

全年经营稳健，产品结构持续优化

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布年报。2022年公司实现营收5.5亿元(+5%)；实现归母净利润1.6亿元(+11.6%)；实现扣非净利润1.5亿元(+12%)。单季度来看，2022Q4公司实现营收1.4亿元(-0.5%)；实现归母净利润0.4亿元(+13.1%)；实现扣非后归母净利润0.3亿元(+10.1%)，在海外去库存背景下，公司全年收入保持增长，经营稳健。
- 毛利率暂时承压，产品结构有望进一步优化。** 报告期内，公司整体毛利率为41.7%，同比-1.9pp；其中22Q4毛利率为42%，同比-0.1pp。22年上半年原材料价格处于高位，同时伴随公司产能扩张，产能利用率较低，固定资产折旧等制造费用上升，毛利率整体承压，下半年原材料价格稍有回落，Q4毛利率边际改善。23年伴随各项原材料价格进一步回落及产品结构优化，毛利率有望进一步提升。分产品看，2022年公司遮光面料毛利率为34.7%(+1pp)，可调光面料毛利率为53.2%(-1pp)，阳光面料毛利率为44.5%(-2.1pp)。分区域看，外销毛利率为45.2%(+1pp)，内销毛利率为32.2%(-10pp)。费用率方面，公司总费用率为7.9%，同比-3.8pp，主要由于财务费用率下降，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为3.9%/5.1%/-4.5%/3.3%，同比+0.7pp/-0.5pp/-3.9pp/-0.1pp。2022年公司受汇率变化影响汇兑收益及利息收入增加，财务费用率有所减少；同时国外子公司销售规模扩大，人员及相关费用增加，导致销售费用率有所增加。综合来看，公司净利率为28.7%，同比+1.7pp；单Q4净利率为26.1%，同比+3.1pp，盈利能力同比改善。此外，2022年公司经营活动现金流量净额为1.4亿元，同比-4.5%，主要系公司为缩减交货周期，提高发货速度，相关备货增加。
- 可调光面料及阳光面料营收占比提升，高端化布局延续。** 分品类来看，2022年遮光面料营收为1.7亿元，同比-5.5%，营收占比为30.7%(-3.4pp)；可调光面料营收为1.6亿元，同比-1.7%，营收占比为29.2%(-2pp)；阳光面料营收为1.8亿元，同比+11.2%，营收占比为32.5%(+1.8pp)。其中高端品类阳光面料收入在海外高通胀、需求偏弱、渠道去库等压力下仍保持良好增长，产品结构进一步优化。未来公司将坚持坚持高端化布局，同时加大新的功能性遮阳产品的开发，预计可调光面料和阳光面料产品销售占比将进一步扩大，带动公司整体毛利率进一步优化。
- 海外渠道去库接近尾声，需求修复后外销增速有望改善。** 分地区来看，2022年外销营收达4亿元，同比+8.7%，营收占比达72.9%(+2.5pp)。受俄乌地缘政治及海外高通胀等因素影响，海外遮阳面料需求增长承压，为此，公司积极拓展海外市场，22年外销营收及占比均实现了增长。伴随欧美等国家通胀率的回落，消费者的消费能力逐步恢复，公司将在保持原有市场份额的基础上，积极开拓空白国家市场，外销增速有望边际改善。22年内销营收为1.5亿元，同比-3.7%，营收占比为27.1%(-2.5pp)。展望后续，随着国内消费者对功能性遮阳产品各项功能的认可度逐步加强，产品的国内市场渗透率有望持续提升。预计募投项目完全达产后，公司将突破产能瓶颈，扩大功能性遮阳面料的生产规模，生产效率及规模优势有望进一步发挥。

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.37
流通A股(亿股)	0.77
52周内股价区间(元)	11.5-25.31
总市值(亿元)	30.86
总资产(亿元)	12.28
每股净资产(元)	8.86

相关研究

- 玉马遮阳 (300993): 产品结构进一步改善, 外销增长稳健 (2022-08-29)
- 玉马遮阳 (300993): 功能遮阳面料龙头制造商, 产品渗透率有望提升 (2022-04-27)

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.72 元、0.87 元、1.04 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、13 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，中外贸易摩擦加剧的风险，汇率大幅波动的风险，产能项目投产不及预期的风险。



指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	546.62	624.92	751.14	881.26
增长率	5.04%	14.32%	20.20%	17.32%
归属母公司净利润 (百万元)	156.65	170.34	207.03	246.34
增长率	11.64%	8.74%	21.54%	18.99%
每股收益 EPS (元)	0.66	0.72	0.87	1.04
净资产收益率 ROE	12.33%	11.94%	12.82%	13.41%
PE	20	18	15	13
PB	2.43	2.16	1.91	1.68

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：募投项目产能如期释放，预计募投项目 2023 年底达产；

假设 2：随着产能利用率爬坡，及原材料价格回落企稳，高端产品阳光面料毛利率改善，2023-2025 年分别为 47%、47.2%、47.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	546.6	624.9	751.1	881.3
yoy	5.0%	14.3%	20.2%	17.3%
营业成本	318.9	352.7	421.0	490.2
毛利率	41.7%	43.6%	43.9%	44.4%
遮光面料				
收入	168.0	184.8	212.5	238.0
yoy	-5.5%	10%	15%	12%
成本	109.7	119.2	137.7	154.7
毛利率	34.7%	35.5%	35.2%	35.0%
可调光面料				
收入	159.5	183.4	220.1	259.7
yoy	-1.7%	15%	20%	18%
成本	74.6	83.5	100.4	118.4
毛利率	53.2%	54.5%	54.4%	54.4%
阳光面料				
收入	177.5	213.0	272.6	335.3
yoy	11.2%	20%	28%	23%
成本	98.5	112.9	143.9	176.0
毛利率	44.5%	47.0%	47.2%	47.5%
其他				
收入	41.7	43.7	45.9	48.2
yoy	100.5%	5%	5%	5%
成本	36.0	37.2	39.0	41.0
毛利率	13.5%	15%	15%	15%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	546.62	624.92	751.14	881.26	净利润	156.65	170.34	207.03	246.34
营业成本	318.92	352.70	421.04	490.16	折旧与摊销	35.75	45.09	48.52	53.13
营业税金及附加	4.09	5.47	6.20	6.08	财务费用	-24.56	-4.69	-8.90	-11.48
销售费用	21.45	23.12	29.29	35.25	资产减值损失	-3.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	28.04	54.37	66.85	79.31	经营营运资本变动	-76.75	-14.43	-50.83	-37.38
财务费用	-24.56	-4.69	-8.90	-11.48	其他	56.69	2.03	-0.56	0.42
资产减值损失	-3.06	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	144.72	198.34	195.26	251.02
投资收益	3.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-242.06	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.04	0.03	0.03	0.03	其他	24.91	0.03	0.03	0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.14	-79.97	-79.97	-79.97
营业利润	178.71	193.98	236.69	281.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.32	2.56	1.87	2.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	180.03	196.54	238.56	283.97	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.38	26.20	31.52	37.64	支付股利	-26.34	-14.70	-18.65	-24.29
净利润	156.65	170.34	207.03	246.34	其他	-2.37	4.33	8.90	11.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-28.71	-10.37	-9.75	-12.80
归属母公司股东净利润	156.65	170.34	207.03	246.34	现金流量净额	-91.66	108.00	105.54	158.25
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	475.66	583.65	689.19	847.44	成长能力				
应收和预付款项	102.48	101.39	127.53	147.18	销售收入增长率	5.04%	14.32%	20.20%	17.32%
存货	166.69	170.35	209.04	241.32	营业利润增长率	10.10%	8.54%	22.02%	19.13%
其他流动资产	21.75	21.99	22.39	22.79	净利润增长率	11.64%	8.74%	21.54%	18.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.45%	23.42%	17.89%	17.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	429.89	476.74	520.15	558.95	毛利率	41.66%	43.56%	43.95%	44.38%
无形资产和开发支出	105.28	94.45	83.61	72.78	三费率	4.56%	11.65%	11.61%	11.70%
其他非流动资产	54.47	53.38	52.29	51.19	净利率	28.66%	27.26%	27.56%	27.95%
资产总计	1356.22	1501.95	1704.19	1941.65	ROE	12.33%	11.94%	12.82%	13.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.55%	11.34%	12.15%	12.69%
应付和预收款项	64.33	69.21	82.09	96.51	ROIC	18.52%	19.05%	20.90%	22.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.74%	37.51%	36.78%	36.72%
其他负债	21.07	6.63	7.61	8.60	营运能力				
负债合计	85.39	75.84	89.70	105.11	总资产周转率	0.43	0.44	0.47	0.48
股本	237.02	237.02	237.02	237.02	固定资产周转率	2.05	1.77	2.02	2.17
资本公积	548.70	548.70	548.70	548.70	应收账款周转率	11.73	11.99	12.25	12.16
留存收益	484.74	640.38	828.76	1050.82	存货周转率	2.22	2.09	2.21	2.17
归属母公司股东权益	1270.83	1426.11	1614.49	1836.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.32%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1270.83	1426.11	1614.49	1836.54	资产负债率	6.30%	5.05%	5.26%	5.41%
负债和股东权益合计	1356.22	1501.95	1704.19	1941.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.14	11.81	11.89	12.16
					速动比率	7.16	9.52	9.52	9.83
					股利支付率	16.81%	8.63%	9.01%	9.86%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	189.90	234.38	276.30	323.61	每股收益	0.66	0.72	0.87	1.04
PE	19.70	18.12	14.91	12.53	每股净资产	5.36	6.02	6.81	7.75
PB	2.43	2.16	1.91	1.68	每股经营现金	0.61	0.84	0.82	1.06
PS	5.65	4.94	4.11	3.50	每股股利	0.11	0.06	0.08	0.10
EV/EBITDA	13.41	10.41	8.44	6.72					
股息率	0.85%	0.48%	0.60%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn