

2025年08月29日

业绩增长受益于星空篷产品火爆

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:	55.45/20.6
目标价格:		总市值(亿)	60.82
最新收盘价:	55.29	自由流通市值(亿)	17.68
		自由流通股数(百万)	31.98

事件概述

25H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为 10.42/0.71/0.69/1.12 亿元，同比增长 38.63%/56.03%/31.40%/-11.58%，业绩增长主要受益于公司战略大单品星空篷进入了 Costco 多家线下门店。非经变动主要为处置外汇合约及理财产品投资收益 72 万元（24H1 亏损 1037 万元）；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。

25Q2 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 5.35/0.30/0.30 亿元，同比增长 35.85%/25.13%/24.74%，净利增速低于收入主要由于毛利率下降。

25 年 7 月公司发布 25 年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟授予的限制性股票数量 87.5 万股，授予价格为 19.74 元/股，激励对象总人数为 78 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员。考核目标为以 24 年为基数，25/26 收入增速不低于 20%/40%（即 25/26 收入不低于 13.1/15.3 亿元），或净利增速不低于 0.4/0.5 亿元。股权激励需摊销总费用 1750.88 万元，25/26/27 年分别 437/1021/292 万元。

分析判断：

星空篷成功进入 Costco 北美多家线下门店进行销售，线上线下收入增长。（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 9.05/0.69/0.68 亿元，同比增长 36.80%/88.07%/27.34%，其中星空篷成功进入 Costco 北美多家线下门店进行销售，零售终端覆盖率持续提升，同时成功登陆 Sam's 线上平台；休闲家具高增我们分析主要由于储物用品放量；（2）分地区来看，内销/外销收入分别为 0.68/9.75 亿元，同比增长 28.85%/39.36%。（3）分渠道看，线上/线下收入分别为 8.74/1.68 亿元，同比增长 45.41%/11.62%，其中创新品类户外家具进入 Costco 线上平台，创新品类露营车成功进入 Walmart 多家线下门店。（4）公司制造升级，第一季度顺德晴天正式投入运营，打造了一条兼具户外家具打样和小规模生产功能的高精益产线；5 月份，印尼生产基地正式投产运营，将承担核心产品的本地化生产任务。

Q2 净利率降幅低于毛利率主要由于减值冲回。（1）25H1 毛利率为 27.09%，同比下降 0.78PCT，其中遮阳制品/休闲家具/其他的毛利率为 28.47%/30.55%/5.23%，同比增加-0.87/9.33/-8.93PCT，休闲家具毛利率提升我们分析主要由于产品结构影响。25H1 归母净利率为 6.76%，同比上升 0.75PCT。从费用率来看，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.57%/6.09%/2.54%/0.12%，同比上升 0.80/-0.98/-0.85/0.93PCT，销售费用增加主要是由于人工支出和仓储费增加；财务费用增加主要汇兑亏损。其他收益/收入占比下降 0.06PCT；投资净收益占比上升 0.62PCT，主要由于处置交易性金融资产产生盈利；资产减值损失占比冲回 0.14PCT；信用减值损失占比计提增加 0.44PCT；所得税占比同比下降 0.32PCT。（2）25Q2 毛利率/归母净利率分别为 26.15%/5.60%，同比下降 3.45/0.48PCT。从费用率来看，25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.03%/6.66%/2.58%/0.17%、同比上升-0.15/-0.77/-0.83/1.19PCT。投资净收益占比上升 0.61PCT；公允价值变动净收益占比同比下降 0.28PCT；资产减值损失占比冲回 0.49PCT；信用减值损失占比冲回 0.85PCT；所得税占比同比下降 1.05PCT。

公司库存增加，周转天数减少。公司 25H1 存货金额为 4.30 亿元，同比增加 24.27%，存货中原材料/在产品/库存商品分别为 0.48/0.55/3.18 亿元，同比增长-7.82%/27.68%/35.20%。公司存货周转天数 104 天，同比减少 1 天；应收账款为 2.89 亿元，同比增加 11.57%，应收账款周转天数 37 天，同比减少 6 天。应付账款为 1.24 亿元，同比减少 21.41%，应付账款周转天数 29 天，同比减少 10 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。考虑到星空篷快速拓展线下门店，上调 25-27 年收入预测 14.66/16.95/19.41 亿元至 15.37/18.37/21.41 亿元；考虑到关税影响及季节性波动，维持 25-27 年归母净利润预测 0.98/1.22/1.45 亿元；对应维持 25-27 年 EPS 预测 0.89/1.11/1.31 元。2025 年 8 月 29 日收盘价 55.29 元对应 25-27 年 PE 分别为 62/50/42X，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	1,537	1,837	2,141
YoY (%)	-21.1%	13.4%	24.3%	19.5%	16.5%
归母净利润(百万元)	17	-14	98	122	145
YoY (%)	-71.4%	-182.7%	799.5%	24.6%	18.7%
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	1.31
ROE	1.6%	-1.3%	8.5%	9.5%	10.2%
市盈率	198.80	-425.31	62.19	49.89	42.05

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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,237	1,537	1,837	2,141	净利润	-14	98	122	145
YoY(%)	13.4%	24.3%	19.5%	16.5%	折旧和摊销	69	7	8	9
营业成本	924	1,143	1,402	1,623	营运资金变动	-38	15	4	-82
营业税金及附加	9	15	18	21	经营活动现金流	12	120	133	71
销售费用	155	78	64	98	资本开支	-122	-75	-83	-91
管理费用	118	147	166	183	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	51	58	63	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	170	现金净流量	-170	45	51	-20
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	-9	115	143	170	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	5	17	22	26	成长能力 (%)				
净利润	-14	98	122	145	营业收入增长率	13.4%	24.3%	19.5%	16.5%
归属于母公司净利润	-14	98	122	145	净利润增长率	-182.7%	799.5%	24.6%	18.7%
YoY(%)	-182.7%	799.5%	24.6%	18.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.13	0.89	1.11	1.31	毛利率	25.3%	25.6%	23.7%	24.2%
					净利润率	-1.1%	6.4%	6.6%	6.8%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-0.9%	6.1%	6.3%	7.3%
货币资金	237	282	333	313	净资产收益率 ROE	-1.3%	8.5%	9.5%	10.2%
预付款项	51	63	78	90	偿债能力 (%)				
存货	448	461	654	636	流动比率	2.08	2.50	2.04	2.35
其他流动资产	279	120	120	120	速动比率	0.93	0.92	0.68	0.76
流动资产合计	1,015	926	1,184	1,159	现金比率	0.48	0.76	0.57	0.63
长期股权投资	6	6	6	6	资产负债率	34.8%	27.9%	34.0%	28.6%
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	0.95	1.04	1.09
非流动资产合计	609	677	751	833	每股指标 (元)				
资产合计	1,624	1,602	1,936	1,993	每股收益	-0.13	0.89	1.11	1.31
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	286	497	410	每股经营现金流	0.11	1.09	1.21	0.64
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	370	581	493	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-425.31	62.19	49.89	42.05
其他长期负债	76	76	76	76	PB	2.81	5.26	4.76	4.28
非流动负债合计	76	76	76	76					
负债合计	566	446	658	570					
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	1,602	1,936	1,993					

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。