制品销量分别为 325.2/339.0/355.3 万件，单价分别为 415.8/467.9/521.2 元/件，2023/2024/2025 年遮阳制品收入为 13.52/15.86/18.51 亿元；我们假设户外家具产品产能稳定扩张，产销量及产能利用率为 100%，2023/2024/2025 年户外休闲家具产品销量分别为 95/100/105 万件，单价分别为 207.9/208.6/209.8 元/件，收入分别为 1.98/2.09/2.20 亿元。

（1）短期来看，疫情后海外休闲家具行业仍处于去库存中，但公司凭借爆款产品星空篷维持高增，我们预计恢复节奏快于同业、23Q2 收入增速有望转正；（2）中期来看，公司 IPO 募投项目产能逐步释放，且伴随智能化改造及原材料费用下降，毛利率有望提升；（3）长期来看，公司成长驱动在于星空篷替代木制产品、渗透率进一步提升，电商渠道拓展，以及客户采购份额提升。预计 2023-2025 年营业收入 15.50/17.95/20.72 亿元，EPS 为 1.11/1.48/1.80 元。公司 2023 年 6 月 15 日收盘价为 23.14 元，对应 2023-2025 年 21/16/13xPE。考虑到公司大单品星空篷仍在高成长期，给予 2024 年 20xPE，目标价 29.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 19 可比公司估值

公司名称	市值 /亿元	收盘价 /元	2023E EPS	2024E EPS	2025E EPS	2023E PE	2024E PE	2025E PE	2024E 净利增速	2024E PEG
浙江永强	86.59	3.98	0.15	—	—	16.00	—	—	—	—
浙江自然	42.29	41.82	2.43	2.94	3.47	17.21	14.23	12.06	20.95%	0.68
伟星股份	96.05	9.26	9.41	19.33	15.67	17.96	15.05	13.01	19.33%	0.78
玉马遮阳	33.31	10.81	0.57	0.71	0.84	18.80	15.33	12.81	22.69%	0.68
久祺股份	34.50	14.80	14.69	31.56	28.40	17.92	13.62	10.61	31.56%	0.43
共创草坪	90.18	22.45	1.29	1.55	1.87	17.38	14.45	12.03	20.34%	0.71
平均值						17.55	14.54	12.10		

资料来源：wind，华西证券研究所（备注：上述公司盈利预测均采用 wind 一致预测）

表 20 收入拆分与盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,240	1,382	1,550	1,795	2,072
增速	36.3%	11.5%	12.1%	15.8%	15.4%
遮阳制品收入	9.71	11.45	13.52	15.86	18.51
增速	49.2%	17.9%	18.1%	27.4%	16.7%
销量（万件）	312.8	330.0	325.2	339.0	355.3
单价（元/件）	310.4	347.0	415.8	467.9	521.2
户外休闲家具收入	1.75	1.41	1.98	2.09	2.20
增速	-4.4%	-19.4%	40.1%	-13.5%	-35.4%
销量（万件）	79.2	73.3	95.0	100.0	105.0
单价（元/件）	221.1	192.3	207.9	208.6	209.8
归母净利	108	59	122	163	198
增速	34.1%	-45.0%	106.3%	33.7%	21.5%
毛利率	20.2%	21.0%	22.1%	23.7%	24.2%
净利率	8.7%	4.3%	7.9%	9.1%	9.6%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 风险提示

汇率波动风险：公司外销业务以美元为主要结算货币。未来几年内，海外市场仍将是公司重要的销售区域。

原材料价格波动风险；

贸易摩擦风险：公司主要为北美、欧洲等境外大型连锁超市、品牌商提供户外休闲家具及用品产品。近年来全球贸易保护主义有所抬头，尤其美国贸易保护主义政策倾向逐渐增强。

募投项目产能消化风险；

系统性风险。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,382	1,550	1,795	2,072	净利润	55	122	163	198
YoY (%)	11.5%	12.1%	15.8%	15.4%	折旧和摊销	43	6	6	7
营业成本	1,092	1,207	1,369	1,570	营运资金变动	-100	150	-169	128
营业税金及附加	8	22	25	29	经营活动现金流	46	278	0	334
销售费用	99	64	77	88	资本开支	-104	-59	-65	-71
管理费用	67	74	86	99	投资	-30	0	0	0
财务费用	-35	0	0	0	投资活动现金流	-133	-59	-65	-71
研发费用	49	51	59	68	股权募资	403	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0	债务募资	-16	0	0	0
投资收益	-37	0	0	0	筹资活动现金流	357	0	0	0
营业利润	62	144	192	233	现金净流量	270	219	-65	262
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	60	144	192	233	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	4	22	29	35	成长能力 (%)				
净利润	55	122	163	198	营业收入增长率	11.5%	12.1%	15.8%	15.4%
归属于母公司净利润	59	122	163	198	净利润增长率	-45.0%	106.3%	33.7%	21.5%
YoY (%)	-45.0%	106.3%	33.7%	21.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.66	1.11	1.48	1.80	毛利率	21.0%	22.1%	23.7%	24.2%
					净利率	4.3%	7.9%	9.1%	9.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.3%	9.5%	11.3%	12.0%
货币资金	456	675	611	873	净资产收益率 ROE	5.4%	10.0%	11.8%	12.6%
预付款项	29	32	36	41	偿债能力 (%)				
存货	329	453	434	583	流动比率	3.47	22.65	27.25	32.85
其他流动资产	93	20	20	20	速动比率	2.04	22.23	26.83	32.42
流动资产合计	907	1,180	1,101	1,517	现金比率	1.75	22.09	26.69	32.28
长期股权投资	7	7	7	7	资产负债率	21.3%	5.5%	4.9%	4.3%
固定资产	263	316	375	439	经营效率 (%)				
无形资产	69	69	69	69	总资产周转率	1.08	1.16	1.31	1.34
非流动资产合计	482	536	594	659	每股指标 (元)				
资产合计	1,390	1,716	1,695	2,176	每股收益	0.66	1.11	1.48	1.80
短期借款	14	14	14	14	每股净资产	9.96	11.07	12.55	14.36
应付账款及票据	166	430	246	529	每股经营现金流	0.41	2.98	1.48	1.80
其他流动负债	81	22	22	22	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	261	465	282	564	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	35.06	20.84	15.60	12.83
其他长期负债	35	35	35	35	PB	2.90	2.09	1.84	1.61
非流动负债合计	35	35	35	35					
负债合计	296	500	317	599					
股本	110	110	110	110					
少数股东权益	-2	-2	-2	-2					
股东权益合计	1,093	1,215	1,379	1,577					
负债和股东权益合计	1,390	1,716	1,695	2,176					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，13年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。