

西大门(605155)

报告日期: 2021 年 11 月 29 日

功能性遮阳龙头初养成，打开世界之门

——西大门深度报告

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

小而美系列优质标的，长期具备“国内渗透率+海外市占率”双重提升逻辑，静待具备全球化布局、一体化产业链、多业务协同的国内龙头养成。

投资要点

国内功能性遮阳材料龙头，远销全球 70 多国

西大门自 1997 年成立以来始终专注于功能性遮阳材料的研究生产，产品包括阳光面料、涂层面料和可调光面料三大类近千个品种，广泛用于机场车站、写字楼、购物中心等公共建筑。2016-2019 年，公司收入/归母净利 CAGR 为 9.7%/21.3%；2020 年受疫情影响，收入/净利润同比下滑 13%/12%至 3.54/0.78 亿元；2021 年重回高速增长。

“国内渗透率+海外市占率”双击，想象空间广阔

- **国内渗透率：**功能性遮阳材料节能降耗效果显著，且具有阻燃、抗菌、防污等特殊功能，对传统布艺窗帘具备较强的替代趋势，然而目前国内渗透率仅 3%（主要用于商业建筑，家装市场处于空白阶段），与欧美地区的 80%存在较大差距，预计未来 5 年国内 CAGR 可达 17%。
- **海外占有率：**欧美建筑遮阳行业经过 70 多年的发展已经较为成熟，涌现出一批著名的行业巨头；我国市场参与者众多，但玉马遮阳、西大门是为数不多具备国际竞争能力的企业，且其海外市占率仍处于极低水平（如西大门仅占美国市场 0.6%）。随着国产工艺和品牌力提升，在高性价比和高生产效率优势下，国内有望走出世界性的龙头企业。

传统纺织业中的高新产业，公司多维度壁垒高筑

功能性遮阳材料不仅在织造上对于平整度有着极为严苛的要求，更关键的是其高分子原材料的配方需要深厚的产业经验及持续的研发投入。

- **公司的设计开发能力领先行业：**①设备均为从德、法、韩进口的一流设备，产品工艺达到全球中高端市场水平。②具备 14 项自主研发技术，还根据市场需求正在推进 7 项研发项目，持续构筑差异化竞争能力。
- **产品全体系，定制化生产：**①是行业内产品品类、规格最为齐全的供应商之一，能够为客户提供一站式采购服务；②能满足客户对于产品改进、研发定制等个性化需求，能获得更多高附加值订单。
- **一体化产业链：**已形成单丝包覆、织造、涂层、热处理、成品组装于一体的生产链，能有效降低人工成本和材料耗用、提高良品率、缩短交货周期。
- **全球化销售网络：**以多点推广来扩大服务半径，客户遍布全球 70 余个国家和地区，同时采用差异化定价模式，注重维持自身议价能力。

核心主业进入产能爬坡期，二次创业进军 C 端市场

- **遮阳面料产能扩张：**公司将在 3000 万平基础上新增 1650 万平，增幅 50%以上，预计 22Q1 将投产 50%左右，22 年底可达产。
- **培育成品 C 端市场：**以自有品牌“西大门”开拓国内 C 端市场，引导国内

评级

买入

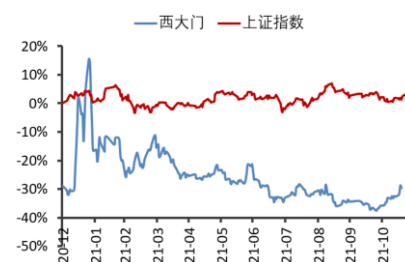
上次评级
当前价格

首次评级
¥ 21.06

单季度业绩

元/股

3Q/2021 0.28
2Q/2021 0.29
1Q/2021 0.19
4Q/2020 0.22



公司简介

西大门是国内功能性遮阳材料细分领域的龙头企业，主要产品包括阳光面料、涂层面料和可调光面料三大类，产品远销全球 70 余个国家和地区，外销占比达 65%。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

渗透率提升的同时抢占消费者心智；以亚马逊等电商开拓海外 C 端市场，弥补服务半径上的不足。国内外渠道铺设不仅能保障新增 200 万平方米遮阳成品产能顺利消化，还能作为终端市场触角反哺前端产品研发。

- **开拓软装软体新领域：**致力打造“卧室专家”生态圈，核心床垫产品采用阿迪达斯 Boost 爆米花技术，差异化显著，目标培育公司另一大业绩来源。

□ 盈利预测及估值

预计 21-23 年公司归母净利润分别为 1.0/1.3/1.7 亿元，对应增速 28%/33%/31%，当前市值对应 PE 为 20/15/12X。西大门与可比公司玉马遮阳为国内功能性遮阳材料的龙头企业，两家公司都将长期受益于“国内渗透率+海外市占率”提升，未来成长进入加速期。我们认为当前玉马遮阳、西大门当前估值均存在上升空间，其中西大门相对更具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险；外贸环境恶化风险；软装软体业务开拓不及预期

财务摘要

(百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E
主营收入	354.3	476.2	640.5	833.5
(+/-)	-13.3%	34.4%	34.5%	30.1%
归母净利润	77.8	99.6	132.5	174.0
(+/-)	-11.9%	27.9%	33.1%	31.3%
每股收益(元)	0.81	1.04	1.38	1.81
P/E	26.0	20.3	15.3	11.6

正文目录

1. 国内功能性遮阳材料龙头，远销全球 70 多国.....	5
1.1. 专注细分领域二十余年，较早布局国际市场	5
1.2. 短期波动后迅速恢复，盈利能力持续提升	6
2. 长期具备“国内渗透率+海外市占率”双提升逻辑	9
2.1. 功能遮阳优势显著，渗透率提升空间巨大	9
2.2. 国内龙头已初具雏形，齐头并进奋起直追	10
3. 公司具备持续成长基础，募投扩产释放向上动力	13
3.1. 遮阳界高新企业，提供一站式采购解决方案	13
3.2. 以多元分散客户结构，搭建全球化销售网络	14
3.3. 22 年进入产能爬坡期，培育成品 C 端市场	16
3.4. 开拓软装软体新领域，打造卧室场景生态圈	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 估值分析	19
4.3. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司遮阳面料产品应用	6
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司近年来营业收入	7
图 4: 公司近年来归母净利润	7
图 5: 公司产品结构	7
图 6: 公司销售额区域分布	7
图 7: 公司毛利率、净利率水平	8
图 8: 公司分产品毛利率	8
图 9: 公司期间费用率	8
图 10: 公司资产周转率	8
图 11: 建筑遮阳产品分类	9
图 12: 中国建筑遮阳行业总销售额	10
图 13: 中国功能性遮阳产品销售额	10
图 14: 中国功能性遮阳产品渗透率及预测（销售额占比）	10
图 15: 可比同行营业收入对比	12
图 16: 可比同行归母净利润对比	12
图 17: 可比同行毛利率对比	12
图 18: 可比同行净利率对比	12

图 19: 功能性遮阳材料生产流程(以阳光面料为例)	13
图 20: 公司销售额地区分布(2019 年)	14
图 21: 可比同行客户数量对比	15
图 22: 可比同行的前五大客户占比	15
图 23: 西大门产品平均单价(元/平方米)	15
图 24: 玉马遮阳产品平均单价(元/平方米)	15
图 25: 公司阳光面料产能及产量	16
图 26: 公司其他面料产能及产量	16
图 27: 公司遮阳面料产能扩张规划	16
图 28: 公司遮阳成品渠道建设规划	17
图 29: 公司软装软体产品体系规划	17
图 30: 西大门床垫品牌代言人	17
表 1: 西大门发展历程	5
表 2: 功能性建筑遮阳行业相关政策	9
表 3: 海外建筑遮阳行业龙头企业	11
表 4: 国内功能性遮阳产品市场格局	11
表 5: 功能性遮阳产品主要性能	13
表 6: 公司自主研发技术	14
表 7: 可比公司估值	19
表附录: 三大报表预测值	21

1. 国内功能性遮阳材料龙头，远销全球 70 多国

1.1. 专注细分领域二十余年，较早布局国际市场

公司于 1997 年成立，二十多年来专注于功能性遮阳材料的研发、生产和销售。公司主要产品包括阳光面料、涂层面料和可调光面料三大类近千个品种，并逐步推出遮阳成品、窗饰、墙布、软体家居等产品。公司产品质量稳定、定制化能力出色、综合供应及服务能力强，获得全球众多客户的信赖，产品远销全球六大洲、70 余个国家和地区，已成为国内功能性遮阳材料细分领域的龙头企业。

表 1：西大门发展历程

时间	事件
1997	绍兴西大门纺织装饰用品有限公司成立，并于次年投入第一条涂层生产线。
2002	获得进出口企业资质证书，进入国际市场
2004	搬迁至书法圣地兰亭，第二代生产基地建设竣工并顺利投产
2006	引进德国 Dornier 精锐设备，核心产品阳光特种面料研制成功并投入市场
2008	阳光面料产品进入国家鸟巢体育场
2014	收购绍兴维纳斯文体用品有限公司，筹建第三代生产基地
2015	获评“浙江省科技型企业”
2016	成功股改为浙江西大门新材料股份有限公司
2017	荣获“中国建筑遮阳十大领导品牌”称号，成为建筑遮阳材料分会副会长单位
2018	荣获“国家高新技术企业”称号，获得“中国十环认证”证书和节能证书
2019	荣获年度“中国建筑遮阳行业影响力品牌”称号
2020	12 月 31 日于上交所主板上市
2021	确立遮阳、软装、软体三大板块，西大门品牌 VI 进行全面升级

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

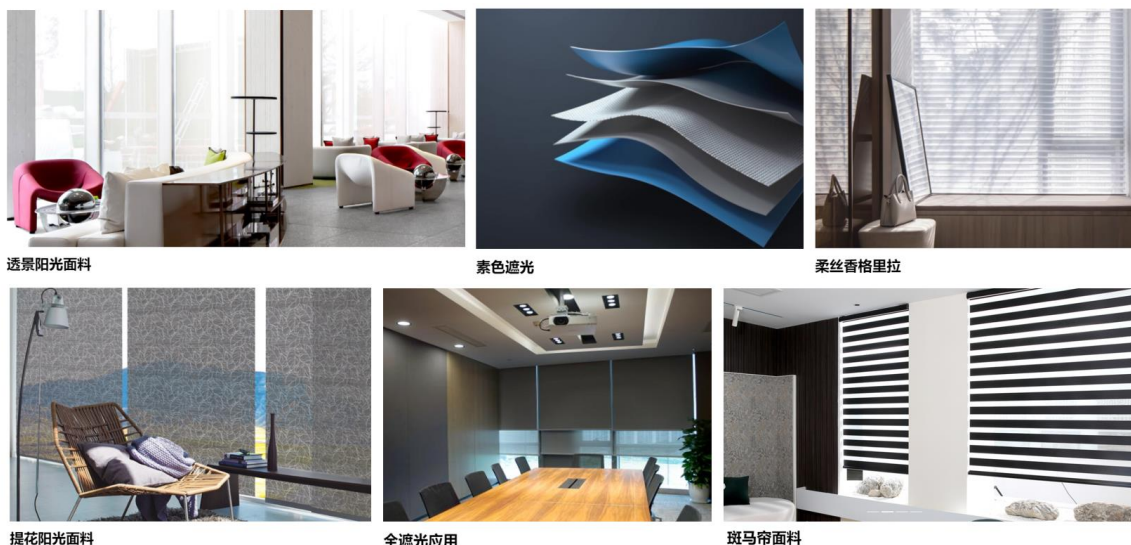
公司的主要产品分为阳光面料、涂层面料、可调光面料三类：

(1) 阳光面料：是在高强度聚酯纤维或者玻璃纤维外部均匀包覆改性 PVC，形成改性 PVC 包覆丝后进一步织造及后整理而成的遮阳面料。阳光面料特有的开孔特征使其在有效遮阳、过滤眩光的同时，又兼具透光、透视景观的性能，可适用于机场车站、写字楼、学校、购物中心等公共建筑，特别适用于日照时间长或强紫外线照射地区。

(2) 涂层面料：是以聚酯纤维为主的原料织造形成基层面料后，在其表面使用水性丙烯酸乳液进行单层或多层涂覆，以达到不同遮光效果的面料。其中，全遮光涂层面料的遮光效果在 97% 以上，可适用于会议室、卧室、演播厅等对遮光效果有一定要求的场合或场所；半遮光涂层面料的遮光效果在 50% 至 90% 之间，可适用于写字楼、酒店、餐厅等各类公共、商业建筑及设施，特别适合阳光照射时间不长、强度不高的地区。

(3) 可调光面料：是以聚酯纤维为主的原料交替织造透光部分和遮光部分，以实现可调光功能的遮阳面料。根据生产工艺和产品形态的不同，又可分为斑马帘、香格里拉帘、哈纳斯帘。该类产品兼具遮光和透光性能，同时具有一定的装饰作用，适用于酒店、家庭住宅等对功能性和装饰性都有一定要求的场景。

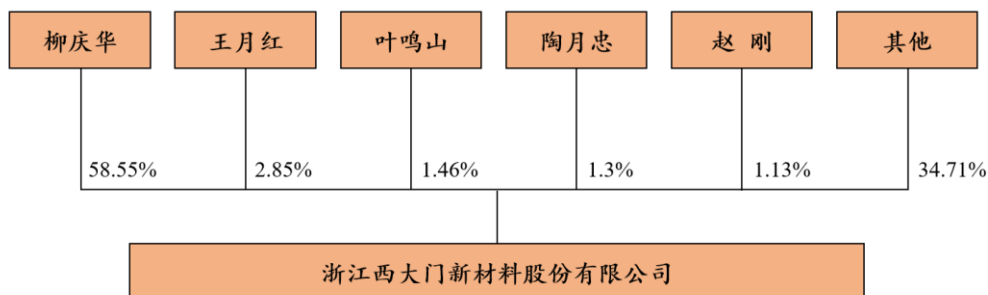
图 1：公司遮阳面料产品应用



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司实际控制人柳庆华、王月红持有公司 61.4%的股份，处于绝对控股地位。其中，柳庆华为公司董事长兼总经理，王月红为公司副董事长，二人系夫妻关系。

图 2：公司股权结构

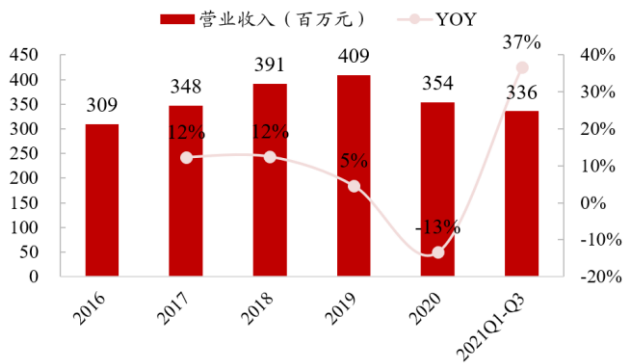


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 短期波动后迅速恢复，盈利能力持续提升

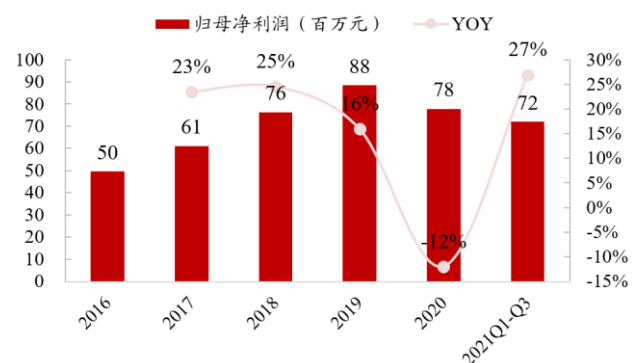
收入利润受疫情扰乱短期波动，2021 年已重回高增长。2016-2019 年，随着下游需求增长、公司生产规模逐步扩大，公司营业收入/归母净利润稳步增长，CAGR 分别为 9.7%/21.3%。2020 年受疫情影响，公司上半年订单量减少、下半年船运预定困难、发货延迟，收入/净利润分别下滑 13%/12%至 3.54/0.78 亿元。2021 年前三季度，公司收入/净利润在去年低基数上同增 37%/27%，较 19 年同期增长 11%/12%。

图 3：公司近年来营业收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

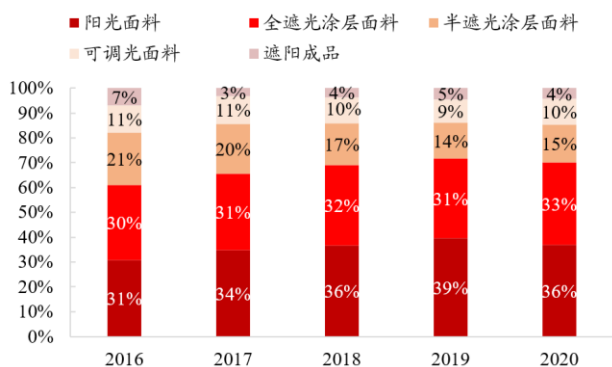
图 4：公司近年来归母净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

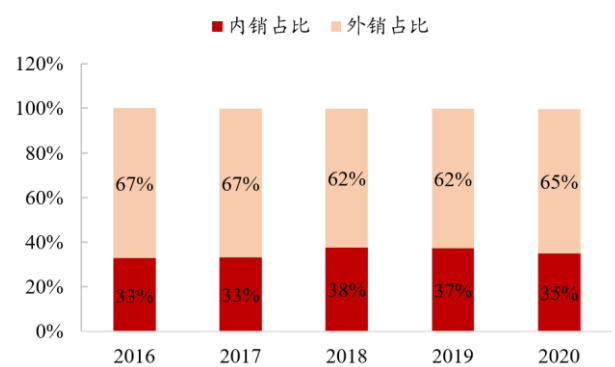
阳光面料和全遮光涂层面料收入占比合计 69%，公司 65%产品为外销。1) 分产品来看，阳光面料和全遮光涂层面料为公司两大收入来源，占比从 2016 年的 61%提升至 2020 年的 69%；半遮光涂层面料的销售收入呈下降趋势；可调光面料占比维持在 10%左右；遮阳成品销售占比较小，仅 4%左右。2) 分地区来看，公司外销收入占比均超过六成，其中南美洲、欧洲、亚洲（中国大陆以外）、北美洲均为主要市场（占比 12%~16%之间）；内销主要为华东地区。

图 5：公司产品结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

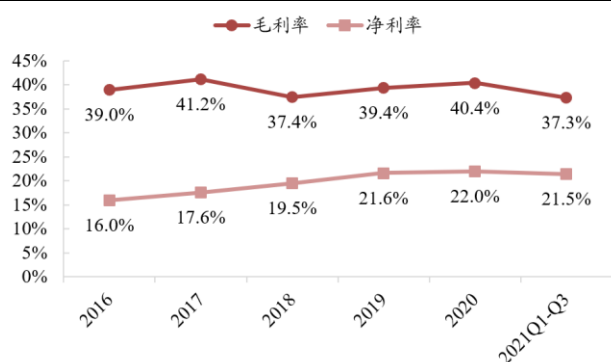
图 6：公司销售额区域分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所

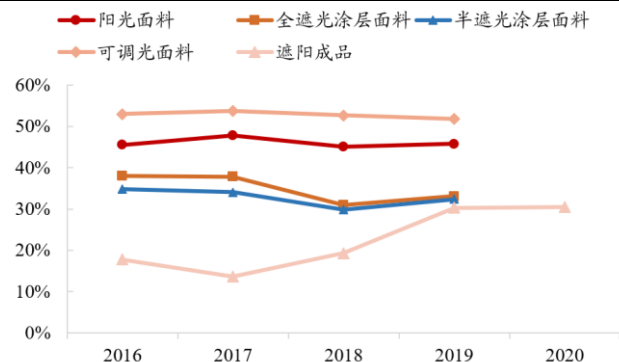
公司毛利率总体平稳，净利率改善明显，可调光面料和阳光面料毛利率相对较高。公司毛利率总体保持在 40%左右的高位，21 年前三季度毛利率下滑较多主要系原材料价格上升所致。横向对比来看，可调光面料和阳光面料下游应用场景更为丰富、差异性明显，且技术壁垒相对较高，毛利率水平较高；而涂层面料市场竞争充分，毛利率相对较低；遮阳成品尚处于起步期，整体规模较小，配件均需外购，成本较高，毛利率亦尚未稳定。尽管 2020 年公司管理费用率及汇兑损失增加，但由于差旅费、展会费等支出下降以及政府补助增加，净利率依旧延续增长趋势。

图 7：公司毛利率、净利率水平



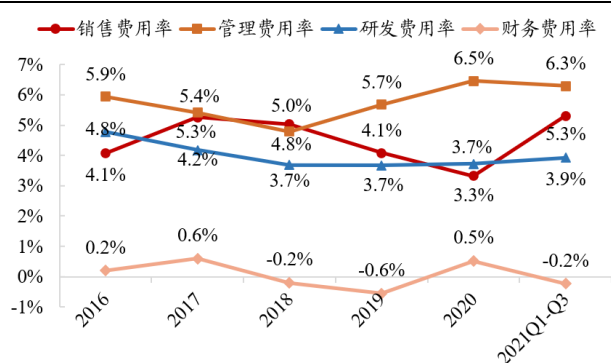
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：公司分产品毛利率



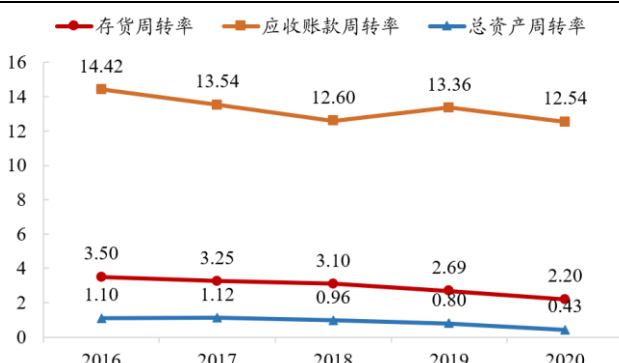
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：公司期间费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：公司资产周转率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

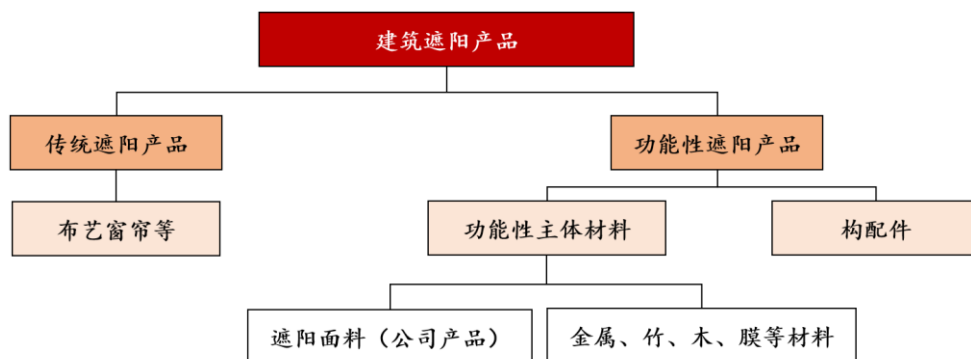
2. 长期具备“国内渗透率+海外市占率”双提升逻辑

2.1. 功能遮阳优势显著，渗透率提升空间巨大

功能性遮阳材料在节能降耗等功能上更加强大，对传统布艺窗帘具备强替代趋势。建筑遮阳技术通过调节太阳光照和热辐射，直接影响照明和空调耗电量，因此在构建以低碳排放为特征的建筑体系中占据着越来越重要的地位。相较传统的布艺窗帘，功能性遮阳材料在遮阳调光、保温隔热上具有更强优势，“欧洲遮阳组织”曾在 2005 年发表研究报告《欧盟 25 国遮阳系统节能及 CO2 减排》阐释，在欧洲采用遮阳可以节约空调用能约 25%，节约采暖用能约 10%。

通过不同的配方和工艺，功能性遮阳材料还可以实现阻燃、抗菌、防污、除甲醛、防静电、防水拒油等特殊功能；在美观性上，功能性遮阳材料往往占用空间更小、不易褪色且更容易清洁，因此在写字楼、图书馆、医院等公共建筑内受到广泛青睐，在户外、高铁等场景下亦有较好前景。

图 11：建筑遮阳产品分类



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

我国亦先后颁布一系列法规政策，推动建筑节能概念不断深入。2012 年，节能环保产业就被国家列为战略新兴产业，各地政府均把节能减排划入了重点工作范畴，并出台了补贴、税收优惠等一系列扶持政策及项目。2019 年 10 月发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，鼓励“节能建筑、绿色建筑、装配式建筑技术、产品的研发与推广”，政策导向将持续为功能性遮阳行业的发展赋能。

表 2：功能性建筑遮阳行业相关政策

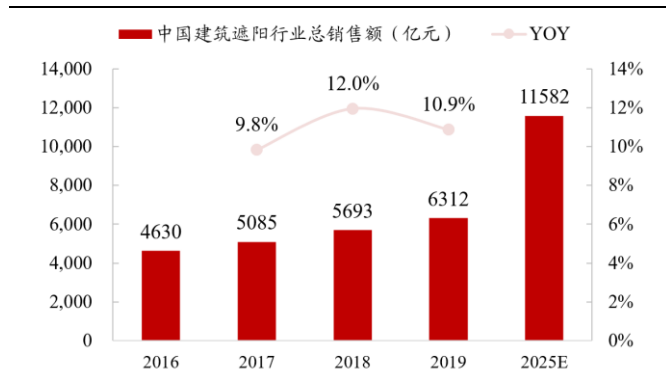
发布时间	政策	主要内容
2019.1	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	鼓励“节能建筑、绿色建筑、装配式建筑技术、产品的研发与推广”(二十一、建筑之 8)，鼓励“节能、节水、节材环保及资源综合利用等技术开发、应用及设备制造”(四十三、环境保护与资源节约综合利用之 22)。
2018.1	《中华人民共和国节约能源法(2018 年修正)》	国家鼓励在新建建筑和既有建筑节能改造中使用新型墙体材料等节能建筑材料和节能设备，安装和使用太阳能等可再生能源利用系统。
2017.5	《工业建筑节能设计统一标准》	夏热冬暖、夏热冬冷、温和地区的工业建筑宜采取遮阳措施。建筑物外遮阳装置应兼顾通风及冬季日照。
2017.4	《建筑业发展“十三五”规划》	城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比 2015 年提升 20%。到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。

2017.2	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	到2020年,完成既有居住建筑节能改造面积5亿平方米以上,公共建筑节能改造1亿平方米,全国城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例超过60%。
2017.1	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016版)	抗菌抑菌纤维材料,抗静电纺织材料,阻燃纤维材料,抗熔滴纤维材料,相变储能纤维材料,抗辐射纺织材料,抗紫外线功能纤维材料,耐化学品纤维材料,轻量化纤维材料,土工纤维材料,环保滤布材料,防刺防割布料等。
2016.12	《“十三五”节能环保产业发展规划》	鼓励开发保温、隔热及防火性能良好、施工便利、使用寿命长的外墙保温材料、低辐射镀膜玻璃、断桥隔热门窗、遮阳系统等。

资料来源:公开资料整理,浙商证券研究所

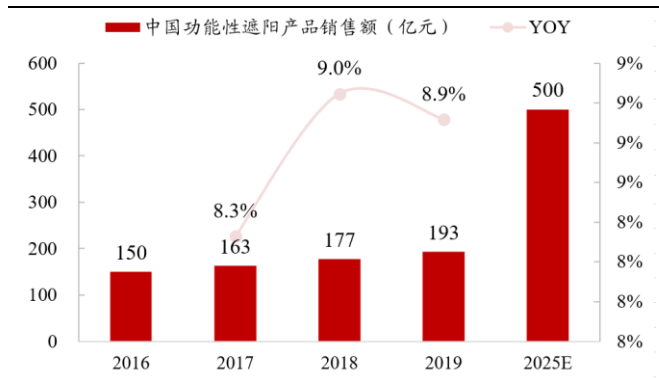
2019年我国功能性遮阳产品销售额193亿元,渗透率仅3.1%,预计未来5年CAGR可达17%。我国功能性遮阳产品起步较晚,根据中国建筑遮阳材料协会统计数据,2019年中国功能性遮阳产品销售额193亿元,在整体建筑遮阳行业的渗透率仅3.1%,而93.6%仍然为传统布艺窗帘(主要是由于国内家装市场的消费习惯仍处于布艺窗帘的阶段,而功能性遮阳产品大多用于工业及商业用途)。根据协会预测,到2025年,预计我国建筑遮阳行业总销售额将达11,582亿元,复合增速10%;其中功能性遮阳产品销售额可达到500亿元,复合增速17%,渗透率将提升1.2pct至4.3%。欧美国家功能性遮阳产品渗透率已达到70%以上,假设我国长期向该趋势发展,渗透率提升空间广阔。

图 12: 中国建筑遮阳行业总销售额



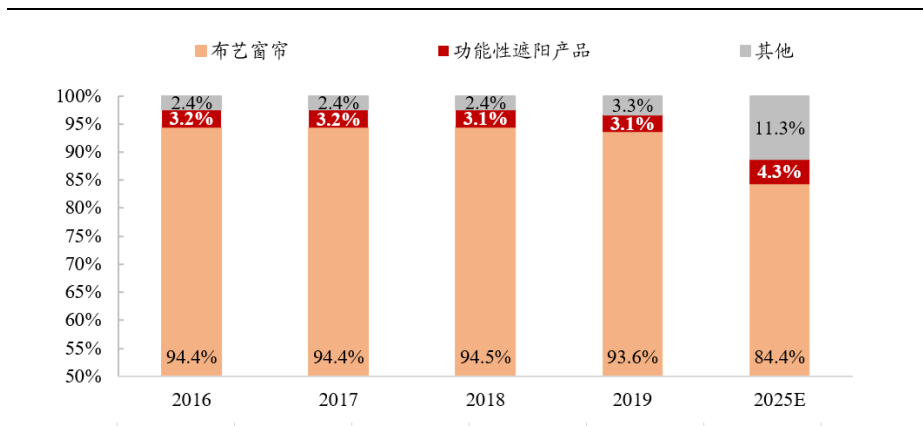
资料来源:建筑遮阳行业协会,浙商证券研究所

图 13: 中国功能性遮阳产品销售额



资料来源:建筑遮阳行业协会,浙商证券研究所

图 14: 中国功能性遮阳产品渗透率及预测 (销售额占比)



资料来源:建筑遮阳行业协会,浙商证券研究所

2.2. 国内龙头已初具雏形, 齐头并进奋起直追

欧美地区的建筑遮阳行业经过几十年的发展已经较为成熟，涌现出一批著名的行业巨头，如亨特道格拉斯、飞佛、梅尔美、盖尔太平洋等占据全球大量市场份额，这些国际龙头大多起源于 20 世纪 50 年代，与建筑遮阳产业兴起几乎同步，具有深厚的行业积淀，目前重点参与研发设计端和销售端这两个附加值较高的环节。其中亨特道格拉斯 2019 年销售额 36.86 亿美元，是全球窗饰产品市场的领导者，以其为代表的行业巨头仍处于全球化并购扩张过程中，市场集中度有进一步提升的趋势。

表 3：海外建筑遮阳行业龙头企业

海外龙头	国家	创立时间	产品	业绩规模
Hunter Douglas (亨特道格拉斯)	荷兰	1919	分为“窗饰产品”和“建筑产品”两大业务板块，包括遮阳系统、窗饰产品、吊顶与墙面、外墙等	2019/2020 年收入 36.9/35.4 亿美元，净利润 2.8/1.2 亿美元
Phifer (飞佛)	美国	1952	全球最大的特种纤维织物和遮阳网生产商之一，包括室外家具装饰布、遮阳网、防虫网、壁饰织物等	
Mermet (梅尔美)	法国	1951	各类以玻璃纤维为基础的高科技遮阳面料	
Gale Pacific (盖尔太平洋)	澳大利亚	1951	商业及工业用途的户外和建筑遮阳、遮光材料，如遮阳棚、遮阳伞、外遮阳产品、遮阳纺织面料等	2021 财年收入 2.05 亿澳元，净利润 1233 万澳元
Junkers&Müllers	德国	1950	织物遮阳产品、数码印花面料以及特种面料等	

资料来源：公司招股书，各公司官网，浙商证券研究所

我国市场参与者众多，集中于中低端市场；少数企业具备国际竞争能力，但占海外市场份额仍处于较低水平，长期提升空间广阔。根据建筑遮阳材料协会的统计，截至 2019 年底，全国功能性建筑遮阳行业企业数量约 3000 余家（绝大多数为成品制造商，面料生产商较少），其中年销售额在 3000 万元以上的企业仅 180 余家，其余 90% 多的中小规模厂商大多从事产业链中某个或某几个生产环节，在北上广江浙鲁形成了高度分工化的产业集群。整体来看，国内遮阳生产商基本服务于中低端市场，出口比例极低（2019 年仅 2.2%），价格竞争激烈，毛利率较低。

不过，近年来国内也培育出了少数具备一体化产业链的优质企业，如玉马遮阳、西大门等，凭借较强产品力进入欧美等发达地区的市场。在今年海运费上涨等不利因素下，玉马及西大门出口规模均逆势实现高增，充分证明国产产品的品质和性价比在全球市场的吸引力不断提升。借鉴传统纺织制造产业迁移的历史经验，我们认为未来全球产能将加速向国内转移，而国内产能将获持续整合，有望走出世界性的龙头企业。

表 4：国内功能性遮阳产品市场格局

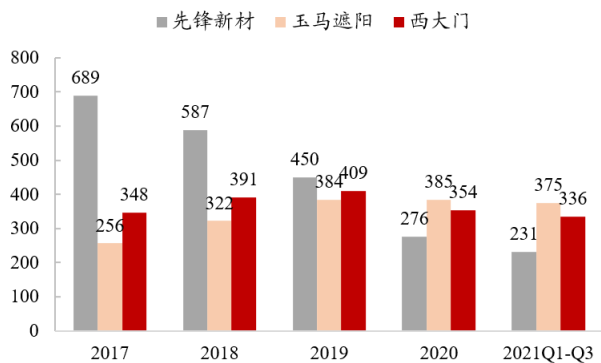
档次	规模	产品质量	毛利率	市场份额
第一档次	较大	产品质量及口碑均属国内上乘水平，面向中高端市场 拥有先进的生产技术和设备，研发实力雄厚	较高	十余家企业 占总产值的 20% 左右
第二档次	中等	处于国内的中等水平	中等	占总产值的 30%-40%
第三档次	较小	质量较低，主要供应国内低端市场	较低	企业数量众多 占总产值的 40%-50%

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

国内功能性遮阳材料前三大厂商为玉马遮阳、西大门和先锋新材，2019 年营收分别为 3.8/4.1/4.5 亿元，国内市占率为 2.0%/2.1%/2.3%。从历史变化来看，2017-2019 年，西大门、玉马遮阳营收持续增长，而先锋新材由于其澳洲子公司 KRS 经营情况不乐观，于 19 年将其剥离，因此营收持续下滑。2020 年受疫情影响，西大门、先锋新材营收下滑 13%/39%，而玉马遮阳与上一年持平，表现出较强韧性，主要系由于玉马的大客户战略受疫情影响较小，且其占比更高的基础款产品在疫情之下销量较好。2021 年前三季度，玉

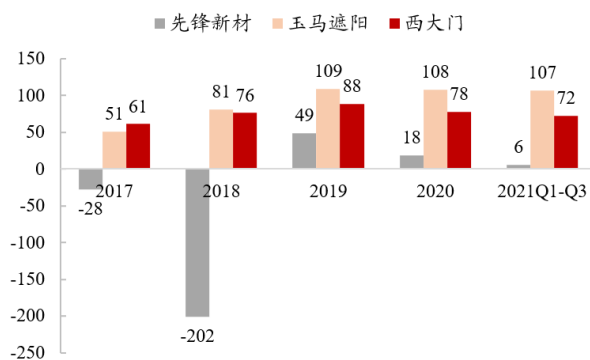
马遮阳、西大门和先锋新材分别同增 45%/36%/2%。从利润率对比来看,玉马遮阳毛利率及净利率长期高于西大门 6pct 左右,主要是由于玉马遮阳的高毛利产品可调光面料占比维持在 30%以上,而西大门仅占 10%。

图 15: 可比同行营业收入对比



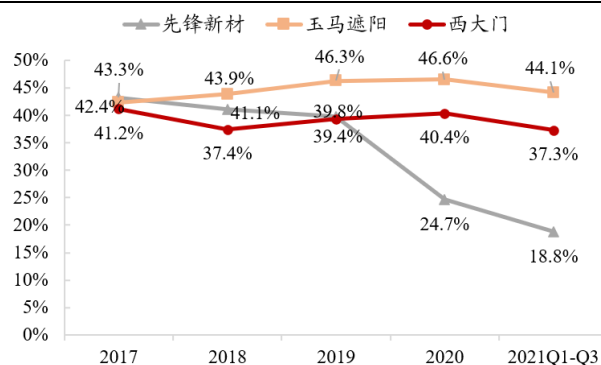
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 可比同行归母净利润对比



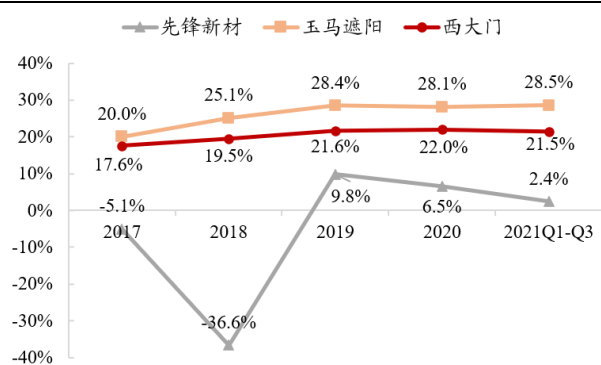
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 可比同行毛利率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 可比同行净利率对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

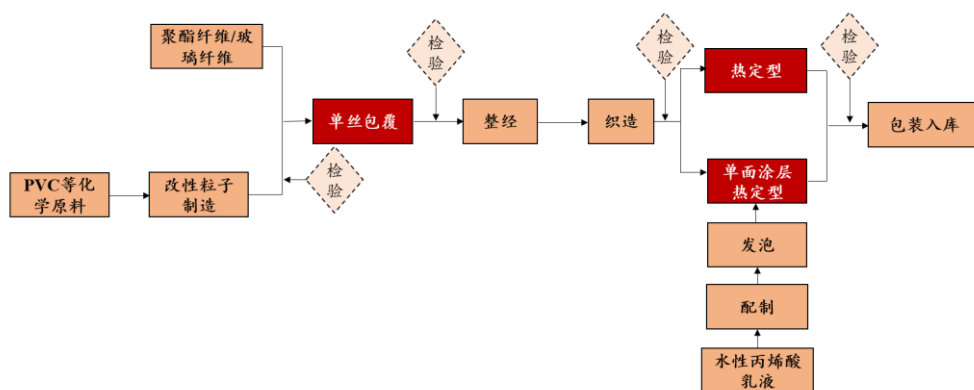
3. 公司具备持续成长基础，募投扩产释放向上动力

公司长期专注于功能性遮阳材料的研发、生产及销售，凭借自主创新能力，突破了传统遮阳企业激烈的价格竞争，逐步在行业口碑、设计研发、工艺技术、一体化生产及客户资源等方面形成了竞争优势。

3.1. 遮阳界高新企业，提供一站式采购解决方案

功能性遮阳材料生产工艺复杂、客户需求多样，需要深厚的产业经验及持续的研发投入。功能性遮阳材料涉及十几道生产工序，其中单丝包覆、涂层定型、坯布热定型等环节均存在较高技术门槛，且该材料相比传统布艺窗帘在平整度、匀称度控制上要求更加严格，对瑕疵的容忍度较低。另一方面，功能性遮阳材料的“功能”（如抗紫外线、阻燃、隔热、防腐等）主要体现在原材料的配方上，公司需要持续保持较高研发投入，以满足不同的场景及用户提出的新需求。

图 19：功能性遮阳材料生产流程（以阳光面料为例）



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

表 5：功能性遮阳产品主要性能

产品	性能
阳光面料	较好的面料平整性和尺寸稳定性、抗老化、透景、易清洗、抗拉伸能力强、具有阻燃性能、抗紫外线性能、耐光性能、耐热性能等
全遮光涂层面料	平整顺滑、质感细腻致密，具有极强的遮光、防紫外线性能、阻燃性能、隔热性能、防水防潮性、抑菌性能
半遮光涂层面料	保留了织物纹理或图案、适量采光、具有少量隔热性能、阻燃性能、材质轻薄
可调光面料	外形简洁美观、可调节透光的程度、具有防水性能、防污性能

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司设计开发能力处于业内领先水平，具备参与中高端市场的竞争力：1)在设备上，公司均从国外进口行业内领先的设备，包括德国进口的多尼尔剑杆织机和卡尔迈耶整经机、法国进口的史陶比尔提花龙头、韩国进口的美光涂层机等设备。2)在技术上，公司的生产工艺中包含阻燃抗菌改性粒子配方技术、抗紫外线改性粒子配方技术等 14 项自主研发的技术；公司以市场需求为导向，目前还正在推进新型可回收 TPE 阳光面料，户外耐老化遮阳面料等 7 项在研项目，持续构筑差异化竞争能力。2018 年公司被评为“高新技术企业”，享受企业所得税 15% 的优惠政策，2018-2020 年该项优惠的金额占公司当期利润总额的 9.1%/9.1%/9.5%。

表 6：公司自主研发技术

已批量生产的自主研发技术		
阻燃抗菌改性粒子配方技术	抗紫外线隔热涂层配方技术	高效挤出 PVC 包覆丝技术
高氧指数改性粒子配方技术	阻燃环保涂层配方技术	防止包覆纤维变形的设备技术
抗紫外线改性粒子配方技术	PVC 改性粒子自动制造技术	冷却水温度控制技术
涂层面料质量控制技术	热转印技术在蜂巢帘面料的应用	涂层厚度控制技术
阻燃防水抑菌工艺技术	镀铝技术	
尚处研究阶段的技术		
高强度阻燃环保涂层配方技术	户外耐老化遮阳面料	阻燃抑烟阳光面料
新型可回收 TPE 阳光面料	透明阻燃遮阳面料	降解甲醛释放氧离子的环保遮阳面料
PVC 复合配方浸轧技术		

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司通过产品全系化、定制化、一体化三个维度进一步巩固自身优势。

1) **产品全系化**：公司产品结构丰富、种类齐全，凭借自主掌握的核心技术和工艺实现能力，针对不同地域、不同层次客户的需求特点，开发出丰富的产品系列，先后研制推出四大类、百余种系列、千余种产品，是行业内产品品类、规格最为齐全的生产厂商之一，使得公司能够为客户提供一站式的采购服务，降低客户谈判、运输及售后成本。

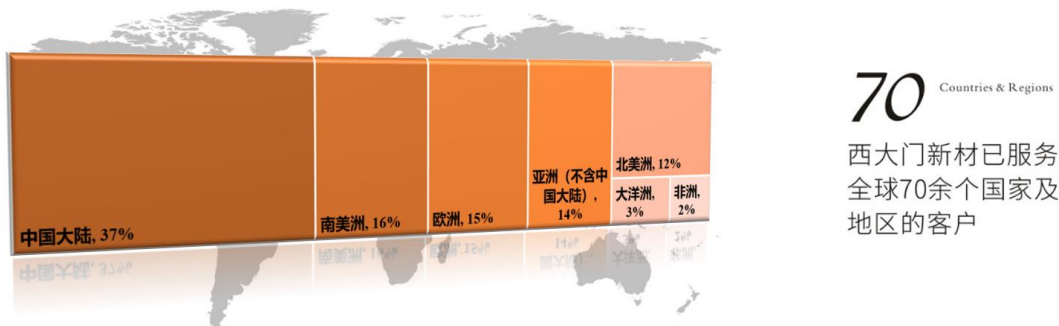
2) **定制化生产**：功能性遮阳材料的非标准化特征较为明显，相比产品规格较为固定的中小厂商，公司能够满足客户产品改进、来样定制、定向研发等不同层次的个性化需求，定制化产品的成长性与附加值显著高于固定尺寸类产品。

3) **一体化生产**：公司已形成集造粒、单丝包覆、织造、涂层、热处理、成品组装于一体的生产链，有效降低人工成本和材料耗用的同时，提高生产效率和产品成品率，最大程度地实现成本优势、提高效益。

3.2. 以多元分散客户结构，搭建全球化销售网络

公司客户遍布全球 70 余个国家和地区，具备服务全球客户的经验和能力。公司自成立以来持续通过展会、走访和客户介绍等方式拓展全球客户，并持续关注不同区域客户的产品需求和使用习惯，有针对性地推动产品的设计开发，培育了一批关系稳定的优质客户。目前，公司客户已遍布六大洲 70 余个国家和地区，其中美洲（占比 28%）、欧洲（占比 15%）、亚洲（占比 14%，不包含中国大陆）均为公司的主要市场。全球化的销售市场亦能帮助公司最快捕捉到行业前沿趋势，从而反哺研发设计端的能力提升。

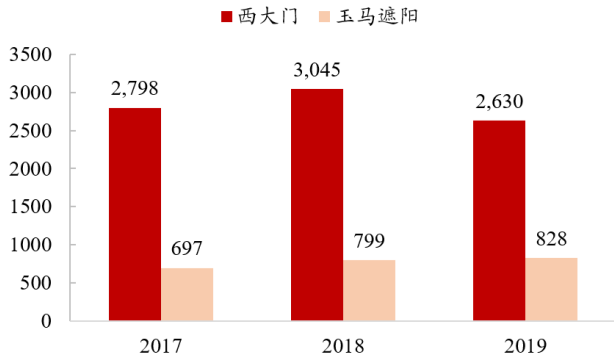
图 20：公司销售额地区分布（2019 年）



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

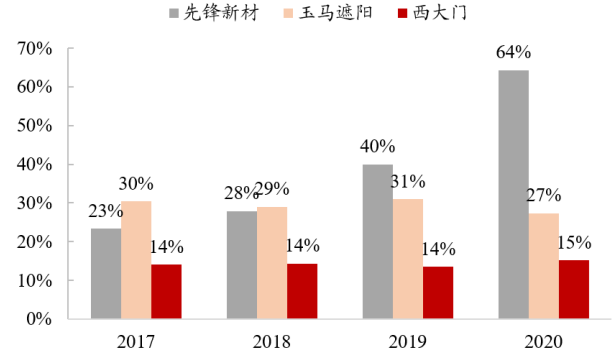
不同于国内竞争对手的大客户战略，公司以多点推广来扩大渗透半径，客户数量众多而集中度较低。以 2019 年为例，西大门客户数量共 2630 家，是玉马遮阳的 4 倍多；公司前 5 大客户占比 14%，而先锋新材/玉马遮阳分别为 40%/31%。该差异主要是由于各公司客户战略不同：遮阳成品客户数量多而分散，部分面料商倾向与大型成品商深度绑定以快速获取市场份额，但往往需要牺牲一定议价能力；而西大门客户结构较为多元化和分散化，以降低大客户减单的风险，同时采用差异化定价模式，结合产品差异化程度、客户要求、目标市场消费水平等多种因素确定报价，注重保持自身议价能力和利润水平。

图 21：可比同行客户数量对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：可比同行的前五大客户占比

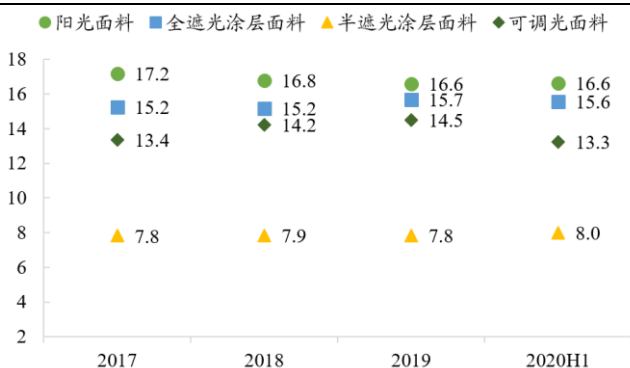


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产品售价总体保持稳定，其中阳光面料单价最高。2019 年公司阳光面料/全遮光涂层面料/半遮光涂层面料/可调光面料平均售价为 16.6/15.7/7.8/14.5 元/平方米，其中：1) 阳光面料市场需求旺盛、产品配方与工艺壁垒高，单价最高；2) 半遮光涂层面料行业技术成熟且用料较少，因此售价只有其他面料的一半；3) 可调光面料尽管毛利率最高，但由于其透光部分用料较少，因此平均单价为中等水平。公司产品均价总体稳定，其中波动主要系产品层次变化所致，如 20H1 可调光面料单价较低是由于公司为应对疫情影响，对部分库龄较长的存货进行了降价销售，以及海外大客户采购了较多低价产品。

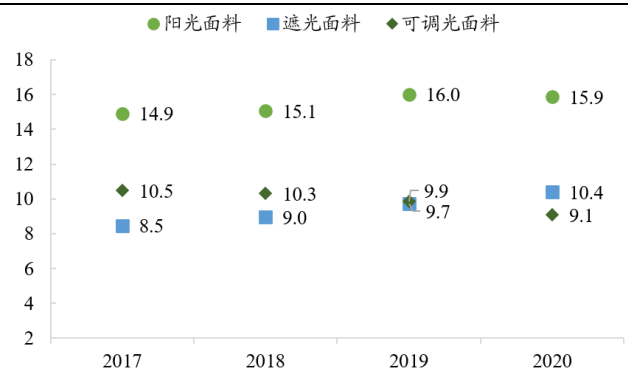
玉马的基本款销售占比相对较大，因此平均单价低于西大门。2020 年玉马遮阳阳光面料/遮光面料/可调光面料均价为 15.9/10.4/9.1 元/平方米，均低于西大门，主要原因有：1) 不同于西大门重点关注美洲市场，玉马在欧洲市场更具优势（19 年玉马/西大门的欧洲销售占比分别为 32%/15%），而欧洲市场更加追求产品功能性而弱化审美感和差异性，因此玉马的基础款销售比例更大；2) 玉马大客户订单规模较大，一方面拉低平均生产成本，另一方面客户的议价能力较强；而西大门订单数量更多、订单规模较小，客户对产品的个性化需求更多，因此生产成本更高，且公司的议价能力较强。

图 23：西大门产品平均单价（元/平方米）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：玉马遮阳产品平均单价（元/平方米）

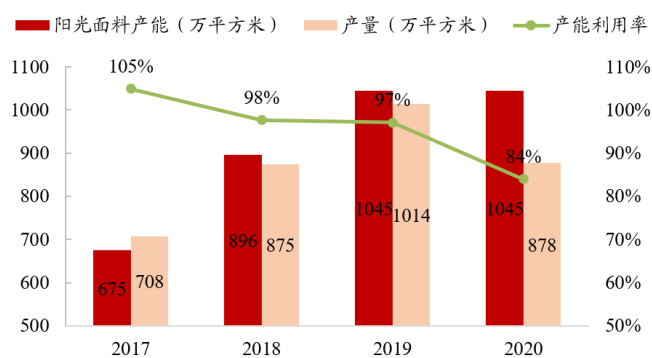


资料来源：玉马遮阳公告，浙商证券研究所

3.3. 22 年进入产能爬坡期，培育成品 C 端市场

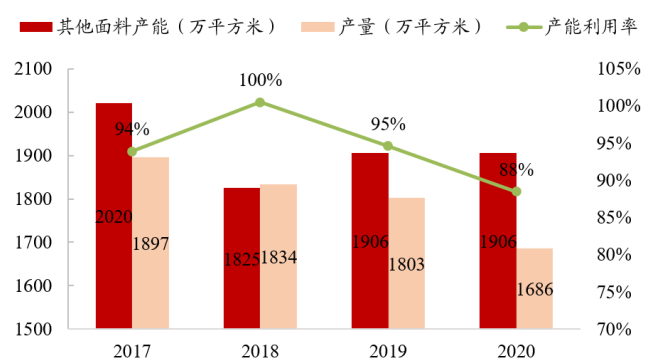
过去扩产集中于阳光面料，除 2020 年外产能利用率长期维持高位，扩产需求强烈。由于阳光面料的市场认可度及毛利水平较高，公司将其作为重点发展产品，过去四年内产能由 675 万平扩张至 1045 万平；而其他面料（遮光涂层面料、可调光面料共用产线）新增产能较少，反而由于设备损耗而略有下降。17-19 年公司产能利用情况接近饱和；20 年订单量受疫情影响大幅减少，总体产能利用率下滑至 87%；但据公司公告，21 年以来产能利用率再次恢复至 95%以上。总体来看，公司现有产能已不足以支撑下游客户不断增长的需求，募投扩产具有必要性。

图 25：公司阳光面料产能及产量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注：2020 年为测算值，公司未披露

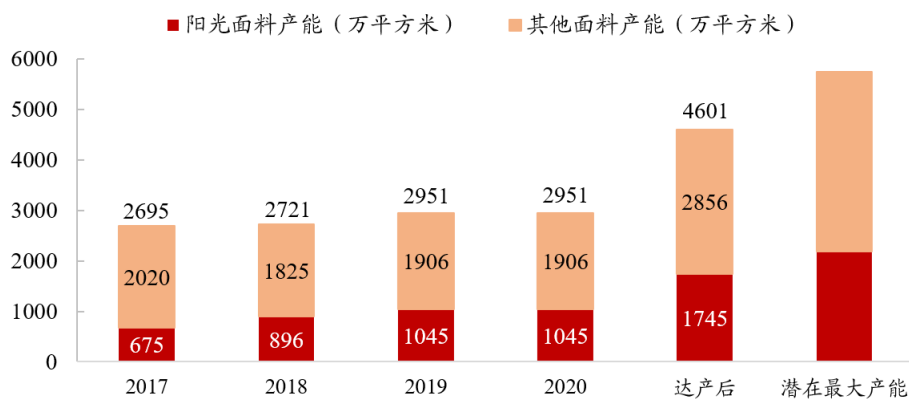
图 26：公司其他面料产能及产量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注：2020 年为测算值，公司未披露

预计到 22 年底产能将增长 50%以上，此外技术改造等方式亦能给产能带来一定弹性。公司 IPO 募投项目共投资 4.8 亿，计划在 19 年的 2951 万平方厘米基础上，新增 1650 万平方厘米（其中阳光面料 700 万平，其他面料 950 万平），增幅 50%以上，其中阳光面料占比将从 35%提升至 38%。截至 21 年第三季度末，该项目资金投入已超过两亿，进度近半；项目土建工程主体的四幢厂房重，已有一幢完成竣工验收，部分设备已到位，另外三幢已完成结项。若项目进展顺利，预计 22 年一季度将投产 50%左右，2022 年底可完全投产。此外，通过工艺流程优化、技术改造等方式，我们预测达产后的产能仍具有 15%~30%的提升空间。

图 27：公司遮阳面料产能扩张规划

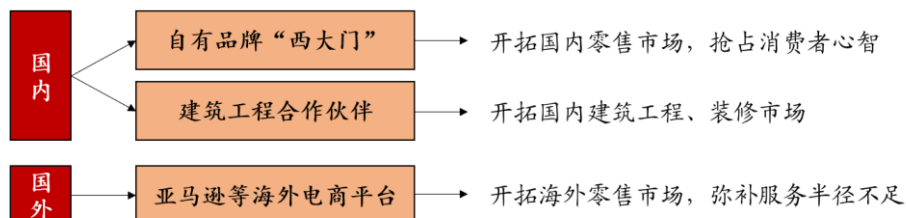


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

加大遮阳成品环节的产能布局，向后延伸一体化产业链，加强对国内外 C 端消费市场的培育。公司募投项目预计新增遮阳成品产能 200 万平方厘米，强化公司的一体化生产优势，同时帮助公司贴近最终消费者的产品需求，进而促进公司前端的产品研发。

销售模式和渠道铺设上: 1) 国内方面, 公司在 17 年成立的自有品牌“法丽雅”的基础上, 新成立“西大门软装/软体”品牌对接零售市场, 引导国内消费者对功能性遮阳产品的消费习惯, 抢先占领国内消费者在功能性遮阳品牌上的心智; 同时公司将选择房地产、建筑工程公司建立合作伙伴关系, 开拓国内建筑装修市场。2) 国外方面, 公司持续加码亚马逊等海外电商渠道建设, 从而弥补公司在海外市场服务半径不足上的劣势。

图 28: 公司遮阳成品渠道建设规划



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.4. 开拓软装软体新领域, 打造卧室场景生态圈

公司希望在原有产业基础上寻找更多发展维度, 目标培育软装软体为另一大业绩来源。面对泛家居行业万亿级的市场规模, 公司于今年成立软装及软体事业部, 正式进军家居行业, 产品涵盖墙布、布艺窗帘、窗饰、布墙板、床垫、沙发等品类, 旨在打造“卧室场景”生态圈, 同时培育国内消费者对品牌的认知度。

新品类具备核心技术支撑, 同时公司在渠道建设、品牌营销等方面全面迎接从制造商向零售品牌商的转型。

1) **产品:** 西大门床垫独家运用阿迪达斯的 Boost 爆米花材料, 其中的 TPU 颗粒在发泡处理后会像爆米花一样充满数以千计的微型能量胶囊, 从而拥有优秀的支撑效果和快速回弹效果。

2) **渠道:** 除了一家直营示范店之外, 公司全部以加盟店形式铺设销售渠道, 以降低资金压力及潜在风险。今年 6 月, 公司开展项目直播推介, 共有 20 个省的 3000 余位意向经销商齐聚, 截止下播前共有 393 位经销商报名招商会席位。

3) **品牌:** 今年 7 月公司签约张智霖、袁咏仪夫妇为西大门品牌代言人, 重金支持旗舰店、形象店的广告宣传, 通过小红书、抖音、微信等新平台, 助推公司品牌形象的建立。

图 29: 公司软装软体产品体系规划



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 30: 西大门床垫品牌代言人



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们预计 21/22/23 年公司实现营收 4.8/6.4/8.3 亿元，同比增长 34%/35%/30%。分业务来看：

1) 阳光面料：根据扩产规划，2022 年产能将逐步爬坡至达产，因此我们假设 21-23 年全年产能平均达产率为 10%/70%/100%；由于阳光面料为新型遮阳产品，下游市场需求旺盛、市场供应商较少，预计公司新增产能将消化顺利。单价方面，随着行业逐渐成熟、市场竞争加剧，公司现有产品价格及毛利率预计逐步下降，但公司每年均保持开发一定比例新产品，该部分产品单价及毛利率均较高，因此我们预计整体阳光面料单价及毛利率能维持在原有水平。预计 21-23 年阳光面料收入分别为 1.9/2.5/2.9 亿元，增速 52%/27%/17%。

2) 其他面料：由于涂层面料与可调光面料共用产线，在预测时需在整个扩产节奏基础上考虑产品结构的变化。从需求端来看，可调光面料由于更具美观性，在家装、酒店中应用广泛，预计国内渗透率提升将更快；从供给端来看，可调光面料技术含量较高、毛利率较高，公司将逐步加大该种类产品的投入，预计未来该产品将保持较高增速，占比会明显提高，在单价保持稳定的假设下，预计 21-23 年收入 0.5/0.8/1.2 亿元，增速 45%/59%/43%。而涂层面料技术壁垒较低、毛利较低，公司与国内中小型工厂技术差距体现不明显，预计未来增速将明显低于前两种面料，占比将下降。

3) 遮阳成品：随着 200 万平方米产能逐步投产以及国内线下渠道铺设和国外电商渠道完善，遮阳成品产销量将在低基数上实现每年接近翻倍的高增长，公司尚处于市场开拓阶段，预计未来将保持平均单价稳定，预计 21-23 年收入 0.3/0.6/1.1 亿元，增速 95%/95%/87%。随着规模增长，遮阳成品毛利率由 30%向 40%逐步提升。

4) 软装软体：该块新增业务预计于 22 年下半年开始贡献收入，公司规划 5 年内该块业务成长为遮阳材料之外的另一大业绩来源，但鉴于尚存较大不确定性，根据公司对这块新业务的发展规划，我们保守预测 22/23 年实现收入 3500/8800 万元。

毛利率：今年受汇率波动、原材料价格上涨等因素，毛利率出现下滑。公司销售策略为通过灵活调价以寻求与客户的长久合作，因此预计未来各板块毛利率将保持稳定。尽管高毛利产品占比提升，但软装软体业务处于发展前期，可能对整体毛利率造成一定拖累。在多方面综合考量下，**预计 22-23 年整体毛利率将维持在 40%左右**。随着新业务变得成熟，公司毛利率将明显提升。

费用率及净利率：由于新业务前期建设需要大量资金投入，因此即便在规模效应之下，我们仍然预测公司销售费用率和管理费用率将有所上升，预计 21-23 年公司净利率维持在 21%左右，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 1.0/1.3/1.7 亿元，对应增速 28%/33%/31%。

表 6：西大门分业务盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	409	354	476	640	833
YOY	5%	-13%	34%	35%	30%
毛利率	39%	40%	38%	40%	41%
归母净利润	88	78	100	133	174
YOY	16%	-12%	28%	33%	31%

净利率	22%	22%	21%	21%	21%
阳光面料	158	128	194	248	290
YOY	12%	-19%	52%	27%	17%
毛利率	46%	/	43%	45%	45%
全遮光涂层面料	129	115	128	140	147
YOY	4%	-10%	11%	9%	5%
毛利率	33%	/	31%	33%	33%
半遮光涂层面料	58	53	65	70	74
YOY	-11%	-9%	22%	9%	5%
毛利率	32%	/	30%	32%	32%
可调光面料	37	36	52	82	118
YOY	-9%	-3%	45%	59%	43%
毛利率	52%	/	50%	53%	53%
遮阳成品	19	15	29	57	106
YOY	34%	-20%	95%	95%	87%
毛利率	30%	30%	30%	35%	38%
软装软体	/	/	/	35	88
YOY	/	/	/	/	150%
毛利率	/	/	/	30%	35%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2. 估值分析

西大门与可比公司玉马遮阳为国内功能性遮阳材料的龙头企业，尽管在产品技术、品类完整性、一体化产业链、客户资源、未来成长性等方面上各有千秋，但总体旗鼓相当，我们认为两家公司都将长期受益于“国内渗透率+海外市占率”提升，未来成长进入加速期。根据上述盈利预测，西大门当前市值对应 21-23 年 PE 为 20/15/12 倍；根据 wind 一致性预测，玉马遮阳当前市值对应 21-23 年 PE 为 26/21/15 倍。我们认为当前玉马遮阳、西大门当前估值均存在上升空间，其中西大门相对更具性价比。

表 7：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	净利润（亿元）				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
玉马遮阳	39	1.08	1.48	1.89	2.56	36	26	21	15
西大门	20	0.78	1.00	1.33	1.74	26	20	15	12

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：玉马遮阳净利润数据来自 wind 一致预期

4.3. 投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 4.8/6.4/8.3 亿元，同比增长 34%/35%/30%，实现归母净利润 1.0/1.3/1.7 亿元，同比增长 28%/33%/31%，对应 EPS 为 1.04/1.38/1.81 元。现价对应 PE 为 20/15/12 倍。公司所处的功能性遮阳材料行业成长空间广阔，公司作为国内龙头企业，将进入快速发展期，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1、原材料价格波动风险：公司主要原材料聚酯纤维、水性丙烯酸乳液和 PVC 等均属于石化产品，因此公司生产成本受原油价格波动的影响较大，若原材料价格持续上升而公司未能及时向下游客户转移成本，可能对公司利润产生较大影响。

2、外贸环境恶化风险：公司外销比例超过 60%，客户遍布全球 70 多国，因此国际政治环境、贸易政策、国际供需关系等都将直接影响公司经营情况，若中美贸易摩擦加剧、海运费持续上行、国外贸易保护抬头，公司海外市场增长将不及预期。

3、软装软体业务开拓不及预期：家居行业竞争激烈，尽管公司产品具有差异性，但公司缺乏品牌零售经验，软装软体业务的市场开拓可能不及预期，进而拖累公司整体业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	784	767	826	975	营业收入	354	476	640	833
现金	633	349	392	448	营业成本	211	298	385	496
交易性金融资产	20	218	200	200	营业税金及附加	3	4	5	6
应收账款	28	55	47	90	营业费用	12	18	34	45
其它应收款	3	0	0	0	管理费用	23	31	46	60
预付账款	7	13	7	8	研发费用	13	19	24	32
存货	94	130	176	227	财务费用	2	(3)	(2)	(1)
其他	0	2	2	2	资产减值损失	(3)	(3)	(3)	(3)
非流动资产	315	396	488	503	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	2	2	2	2
固定资产	243	286	368	432	营业利润	88	116	153	201
无形资产	36	37	36	36	营业外收支	2	(1)	(0)	0
在建工程	32	70	80	30	利润总额	90	115	153	201
其他	5	3	4	5	所得税	12	16	21	27
资产总计	1,100	1,163	1,313	1,478	净利润	78	100	133	174
流动负债	83	56	82	84	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	78	100	133	174
应付款项	28	29	53	54	EBITDA	184	266	332	420
预收账款	0	9	7	5	EPS (最新摊薄)	0.81	1.04	1.38	1.81
其他	55	19	22	25	主要财务比率				
非流动负债	4	3	3	3		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4	3	3	3	营业收入	-13.3%	34.4%	34.5%	30.1%
负债合计	88	59	85	88	营业利润	-14.6%	30.9%	32.6%	30.9%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-11.9%	27.9%	33.1%	31.3%
归属母公司股东权益	1,012	1,104	1,228	1,390	获利能力				
负债和股东权益	1,100	1,163	1,313	1,478	毛利率	40.4%	37.5%	39.9%	40.5%
					净利率	22.0%	20.9%	20.7%	20.9%
现金流量表					ROE	10.3%	9.4%	11.4%	13.3%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC	13.7%	19.2%	21.9%	24.7%
经营活动现金流	125	52	116	96	偿债能力				
净利润	78	100	133	174	资产负债率	8.0%	5.0%	6.5%	5.9%
折旧摊销	23	22	22	22	净负债比率	8.7%	5.3%	7.0%	6.3%
财务费用	4	(3)	(2)	(1)	流动比率	9.4	13.7	10.0	11.6
投资损失	0	0	0	0	速动比率	8.2	11.2	7.8	8.8
营运资金变动	17	(63)	(33)	(96)	营运能力				
其它	4	(4)	(4)	(4)	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
投资活动现金流	(96)	(811)	(64)	(28)	应收帐款周转率	12.5	11.5	12.5	12.2
资本支出	76	135	162	102	应付帐款周转率	7.9	10.5	9.4	9.3
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他	(172)	(947)	(226)	(130)	每股收益	0.81	1.04	1.38	1.81
筹资活动现金流	463	474	(9)	(12)	每股经营现金	0.12	0.05	0.09	0.07
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	10.54	11.50	12.79	14.48
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
其他	463	474	(9)	(12)	P/E	26.0	20.3	15.3	11.6
现金净增加额	489	(285)	44	56	P/B	2.0	1.8	1.6	1.5
					EV/EBITDA	7.6	6.3	4.9	3.7

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