

2025 年 04 月 28 日

25Q1 业绩接近翻倍，超市场预期

浙江正特(001238)

评级:	买入	股票代码:	001238
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	33.85/19.09
目标价格:		总市值(亿)	32.80
最新收盘价:	29.82	自由流通市值(亿)	9.54
		自由流通股数(百万)	31.98

事件概述

24 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 12.37/-0.14/-0.08/0.12 亿元，同比增长 13.35%/-182.70%/-126.64%/-80.62%，经营业绩下降的原因在于销售费用及管理费用增加。非经主要为汇兑及理财产品投资亏损 0.11 亿元；经营性现金流高于归母净利主要由于经营性应付项目增加。24Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.55/-0.46/-0.43 亿元、同比增长 24.94%/-169.31%/-79.27%。

25Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.07/0.41/0.39 亿元、同比增长 41.69%/90.86%/37.16%，业绩超市场预期，收入增长主要由于对大客户销售增加，非经主要为政府补贴及投资收益，净利增速高于收入主要由于毛利率提升。

分析判断:

爆款星空篷处红利期。（1）分产品来看，遮阳制品/休闲家具/其他收入（材料、出租及电费收入）分别为 10.64/0.86/0.86 亿元，同比增长 13.73%/-0.55%/25.72%，其中，爆款星空篷产品仍处于增长红利期，持续替代传统木制廊架，市占率行业领先，并不断覆盖更多区域和大客户，根据弗若斯特沙利文(北京)咨询有限公司上海分公司于 2024 年 11 月出具的《市场地位声明》显示，基于对全球户外廊架市场的研究，以各品牌 2023 年及 2024 年上半年户外廊架品类的销量，以套数计，公司 Mirador 品牌星空篷产品荣获全球户外廊架销量第一。

（2）分地区来看，内销/外销收入分别为 0.90/11.47 亿元，同比增长 13.19%/13.37%。（3）分渠道看，线下/线上收入分别为 9.86/2.51 亿元，同比增长 16.23%/3.31%。

24 归母净利率下降主要由于公司为扩展海外业务导致销售费用和管理费用的增加。（1）2024 毛利率为 25.33%，同比增长 1.01PCT，我们分析受益于人民币贬值，其中遮阳制品/休闲家具/其他的毛利率同比增加 2.11%/-3.21%/-6.81PCT。归母净利率为-1.13%，同比下降 2.68PCT。从费用率来看，24 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.51%/9.54%/3.65%/-1.09%，同比上升 1.62/1.13/-0.51/1.16PCT，销售费用增加主要是由于在欧美主要销售地区增设销售、仓储物流及售后服务机构，整体职工薪酬、仓储及处理费、差旅费增加；管理费用增加主要是管理咨询费、折旧/摊销增加。其他收益、投资净收益占比合计增加 0.76PCT；资产减值损失计提占比增加 0.41PCT；信用减值损失冲回占比增加 0.5PCT；所得税率同比增长 0.79PCT；少数股东损益占比同比增长 0.57PCT。（2）24Q4 毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 20.87%/-17.87%/-16.86%，同比增长 5.72/-9.58/-5.1PCT。从费用率来看，24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.01%/13.64%/4.36%/-3.55%、同比增长 2.46/-0.48/1.13/-1.3PCT。投资净收益占比增长 1.4PCT；公允价值变动净收益占比同比下降 6.49PCT；资产减值损失计提占比增加 3.97PCT；信用减值损失冲回占比增加 1.52PCT；所得税占比同比增长 5.79PCT。（3）25Q1 毛利率/归母净利率分别为 28.07%/8%，同比增长 2.12/2.06PCT。从费用率来看，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.09%/5.48%/2.5%/0.08%、同比增长 1.87/-1.19/-0.88/0.64PCT。投资净收益占比增长 0.64PCT；公允价值变动净收益占比同比增加 2.01PCT；信用减值损失计提占比增加 1.83PCT；所得税占比同比增长 0.47PCT。

公司库存增加，周转天数增加。公司 24 年末存货金额为 4.48 亿元，同比增加 57%，存货中原材料/在产品/库存商品分别为 0.45/0.79/2.96 亿元，同比增长 45.25%/5.03%/86.95%。公司存货周转天数 143 天，同比增加 9 天；应收账款为 1.4 亿元，同比增加 40%，应收账款周转天数 35 天，同比增加 7 天。应付账款为 1.24 亿元，同比增加 57%，应付账款周转天数 40 天，同比增加 6 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，老产品如折叠篷、汽车篷、遮阳伞等已基本筑底，大客户正在恢复补货，25年有望迎来订单复苏，同时公司爆款产品星空篷仍处于增长红利期，有望维持较快增长；新爆款产品试销售取得积极反馈，储物箱、家具套组等上市后获得消费者和大客户高度认可，有望带来新增量；（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。维持 25-26 年收入预测 14.66/16.95 亿元，新增 27 年收入预测 19.41 亿元；维持 25-26 年归母净利预测 0.98/1.22 亿元，新增 27 年净利预测 1.45 亿元；对应调整 25-26 年 EPS 预测 0.89/1.11 元，新增 27 年 EPS1.32 元。2025 年 4 月 28 日收盘价 29.82 元对应 25-27 年 PE 分别为 34/27/23X，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)	1,091	1,237	1,466	1,695	1,941
YoY (%)	-21.1%	13.4%	18.5%	15.6%	14.5%
归母净利润(百万元)	17	-14	98	122	145
YoY (%)	-71.4%	-182.7%	800.2%	24.3%	19.5%
毛利率 (%)	24.3%	25.3%	25.6%	23.7%	24.2%
每股收益 (元)	0.15	-0.13	0.89	1.11	1.32
ROE	1.6%	-1.3%	8.5%	9.5%	10.2%
市盈率	198.80	-229.38	33.51	26.96	22.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,237	1,466	1,695	1,941	净利润	-14	98	122	145
YoY (%)	13.4%	18.5%	15.6%	14.5%	折旧和摊销	69	7	8	9
营业成本	924	1,090	1,293	1,471	营运资金变动	-38	30	8	-71
营业税金及附加	9	15	17	19	经营活动现金流	12	135	137	83
销售费用	155	69	49	72	资本开支	-122	-75	-83	-91
管理费用	118	140	153	166	投资	-70	0	0	0
财务费用	-13	0	0	0	投资活动现金流	-231	-75	-83	-91
研发费用	45	49	53	57	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	70	0	0	0
投资收益	-8	0	0	0	筹资活动现金流	49	0	0	0
营业利润	-9	115	143	171	现金净流量	-170	60	55	-8
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-9	115	143	171	成长能力 (%)				
所得税	5	17	21	26	营业收入增长率	13.4%	18.5%	15.6%	14.5%
净利润	-14	98	122	145	净利润增长率	-182.7%	800.2%	24.3%	19.5%
归属于母公司净利润	-14	98	122	145	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-182.7%	800.2%	24.3%	19.5%	毛利率	25.3%	25.6%	23.7%	24.2%
每股收益	-0.13	0.89	1.11	1.32	净利率	-1.1%	6.7%	7.2%	7.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-0.9%	6.2%	6.4%	7.5%
货币资金	237	297	352	344	净资产收益率 ROE	-1.3%	8.5%	9.5%	10.2%
预付款项	51	60	72	81	偿债能力 (%)				
存货	448	419	609	561	流动比率	2.08	2.63	2.10	2.51
其他流动资产	279	120	120	120	速动比率	0.93	1.05	0.75	0.92
流动资产合计	1,015	897	1,153	1,106	现金比率	0.48	0.87	0.64	0.78
长期股权投资	6	6	6	6	资产负债率	34.8%	26.5%	32.9%	26.6%
固定资产	327	395	470	552	经营效率 (%)				
无形资产	81	81	81	81	总资产周转率	0.83	0.92	0.97	1.01
非流动资产合计	609	677	751	833	每股指标 (元)				
资产合计	1,624	1,573	1,904	1,940	每股收益	-0.13	0.89	1.11	1.32
短期借款	70	70	70	70	每股净资产	9.62	10.51	11.61	12.93
应付账款及票据	353	257	466	356	每股经营现金流	0.11	1.23	1.25	0.76
其他流动负债	67	14	14	14	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	489	341	550	440	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-229.38	33.51	26.96	22.57
其他长期负债	76	76	76	76	PB	2.81	2.84	2.57	2.31
非流动负债合计	76	76	76	76					
负债合计	566	417	626	517					
股本	110	110	110	110					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,058	1,156	1,278	1,423					
负债和股东权益合计	1,624	1,573	1,904	1,940					

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。