

浙江正特 (001238.SZ)

强烈推荐 (首次)

户外家具优质供应商，战略转型推动业绩增长提速

消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 27.89 元

公司作为户外休闲家具及用品的优质供应商，2018年后单品战略升级成功，智能化数字化供应链改造升级提效，客户开拓积极，以“星空篷”为代表的单品在欧洲热销推动2020年后业绩增长提速。当前市值31亿元，对应22PE22X。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

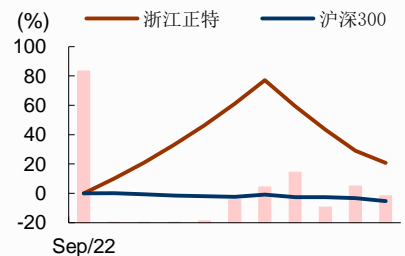
基础数据

总股本(万股)	11000
已上市流通股(万股)	2750
总市值(亿元)	31
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	45.8%
主要股东	临海市正特投资有限公司
主要股东持股比例	53.24%

□ **深耕户外家具代工行业26年。**公司成立于1996年，拥有遮阳制品和户外休闲家具两大系列，主要销售欧美等海外市场。凭借研发设计能力及品质优势，与沃尔玛、美国JEC、好市多和美国BA等客户深度合作。18年贸易摩擦后实施单品战略，供应链提效，以星空篷为代表的单品热销推动业绩增长提速。18年-21年收入CAGR=21%，归母净利润CAGR=31%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	74	74	74
相对表现	83	86	98



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **欧美市场成熟需求稳定，国内供给端格局分散。**2020年全球户外休闲家具及用品进口规模378亿美元，2016年-2020年CAGR=4%，欧美地区占比50%。国内供给端格局分散，公司在国内的竞争对手主要包括浙江永强、宁波万汇、杭州中艺等，凭借渠道、质量、技术、规模等综合优势处于领先地位。

相关报告

□ **研发实力雄厚&新品开发能力强&大客户粘性高共筑壁垒**

- 刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn
- 赵中平 S1090521080001  
zhaozhongping@cmschina.com.cn
- 王梓旭 研究助理  
wangzixu@cmschina.com.cn

1) **注重技术投入，研发实力雄厚。**公司近三年对研发投入占比在3%以上。2019-2021年高新技术产品收入占比从74%提升至79%。公司在折叠篷、星空篷廊架、直伞等掌握多项核心技术，同时参与起草多项国家及行业标准。

2) **新品开发能力强，单品策略成功推行。**公司在2005年-2009年两次获德国科隆SPOGA国际博览会创新设计奖，从2013年至今5次获具有设计界奥斯卡之称的红点奖。转型单品战略后，2020年推出星空篷系列产品快速放量。目前在研具有柔性伞骨的抗风吊伞、易组装多功能百叶廊架等多款新品。

3) **外销大客户深度合作。**公司凭借研发设计能力和品质优势，进入了沃尔玛、好市多等大型连锁超市的供应商体系，与美国JEC、德国FHP、法国JJA等优质品牌商建立了长期稳定的合作关系，前五大客户销售收入占比超过50%。

□ **盈利预测及投资建议。**作为户外休闲家具及用品的优质制造商，大单品战略成功推行。并通过数字化智能化技术改造提高供货效率，与多渠道客户保持良好合作关系，跨区域扩张意愿强。预计2022-2024年净利润规模分别为1.39亿元、1.81亿元、2.33亿元，同比增速分别为29%、31%、28%。当前市值为31亿元，对应22PE22X/23PE17X。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 汇率波动&原材料价格上涨对利润的侵蚀风险、海外需求景气度下降导致订单增速放缓风险、贸易摩擦风险，新股股价波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	910	1240	1520	1846	2239
同比增长	35%	36%	23%	22%	21%
营业利润(百万元)	109	107	141	189	246
同比增长	127%	-1%	32%	34%	30%
归母净利润(百万元)	80	108	139	181	233
同比增长	93%	34%	29%	31%	28%
每股收益(元)	0.73	0.98	1.26	1.65	2.12
PE	38.2	28.5	22.1	16.9	13.2
PB	5.5	4.6	2.6	2.3	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 浙江正特概况：深耕户外休闲家具及用品行业 26 年 .....	5
1、 深耕户外休闲家具二十余年 .....	5
2、 股权集中，管理层拥有丰富经验 .....	6
3、 产品结构优化&数字化运营提效，2020 年起收入增长提速 .....	6
4、 盈利能力保持稳定，运营效率提升 .....	8
5、 近年来产能利用率高，扩产进行中 .....	9
二、 海外市场成熟稳定，国内快速增长，龙头壁垒不断加强 .....	10
1、 国外：户外用品市场高度成熟，欧美地区占据半壁江山 .....	10
2、 国内：内需及出货额均保持快速增长 .....	10
3、 竞争格局：行业格局分散，龙头壁垒不断夯实 .....	11
三、 公司竞争力分析：重视研发&高效运营&客户关系紧密 .....	12
1、 注重技术投入，研发实力雄厚 .....	12
2、 新品开发能力强，大单品战略驱动增长提速 .....	13
3、 头部客户关系紧密 .....	14
四、 盈利预测及投资建议 .....	15
五、 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 浙江正特发展历程 .....	5
图 2: 公司主要产品及应用场景 .....	5
图 3: 公司股权结构 .....	6
图 4: 公司收入规模及同比增速 .....	7
图 5: 分产品收入 (亿) 及增速 .....	7
图 6: 2013-2021 年分产品收入占比 .....	7
图 7: 2018-2021 年公司遮阳类产品收入 (亿元) .....	7
图 8: 2018-2021 年公司细分品类收入占比 .....	7
图 9: 2018-2021 年浙江正特分地区收入 (亿元) .....	8
图 10: 2018-2021 年浙江正特分地区收入占比 .....	8
图 11: 2019-2021 年浙江正特分渠道收入 (亿元) .....	8
图 12: 2019-2021 年浙江正特分渠道收入占比 .....	8
图 13: 盈利能力保持稳定 .....	8
图 14: 2018-2021 年浙江正特分品类毛利率 .....	9
图 15: 2018-2021 年浙江正特细分产品毛利率 .....	9
图 16: 公司存货周转效率持续提升 .....	9
图 17: 经营性现金流/归母净利润指标向好 .....	9
图 18: 浙江正特分产品产能利用率 .....	9
图 19: 浙江正特细分品类产能利用率 .....	9
图 20: 2016-2020 年全球户外休闲家具及用品进口规模 .....	10
图 21: 欧美主要国家户外休闲家具用品进口规模占比 .....	10
图 22: 2002-2019 年中国户外用品市场规模 .....	10
图 23: 2019-2021 年公司研发费用及占收入比重 .....	12
图 24: 2019-2021 年公司高新技术产品收入 (万元) 及比重 .....	12
图 25: 公司红点奖产品 .....	13
图 26: 星空篷成为爆品 .....	13
图 27: 浙江正特遮阳篷平均单价持续提升 .....	13
图 28: 公司主要合作客户 .....	14
图 29: 公司前五大客户销售占比超过 50% .....	15
图 30: 大型连锁超市销售模式下客户集中 .....	15

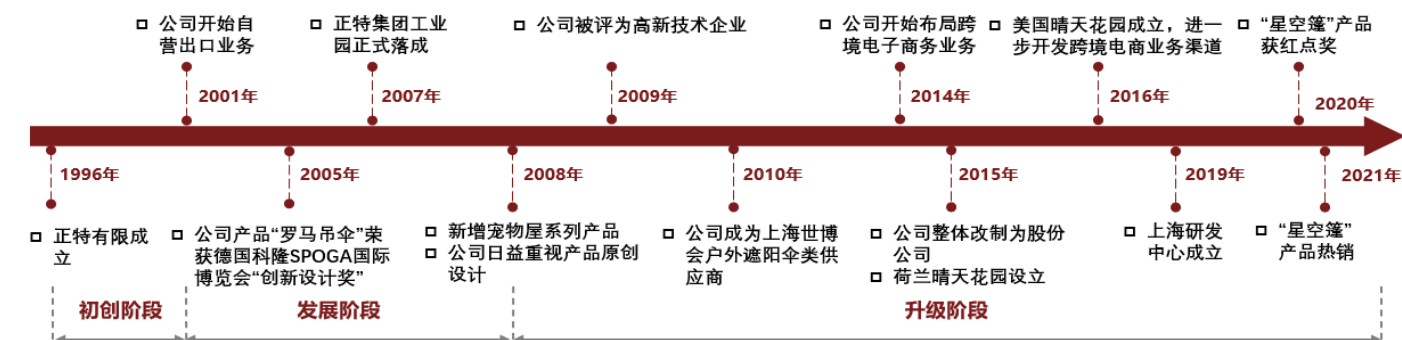
图 31: 浙江正特历史 PE Band .....	16
图 32: 浙江正特历史 PB Band .....	16
表 1: 公司管理层拥有丰富经验 .....	6
表 2: 公司募投项目情况 .....	10
表 3: 浙江正特主要竞争对手 .....	11
表 4: 浙江正特主要核心产品与技术 .....	12
表 5: 浙江正特参与的行业标准起草 .....	12
表 6: 浙江正特主要在研新产品情况 .....	14
表 7: 浙江正特主要客户简介 .....	14
表 8: 公司收入预测 .....	15
表 9: 公司净利润预测 .....	15
附: 财务预测表 .....	17

## 一、浙江正特概况：深耕户外休闲家具及用品行业 26 年

### 1、深耕户外休闲家具二十余年

公司成立于 1996 年，是国内最早一批从事户外休闲家具及用品行业的企业之一。目前拥有遮阳制品和户外休闲家具两大产品系列，主要销售地区为北美、欧洲等海外市场。凭借强大产品研发设计能力及突出的品质优势，其通过 OEM/ODM 方式与沃尔玛、美国 JEC、好市多和美国 BA 等客户建立了长期稳定的合作关系，同时通过 OBM 方式以自主品牌“Abba Patio”和“Sorara”涉足跨境电商渠道。2013-2021 年收入 CAGR=10%，归母净利润 CAGR=23%。2022H1 公司实现收入 8.82 亿元，同比增长 31%，实现扣非归母净利润 0.79 亿元，同比增长 57%。

图 1：浙江正特发展历程



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

公司产品包括遮阳产品及户外休闲家具两类，其中遮阳产品包括遮阳篷和遮阳伞；户外休闲家具中包括宠物屋、户外家具、晾晒产品。公司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。

图 2：公司主要产品及应用场景

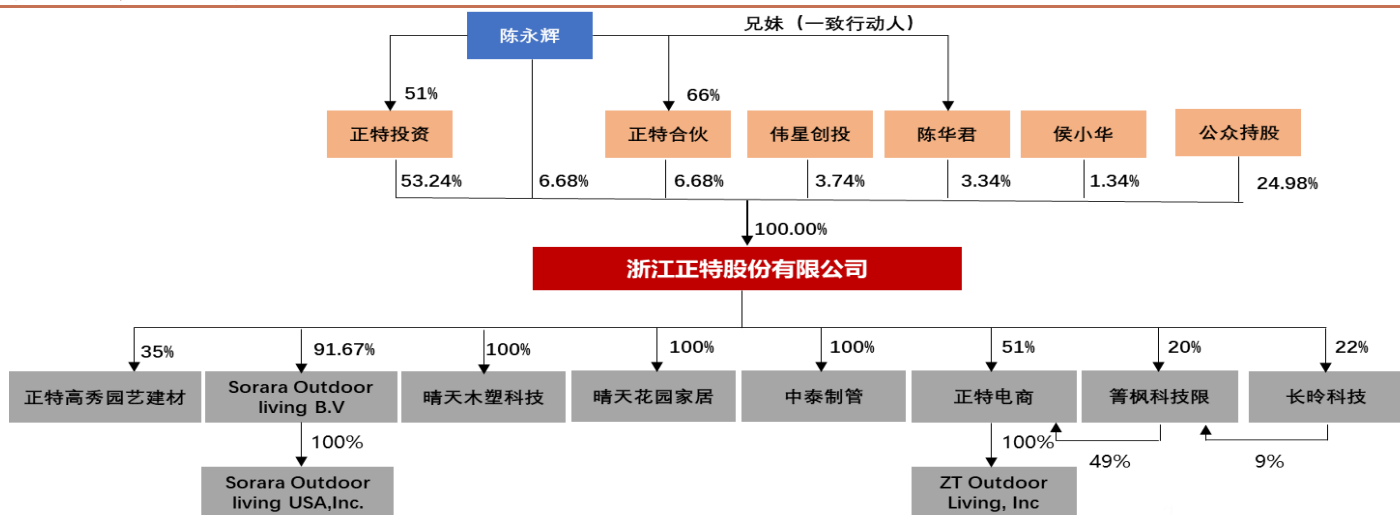
产品名称	产品示意图	下游应用场景
<b>遮阳制品</b>		
遮阳篷		户外休闲、汽车停放、花草温床等方面，起遮荫、避雨和提供休息场所的作用，具有一定装饰性
遮阳伞		别墅庭院及海滩、公园、酒店等户外休闲场所的遮阳
<b>户外休闲家具</b>		
户外家具		公园、海滩等户外休闲场所，休闲床聚集遮阳、家具功能于一身，适合于花园、海滩、泳池及家庭庭院等各种场所
宠物屋		主要用于宠物的饲养，拆装方便，具有可移动性
晾晒用具		一种使用方便的折叠式结构的晾晒用具，主要用于室内、室外晾晒织物或堆放物件

资料来源：浙江正特招股说明书、浙江正特官网、招商证券

## 2、股权集中，管理层拥有丰富经验

公司股权集中。董事长陈永辉为浙江正特的实际控制人。陈永辉合计持有公司股份 69.94%，其中直接持有公司股份 6.68%，并通过正特投资和正特合伙间接持有公司股份 59.92%的股份，通过与妹妹陈华君签订《一致行动协议》间接持有公司股份 3.34%。股权高度集中。

图 3：公司股权结构



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

管理层稳定，核心人员拥有丰富的户外家具行业经验。其中董事长陈永辉先生自 2003 年担任正特实业营销经理起，深耕户外家具及用品行业二十余年，带领公司一路成长。其他管理人员也均拥有丰富的管理、营销、财务经验。

表 1：公司管理层拥有丰富经验

姓名	职位	履历
陈永辉	董事长、总经理	2003 年-2005 年，任正特实业营销经理；2006 年-2010 年，任正特有限总经理；2011 年-2015 年 10 月任正特有限董事长、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；2010 年至今，兼任正特高秀副董事长；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	1997 年至 2001 年，先后任浙江天地园电气有限公司业务员、北京公司销售经理；2002 年至 2004 年，任浙江申林汽车部件有限公司市场部经理；2005 年至 2007 年，任浙江耀信会计师事务所有限公司项目经理；2008 年至 2012 年，任浙江天成自控股份有限公司财务负责人；2013 年至 2015 年 10 月，任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	1996 年至 2004 年，先后任职于正泰工艺品、正特实业；2005 至 2013 年，任职于正特有限，担任生产部经理；2014 年至 2015 年，任正特有限缝纫分厂厂长；2016 年至 2020 年，任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	2003 年至 2012 年，任正特实业业务经理；2013 年，任晴天花园产品总监；2014 年至 2017 年任职于平湖市阿西娜休闲用品有限公司；2018 年 1 月-10 月，任职于嘉兴市瑞森户外家具有限公司；2018 年 11 月至 2020 年 5 月，任正特股份业务总监；2020 年 6 月至今，任正特股份副总经理。

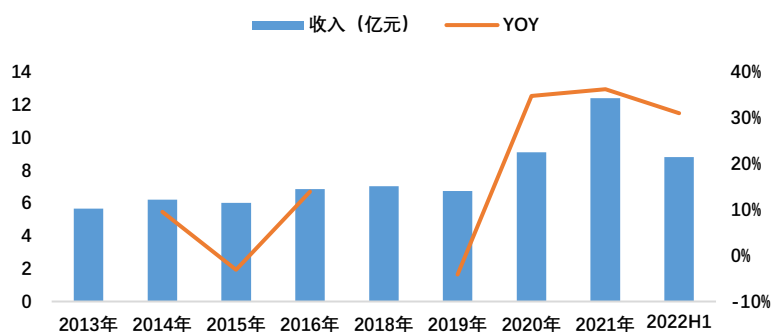
资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

## 3、产品结构优化&数字化运营提效，2020 年起收入增长提速

受产品结构优化及自动化智能化数字化水平提升影响，2020 年起公司收入增长提速。公司收入从 2013 年的 5.67 亿元增长至 2021 年的 12.4 亿元，CAGR 为 10%。2013 年至 2019 年公司收入规模介于 6 亿-7 亿之间，2020 年起规

模开始明显增长。

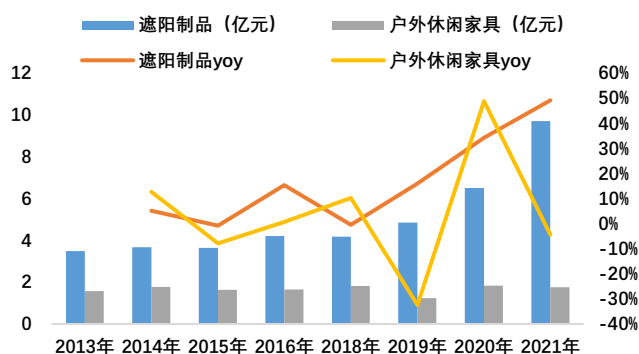
图 4: 公司收入规模及同比增速



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

分品类看, 2013-2021 年公司遮阳制品营收从 3.49 亿元增加至 9.71 亿元, CAGR 达 14%。收入占比从 62%提升至 78%, 遮阳制品自 2020 年后规模快速增长。2013-2021 年户外休闲产品营收从 1.58 亿元增加至 1.75 亿元, 收入占比从 28%下降到 14%。

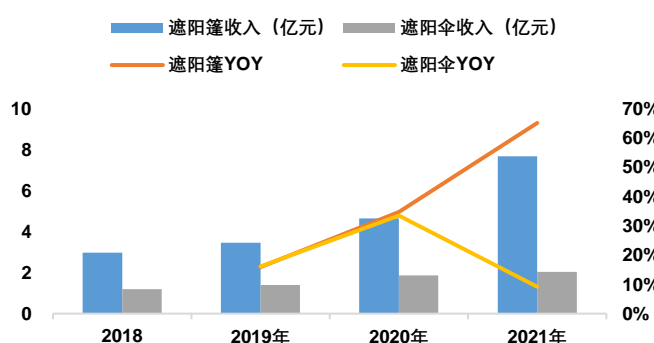
图 5: 分产品收入 (亿) 及增速



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

从遮阳制品细分品类看, 遮阳篷增长领先。2018-2021 年公司遮阳篷销售收入从 2.98 亿元增加至 7.68 亿元, CAGR 达 37.1%。遮阳伞收入从 1.20 亿元增加至 2.03 亿元, CAGR 达 19.2%。

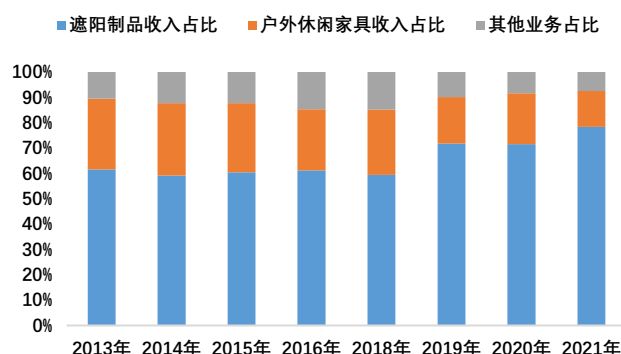
图 7: 2018-2021 年公司遮阳类产品收入 (亿元)



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

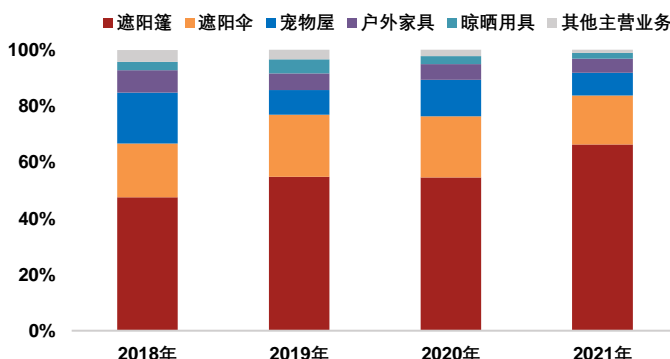
分地区看, 欧洲占比低但是增速快: 其中北美洲、欧洲是公司外销的主要区域。2018-2021 年公司北美洲地区营收从 4.22 亿元增加至 6.30 亿元, CAGR 达 14.3%, 营收占比从 67.3%下降至 54.30%。2018-2021 年欧洲地区营收从 1.25 亿元增加至 3.61 亿元, CAGR 达 42.3%, 营收占比从 20.0%提升至 31.12%。

图 6: 2013-2021 年分产品收入占比



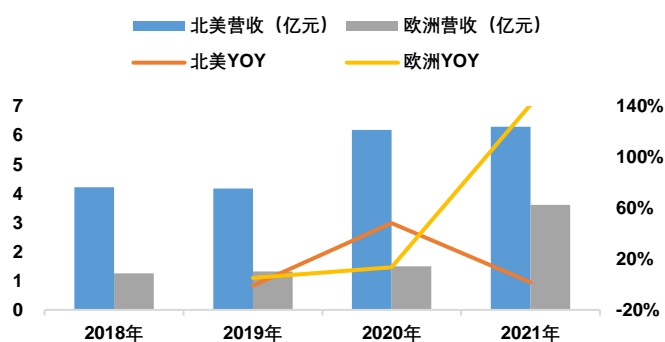
资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

图 8: 2018-2021 年公司细分品类收入占比



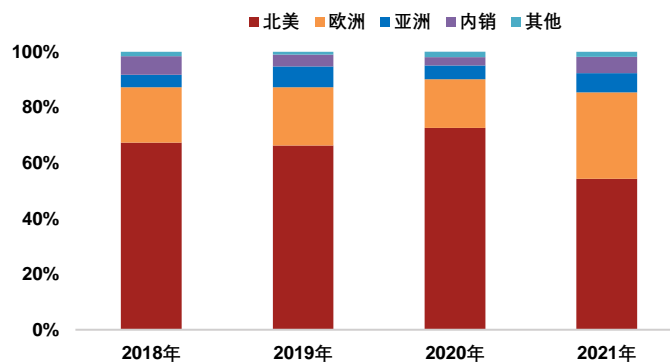
资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

图 9：2018-2021 年浙江正特分地区收入（亿元）



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

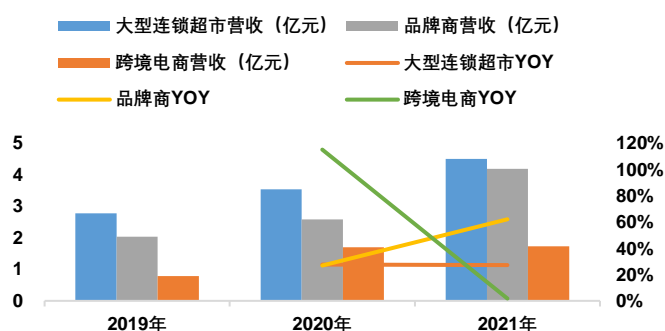
图 10：2018-2021 年浙江正特分地区收入占比



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

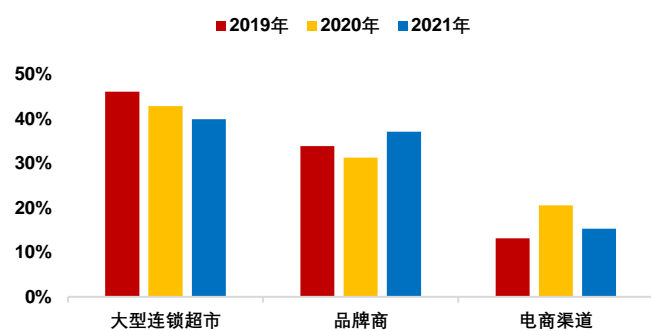
分客户类型看，品牌商以及跨境电商表现突出：2019-2021 年期间，大型连锁超市营收 CAGR 达 27.4%，占外销的比重从 46.0%下降至 39.8%，品牌商营收 CAGR 达 43.4%，占外销的比重从 33.8%提升至 37.0%。跨境电商营收 CAGR 达 48.0%，占外销的比重从 13.1%提升至 15.3%。

图 11：2019-2021 年浙江正特分渠道收入（亿元）



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

图 12：2019-2021 年浙江正特分渠道收入占比

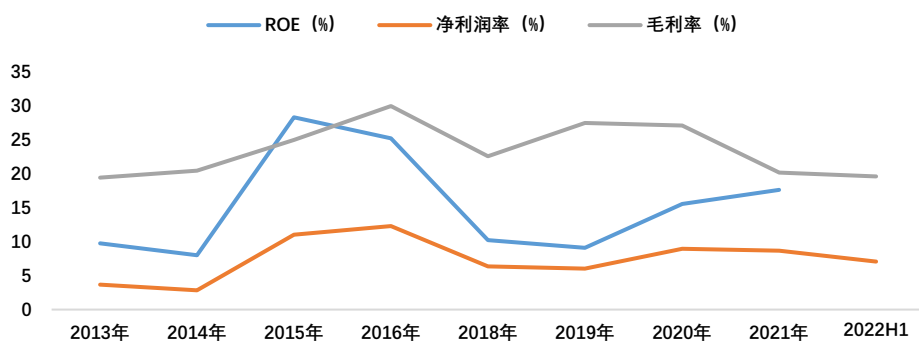


资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

#### 4、盈利能力保持稳定，运营效率提升

从盈利能力看，销售毛利率始终保持在 20%+。净利率从 2013 年的 3.7%提升至 2021 年的 8.68%，ROE 也从 2013 年的接近 10%提升至 2021 年的 18%。

图 13：盈利能力保持稳定

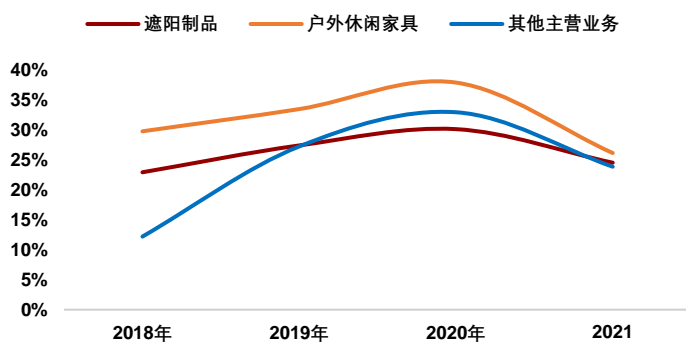


资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

2021 年因为产品结构调整及原材料成本上升等多重因素影响，遮阳产品及休闲家具产品毛利率小幅下滑，但仍保持在 25%左右。其中遮阳伞毛利率保持在 30%左右，遮阳篷毛利率保持在 23%左右。

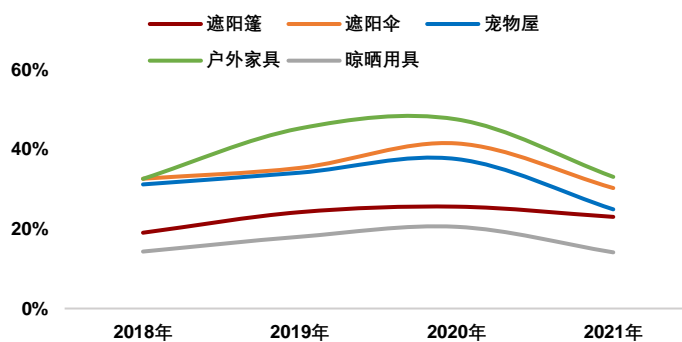


图 14: 2018-2021 年浙江正特分品类毛利率



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

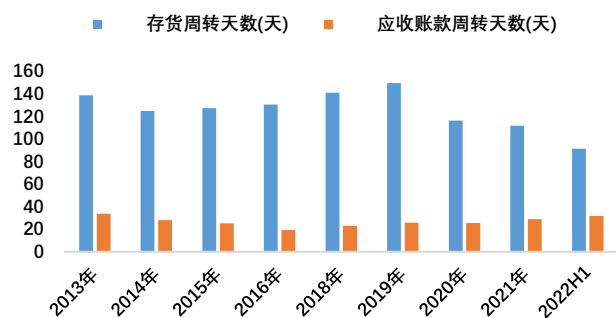
图 15: 2018-2021 年浙江正特细分产品毛利率



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

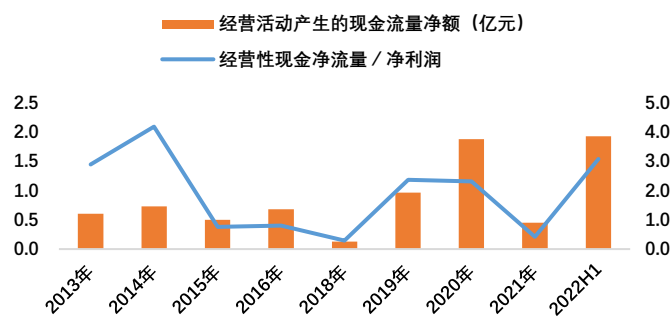
2020 年后运营提效, 存货周转加快。2018-2021 年公司存货周转天数为 141 天、149 天、116 天、112 天, 存货管理能力不断提升。2018-2021 年应收账款周转天数为 23 天、26 天、26 天、29 天。2022H1 公司存货及应收账款周转天数分别为 91 天、32 天。经营性现金流/归母净利润指标提升, 现金流健康, 其中 2021 年现金流较少主要是原材料价格上涨及公司积极备货所致。

图 16: 公司存货周转效率持续提升



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

图 17: 经营性现金流/归母净利润指标向好

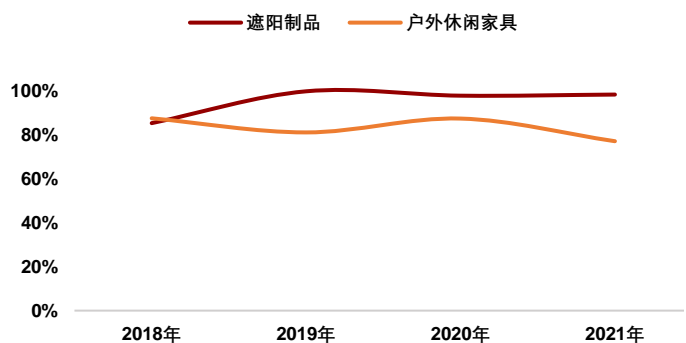


资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

## 5、近年来产能利用率高, 扩产进行中

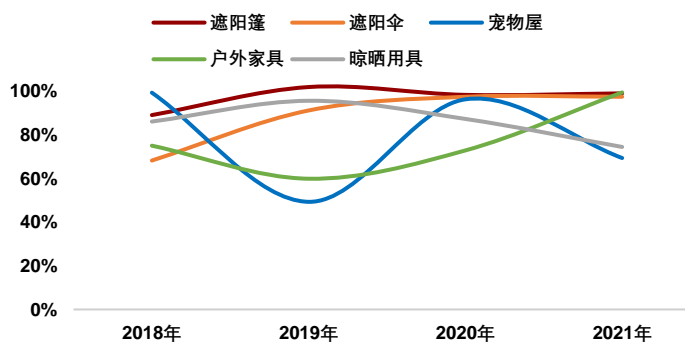
公司产能利用率水平高。公司遮阳制品产能利用率从 2018 年 85.43% 提升至 2021 年的 98.44%, 近三年产能利用率均接近 100%。户外休闲用品产能利用率从 2018 年 87.63% 下降至 77.19%。

图 18: 浙江正特分产品产能利用率



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

图 19: 浙江正特细分品类产能利用率



资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

公司的 IPO 募投项目重点在于扩大产能和提高自主研发能力。公司 IPO 募集资金 3.75 亿元, 其中年产 90 万件户外休闲用品项目投入 2.51 亿元, 项目达产后预计公司户外休闲用品产能将扩大 90 万件。研发检测及体验中心建设项目投入 0.77 亿元, 国内营销体验中心建设项目投入 0.47 亿元。

表 2: 公司募投项目情况

项目名称	总投资金额 (万元)	拟使用募集资金投资金额 (万元)	建设期	简介
年产 90 万件户外休闲用品项目	27598	25119.3	3 年	前三年分别达成目标产出的 20%、50%、80%，完全达产后预计新增休闲用品产能 90 万件。
研发检测及体验中心建设项目	7713	7712.9	2 年	满足技术革新需求，提升人才储备。
上海营销体验中心建设项目	4847	4662.5	2 年	拓宽海内外市场。
补充流动资金	7000			

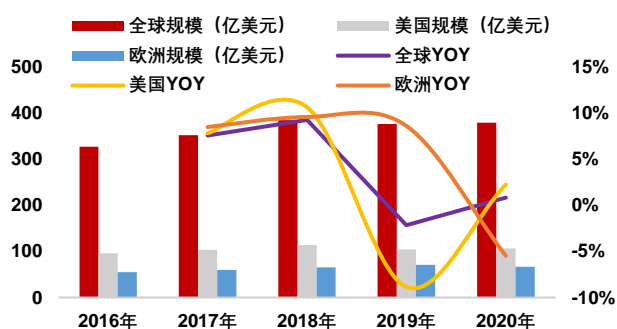
资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

## 二、海外市场成熟稳定，国内快速增长，龙头壁垒不断加强

### 1、国外：户外用品市场高度成熟，欧美地区占据半壁江山

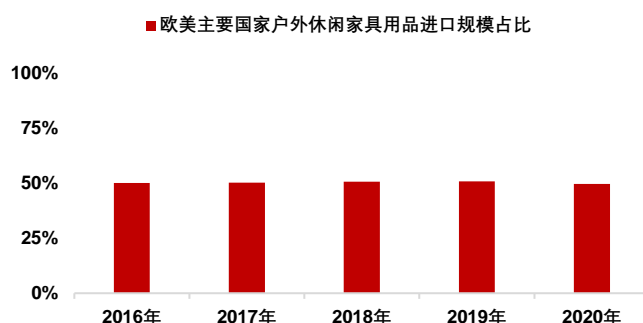
根据联合国商品贸易统计数据库，全球户外休闲家具及用品主要产品的进口规模从 2016 年的 326.74 亿美元增长至 2020 年的 378.47 亿美元，年复合增速达 3.74%。2016-2020 年美国 and 欧洲户外休闲家具及用品规模 CAGR 达 2.66%、5.07%，2016-2020 年欧美地区户外休闲家具进口占比在 50%左右。

图 20: 2016-2020 年全球户外休闲家具及用品进口规模



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

图 21: 欧美主要国家户外休闲家具用品进口规模占比

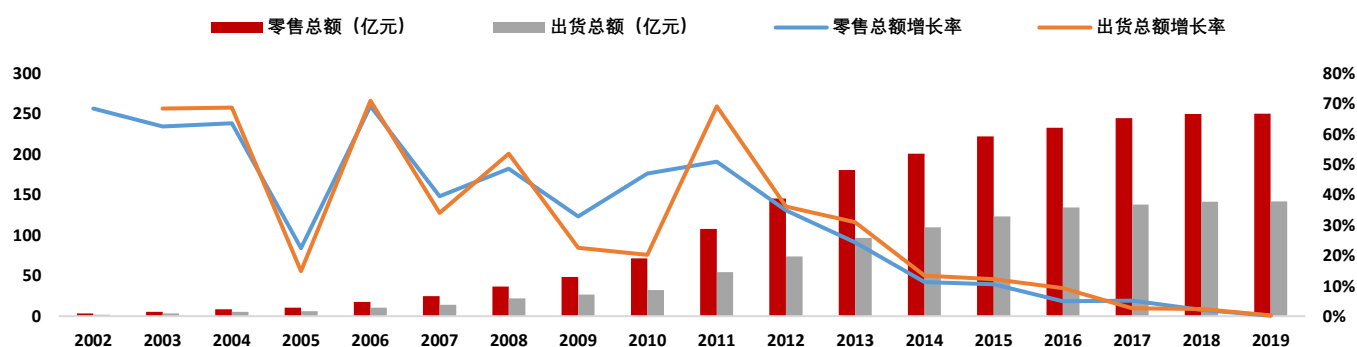


资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

### 2、国内：内需及出货额均保持快速增长

随着国内居民消费水平的提升以及消费理念的转变，户外用品行业的内需市场逐步打开。根据 COCA 统计数据，我国户外用品零售总额从 2002 年的 3.2 亿元增长至 2019 年的 250.2 亿元，2002-2019 年复合增速为 29.23%。同时户外用品出货总额从 2002 年的 1.9 亿元增长至 2019 年的 141.6 亿元，2002-2019 年复合增速为 28.97%。

图 22: 2002-2019 年中国户外用品市场规模



资料来源：中国纺织品商业协会户外用品分会、招商证券

### 3、竞争格局：行业格局分散，龙头壁垒不断夯实

公司在国内的竞争对手主要包括浙江永强、宁波万汇、杭州中艺等公司，其中浙江永强是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商，主营产品为休闲家具、遮阳家具和金属制品，于 2010 年在深交所上市。公司在国外的竞争对手主要包括美国 Tuuci、美国 ShelterLogic Group 和瑞士 Glatz AG。我们预计未来产品研发领先、成本控制能力强的龙头企业将持续提升市场份额。

表 3：浙江正特主要竞争对手

地区	公司名称	简要情况	产品图示
国内	浙江永强	成立于 2001 年，是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商。主要产品为户外休闲家具、遮阳伞、帐篷等，主要销往美国、德国、澳大利亚、中国香港地区，拥有自主品牌 YOTRIO 等，于 2010 年在深交所上市。	
	宁波万汇	成立于 2000 年，美商独资企业。主要产品为庭园、休闲类伞、篷等遮阳产品，主要销往欧美市场。	
	杭州中艺	成立于 1999 年，主要销往欧美市场。旗下三大品牌为户外家具产品 EVERITE、沙滩野营类产品 HICAMP 以及户外太阳能灯具产品 SOLARYARD。	
国外	Tuuci	美国企业，已经有 20 多年历史，是一家高端商用及家用遮阳伞制造商、销售商，致力于在遮阳领域生产创新、独特、时尚的遮阳产品。	
	ShelterLogic Group	美国企业，创立于 1945 年。旗下有 ARROW、QUIK SHADE、RIO BRANDS、SHELTERLOGIC 等品牌。主要产品为折叠篷、汽车篷、储物篷等户外遮阳用品。	
	Glatz AG	瑞士家族企业，创立于 1895 年，是欧洲乃至全球遮阳产业的领导者之一，其品牌产品主要有 ALEXO 户外海边遮阳伞，TEAKWOOD 经典遮阳篷，SUMWING Casa easy 360° 户外海边遮阳伞等。	

资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

### 三、公司竞争力分析：重视研发&高效运营&客户关系紧密

#### 1、注重技术投入，研发实力雄厚

公司设有专门的研发中心，近三年对研发投入占比在 3%以上。公司高新技术产品收入从 2019 年的 4.9 亿元增加至 2021 年的 9.8 亿元，收入占比从 73.69%提升至 78.78%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有境内专利 115 项（其中发明专利 6 项，实用新型专利 63 项，外观设计专利 46 项）、境外专利 196 项（其中发明专利 24 项，外观设计专利 172 项）。

图 23：2019-2021 年公司研发费用及占收入比重

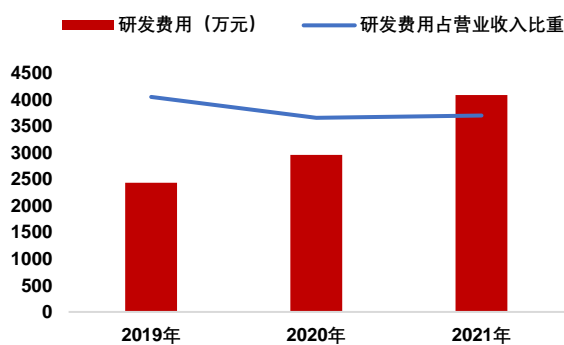
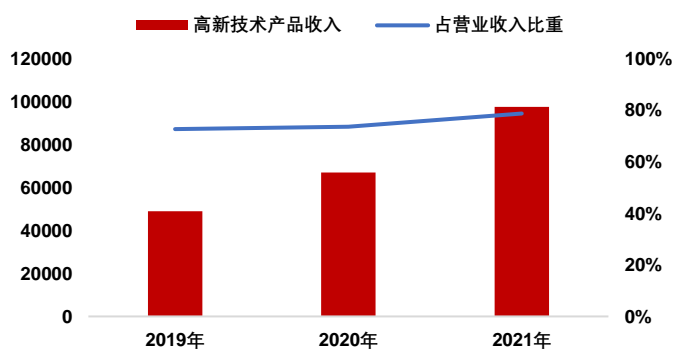


图 24：2019-2021 年公司高新技术产品收入（万元）及比重



资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

**掌握多项核心技术并参与起草国家及行业标准。**公司在折叠篷、汽车篷、星空篷廊架、直伞、吊伞等方面掌握多项核心技术，并持续进行升级和优化，保障公司产品质量和行业竞争力。同时参与起草了多项国家及行业标准，目前 12 项已经发布和实施。

表 4：浙江正特主要核心产品与技术

研发产品名称	技术描述	所处阶段
折叠篷	采用坚固钢材、粉末涂层，具有多档位可调节式腿管、多样化配件、高度稳定性、耐久性和防锈性，可以保护消费者不受阳光、雨淋的伤害。	批量生产
汽车篷	大型汽车篷有拆装式侧壁和门户，可拆装且便携，配有窗户、抗紫外线防水布。	批量生产
星空篷廊架	星空篷作为一个独立结构的金属廊架，美观简洁，坚固耐用，可以在户外创造多样化的空间布局。星空篷安装简易，顶部有可自由开合的百叶片和集成排水系统，方便采光及遮阳，还提太阳能 LED 百叶板和多种边墙等实用配件。	批量生产 持续优化
直伞	采用高强度铝合金、全新伞骨与伞布的固定方法、双齿卡绳结构、螺栓导向辅助结构、全铝合金固定式伞盘结构，结构合理，质感饱满。	批量生产
吊伞	所有连接部件均采用高强度压铸铝合金制造，可随阳光照射角度调节遮阳伞面方向。所采用的任意角度定位的调节机构可挡住多角度光照，满足灵活遮阳需求。	批量生产
宠物屋	主要由框架、栏杆或网眼组成，可通过可拆装的插入式铸件相互固定连接。上述连接结构由可插入式开口方管件和至少两个插接口组成，从而将相邻的两个框架固定在一起。整体管材件选用方形结构，以确保通用性和规整性，连接方式为垂直连接，结构简单，拆装方便。	批量生产
晾晒用具	绳索轮结构通过滑轮控制吊杆的两端，每根拉绳控制一个吊杆，多个吊杆可以同时或单独升降。通过调节绳子的长度，可以设置不同高度的吊杆，使用方便。	批量生产

资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

表 5：浙江正特参与的行业标准起草

标准编号	标准名称	发布日期
------	------	------

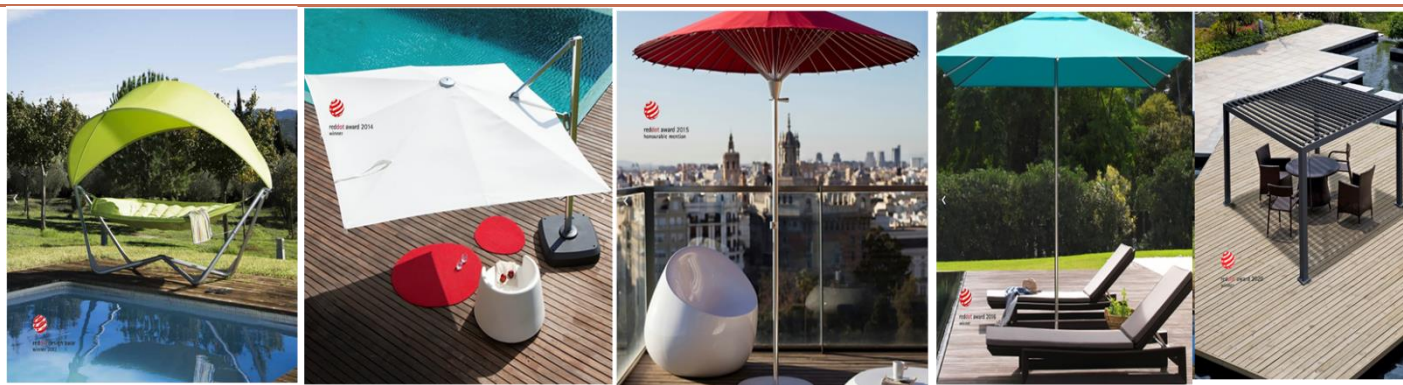
标准编号	标准名称	发布日期
JG/T 239-2009	建筑外遮阳产品抗风性能试验方法	2009年3月20日
JG/T 240-2009	建筑遮阳篷耐积水荷载试验方法	2009年3月20日
JG/T 241-2009	建筑遮阳产品机械耐久性性能试验方法	2009年3月20日
JG/T 242-2009	建筑遮阳产品操作力试验方法	2009年3月20日
JG/T 253-2009	建筑用曲臂遮阳篷	2009年6月18日
JG/T 424-2013	建筑遮阳用织物通用技术要求	2013年12月17日
JG/T423-2013	遮阳用膜结构织物	2013年12月17日
JG/T 443-2014	建筑遮阳硬卷帘	2014年9月11日
JG/T 500-2016	建筑一体化遮阳窗	2016年6月14日
JG/T 499-2016	建筑用遮阳非金属百叶帘	2016年6月14日
T/CECS	建筑智能化控制遮阳系统技术规程	2019年8月1日

资料来源：浙江正特招股说明书、招商证券

## 2、新品开发能力强，大单品战略驱动增长提速

依靠较强的产品研发实力，公司推出的多款新品受到广泛好评。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，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。

图 25：公司红点奖产品



资料来源：浙江正特官网、招商证券

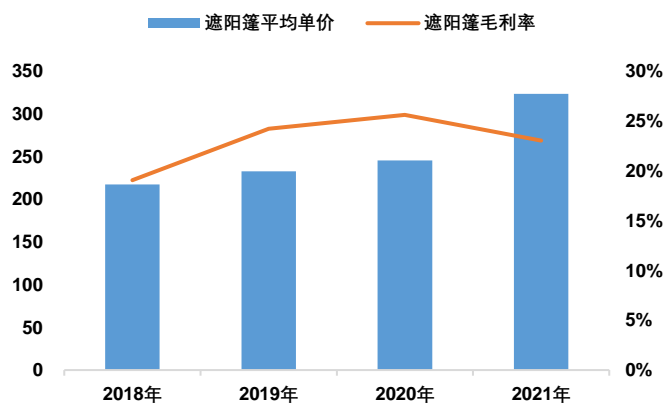
大单品战略成功，星空篷提升公司产品价格。公司坚持打造大单品战略，基于强大的新品开发能力，从 OEM 模式向 ODM/OBM 模式转型。2020 年公司推出星空篷系列产品并快速放量。同时基于星空篷单价和毛利率均高于传统遮阳篷产品，持续推升公司遮阳产品单价及毛利率。

图 26：星空篷成为爆品



资料来源：浙江正特官网、招商证券

图 27：浙江正特遮阳篷平均单价持续提升



资料来源：浙江正特招股书、招商证券

目前公司正在自主研发包括具有柔性伞骨的抗风吊伞、易组装多功能百叶廊架、高密度防水里昂伞等在内的 8 个项目，

预计 2022 年年底能够全部完成。公司将持续打造爆品加速成长。

表 6: 浙江正特主要在研新产品情况

序号	研发产品	研究方式	预计完成时间
1	具有柔性伞骨的抗风吊伞的开发	自主研发	2022 年 6 月
2	易组装多功能百叶廊架的开发	自主研发	2022 年 6 月
3	高密度防水里昂伞的开发	自主研发	2022 年 4 月
4	易开合便携式折叠吊床的开发	自主研发	2022 年 12 月
5	拆装式耐腐蚀宠物躺床的开发	自主研发	2022 年 7 月
6	防紫外线易开型弯背吊伞的开发	自主研发	2022 年 6 月
7	双顶抗紫外线遮阳伞的开发	自主研发	2022 年 9 月
8	高强度多功能摇床的开发	自主研发	2022 年 12 月

资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

### 3、头部客户关系紧密

公司外销渠道包括大型连锁超市、品牌商、电商、贸易商。凭借研发设计能力和品质优势, 公司与多家知名客户达成了合作关系, 客户粘性较高。其中公司已经进入了沃尔玛、好市多等大型连锁超市的供应商体系, 与美国 JEC、德国 FHP、法国 JJA 等优质品牌商建立了长期、稳定的合作关系。通过与核心客户长期合作形成战略同盟, 实现共同成长。

图 28: 公司主要合作客户

销售模式	主要合作客户
大型连锁超市	Walmart, COSTCO WHOLESALE, 家乐福, ALDI
品牌商	THE HENRY CAMERON CO, FREUDENBERG, JJA, pegaso, SUNS, IMPACT, LECO
电商	亚马逊 amazon.cn, AUKEY, bol.com
贸易商	iA Investia
内销	GALE, HOWVIN 豪团

资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

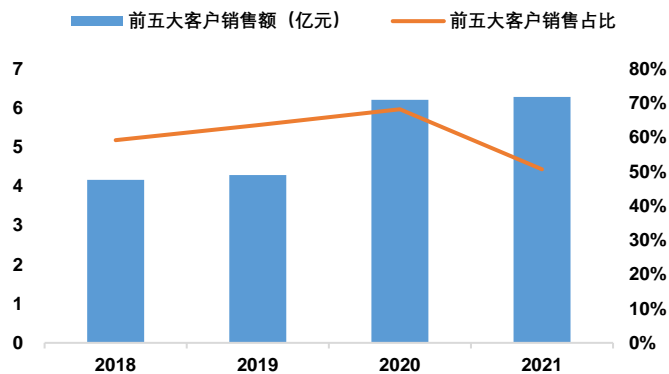
表 7: 浙江正特主要客户简介

客户名称	交易起始时间	销售产品	销售模式	客户简介
沃尔玛	2011 年	遮阳篷	大型连锁超市	成立于 1969 年, 全球范围大型连锁超市
美国 JEC	2008 年	宠物屋	品牌商	成立于 1953 年, 主营业务为宠物用品等的销售。致力于开发和制造围栏、宠物之家和户外生活领域的一流产品。
美国 BA 公司	2014 年	遮阳伞	电商	四海商舟子公司, 四海商舟成立于 2011 年, 是中国出口跨境电商行业的领军企业, 在家居、时尚、运动户外、3C 等九大品类线积累了丰富运营经验和强大配套资源。
好市多	2006 年	遮阳篷	大型连锁超市	成立于 1976 年, 大型连锁超市, 大部分都位于美国境内。
德国 FHP	2011 年	晾晒用具	品牌商	成立于 1996 年, 属于德国 Freudenberg 集团, 主要经营纺织纤维产品、清洁产品、洗衣护理产品等的批发贸易。
德国 PEGASO	2020 年	遮阳篷	品牌商	成立于 1996 年, 位于德国, 主要经营花园家具用品销售。

资料来源: 浙江正特招股说明书、招商证券

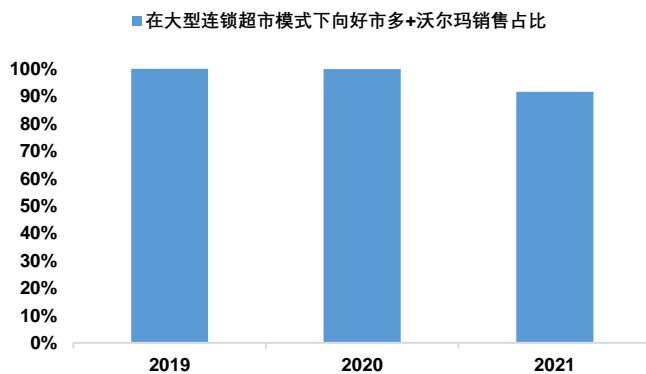
前五大客户销售收入占比超过 50%。2018-2021 年，公司前五大客户的销售收入稳步增长，销售收入从 4.16 亿元增加至 6.28 亿元，销售占比保持在 50%+。分销售渠道看，在大型连锁超市销售模式下，沃尔玛和好市多占据 90%以上销售收入份额。在品牌商、贸易商、电商销售模式下前五大客户也均占据了 50%+销售收入份额。

图 29: 公司前五大客户销售占比超过 50%



资料来源: 浙江正特官网、招商证券

图 30: 大型连锁超市销售模式下客户集中



资料来源: 浙江正特招股书、招商证券

## 四、盈利预测及投资建议

考虑到大单品战略的顺利实施，目前星空篷销售保持较快增长，其他相关单品也在研发之中，预计 2022-2024 年公司遮阳制品营收增速分别为 29%、25%、24%，收入占比从 2022 年的 82%提升至 2024 年的 87%。户外休闲家具市场竞争较为激烈，预计 2022 年-2024 年收入增速分别为 0%、5%、6%，收入占比从 12%下降至 9%。预计 2022-2024 年公司总收入为 15.18 亿元、18.45 亿元、22.37 亿元，营收增速分别为 23%、22%、21%。

表 8: 公司收入预测

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
总收入 (亿元)	9.10	12.39	15.18	18.45	22.37
yoy	34.81%	36.15%	22.55%	21.51%	21.26%
一、遮阳制品 (亿元)	6.51	9.71	12.51	15.69	19.50
yoy	34.23%	49.16%	28.82%	25.40%	24.30%
收入占比	72%	78%	82%	85%	87%
二、户外休闲家具 (亿元)	1.83	1.75	1.75	1.83	1.95
yoy	48.78%	-4.37%	-0.25%	5.06%	6.09%
收入占比	20%	14%	11%	10%	9%
三、其他主营业务	0.19	0.13	0.13	0.13	0.13
四、其他业务	0.57	0.80	0.80	0.80	0.80

资料来源: 浙江正特招股书、wind、招商证券

考虑到公司毛利率主要受到汇率、原材料价格波动、产品结构等因素影响，预计公司 2022 年至 2024 年毛利率分别为 20.8%、21.9%、22.7%，销售&研发&管理费用率保持稳定，净利率率分别为 9.1%、9.8%、10.4%。2022 年-2024 年净利润规模分别为 1.39 亿元、1.81 亿元、2.33 亿元，同比增速分别为 29%、31%、28%。

表 9: 公司净利润预测

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.1%	20.2%	20.8%	21.9%	22.7%
销售费用率	4.22%	3.89%	3.89%	3.89%	3.89%
管理费用率	5.92%	4.36%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用率	3.25%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%
净利率率	8.8%	8.7%	9.1%	9.8%	10.4%
净利润 (亿元)	0.80	1.08	1.39	1.81	2.33
YOY	93%	34%	29%	31%	28%

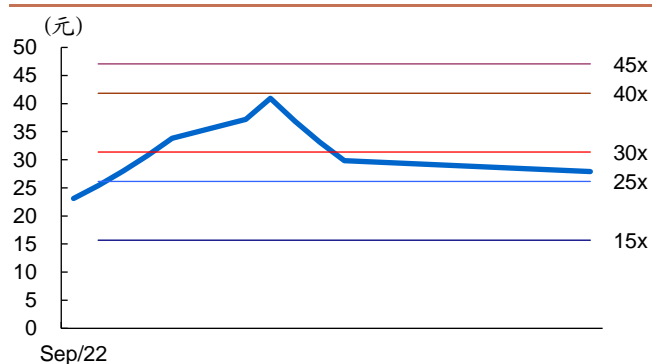
资料来源: 浙江正特招股书、wind、招商证券

**投资建议：**公司当前市值为 31 亿元，对应 22PE22X/23PE17X。公司作为户外休闲家具及用品优质制造商，坚持差异化大单品战略，持续推进研发创新，新品开发能力强。同时与多渠道客户保持良好合作关系，客户开拓能力强。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 五、风险提示

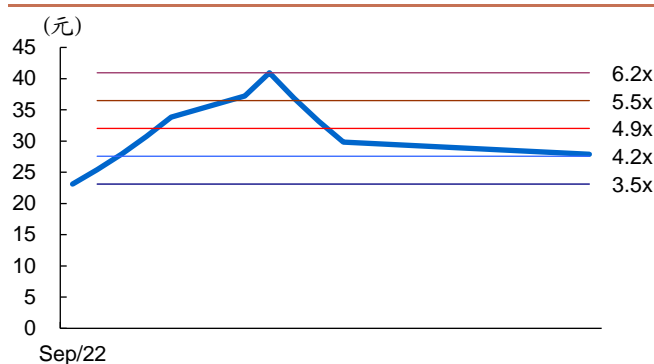
- 1、汇率波动、原材料价格上涨对利润的侵蚀风险
- 2、海外需求景气度下降导致订单增速放缓风险
- 3、贸易摩擦关税增加风险
- 4、新股股价波动风险

图 31：浙江正特历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 32：浙江正特历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	605	758	1334	1544	1806
现金	242	153	631	699	792
交易性投资	5	11	11	11	11
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	77	122	129	156	190
其它应收款	2	2	3	4	4
存货	235	379	451	541	649
其他	44	90	110	133	160
<b>非流动资产</b>	302	415	436	464	497
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	160	211	239	272	311
无形资产商誉	66	64	57	52	46
其他	71	134	134	134	134
<b>资产总计</b>	<b>907</b>	<b>1173</b>	<b>1770</b>	<b>2007</b>	<b>2302</b>
<b>流动负债</b>	322	483	567	664	781
短期借款	0	30	30	30	30
应付账款	271	373	453	544	653
预收账款	24	26	32	38	46
其他	28	54	52	52	53
<b>长期负债</b>	30	27	27	27	27
长期借款	0	0	0	0	0
其他	30	27	27	27	27
<b>负债合计</b>	<b>352</b>	<b>510</b>	<b>594</b>	<b>691</b>	<b>808</b>
股本	83	83	110	110	110
资本公积金	203	203	551	551	551
留存收益	269	377	516	656	834
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)
归属于母公司所有者权益	555	663	1177	1317	1495
<b>负债及权益合计</b>	<b>907</b>	<b>1173</b>	<b>1770</b>	<b>2007</b>	<b>2302</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	187	45	132	141	183
净利润	81	108	139	181	233
折旧摊销	29	32	37	40	44
财务费用	6	7	(1)	(4)	(4)
投资收益	(4)	(6)	(31)	(35)	(40)
营运资金变动	74	(92)	(15)	(51)	(61)
其它	1	(3)	5	9	11
<b>投资活动现金流</b>	(65)	(142)	(29)	(35)	(40)
资本支出	(56)	(156)	(60)	(70)	(80)
其他投资	(9)	14	31	35	40
<b>筹资活动现金流</b>	(25)	28	374	(38)	(50)
借款变动	(27)	39	(2)	0	0
普通股增加	0	0	27	0	0
资本公积增加	0	0	348	0	0
股利分配	0	0	0	(42)	(54)
其他	2	(12)	1	4	4
<b>现金净增加额</b>	<b>97</b>	<b>(70)</b>	<b>478</b>	<b>68</b>	<b>92</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	910	1240	1520	1846	2239
营业成本	663	990	1203	1443	1731
营业税金及附加	8	9	11	13	16
营业费用	38	48	59	72	87
管理费用	54	54	76	92	112
研发费用	30	41	50	61	74
财务费用	13	6	(1)	(4)	(4)
资产减值损失	(12)	(10)	(12)	(15)	(17)
公允价值变动收益	5	11	11	11	11
其他收益	8	7	10	12	15
投资收益	4	6	10	12	14
<b>营业利润</b>	109	107	141	189	246
营业外收入	0	14	14	14	14
营业外支出	14	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	94	120	154	202	259
所得税	13	12	15	20	26
少数股东损益	1	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80</b>	<b>108</b>	<b>139</b>	<b>181</b>	<b>233</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	35%	36%	23%	22%	21%
营业利润	127%	-1%	32%	34%	30%
归母净利润	93%	34%	29%	31%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.1%	20.2%	20.8%	21.9%	22.7%
净利率	8.8%	8.7%	9.1%	9.8%	10.4%
ROE	15.6%	17.7%	15.1%	14.6%	16.6%
ROIC	19.8%	16.2%	13.2%	13.0%	15.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.9%	43.5%	33.6%	34.4%	35.1%
净负债比率	0.0%	2.7%	1.7%	1.5%	1.3%
流动比率	1.9	1.6	2.4	2.3	2.3
速动比率	1.1	0.8	1.6	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.1	3.2	2.9	2.9	2.9
应收账款周转率	14.1	12.5	12.1	13.0	12.9
应付账款周转率	3.0	3.1	2.9	2.9	2.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.73	0.98	1.26	1.65	2.12
每股经营净现金	1.70	0.41	1.20	1.28	1.66
每股净资产	5.05	6.03	10.70	11.97	13.59
每股股利	0.00	0.00	0.38	0.49	0.63
<b>估值比率</b>					
PE	38.2	28.5	22.1	16.9	13.2
PB	5.5	4.6	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	20.8	21.6	17.1	13.4	10.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**宋盈盈：**CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。