

玉马遮阳(300993)

报告日期: 2023年03月31日

# 龙头韧性尽显，静待需求修复

## ——玉马遮阳点评报告

### 投资要点

- 公司发布 2022 年年报，22A 实现收入 5.47 亿元（同比+5.04%），归母净利润 1.57 亿元（同比+11.64%），扣非净利润 1.51 亿元（同比+12%）；其中 22Q4 实现收入 1.45 亿元（同比-0.49%），归母净利润 3787 万元（+13.08%），扣非净利润 3483 万元（同比+10.05%），业绩符合预期，需求承压背景下，龙头韧性凸显。**
- 阳光面料需求稳定，优势品类拉高单价**  
 22 年公司遮阳产品总销量 4308.6 万平，同比-4.24%，单价 12.69 元/平，同比+9.69%，优势中高端产品占比持续提升，推动单价上行。**拆分产品看：**
  - 1) 阳光面料：**22A 收入 1.77 亿元（同比+11.2%），毛利率 44.5%（同比-2.1pct），22H2 收入 9385 万（同比+6.5%），阳光面料为公司中高端优势产品，叠加细分需求稳健，逆势实现稳健增长，毛利率 45.71%（同比+0.51pct），原材料下行&汇率影响持续推动毛利率提升。
  - 2) 遮光面料：**22A 收入 1.68 亿元（同比-5.5%），毛利率 34.7%（同比+1.0pct），22H2 收入 8712 万（同比-10.7%），毛利率 37.9%（同比+5.2pct）。
  - 3) 可调光面料：**22A 收入 1.59 亿元（同比-1.7%），毛利率 53.2%（同比-0.9pct），22H2 收入 7958 万（同比-10.4%），毛利率 54.52%（同比+0.1pct）。
- 22H2 压力显现，龙头具韧性**
  - 1) 海外：**22A 收入 3.98 亿元（同比+8.72%），下半年需求压力逐步显现，22H2 收入 2.06 亿元（同比-1.25%）。对比行业看，22H2 我国遮阳产品出口额同比下滑 19%，公司作为遮阳产品出口龙头，韧性凸显。
  - 2) 国内：**22A 收入 1.48 亿元（同比-3.7%），22H2 收入 0.84 亿元（同比-2.51%），疫情反复影响国内市场拓展。
- 原材料下行毛利率保持韧性，汇兑贡献环比减少拖累净利率**
  - (1) 利润率：**22 年公司毛利率 41.66%（同比-1.9pct），净利率 28.66%（同比+1.69pct），毛利率下滑主要系原材料上半年高位大幅拖累，净利率提升主要系汇兑贡献；22Q4 公司毛利率 42.01%（同比环比基本持平），净利率 26.13%（同比+3.13pct，环比-6.8pct），环比下降主要系汇兑贡献减少。
  - (2) 期间费用率：**22 年期间费用率为 7.85%（同比-3.75pct），其中销售费用率 3.92%（同比+0.74pct），主要系美国子公司扩大销售规模，管理与研发费用率为 8.42%（同比-0.60pct），财务费用率-4.49%（同比-3.89pct），费控优化，汇兑贡献较为显著。
  - (3) 营运效率及现金流：**22 年公司存货周转率 2.24，同比下降 0.68，海外需求变化&国内疫情反复影响出货效率。现金流方面，22 年经营性现金流净额为 1.45 亿元，较上年同期减少 5%，主要系本年度备货增加。
- 23 年区域或分化，期待需求修复与龙头  $\alpha$  进一步展现**  
 展望 23 年，产能瓶颈突破充分支撑成长。需求端区域或有分化，核心区域欧洲由于 22 年战争影响基数较低，我们预期 23 年增长相比 22 年或有提速。美洲区域 23 年进入加息中后期，需求或承压，但考虑行业格局分散，公司产能瓶颈突破后可拓展中长尾客户较丰富，公司有望依托美国子公司 YUMA USA 展现成长  $\alpha$ （22 年 YUMA USA 收入 3584 万，同比+53.6%，净利润 304 万，同比+49%），全球市场通过展会积极拓展客户。

### 投资评级：买入(维持)

**分析师：史凡可**  
 执业证书号：S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

**分析师：马莉**  
 执业证书号：S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

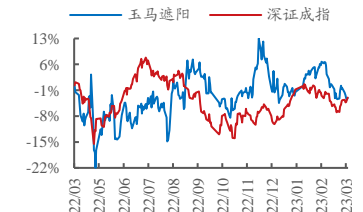
**分析师：傅嘉成**  
 执业证书号：S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

**研究助理：曾伟**  
 zengwei@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 13.09
总市值(百万元)	3,102.64
总股本(百万股)	237.02

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《收入表现稳健，原材料、汇率贡献利润增量——玉马遮阳点评报告》 2022.10.28
- 2 《Q2 受益汇兑，看好 22H2 盈利改善——玉马遮阳点评报告》 2022.08.28
- 3 《【浙商轻工】玉马遮阳：发力研发、产能释放，打开成长空间》 2022.04.22

**投资建议**

预计公司 23-25 年实现营收 6.3/7.6/8.9 亿元，同比+15.25%/+20.63%/+17.22%，实现归母净利 1.77/2.2/2.62 亿元，同比+13.3%/+23.82%/+19.28%，对应 EPS 为 0.75/0.93/ 1.11 元，对应 PE 17/14/12X，维持“买入”评级。

**风险提示**

原材料价格波动影响，汇率波动影响，市场需求低于预期。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	547	630	760	891
(+/-) (%)	5.04%	15.25%	20.63%	17.22%
归母净利润	157	177	220	262
(+/-) (%)	11.64%	13.30%	23.82%	19.28%
每股收益(元)	0.66	0.75	0.93	1.11
P/E	19.81	17.48	14.12	11.84

资料来源：浙商证券研究所

表1：玉马遮阳财务数据一览

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业总收入	103.99	129.97	140.80	145.61	114.02	142.09	145.59	144.91
YOY	60.45%	32.20%	48.03%	14.87%	9.64%	9.33%	3.40%	-0.49%
归母净利润	30.88	33.63	42.33	33.49	26.93	43.93	47.92	37.87
YOY	66.82%	4.94%	87.83%	-4.21%	-12.77%	30.62%	13.22%	13.08%
扣非归母净利润	29.66	32.47	41.42	31.65	26.84	42.43	47.32	34.83
YOY	61.20%	21.54%			-9.49%	30.70%	14.24%	10.05%
毛利率	46.62%	42.55%	43.74%	42.15%	41.53%	40.65%	42.38%	42.01%
期间费用率	10.91%	11.40%	8.36%	13.22%	11.99%	5.02%	4.84%	13.05%
销售费用率	3.14%	3.16%	2.77%	3.62%	3.24%	3.79%	3.51%	5.01%
管理+研发费用率	7.76%	8.48%	8.19%	9.02%	10.28%	9.24%	8.81%	8.42%
财务费用率	0.01%	-0.25%	-2.60%	0.57%	-1.53%	-8.01%	-7.48%	-0.38%
归母净利率	29.69%	25.87%	30.06%	23.00%	23.62%	30.91%	32.92%	26.13%
存货	94.24	101.48	106.40	118.09	131.92	144.17	154.78	166.69
较上年同期增减	15.43%			42.49%	39.98%	42.06%	45.47%	41.15%
存货周转天数	143.59	127.45	122.03	123.20	168.76	156.32	156.83	160.74
较上年同期增减	143.59	-53.91	122.03	-23.35	25.17	28.87	34.80	37.54
应收账款	41.59	45.70	61.31	42.08	49.10	61.81	63.19	48.20
较上年同期增减	41.59	-0.65	61.31	5.97	7.51	16.11	1.88	6.13
应收账款周转天数	33.62	31.47	35.09	27.05	35.98	36.51	35.38	29.73
较上年同期增减	33.62	-9.85	35.09	-3.18	2.36	5.04	0.28	2.68
应付账款及应付票据	23.44	28.61	29.38	32.49	27.42	31.20	29.39	45.74
较上年同期增减	23.44	12.02	29.38	2.41	3.98	2.58	0.01	13.24
预收账款	13.85	12.08	9.89	12.10	14.17	10.67	10.52	14.92
较上年同期增减	13.85	8.12	9.89	0.23	0.32	-1.41	0.63	2.83
经营性现金流净额	16.56	37.73	25.84	71.42	11.28	33.23	43.17	57.05
较上年同期增减	3.51	8.65	-8.45	-0.72	-5.28	-4.50	17.33	-14.37
筹资性现金流净额		355.27	-4.43	-2.11	-0.53	-27.04	-0.71	-0.42
较上年同期增减		370.08	-4.43	-2.11	-0.53	-382.31	3.72	1.69
资本开支	23.03	47.15	61.29	62.37	55.15	41.57	25.12	26.37
较上年同期增减	-6.67	45.85	57.39	43.62	32.13	-5.58	-36.17	-36.01
ROE	4.65%	3.86%	3.90%	2.98%	2.34%	3.74%	3.96%	3.02%
YOY (±)	1.32%	-1.56%	0.09%	-2.41%	-2.31%	-0.12%	0.06%	0.04%
资产负债率	7.19%	5.67%	5.07%	5.76%	4.98%	5.38%	4.94%	6.30%
YOY (±)	7.19%	-0.04%	5.07%	-2.79%	-2.21%	-0.29%	-0.13%	0.54%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	767	763	909	1,065
现金	476	501	622	781
交易性金融资产	20	20	20	20
应收账款	48	53	67	66
其它应收款	43	27	26	23
预付账款	11	13	14	18
存货	167	146	157	155
其他	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	590	768	873	981
金额资产类	20	20	20	20
长期投资	0	0	0	0
固定资产	344	467	535	621
无形资产	105	140	150	165
在建工程	85	106	134	141
其他	34	34	34	34
<b>资产总计</b>	1,356	1,530	1,782	2,046
<b>流动负债</b>	84	80	113	114
短期借款	0	0	0	0
应付款项	46	35	61	54
预收账款	0	0	0	0
其他	38	45	52	60
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	85	82	114	115
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,271	1,448	1,668	1,930
<b>负债和股东权益</b>	1,356	1,530	1,782	2,046

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	547	630	760	891
营业成本	319	352	420	489
营业税金及附加	4	5	6	7
营业费用	21	25	27	32
管理费用	28	33	40	46
研发费用	18	21	25	29
财务费用	(25)	(5)	(5)	(7)
资产减值损失	(3)	(0)	(1)	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	4	4
其他经营收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	179	203	252	300
营业外收支	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	180	204	253	301
所得税	23	27	33	39
<b>净利润</b>	157	177	220	262
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	157	177	220	262
EBITDA	189	243	309	366
EPS (最新摊薄)	0.66	0.75	0.93	1.11

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.04%	15.25%	20.63%	17.22%
营业利润	10.10%	13.54%	23.95%	19.37%
归属母公司净利润	11.64%	13.30%	23.82%	19.28%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.66%	44.11%	44.76%	45.15%
净利率	28.66%	28.17%	28.92%	29.43%
ROE	12.33%	12.26%	13.18%	13.58%
ROIC	10.35%	11.75%	12.69%	13.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	6.30%	5.36%	6.41%	5.64%
净负债比率	6.72%	5.67%	6.85%	5.98%
流动比率	9.14	9.48	8.06	9.35
速动比率	7.00	7.47	6.53	7.82
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.44	0.46	0.47
应收账款周转率	12.11	12.41	12.59	13.33
应付账款周转率	8.15	8.71	8.72	8.52
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.66	0.75	0.93	1.11
每股经营现金	0.61	1.04	1.22	1.43
每股净资产	5.36	6.11	7.04	8.14
<b>估值比率</b>				
P/E	19.81	17.48	14.12	11.84
P/B	2.44	2.14	1.86	1.61
EV/EBITDA	13.79	10.61	7.96	6.29

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	145	247	288	339
净利润	157	177	220	262
折旧摊销	38	48	66	78
财务费用	(10)	0	0	0
投资损失	(3)	(3)	(4)	(4)
营运资金变动	(43)	26	7	4
其它	6	(1)	(1)	(1)
<b>投资活动现金流</b>	(217)	(222)	(167)	(180)
资本支出	(148)	(225)	(171)	(184)
长期投资	0	0	0	0
其他	(69)	3	4	4
<b>筹资活动现金流</b>	(29)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(29)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	(92)	25	121	159

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>