

# 浙江正特 (001238)

证券研究报告

2022年12月30日

## 正道追求特异创新，世界品牌享誉全球

### 深耕二十余年，户外休闲家具优质供应商

公司是国内最早从事户外休闲家具及用品行业的企业之一，深耕二十余年，已建立完整业务体系。现拥有遮阳制品、户外休闲家具两大产品系列，被广泛应用于户外休闲场所、酒店、个人庭院等领域。公司重视产品原创设计，多次斩获国际奖项。凭借领先的研发设计能力和产品品质优势，已进入沃尔玛、好市多等大型连锁超市的供应商体系。

### 欧美市场开拓营收高增，盈利能力逐步恢复

21年营收12.40亿元，同增36.28%，主要系下游需求增加，及电商渠道提升销量所致；21年归母净利润1.08亿元，同增34.08%。

22Q1-3营收11.09亿元，同增18.05%；22Q1-3归母净利润0.54亿元，同减36.18%，主要系销售费用增加，以及非经常性损益影响。扣除非经常性损益后，22年Q1-3归母净利润同增46.72%。

**收入分产品看**，遮阳制品收入增长领跑，21年遮阳制品收入9.71亿，同增49.15%，占比83.77%（占主营业务收入，下同）。**分地区看**，欧美地区为主，欧洲增速较快，21年北美收入6.30亿，同增1.67%，占比54.30%；欧洲收入3.61亿，同增141.31%，占比31.1%。

### 外销稳定增长内销潜力较大，行业集中化利好优势企业

全球进口市场规模较大，欧美存量换新需求稳定。21年全球户外休闲家具及用品进口规模近420亿美元，同增10.81%；其中美国进口规模135.69亿美元，同增27.72%。此类产品更换周期较短，存量换新需求稳定。国内市场潜力较大。国内市场起步较晚，但潜力较大，21年户外家具市场规模33亿元，同增9.63%。

### 业内口碑良好，头部客户关系紧密

经过多年积累，公司已拥有良好的口碑和品牌优势，已建立多层次客户结构，涵盖沃尔玛、好市多等全球化经营的大型连锁超市，也包括美国JEC、意大利FHP、法国JJA等专业品牌商。客户规模大、信誉好、市场地位高，公司已通过其合格供应商认证，与其保持长期稳定业务合作。

### 持续推陈出新优化产品结构，完善研发体系保障爆品能力

公司高度重视产品研发，并不断根据市场需求推出新产品。2013-21年持续推出新品获市场好评。以星空篷为例，自20年初批量投放市场以来，销量快速增长，21年已实现收入上亿元。

公司制定了一套较为严格的产品研发体系以增强所研发产品的市场适应能力，以提高新品商品化成功率。近年公司已做好新型伞类产品的前期设计储备，后续有望扩大生产规模，实现销售及盈利再增长。

### 建立营销体验中心，助力国内外全域品牌推广

建立营销体验中心，及时把握市场流行趋势，应对客户多样化需求，形成信息流转闭环，指导公司经营决策。中心坐落于上海，一方面将助力品牌

#### 投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.65元
目标价格	38.71元

#### 基本数据

A股总股本(百万股)	110.00
流通A股股本(百万股)	27.50
A股总市值(百万元)	3,151.50
流通A股市值(百万元)	787.88
每股净资产(元)	9.92
资产负债率(%)	33.45
一年内最高/最低(元)	43.44/19.26

#### 作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

推广，拓展维护海外客户；另一方面将兼顾国内户外休闲家具及用品行业趋势，以江浙沪为中心进行营销联动，逐步辐射周边区域。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司未来将在继续夯实现有经营基础的同时，持续专注于主业，注重新品开发，打造爆品爆款，推行数字化车间，实现规模化生产，大力投入商业模式创新和品牌营销建设。

我们预计公司 22-24 年收入分别为 15、18、23 亿元，归母净利分别为 1.3、1.7、2.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.22、1.54、1.98 元/股，对应 PE 分别为 23、19、14x。我们预测公司 2023 年 PE 约 25.1 倍，对应目标价为 38.71 元/股。

**风险提示：**市场竞争加剧风险；高度依赖国外市场风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险；电商销售渠道风险；客户集中度较高的风险；募投项目新增产能消化风险；新冠疫情扩散导致的经营风险；测算具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	909.88	1,239.97	1,499.76	1,800.23	2,253.54
增长率(%)	34.83	36.28	20.95	20.03	25.18
EBITDA(百万元)	192.72	193.32	176.33	215.66	267.77
归属母公司净利润(百万元)	80.22	107.56	134.18	169.19	218.35
增长率(%)	92.87	34.08	24.75	26.10	29.05
EPS(元/股)	0.73	0.98	1.22	1.54	1.98
市盈率(P/E)	39.29	29.30	23.49	18.63	14.43
市净率(P/B)	5.68	4.75	2.69	2.35	2.02
市销率(P/S)	3.46	2.54	2.10	1.75	1.40
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.51	10.22	7.64

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 浙江正特：深耕二十余年，户外休闲家具优质供应商 .....	1
1.1. 坚持特异创新，深耕户外休闲家具及用品行业 .....	1
1.2. 股权结构集中，管理层从业经验丰富 .....	1
1.3. 欧美市场开拓营收高增，盈利能力逐步恢复 .....	1
2. 外销稳定增长内销潜力较大，行业集中化利好优势企业 .....	1
2.1. 全球进口市场规模较大，欧美存量换新需求稳定 .....	1
2.2. 中国户外出口形势较好，国内市场潜力较大 .....	1
2.3. 行业集中化强者或将受益，电商渠道助推行业发展 .....	1
3. 头部客户长期稳定深度合作，研发实力保障产品推陈出新 .....	1
3.1. 业内口碑良好，头部客户关系紧密 .....	1
3.2. 持续推陈出新优化产品结构，完善研发体系保障爆品能力 .....	1
3.3. 线上线下渠道并举，跨境电商增长迅速 .....	1
3.4. 建立营销体验中心，助力国内外全域品牌推广 .....	1
4. 募投项目：投入 4.72 亿，扩大产能规模提升研发水平 .....	2
5. 盈利预测与估值 .....	2
6. 风险提示 .....	2

## 图表目录

图 1：浙江正特发展历程 .....	1
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 31 日） .....	1
图 3：2018-2021 年公司营收由 7.04 亿增长至 12.40 亿 .....	1
图 4：2018-2021 年归母净利润由 0.48 亿增至 1.08 亿 .....	1
图 5：2022Q1-Q3 扣非归母净利 1.04 亿，同增 46.72% .....	1
图 6：2019-2021 年公司分产品销售收入（亿元） .....	1
图 7：2021 年公司外销收入 10.91 亿元，占比 94% .....	1
图 8：2019-2021 年公司分地区销售收入（亿元） .....	1
图 9：2018-2022Q1-Q3 公司毛利率和归母净利率 .....	1
图 10：2019-2021 年公司不同产品毛利率情况 .....	1
图 11：2019-2021 年外销毛利率低于内销 .....	1
图 12：整体费用率维持稳定，财务费用率略有波动 .....	1
图 13：全球户外休闲家具及用品进口规模 .....	1
图 14：全球户外休闲家具及用品进口规模（分地区） .....	1
图 15：户外休闲家具及用品行业产业链 .....	1
图 16：美国户外休闲家具及用品进口规模 .....	1
图 17：欧洲户外休闲家具及用品进口规模 .....	1
图 18：2021 我国户外休闲家具及用品主要产品的各国出口额占比 .....	1

图 19: 中国户外家具市场规模 (亿元) .....	1
图 20: 北美地区家具及庭院用品线上零售额 .....	1
图 21: 欧洲地区家具及庭院用品线上零售额 .....	1
图 22: 公司 2021 年研发费用 0.41 亿, 研发费率为 3.29% .....	1
图 23: 2021 年高新技术产品贡献收入 9.77 亿, 占总收入的 78.78% .....	1
图 24: 公司定制化研发和新品开发流程 .....	1
图 25: 公司主要销售渠道及客户 .....	1
图 26: 公司营销中心运作模式 .....	1
表 1: 浙江正特产品 .....	
表 2: 公司高管人员简介 .....	
表 3: 公司 2021 年前五名客户销售及营业收入占比情况 .....	1
表 4: 公司境外市场主要销售模式 .....	1
表 5: 募投项目 .....	2
表 6: 公司 22-24 年收入预测 (亿元) .....	2
表 7: 可比公司 P/E (2022 年 12 月 22 日) .....	2

## 1. 浙江正特：深耕二十余年，户外休闲家具优质供应商

### 1.1. 坚持特异创新，深耕户外休闲家具及用品行业

公司是国内最早一批从事户外休闲家具及用品行业的高新技术企业之一，致力于产品的自主创新、研发、制造和销售。经过 20 余年发展与积累，已建立较为完整的户外休闲家具及用品业务体系。公司现拥有遮阳制品、户外休闲家具两大产品系列，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。公司产品被广泛应用在户外休闲场所、酒店、个人庭院等领域，是国内户外休闲家具及用品领域产品种类较为齐全的生产企业之一。

公司产品主要销往欧美市场，销售渠道包括大型连锁超市、品牌商、电商平台等。凭借研发设计能力和产品品质优势，公司进入沃尔玛、好市多等大型连锁超市的供应商体系。公司自主品牌“Abba Patio”、“Sorara”相关产品自 2014 年以来陆续采用跨境电商模式，通过互联网电商平台在北美、欧洲等地区开展销售。

公司十分重视产品原创设计，在户外休闲家具及用品行业内具有较高研发水平。截至 2021 年 12 月 31 日，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“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。

表 1：浙江正特产品

类别	产品分类	产品图片	应用领域	产品技术、地位描述
遮阳制品	遮阳篷：折叠凉篷、汽车篷、星空篷等		产品用于户外休闲、汽车停放、花草温床等方面，起遮荫、避雨和提供休息场所的作用，具有一定装饰性	全球多家大型客户的产品供应商，星空篷获“红点奖”
	遮阳伞：直伞、吊伞等		产品用于别墅庭院及海滩、公园、酒店等户外休闲场所的遮阳，结构合理，使用简单方便	全球多家客户的产品供应商，部分产品获“红点奖”
户外休闲家具	户外家具：吊床、秋千、花园桌椅等		产品用于公园、海滩等户外休闲场所	时尚的风格和个性化设计理念使户外家具成为国内外客户较为理想的选择



休闲床聚集遮阳、家具功能于一身,是户外休闲的理想产品,适合于花园、海滩、泳池及家庭庭院等各种场所

宠物屋: 宠物笼、围栏等



主要用于宠物的饲养, 拆装方便, 具有可移动性

拥有完备的产  
品生产线和专  
业的生产工艺

晾晒用具: 晾衣架、毛巾架等



一种使用方便的折叠式结构的晾晒用具, 主要用于室内、室外晾晒织物或堆放物件

拥有完备的产  
品生产线和专  
业的生产工艺

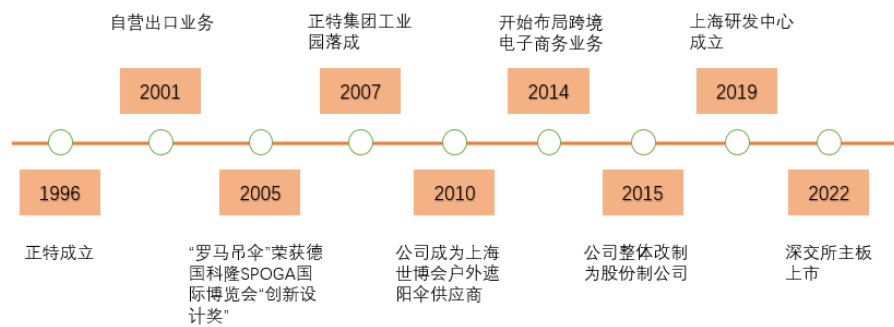
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 公司历经多个发展时期, 业务体量和行业地位逐步上升:

- 1) **初创阶段 (1996-2000):** 1996 年 9 月, 正特有限成立 (设立时名为临海市正泰工艺品有限公司), 通过外贸公司开始拓展以欧洲市场为主的产品出口业务, 并迅速发展。
- 2) **发展阶段 (2001-2008):** 2001 年, 公司开始自营出口业务; 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”; 2007 年, 正特集团工业园正式落成, 产能得到进一步扩大; 2008 年后, 业务不断壮大, 新增宠物屋系列产品; 公司日益重视产品原创设计; 同年, 公司产品用于天安门广场国旗护卫岗等场所。
- 3) **升级阶段 (2009-至今):** 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; 2013 年至 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; 2015 年, 公司整体改制为股份公司; 同年, 荷兰晴天花园设立; 2016 年, 美国晴天花园成立, 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, 公司产品再次荣获“红点奖”; 2022 年, 公司在深交所成功上市。



图 1：浙江正特发展历程

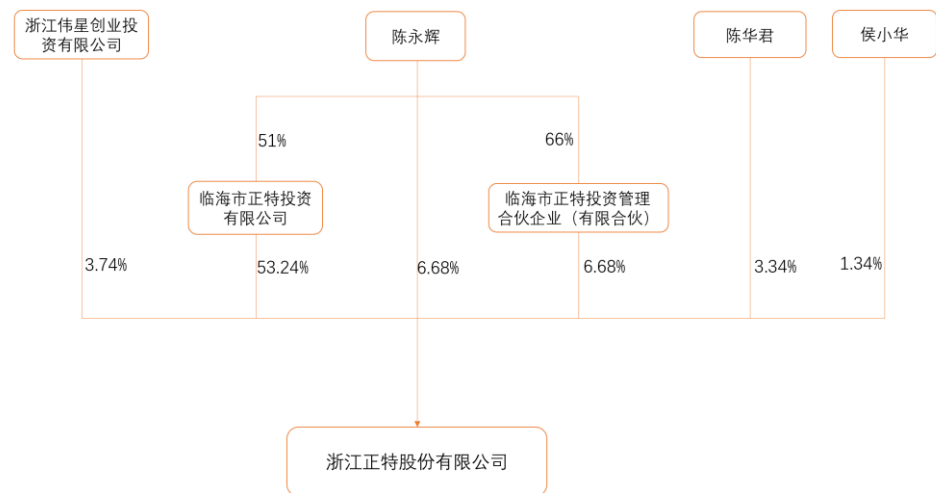


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 股权结构集中，管理层从业经验丰富

**公司股权高度集中。**实控人陈永辉长期担任公司董事长、总经理，全面负责公司经营管理工作。陈永辉先生合计控制公司 69.93%的股权，其中直接持有公司 6.68%的股权，通过正特投资、正特合伙分别间接控制公司 53.24%、6.68%的股权；通过与妹妹陈华君签订《一致行动协议》控制公司 3.34%的股权。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**核心管理层稳定，行业从业经验丰富。**核心管理层拥有丰富的经验，掌握行业生产特点、管理模式和发展动态。

表 2：公司高管人员简介

人员	职位	履历简介
陈永辉	总经理	清华大学 EMBA；曾任正特实业营销经理，正特有限总经理，正特有限董事长、总经理；2015 年 11 月至今，任正特股份董事长、总经理；2010 年至今，兼任正特合伙执行事务合伙人，正特高秀副董事长；2011 年至今，兼任正特物流执行董事；2011 年至今，兼任正特投资执行董事，2021 年 12 月至今，兼任临海市正特电商有限公司执行董事。
周善彪	董事会秘书、财务负责人	本科学历，注册会计师、注册税务师；曾任浙江天地园电气有限公司业务员、北京公司销售经理，浙江申林汽车部件有限公司市场部经理，浙江耀信会计师事务所有限公司项目经理，浙江天成自控股份有限公司财务负责人，正特有限财务负责人；2015 年 11 月至今任正特股份董事会秘书、财务负责人。

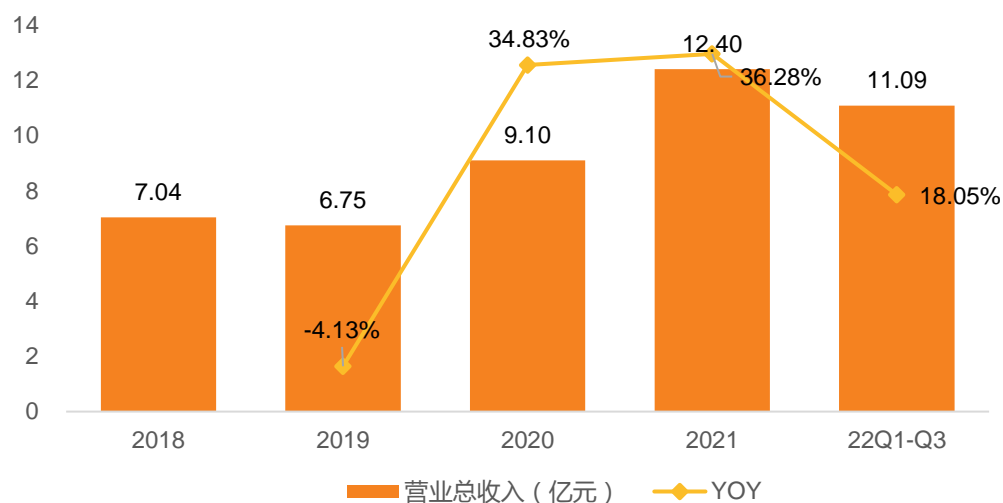
侯姗姗	董事、副总经理	高中学历；曾任正特有限生产部经理，正特有限缝纫分厂厂长，正特股份车间负责人及计划管理部副经理；2020年6月至今，任正特股份副总经理；2021年5月至今，兼任正特股份董事。
张美丽	副总经理	专科学历；曾任正特实业业务经理，晴天花园产品总监，正特股份业务总监；2020年6月至今，任正特股份副总经理。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 欧美市场开拓营收高增，盈利能力逐步恢复

2018-2021年公司营业收入由7.04亿增长至12.40亿，2020年以来营收增长迅速，主要系：受疫情影响，人们更多居家生活，下游需求明显增加；公司积极拓展电商销售渠道，线上销售收入增加；公司高度重视产品研发，并不断根据市场需求推出新产品。2022Q1-Q3公司营收11.09亿，同增18.05%。

图 3：2018-2021 年公司营收由 7.04 亿增长至 12.40 亿



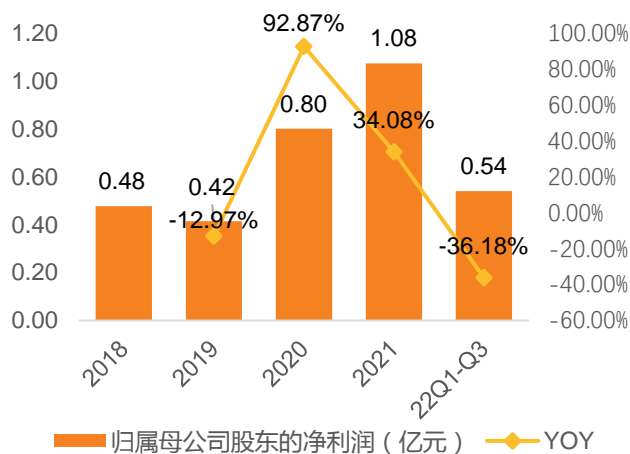
资料来源：Wind, 公司公告，天风证券研究所

2021年公司归母净利润1.08亿，同增34.08%，2022Q1-Q3归母净利润0.54亿，同减36.18%。主要系销售费用增加，以及非经常性损益影响。扣除非经常性损益后，2022Q1-Q3归母净利润同增46.72%。

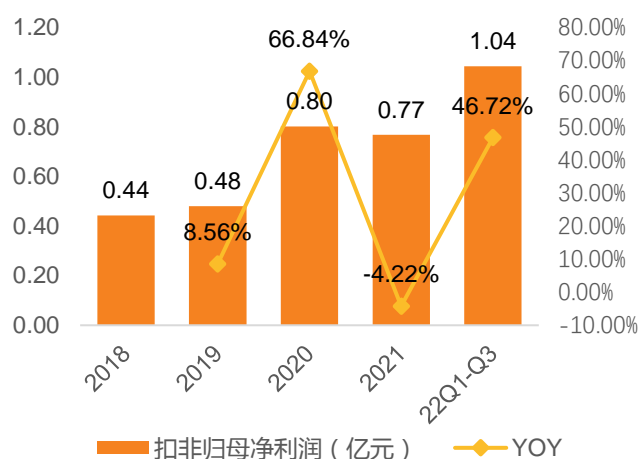
图 4：2018-2021 年归母净利润由 0.48 亿增至 1.08 亿

图 5：2022Q1-Q3 扣非归母净利 1.04 亿，同增 46.72%





资料来源: Wind, 天风证券研究所

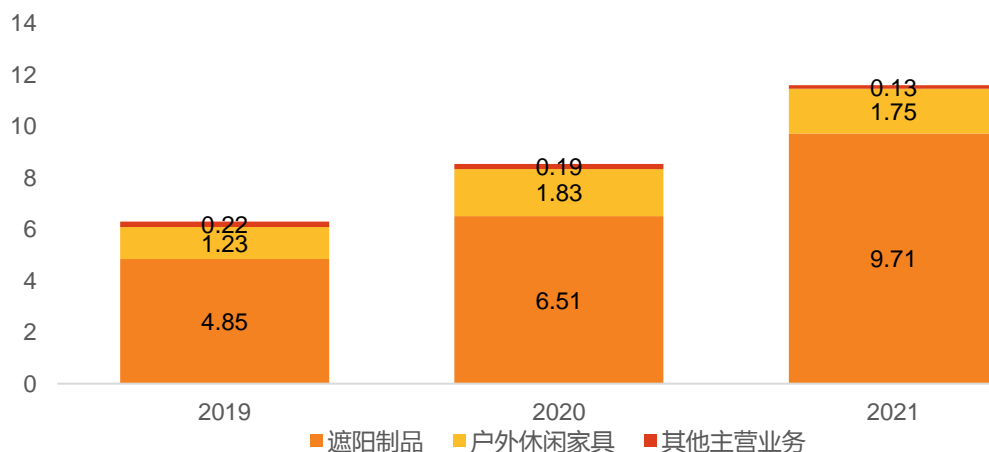


资料来源: Wind, 天风证券研究所

**分产品来看, 公司遮阳制品收入增长领跑。**21 年遮阳制品销售收入 9.71 亿, 同增 49.15%, 占主营业务收入 83.77%。主要系: 1) 公司与主要客户合作较为稳定, 对沃尔玛等大型连锁超市的销售额呈稳定上升趋势; 2) 电商渠道销售额总体呈上升趋势; 3) 公司积极研发星空篷等新产品并积极拓展新客户, 带来销售额进一步上升。

21 年户外休闲家具销售收入 1.75 亿, 同减 4.07%, 占主营业务收入 15.10%。主要系全球供应链和物流限制导致发货延误, 宠物屋销售出现波动所致。

图 6: 2019-2021 公司分产品销售收入 (亿元)



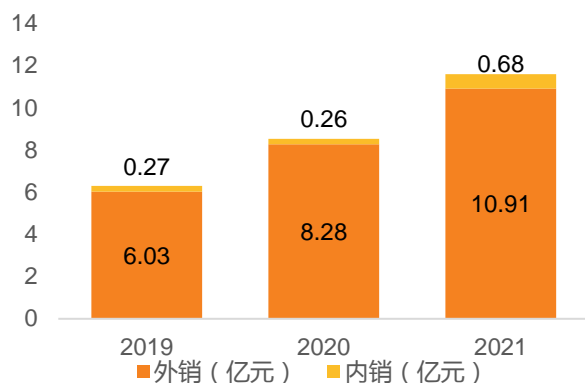
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

**公司产品主要销往欧美地区等境外市场,**2021 年外销收入 10.91 亿, 同增 31.85%, 占主营收入 94.10%, 内销收入 0.68 亿, 同增 168.07%, 占 5.9%。经过多年探索与积累, 公司已形成多类型、多渠道的销售模式。公司产品主要为直接销售, 以国外大型连锁超市、品牌商为主。

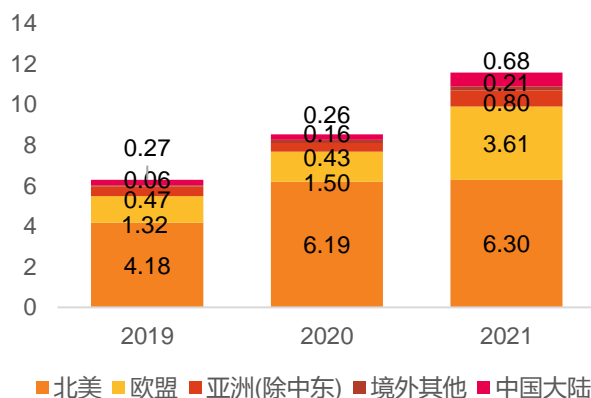
**分地区看,** 公司销售收入主要集中在欧美地区。2021 年北美地区销售收入 6.30 亿元, 同增 1.67%, 占比为 54.30%, 欧洲地区销售收入 3.61 亿元, 同增 141.31%, 欧洲地区收入占比由 2020 年的 17.53% 增长至 2021 年的 31.12%, 主要系公司大力发展欧洲市场。

图 7: 2021 年公司外销收入 10.91 亿元, 占比 94%

图 8: 2019-2021 公司分地区销售收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

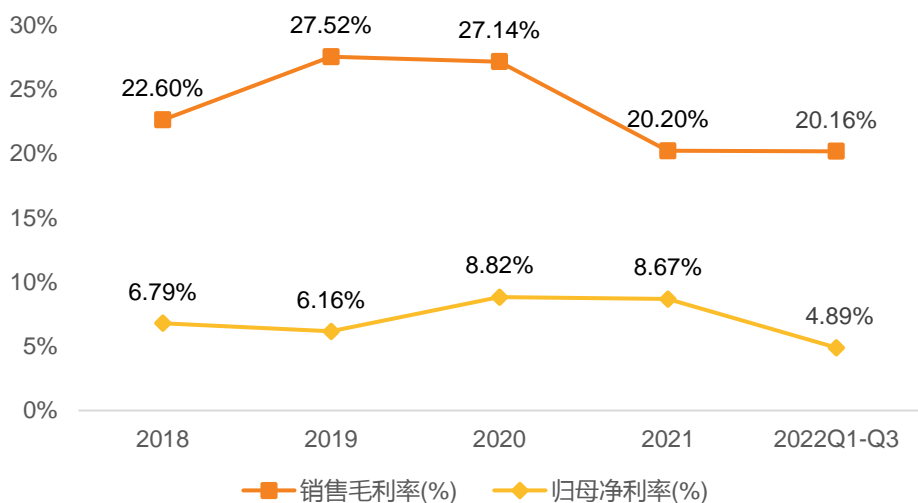


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

**2022 年公司毛利率保持稳定，归母净利率有所减少。**公司 2021 年毛利率为 20.20%，同减 6.94pct，2022Q1-Q3 毛利率为 20.16%，同减 0.09pct，2021 年公司主营业务毛利率减少，主要系：1) 当期美元兑人民币汇率呈下降趋势；2) 受大宗商品价格波动影响等，公司主要原材料钢材、铝材的价格同比呈上升趋势。

2022Q1-Q3 公司归母净利率为 4.89%，同减 5.26pct，主要系当期人民币兑美元汇率变化较大，带来大额远期锁汇亏损，导致公允价值变动收益同减 1028.49%。

图 9：2018-2022Q1-Q3 公司毛利率和归母净利率

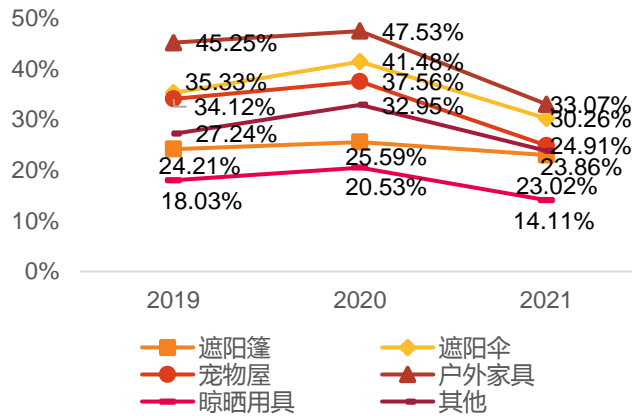


资料来源: Wind, 天风证券研究所

**毛利率分产品来看**，21 年遮阳篷毛利率为 23.02% (同比-2.57pct)，遮阳伞毛利率为 30.26% (同比-11.22 pct)，宠物屋毛利率为 24.91% (同比-12.65 pct)，户外家具毛利率为 33.07% (同比-14.46 pct)，晾晒用具毛利率为 14.11% (同比-6.42pct)。公司不同类别产品毛利率存在一定差异，主要系产品工艺和客户议价能力所致。

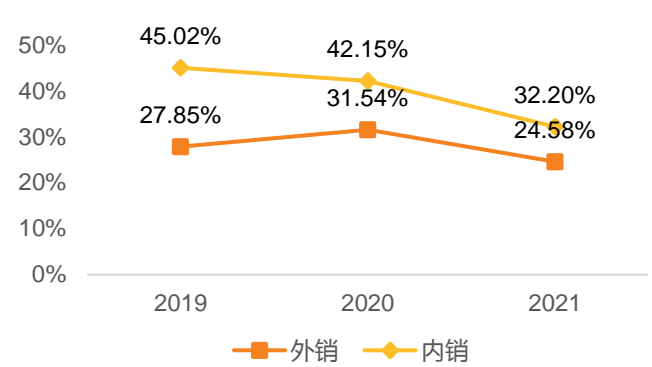
**分内外销来看**，21 年外销毛利率 24.58% (同比-6.96pct)，内销毛利率为 32.2% (同比-9.95pct)。外销毛利率低于内销，主要系大型连锁超市客户占外销收入比重较高，该模式下公司毛利率相对较低，使得外销渠道整体毛利率较低。

图 10：2019-2021 年公司不同产品毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

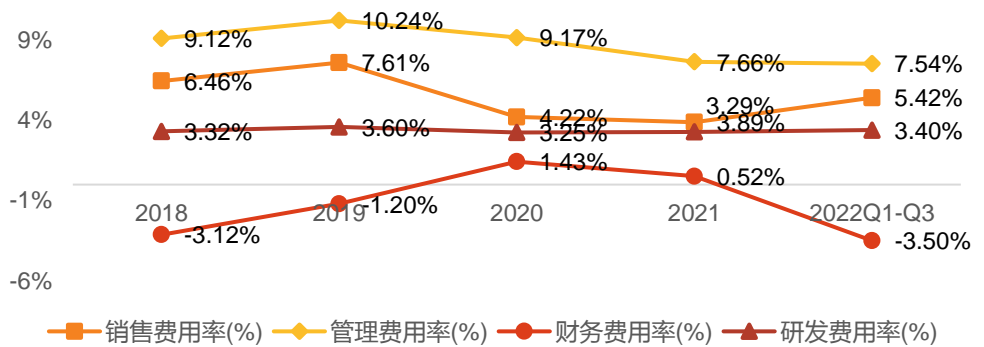
图 11：2019-2021 年外销毛利率低于内销



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022Q1-Q3 公司销售费用率为 5.42%，同增 2.79pct，管理费用率 7.54%，同减 0.03 pct，财务费用率-3.5%，同减 3.46pct，系汇兑损益波动所致；研发费用率 3.40%，同减 0.03pct。公司整体费用率水平处于合理区间。

图 12：整体费用率维持稳定，财务费用率略有波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：此处管理费用率含研发费用率

## 2. 外销稳定增长内销潜力较大，行业集中化利好优势企业

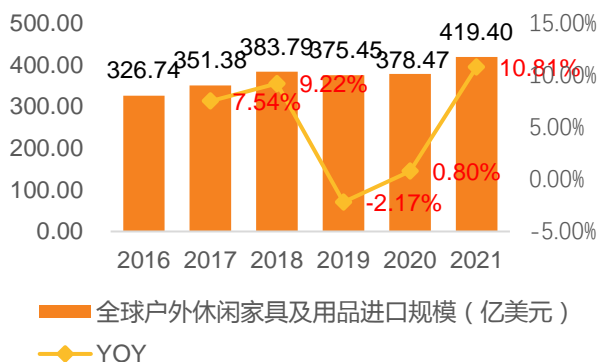
户外休闲家具及用品行业的发源地和主要市场为欧美地区。目前，北美、欧洲等发达国家的户外休闲家具及用品行业市场规模稳定，产业成熟度高，根据联合国商品贸易统计数据，欧美市场户外休闲家具及用品约占全球 50%左右的市场份额。户外休闲家具及用品在国内市场起步较晚，但是随着人们生活水平的提高和居民居住环境的改善，国内户外休闲家具及用品的市场需求开始显现出较大的增长潜力。

### 2.1. 全球进口市场规模较大，欧美存量换新需求稳定

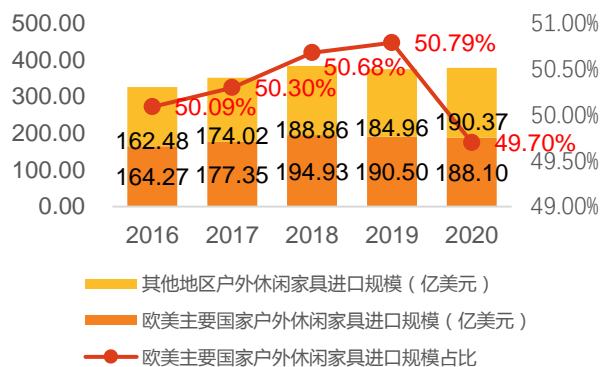
全球户外休闲家具及用品进口规模较大，保持稳步增长趋势。2021 年全球户外休闲家具及用品主要产品的进口额 419.40 亿美元，规模较大。2016 年至 2021 年复合增长率为 5.12%，稳步增长。就地区分布而言，欧美发达国家需求占到全球的 50%左右。

图 13：全球户外休闲家具及用品进口规模

图 14：全球户外休闲家具及用品进口规模（分地区）



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，公司公告，天风证券研究所



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，公司公告，天风证券研究所

**上游受原材料价格及宏观经济波动的影响，但供应量充足，总体影响不大。**户外休闲家具及用品行业产品主要原材料为钢材、铝材、五金配件、布料等，具有通用性，上游原材料价格波动会对行业内企业的毛利率水平产生一定影响；钢材、铝材作为大宗商品，受宏观经济环境的波动影响较大；目前上游行业企业众多，竞争较为激烈，生产工艺成熟，原材料供应量充足。因此，户外休闲家具及用品行业对上游企业依赖程度较小。

**下游销售渠道增加，需求稳定。**户外休闲家具及用品行业的直接下游客户主要为各类大型连锁超市、品牌商等，多具有较为庞大的销售网络及良好的商业信誉，需求较大且具有一定的稳定性；此外，行业内企业也借助电商营销模式，通过亚马逊等电商平台销售给终端客户。整体上户外休闲家具及用品市场成熟，需求稳定，电子商务的发展补充拓展了现有的销售渠道，下游市场的增长会促进本行业的发展。

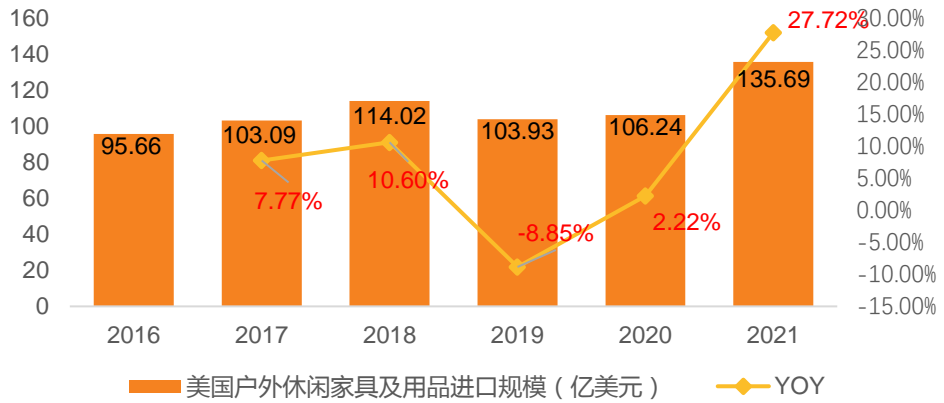
图 15：户外休闲家具及用品行业产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**2016-2021 年，美国户外休闲家具及用品进口规模呈现波动上升趋势。**北美地区是户外休闲家具及用品的主要市场之一，其中美国是世界最大的户外休闲家具及用品消费市场，也是我国出口贸易的主要对象。联合国商品贸易统计数据库统计表明，2021 年美国户外家具及用品主要产品的进口规模为 135.69 亿美元，2016 年至 2021 年复合增长率为 7.24%。

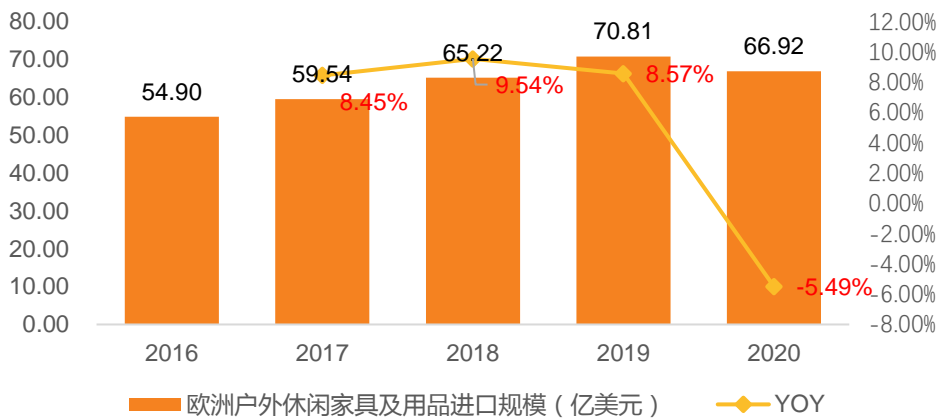
图 16：美国户外休闲家具及用品进口规模



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，公司公告，天风证券研究所

2016-2020 年，欧洲户外休闲家具及用品进口规模较为稳定。该地区已经形成成熟的户外休闲文化，对户外休闲相关的家具及用品的需求稳定，已成为全球户外休闲家具及用品的主要市场之一。该地区 2020 年主要产品的进口规模为 66.92 亿美元，2016 年至 2020 年的复合增长率为 5.07%。

图 17：欧洲户外休闲家具及用品进口规模



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，公司公告，天风证券研究所

户外休闲家具及用品更换周期较短，存量换新需求稳定。一般户外休闲家具及用品的更换周期在 1-3 年。根据美国 Casual Living Market Research 所作的美国市场调研，户外休闲家具及用品的平均更换周期相对较短，在经济环境良好时，只要在家庭支出可以承担的范围内，人们倾向于缩短更换周期。此外，个性化、时尚化的需求加快产品的更新换代，因文化、消费偏好、气候环境的不同造成的对产品的多样需求也日益扩展，从而进一步促进行业需求的增长。

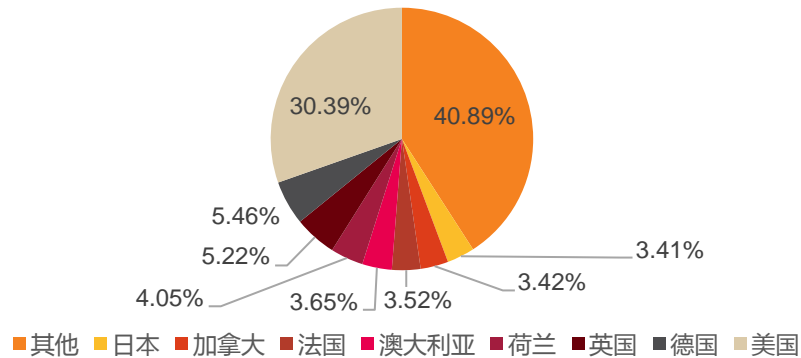
## 2.2. 中国户外出口形势较好，国内市场潜力较大

我国已发展成为户外休闲家具及用品制造中心。欧美发达国家对户外休闲家具及用品的市场需求较大，但自身产能有限，对进口的依赖度高。凭借基础设施、人力资本、行业配套等优势，中国在户外休闲家具及用品市场的 OEM、ODM 领域占有重要地位，已经成为世界上最大的户外休闲家具及用品生产国及出口国。

依据中国海关统计数据在线查询平台数据，2021 年我国出口的户外休闲家具及用品主要产

品的出口规模为 308.68 亿美元，主要销往欧美等发达国家和地区，其中美国占比最高。

图 18：2021 我国户外休闲家具及用品主要产品的各国出口额占比

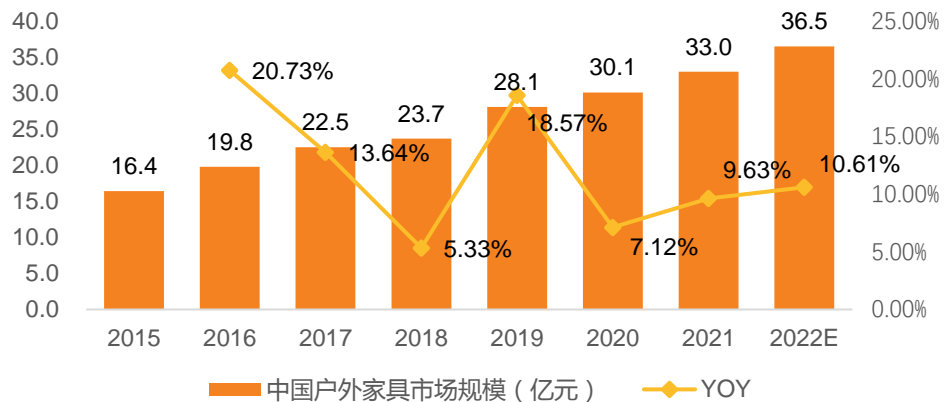


资料来源：中国海关统计数据在线查询平台，公司公告，天风证券研究所

**国内市场起步较晚，但潜力较大。**户外休闲家具及用品在国内市场起步较晚，且受居住条件的限制，民用市场的普及率较低。但是随着人们生活水平的提高和居民居住环境的改善，国内户外休闲家具及用品的市场需求开始显现出较大的增长潜力。

**中国户外家具市场规模稳步增长。**2021 年我国户外家具市场规模为 33.0 亿元，同比增长 9.63%，预计 2022 年户外家具市场规模将达到 36.5 亿元。

图 19：中国户外家具市场规模（亿元）



资料来源：共研网，天风证券研究所

### 2.3. 行业集中化强者或将受益，电商渠道助推行业发展

**现有市场容量较大，未来增长潜力亦较大。**根据 Statista 出具的美国户外家具市场报告，2020 年全球家具市场的市场容量为 5,098 亿美元。报告预测，2021 年至 2025 年全球家具市场容量将持续增长，增速会维持在 3.55%左右，户外休闲家具及用品作为家具行业的一个细分领域，全球市场容量亦将保持持续增长，增长率将保持在 4%-7.5%之间。

**行业集中度呈上升趋势，头部企业利润空间有望扩大。**户外休闲家具及用品行业为家具行业中的细分行业，正处于发展期，行业内企业众多、集中度较低。未来，随着行业发展，行业竞争将进一步体现为以品牌、研发、成本为核心的综合实力竞争，市场份额不断向优势生产企业集中，行业集中度将逐步提高，头部企业利润空间有望进一步扩大。

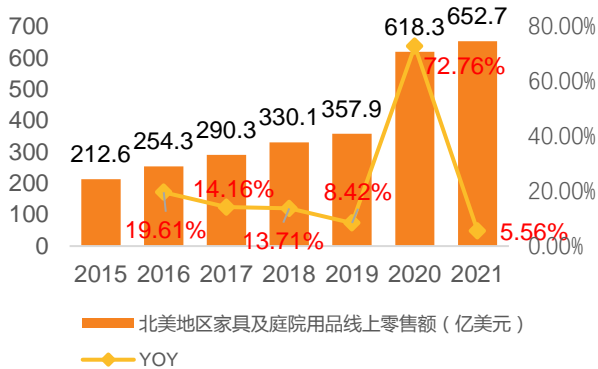


**电商渠道助推行业发展。**目前，户外休闲家具及用品的销售渠道仍以大型连锁超市、品牌商等渠道为主，而电子商务的发展有助于补充和拓宽现有销售渠道，促进户外休闲家具及用品市场更高效的流通。通过电子商务平台，可以全方位、清晰地向消费者展示产品，有效降低销售成本、简化交易流程、提高交易效率。

欧睿国际数据显示，随着家具及庭院用品零售进入互联网电商领域，该类目的电商零售保持高速发展，北美地区 2015 年-2021 年家具及庭院用品线上销售额复合增长率接近 21%，欧洲地区 2015 年-2021 年家具及庭院用品线上销售额复合增长率接近 22%。

2020 年受到疫情影响，部分线下实体零售商出现短期营业暂停，线上零售出现高增长，电商渗透率加速提升，根据美国商务部数据，2019 年、2020 年美国电商零售同比增长率分别为 15.66%、32.03%，电商渠道 2020 年销售额增长速度出现明显提升。

图 20：北美地区家具及庭院用品线上零售额



资料来源：欧睿国际，公司公告，天风证券研究所

图 21：欧洲地区家具及庭院用品线上零售额



资料来源：欧睿国际，公司公告，天风证券研究所

### 3. 头部客户长期稳定深度合作，研发实力保障产品推陈出新

#### 3.1. 业内口碑良好，头部客户关系紧密

公司是户外休闲家具及用品的专业企业，产品主要销往欧美等发达国家和地区。经过多年积累，公司已拥有良好的口碑和品牌优势，已建立多层次的客户结构，与沃尔玛、好市多等大型知名客户建立并保持长期良好的合作关系。近年来公司与主要客户合作关系稳定，产品与服务在行业内形成良好的口碑，为公司进一步开拓客户打下基础。

公司的主要客户涵盖沃尔玛、好市多等全球化经营的大型连锁超市，也包括美国 JEC、意大利 FHP、法国 JJA 等专业品牌商，客户多为行业内规模较大、信誉较好、市场地位较高的公司，对供应商的选择有着较为严格的认证过程。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。

公司的客户集中程度较高，2019-2021 年公司对前五大客户实现的销售收入占当期营业收入的比例分别为 63.55%、68.19%和 50.66%。2021 年前五大客户销售情况为：沃尔玛销售收入 3.30 亿，占总营收的 26.60%；美国 JEC 收入 0.96 亿，占比为 7.71%；好市多销售收入为 0.83 亿，占比为 6.72%；美国 BA 公司收入 0.77 亿，占比为 6.19%；法国 JJA 收入 0.43 亿，占营收 3.44%。21 年来自大型连锁超市客户的收入持续增长，同时客户集中程度有所下降。

表 3：公司 2021 年前五大客户销售及营业收入占比情况

序号	客户名称	销售渠道	主要销售内容	销售额	占营收比例
----	------	------	--------	-----	-------

				(万元)	
1	沃尔玛	大型连锁超市	遮阳篷	32986.27	26.60%
2	美国 JEC	品牌商	宠物屋	9561.67	7.71%
3	好市多	大型连锁超市	遮阳篷	8326.49	6.72%
4	美国 BA 公司	电商渠道	遮阳伞	7679.54	6.19%
5	法国 JJA	品牌商	遮阳伞	4260.35	3.44%
合计				62814.31	50.66%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 持续推陈出新优化产品结构，完善研发体系保障爆品能力

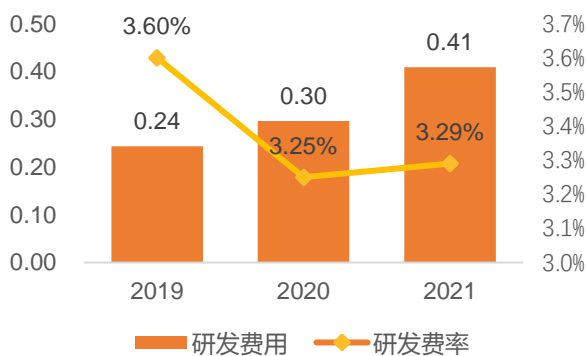
公司高度重视产品研发，并不断根据市场需求推出新产品。近年来，国外对于户外休闲用品的设计偏好向多元化方向发展，户外休闲用品除了满足遮阳、休憩、挡风遮雨等功能性需求外，还要求操作简便，外形时尚，以满足消费者对个性化、时尚化的追求。为此，公司在产品设计上不断创新。2013-2021 年，公司分别推出“带篷顶刚朵拉吊床”、“西西里吊伞”、“中国伞”、“巴黎伞”、“星空篷”等产品参加德国“红点奖”评选，五款产品设计风格独特，制作精良，集视觉审美与实用功能于一身获得市场好评，取得丰硕成果。

加大伞类等高毛利产品研发,提高销售占比。目前,伞类产品在公司总销售额的占比约 20%。伞类产品在户外休闲家具中属于较为典型的精巧型制作产品,同时包含多种微小零部件和大型骨架部件,整体生产工艺较为复杂,技术含量较高,毛利率水平也相对较高。近年来,公司投入大量人力物力研发新型伞类产品,公司伞类产品也多次获得德国“红点奖”等国际知名大奖。公司已做好伞类产品的前期设计储备,后续有望扩大伞类产品生产规模,实现销售及盈利增长。

高品质的户外休闲家具及用品产品是公司核心竞争力的重要体现,亦证明了公司在户外休闲家具及用品行业中的美誉度和市场地位。以公司 2020 年获得“红点奖”的新产品星空篷为例,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,2021 年已实现收入达亿元以上。

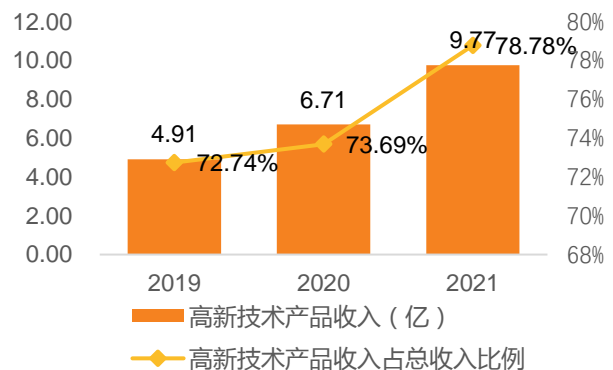
2019-2021 年,公司的研发投入始终保持在较高水平。2021 年公司研发费用 4084.26 万,同增 37.95%,占营收比例为 3.29%。高新技术产品贡献收入 9.77 亿,同增 45.67%,占总收入的 78.78%。研发投入占营收的比重逐年提升。

图 22：公司 2021 年研发费用 0.41 亿，研发费率为 3.29%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

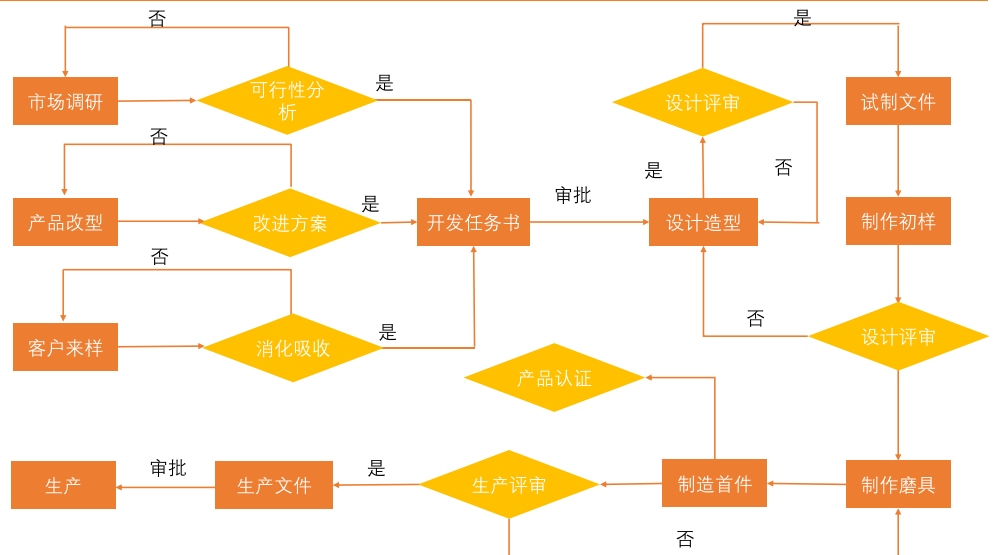
图 23：2021 年高新技术产品贡献收入 9.77 亿，占总收入的 78.78%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司制定了一套较为严格的产品研发体系来增强所研发产品的市场适应能力，以提高新产品商品化的成功率。公司主要的研发模式分为常规迭代、定制化研发和新品开发。对于标准化产品，公司目前已形成成熟的生产体系，一般情况下，仅需要定期进行产品常规迭代更新，客户下单后由生产部门直接生产。定制化研发主要是指公司根据客户的个性化要求研究开发符合客户需求产品的研发过程。新品开发主要是指公司在市场调研的基础上开发新产品以满足或引导市场需求的过程。定制化研发和新品开发的具体研发流程如下：

图 24：公司定制化研发和新品开发流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

定制化研发和新品开发有助于公司拓宽产品系列、提升产品竞争力、保持产品创新能力，从而拓展业务，提高销售收入，是目前公司研发部门的工作重心。

除了新产品研发及老产品迭代外，公司十分重视产品生产装备的研发制造。依靠较强的装备研发能力，公司参与研发和生产技术相适应的自动、半自动化生产设备，保证产品质量和生产效率。

### 3.3. 线上线下渠道并举，跨境电商增长迅速

公司是户外休闲家具及用品领域内的专业企业，产品主要销往欧美等发达国家和地区。经过多年积累，公司已形成以国外大型连锁超市、品牌商为主，多类型、多渠道并存的销售模式。随着电商销售渠道的快速发展，未来公司将同步发展线上、线下渠道市场，进一步扩大销售规模。

公司境外市场主要销售模式情况如下：

表 4：公司境外市场主要销售模式

销售渠道	销售模式	结算方式	客户类型
------	------	------	------

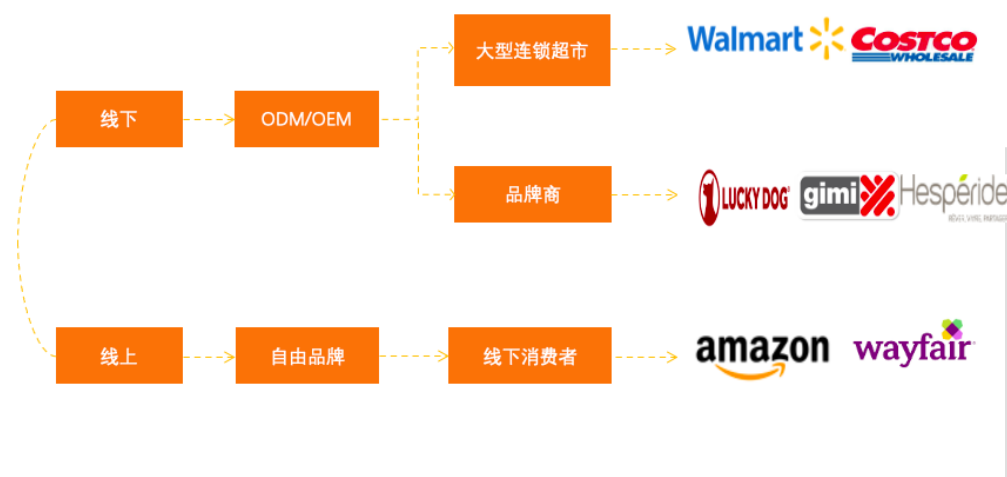
线下	直接销售，采用 ODM/OEM 模式销售给包括大型连锁超市、品牌商等在内的客户	FOB 为主、兼有 CIF 和 EXW（国内工厂交货）	客户为大型连锁超市（沃尔玛、好市多等），品牌商（美国 JEC、德国 FHP、法国 JJA 等）
线上	授权经营，即和跨境电子商务服务商四海商舟签订协议，授权其代理公司自主品牌 Abba Patio 品牌的跨境电商业务，利用亚马逊等网上平台开展销售（报告期初-2021 年 1 月）	公司向跨境电商服务商收取 FOB 货款以及合作利润分成，合作运营产品在电商平台终端销售额中扣除产品成本、运营成本费用后所产生的项目利润由四海商舟和公司按照 3:7 比例进行分成	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
线上	卖断经营，跨境电子商务服务商四海商舟 独立运营 — “AbbaPatio” 品牌产品的线上销售并自负盈亏，并新增卖断式销售给其他跨境电商服务商（2021 年 1 月以后-至今）	FOB，不参与利润分成	
线上	自主经营，即公司通过亚马逊等电商平台自行开设店铺并自主运营，开展 Sorara 自主品牌产品的推广及销售	公司和电商平台直接结算，货款由平台账户转到公司账户	客户为亚马逊等电商平台的线上消费者

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司线下客户主要有国外大型连锁超市和品牌商两类。(1) 国外连锁超市是公司产品销售的主要渠道，大部分连锁超市拥有自己的产品品牌。公司产品主要以贴牌生产方式（ODM/OEM）进入国外连锁超市。公司与沃尔玛、好市多等大型连锁超市保持长期供货关系。(2) 国外品牌商指经营户外休闲家具及用品的生产、销售业务并独立拥有产品品牌的运营商，如德国 FHP、美国 JEC、德国 LECO、法国 JJA 等，公司产品主要通过贴牌生产方式（ODM/OEM）与该类客户合作。

跨境电商作为国际贸易的新方式和新手段，对于拓展海外营销渠道，提升品牌竞争力，实现外贸转型升级具有重要意义。公司提前布局跨境电商相关业务，2014 年以来，公司自主品牌—“Abba Patio”、“Sorara”的相关产品陆续在美国、欧洲通过亚马逊和 Wayfair 等电子商务平台销售。自跨境电商业务开展以来，来自该渠道销售收入增长较快。

图 25：公司主要销售渠道及客户



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的线上销售模式有授权经营和自主经营两种模式。授权经营模式系公司和跨境电子商务服务商四海商舟及其境外子公司美国 BA 公司签订协议，由其全权代理公司自主品牌“Abba Patio”品牌的跨境电商业务，利用亚马逊等网上平台开展销售。公司负责“Abba

Patio”品牌系列产品的研发、生产和装运，将货物运输至海外；美国 BA 公司负责在美国等地区在线（包括但不限于 amazon.com 平台）销售公司“Abba Patio”品牌产品，其通过在线运营实现产品向终端消费者的销售，并按约定向公司支付货款及合作利润分成。

为了进一步加强专业化分工、发挥各自的比较优势，公司专注于产品的研发与生产、四海商舟作为成熟的电商运营服务商专注于电商运营，2021 年初公司调整了与四海商舟及其境外子公司美国 BA 公司的合作模式：四海商舟及其子公作“Abba Patio”品牌的独家运营商，全权负责该品牌产品在美国电商市场各类平台的销售运营、市场推广等活动，公司不再参与利润分成。美国市场电商平台销售所需的货物由四海商舟向公司独立采购，公司对其进行卖断式销售，双方按照离岸价进行结算。

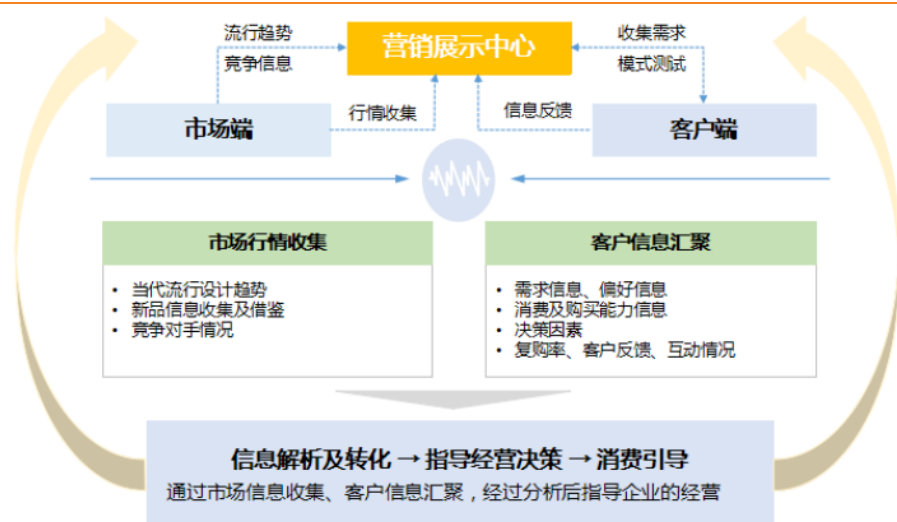
自主经营模式系公司在美国和欧洲地区通过亚马逊等电商平台自行开设店铺并自主运营，开展“Sorara”自主品牌产品的推广及销售。线上销售渠道开拓与发展有利于公司未来进一步扩大自主品牌产品销售规模，并有效掌控全业务价值链。

### 3.4. 建立营销体验中心，助力国内外全域品牌推广

建立营销体验中心，及时把握市场流行趋势，应对客户需求多样化，指导公司经营决策。客户对个性化、高端产品需求日益增加，同时因文化、消费偏好、气候环境不同造成对产品需求也日益多样化。上述趋势决定户外休闲用品制造商需要快速跟踪不同市场需求变化，收集市场信息并进行分析加工，从而不断满足客户需求。公司将构建以“市场信息转化和消费导向为目的”为重要理念的营销中心，有效把控市场端和客户端信息。

公司通过营销中心运营，营销服务人员收集和记录，以及客户沟通反馈等途径，在市场端收集流行趋势和竞争对手情况等信息，在客户端汇聚客户需求偏好、决策因素和新产品新模式市场测试反响等信息，经过分析并通过相应的反馈机制传达到总部，形成一个有效的信息流转闭环，指导公司下一步经营策略，从而引导消费。营销中心模式如下图所示：

图 26：公司营销中心运作模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

有助于品牌推广，打响国际知名度，提高公司综合实力。国内户外休闲家具制造商主要以贴牌生产为主，缺少有绝对影响力的民族品牌。未来，随着户外休闲家具行业不断发展，加强自主品牌管理和品牌建设，形成清晰的品牌定位和品牌内涵，提升产品竞争力和品牌附加值，将会成为未来户外休闲家具行业发展的重要趋势。营销体验中心建设有利于公司建设覆盖全球地区的营销网络，有利于公司产品及服务的更好宣传和推广，树立良好的品



牌形象，提高公司知名度，提高公司综合实力。

公司亦将逐步加大国内市场拓展力度。营销中心坐落于上海，在拓展维护海外客户的同时，将兼顾关注国内户外休闲家具及用品行业趋势，以江浙沪地区为中心进行营销联动，逐步辐射周边其他区域。

#### 4. 募投项目：投入 4.72 亿，扩大产能规模提升研发水平

公司 IPO 公开发行 0.275 亿股，占发行后总股本比例 25%，拟投入 4.72 亿元用于募投项目，其中自有资金 0.97 亿元，募集资金 3.75 亿元。其中，58.5% 的资金被用于年产 90 万件户外休闲用品项目，扩大产能规模。此外，公司注重提升设计研发水平和体验服务水平，保证公司可持续发展，提高营销能力。

表 5：募投项目

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	项目建设周期
年产 90 万件户外休闲用品项目	2.76	2.51	3 年
研发检测及体验中心建设项目	0.77	0.77	2 年
国内营销体验中心建设项目	0.48	0.47	2 年
补充流动资金及偿还银行借款	0.7	-	
<b>合计</b>	<b>4.72</b>	<b>3.75</b>	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

##### (1) 年产 90 万件户外休闲用品项目

将通过购置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。该项目的投产，将迅速扩大公司户外休闲用品的产能规模，并通过规模化、自动化、智能化来改进生产工艺、提高产品品质和生产效率，从而有效提升公司在户外休闲用品市场的竞争力和市场占有率。项目预计全部达产后年均增加营业收入 5.16 亿元，年均净利润 0.59 亿元。

##### (2) 研发检测及体验中心建设项目

将通过建设产品研发检测及体验中心，引进先进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，全面提升公司设计研发水平和体验服务水平，为公司可持续发展提供技术支持。该项目的建成将有效缩短产品与技术看研发周期，提高公司科技创新能力，提高产品的竞争力和盈利能力。项目产出为科研成果，主要为公司的生产和销售提供技术支持，不产生直接经济效益，但对公司经济效益持续增长具有重要间接影响。

##### (3) 国内营销体验中心建设项目

将通过设立国内营销体验中心，构建以市场信息转化和服务能力体现为目的的营销网络，拓展海外客户。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，进一步提升公司产品的市场占有率，确保公司产品年销售额不断增长，提高企业经济效益，保证公司的可持续发展，提高营销能力，有利于实施公司全球市场布局及发展战略的实现。该项目不产生直接经济效益，但对公司信息转化、消费引导、品牌推广及经济效益的持续增长具有重要影响。



## 5. 盈利预测与估值

公司未来将在继续夯实现有经营基础的同时，持续专注于主业，注重新产品开发，打造爆品爆款，推行数字化车间，实现规模化生产，大力投入商业模式创新和品牌营销建设。

我们假设 2022-24 年公司遮阳制品将维持相对稳定增长，但考虑到前两年高增形成较高基数，增速环比 21 年有所放缓，保持 22%-28% 稳定增长；考虑到 22 年以来海外疫情好转需求回暖，假设户外休闲家具将逐步回到增长通道；假设其他业务保持 15%-20% 稳定增长。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 22-24 年收入分别为 15、18、23 亿元，归母净利润分别为 1.3、1.7、2.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.22、1.54、1.98 元/股，对应 PE 分别为 23、19、14x。

表 6：公司 22-24 年收入预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12.40	15.00	18.00	22.54
YOY	36.28%	20.95%	20.03%	25.18%
遮阳制品	9.71	12.17	14.88	19.04
YOY	49.15%	25%	22%	28%
户外休闲家具	1.75	1.75	1.84	1.95
YOY	-4.07%	0%	5%	6%
其他业务	0.93	1.07	1.29	1.55
YOY	22.89%	15%	20%	20%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们选取户外可比公司浙江自然、牧高笛、玉马遮阳、开润股份、探路者，2023 年平均 PE 为 25.1 倍，故给予浙江正特 2023 年 PE 约 25.1 倍，对应目标价为 38.71 元/股。

表 7：可比公司 P/E（2022 年 12 月 22 日）

	2022P/E	2023P/E	2024P/E
浙江自然	16.88	13.38	10.85
玉马遮阳	20.03	16.35	13.44
牧高笛	23.91	16.63	12.52
开润股份	37.76	21.45	16.34
探路者	112.26	57.87	38.85
平均值	42.17	25.14	18.40

资料来源：wind 一致预测，天风证券研究所

## 6. 风险提示

### (1) 市场竞争加剧风险

公司所处的户外休闲家具及用品行业内企业众多、集中度较低，市场竞争较为激烈。此外，随着公司产品逐步深入国际市场，与国际知名户外休闲家具企业的正面竞争将越来越多。如果公司未能在研发、管理、营销等方面占据优势，将面临一定的市场竞争风险。

## (2) 高度依赖国外市场风险

公司产品主要销售到北美、欧洲等海外市场，若未来受到经济危机等外部经济环境重大不利变化的影响，导致市场需求下滑，或出现单边或多边贸易摩擦等情况，将会对公司海外销售业绩产生不利影响。

## (3) 汇率波动风险

公司外销业务以美元为主要结算货币。若未来人民币兑美元汇率持续大幅波动，从而对外销产品价格产生影响，会对公司主营业务毛利率产生较为明显的影响，并对公司生产经营、出口产品价格竞争力和营业利润带来一定影响，从而影响公司经营业绩。

## (4) 原材料价格波动风险

公司生产所用的主要原材料为钢材、布料、铝材等。未来若受到国际经济形势、石油价格、各国进出口政策等多方面因素影响，原材料价格短期大幅上升或持续剧烈波动，将对公司的经营业绩产生不利影响。

## (5) 电商销售渠道风险

未来公司如果不能及时响应境外线上消费者的需求变化，或公司与线上主要合作方及电商平台的合作关系发生重大不利变动，或若主要电商平台自身经营的稳定性、业务模式或经营策略发生了重大变化，则可能会影响公司的跨境电商销售收入。

## (6) 客户集中度较高的风险

2021年，公司对前五大客户实现的销售收入占营业收入的50.66%，客户集中度较高。倘若公司产品因功能设计、技术规格或质量瑕疵等因素达不到客户的要求，公司可能面临在该等客户供应商体系中的竞争地位发生不利变化的风险。此外，若公司主要客户经营情况不佳，从而降低对公司产品的采购，公司的营业收入增长亦可能会受到较大影响。

## (7) 募投项目新增产能消化风险

本次募集资金投资项目包含“年产90万件户外休闲用品项目”。未来如果受到海外市场环境、国家产业政策变化、工艺成熟度等因素影响，导致项目不能按预期投产，或投产后市场环境发生重大变化，导致公司新增的产能无法得到消化，公司将会面临投资项目无法达到预期收益的风险。

## (8) 新冠疫情扩散导致的经营风险

截至目前，国内新冠疫情缓解，公司供、产、销等各项工作均有序开展。然而，新冠疫情的变化仍存在不确定性，若未来新冠疫情再次加剧，或对公司未来生产经营产生一定影响。

## (9) 测算具有一定主观性，仅供参考

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	241.89	153.49	753.92	915.83	1,057.78
应收票据及应收账款	76.98	122.08	101.04	169.72	175.60
预付账款	21.57	43.84	63.80	46.18	90.74
存货	235.23	378.57	449.82	469.67	679.29
其他	29.51	59.56	37.17	41.65	49.58
<b>流动资产合计</b>	<b>605.17</b>	<b>757.53</b>	<b>1,405.76</b>	<b>1,643.04</b>	<b>2,053.00</b>
长期股权投资	5.54	5.68	5.68	5.68	5.68
固定资产	159.63	211.02	180.84	150.67	120.50
在建工程	33.12	86.92	86.92	86.92	86.92
无形资产	65.80	63.74	59.79	55.83	51.88
其他	37.60	47.50	37.33	39.28	40.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>301.69</b>	<b>414.86</b>	<b>370.56</b>	<b>338.39</b>	<b>305.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>906.86</b>	<b>1,172.50</b>	<b>1,776.32</b>	<b>1,981.43</b>	<b>2,358.64</b>
短期借款	0.00	30.04	28.00	15.00	0.00
应付票据及应付账款	270.57	372.93	446.87	495.36	676.29
其他	27.65	54.01	106.36	103.12	97.02
<b>流动负债合计</b>	<b>298.22</b>	<b>456.98</b>	<b>581.23</b>	<b>613.48</b>	<b>773.31</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.49	26.85	24.12	27.15	26.04
<b>非流动负债合计</b>	<b>30.49</b>	<b>26.85</b>	<b>24.12</b>	<b>27.15</b>	<b>26.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>352.48</b>	<b>509.94</b>	<b>605.35</b>	<b>640.63</b>	<b>799.34</b>
少数股东权益	(0.65)	(0.58)	(0.97)	(0.36)	(0.30)
股本	82.50	82.50	110.00	110.00	110.00
资本公积	203.28	203.28	550.72	550.72	550.72
留存收益	269.84	377.40	511.57	680.77	899.11
其他	(0.59)	(0.03)	(0.35)	(0.32)	(0.23)
<b>股东权益合计</b>	<b>554.38</b>	<b>662.57</b>	<b>1,170.97</b>	<b>1,340.80</b>	<b>1,559.30</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>906.86</b>	<b>1,172.50</b>	<b>1,776.32</b>	<b>1,981.43</b>	<b>2,358.64</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	81.33	107.58	134.18	169.19	218.35
折旧摊销	28.77	31.97	34.12	34.12	34.12
财务费用	6.02	6.87	(9.80)	(19.13)	(23.23)
投资损失	(3.81)	(6.11)	(6.11)	(5.34)	(3.84)
营运资金变动	73.31	(106.66)	51.27	(24.55)	(95.77)
其它	1.70	11.41	(1.58)	(0.47)	1.17
<b>经营活动现金流</b>	<b>187.33</b>	<b>45.05</b>	<b>202.08</b>	<b>153.83</b>	<b>130.80</b>
资本支出	16.58	137.43	2.73	(3.04)	1.11
长期投资	0.25	0.14	0.00	0.00	0.00
其他	(81.72)	(279.95)	14.42	4.76	1.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>(64.90)</b>	<b>(142.38)</b>	<b>17.15</b>	<b>1.72</b>	<b>2.58</b>
债权融资	(35.73)	25.42	6.58	6.33	8.50
股权融资	(0.17)	0.56	374.63	0.02	0.09
其他	10.44	1.61	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(25.46)</b>	<b>27.58</b>	<b>381.20</b>	<b>6.35</b>	<b>8.59</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>96.97</b>	<b>(69.74)</b>	<b>600.43</b>	<b>161.90</b>	<b>141.96</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>909.88</b>	<b>1,239.97</b>	<b>1,499.76</b>	<b>1,800.23</b>	<b>2,253.54</b>
营业成本	662.96	989.51	1,185.71	1,404.00	1,746.27
营业税金及附加	7.76	8.68	10.05	13.86	17.80
销售费用	38.42	48.21	57.74	71.11	88.56
管理费用	53.87	54.10	66.74	81.73	103.44
研发费用	29.61	40.84	48.74	59.77	76.40
财务费用	13.02	6.40	(9.80)	(19.13)	(23.23)
资产/信用减值损失	(12.81)	(11.13)	(9.39)	(11.11)	(10.96)
公允价值变动收益	5.35	10.95	(1.18)	(1.08)	1.11
投资净收益	3.81	6.11	6.11	5.34	3.84
其他	(0.65)	(20.74)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>108.55</b>	<b>107.03</b>	<b>136.11</b>	<b>182.05</b>	<b>238.30</b>
营业外收入	0.01	13.53	13.53	9.02	9.51
营业外支出	14.20	0.84	0.80	1.60	1.80
<b>利润总额</b>	<b>94.36</b>	<b>119.72</b>	<b>148.84</b>	<b>189.47</b>	<b>246.01</b>
所得税	13.03	12.15	15.06	19.67	27.60
<b>净利润</b>	<b>81.33</b>	<b>107.58</b>	<b>133.78</b>	<b>169.81</b>	<b>218.41</b>
少数股东损益	1.11	0.02	(0.40)	0.61	0.06
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80.22</b>	<b>107.56</b>	<b>134.18</b>	<b>169.19</b>	<b>218.35</b>
每股收益(元)	0.73	0.98	1.22	1.54	1.98

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.83%	36.28%	20.95%	20.03%	25.18%
营业利润	126.54%	-1.40%	27.18%	33.75%	30.90%
归属于母公司净利润	92.87%	34.08%	24.75%	26.10%	29.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.14%	20.20%	20.94%	22.01%	22.51%
净利率	8.82%	8.67%	8.95%	9.40%	9.69%
ROE	14.45%	16.22%	11.45%	12.62%	14.00%
ROIC	33.25%	37.81%	23.53%	36.24%	48.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.87%	43.49%	34.08%	32.33%	33.89%
净负债率	-43.63%	-18.36%	-61.94%	-67.13%	-67.77%
流动比率	1.88	1.57	2.42	2.68	2.65
速动比率	1.15	0.78	1.64	1.91	1.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	14.09	12.46	13.44	13.30	13.05
存货周转率	4.25	4.04	3.62	3.92	3.92
总资产周转率	1.11	1.19	1.02	0.96	1.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.73	0.98	1.22	1.54	1.98
每股经营现金流	1.70	0.41	1.84	1.40	1.19
每股净资产	5.05	6.03	10.65	12.19	14.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.29	29.30	23.49	18.63	14.43
市净率	5.68	4.75	2.69	2.35	2.02
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.51	10.22	7.64
EV/EBIT	0.00	0.00	16.75	12.14	8.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com