



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

功能遮阳前景广阔，龙头玉马未来可期

—玉马遮阳（300993.SZ）深度报告

2022年2月17日

汲肖飞 行业分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 分析师助理
liyanyuan@cindasc.com

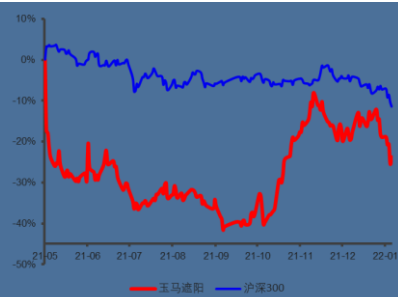
证券研究报告

公司研究

深度报告

玉马遮阳 (300993.SZ)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	27.2
52周内股价	20.29-34.74
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	-8.69
(%)	
总股本(亿股)	1.32
流通A股比例(%)	25
总市值(亿元):	35

资料来源：万得，信达证券研发中心

功能遮阳前景广阔，龙头玉马未来可期

2022年2月17日

本期内容提要：

- ◆**功能性遮阳行业龙头，深耕全球市场多年。**公司专注于功能性遮阳材料的研发、生产和销售，主要产品包括遮阳面料、可调光面料和阳光面料。公司定位高端，致力于为遮阳成品生产商提供高品质、高性能、高附加值功能性的遮阳材料与服务。公司产品以外销为主，2020年外销收入占比接近70%，主要出口欧洲、北美等地区。受疫情短暂影响后，公司业绩恢复快速增长，2021年前三季度实现营业收入/归母净利润3.75亿元/1.07亿元，同比增长45.12%/46.17%。
- ◆**国内市场需求潜力旺盛，高壁垒推动强者愈强。**功能性遮阳产品能够有效降低建筑能耗，综合节约建筑能耗约14%，契合当下绿色建材和建筑节能的概念。国内功能性遮阳行业当前仍处于成长初期，2020年功能性遮阳产品渗透率仅3.28%，市场规模仅208.9亿元。未来国家政策的扶持、消费偏好的升级将推动功能性遮阳产品逐步替代传统布艺窗帘。据国内建筑遮阳协会测算，到2025年功能性遮阳行业规模将达到500亿元。从行业格局来看，目前遮阳生产市场参与者众多，格局分散。未来随着遮阳产品逐步向多功能、多样化方向发展，在研发设计、产品创新、客户服务等方面具备优势的企业有望获得更多市场份额，行业头部效应凸显。
- ◆**心无旁骛聚焦主业，多方面构筑核心竞争优势。**公司多年深耕遮阳行业，积累多项竞争优势：1)技术与工艺方面，公司拥有多项自主研发的核心技术，并获得国家专利保护，产品技术参数在行业处于较为领先地位。2)产品方面，公司产品类齐全，产品与时俱进、推陈出新，基于消费需求热点，推出创意新产品，引领市场潮流。3)质量控制方面，公司坚持精益制造，建立了成熟的生产管理体系，在生产规模扩大的同时确保生产运营的高效率和产品质量稳定。4)服务方面，公司三大类、上千种产品助力公司能够快速响应客户需求，并提供完整解决方案。基于公司在产品、管理、服务等层次的积淀，公司树立了良好品牌形象，与国内外知名厂商建立长期稳定合作关系，客户粘性较强。
- ◆**募投项目打开产能天花板，营销网络扩展品牌影响力。**当前公司产能基本饱和，产品供不应求。公司在上市前已开展产能扩建、生产线技术改造、新材料研发中心等项目。募投项目的实施和落地将助力公司扩大生产规模，突破产能瓶颈，同时提高生产、仓储物流效率，全面提升产品品质和管理水平。此外公司营销网点建设项目拟将在长三角、珠三角优先布局，加强产品的宣传与推广，进一步提升公司品牌影响力和知名度，为“国外扩展、国内渗透”策略赋能。
- ◆**盈利预测与投资评。**我们看好公司受益于下游功能遮阳材料需求潜力旺盛，上市后产能持续扩张，推动业绩增长，预计2021-2023年收入为5.22/6.46/8.08亿元，同增35.7%/23.7%/25.1%，归母净利为1.42/1.82/2.35亿元，同增31.2%/28.6%/29.1%，对应PE26X/20X/15X。根据绝对估值法，我们给予公司目标价32.37元，公司竞争壁垒明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**新冠病毒疫情扩散风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险。

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	384	385	522	646	808
增长率 YoY%	19.2%	0.4%	35.7%	23.7%	25.1%
归属母公司净利润 (百万元)	109	108	142	182	235
增长率 YoY%	35.0%	-1.0%	31.2%	28.6%	29.1%
毛利率%	46.3%	46.6%	44.5%	45.7%	46.8%
净资产收益率 ROE%	19.6%	16.7%	11.9%	13.3%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	1.19	1.09	1.08	1.38	1.79
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	25.27	19.65	15.22
市净率 P/B(倍)	—	0.00	3.01	2.61	2.23

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 2 月 16 日收盘价

投资逻辑

公司专注于功能性遮阳材料的研发、生产和销售，具备面向全球市场丰富的生产销售经验，主要产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料，下游客户为海内外成品生产商和贸易商等。我们认为未来功能性遮阳行业发展空间广阔，公司产品生产壁垒高，在功能性遮阳产品方面具有深厚的技术经验，上市之后不断扩张产能，未来成长确定性强。

短期来看，公司头部效应凸显。公司研发创新能力、产品工艺水平处于行业较为领先地位，且能够基于消费需求，推出创意新产品，引领市场潮流。在质量管理方面，能够坚持精益制造，严格把控产前、产中和产后的三大生产环节，产品品质稳定性较强。三大遮光面料、上千种产品品类，赋予公司快速响应市场需求的能力。2021 年前三季度公司收入同增 45.12%、净利润同增 46.17%，预计全年业绩增长弹性较大。

长期来看，未来公司将坚持“国外扩展、国内渗透”的战略规划，将中国亦作为业务发展的重点地区。伴随国内消费升级和国家政策的扶持，未来国内功能性遮阳产品渗透率具有巨大潜力，需求景气度将有望更上一层楼。同时随着公司募投项目的推进，新产能陆续释放、产线持续升级、营销网点逐步建立，公司未来业绩成长空间巨大。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 公司深耕功能性遮阳行业，在功能性遮阳产品的生产、研发和销售方面有丰富的经验。同时公司重视研发创新，拥有多项自主研发的核心技术，以及上千种细分产品，能够引领市场潮流，并快速响应下游客户需求。因此公司积累了优质客户资源，合作粘性较强。
- 2) 目前公司下游以海外大型遮阳成品生产商为主，海外方面，未来公司凭借高性价比与快速响应优势，有望持续扩大海外市场份额；国内方面，随着国内功能性遮阳产品渗透率水平的不断提升、市场需求向高端化演变，公司作为遮阳行业龙头企业，受益于在国内市场的营销网络布局，将迎来下游需求的快速增长，业绩表现值得期待。
- 3) 公司目前产能利用率接近 100%，随着募投项目的建成，向上公司将打开产能天花板。届时可以进一步扩展海外市场份额，加深与境外大型遮阳成品生产商客户的合作。国内方面，公司可以加强国内市场的渗透，应对日益增长的下游需求。

目录

公司分析：功能性遮阳行业龙头，深耕全球市场多年	7
基本概况：聚焦主业，打造功能遮阳领先品牌	7
财务分析：走出疫情阴霾，2021 前三季度业绩快速增长	8
公司治理：实控人持股比例高，管理层行业经验丰富	10
行业分析：国内市场需求潜力旺盛，高端化趋势推动强者愈强	11
行业现状：优势明显、政策友好，功能性遮阳产品前景广阔	11
行业需求：消费观念与国家政策共振，渗透率提升驱动空间增长	14
行业格局：海外市场集中度高，国内市场以中小企业为主	15
行业趋势：高性价比为国外扩展赋能，需求高端化加速龙头国内渗透	17
核心优势：质、量齐升，头部效应凸显	17
技术优势：研发创新实力突出，实时推出新品引领市场潮流	17
质量控制：进口设备精益制造，质量管理业内领先	18
品牌优势：品牌认可度高，下游绑定全球优质客户资源	19
未来成长：募投项目打开产能天花板，营销网络扩展品牌影响力	20
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
估值与投资评级	21
风险因素	21

表目录

表 1：公司管理层基本情况介绍	11
表 2：近年来建筑遮阳相关管理政策	13
表 3：国内主要建筑遮阳行业企业及其经营情况	16
表 4：公司主要产品核心技术情况	18
表 5：公司收入与盈利预测（百万元）	21
表 6：可比公司 EPS 及估值对比	21

图目录

图 1：公司主要发展历程	7
图 2：公司三大系列功能性遮阳产品	7
图 3：2020 年公司各地区收入占比情况	8
图 4：近年来公司前五大客户收入占比情况	8
图 5：2017 年-2021 年前三季度公司营业收入变化/百万	8
图 6：2021H1 公司收入构成情况	8
图 7：近年来公司产品销量变动情况（万平米）	9
图 8：近年来公司产品单价变动情况（元/平米）	9
图 9：近年来公司各项产品毛利率变动情况	9
图 10：近年来公司各项费用率变动情况	9
图 11：近年来公司净利润变动情况	10
图 12：近年来公司 ROE 变动情况	10
图 13：公司股权结构图	10
图 14：建筑遮阳产品种类	12
图 15：2020 年国内建筑遮阳产品分类及占比	12
图 16：国内建筑遮阳行业发展历程	12
图 17：2020 年 Hunter Douglas 各地区收入占比	14
图 18：2020 年 Gale Pacific 各地区收入占比	14
图 19：2020 年玉马遮阳各地区收入占比	14
图 20：2020H1 西大门各地区收入占比	14
图 21：目前国内功能性遮阳产品多用于公共建筑	14
图 22：2020 年国内外遮阳产品渗透率对比	14
图 23：国内功能性遮阳产品渗透率的预测	15
图 24：国内功能性遮阳产品市场规模的预测	15
图 25：国外功能遮阳主要龙头企业	15



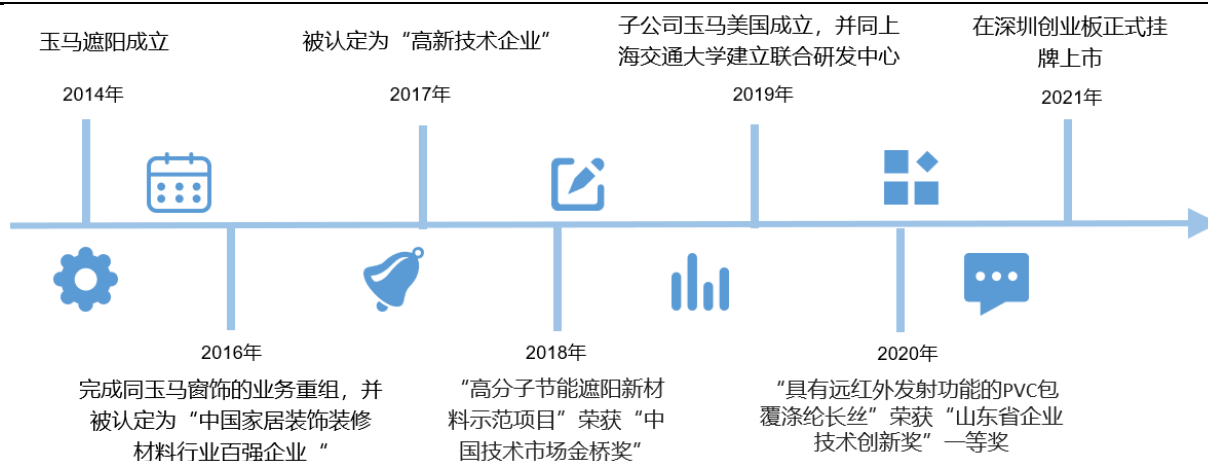
图 26: 国外功能遮阳行业主要企业基本情况	15
图 27: 国内遮阳行业企业三大梯队划分	16
图 28: 行业三大梯队市场份额占比情况	16
图 29: 公司及同行业可比公司研发投入对比	17
图 30: 公司与青岛大学、上海交通大学合作共建研发中心	17
图 31: 公司精益制造五方面	19
图 32: TQM 全面质量管理体系	19
图 33: 公司功能性遮阳材料工程案例	19
图 34: 公司产品远销全球六大洲 70 多个国家地区	19
图 35: 公司 IPO 募投项目投资概况	20
图 36: 公司产能扩建项目产能爬坡情况（万平方米）	20

公司分析：功能性遮阳行业龙头，深耕全球市场多年

基本概况：聚焦主业，打造功能遮阳领先品牌

公司自 2014 年成立后，专注于功能性遮阳材料的研发、生产和销售，主要产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料。公司产品定位高端，致力于为遮阳成品生产商提供高品质、高性能、高附加值的功能性遮阳材料与服务。公司立足于全球建筑遮阳产业，下游客户遍布全球，综合实力行业领先。公司持续提升技术工艺，先后在 2016、2017 年被认定为“中国家居装饰装修材料行业百强企业”和“高新技术企业”，并陆续同青岛大学和上海交通大学成立联合研究院，2021 年公司在深圳创业板正式挂牌上市。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司主要产品为遮光面料、可调光面料和阳光面料。遮光面料进入市场时间较早，市场竞争较为充分，附加值相对较低；阳光面料因工艺的特殊性，具有尺寸稳定、耐候性强、色牢度高等多种优越性能，生产工序较传统遮光面料复杂，具有一定技术壁垒；可调光面料因其在遮光、调光、功能等方面的优势，售价较高，且该产品为公司最早推向市场，引领行业潮流，公司具有一定的自主定价权。

图 2：公司三大系列功能性遮阳产品

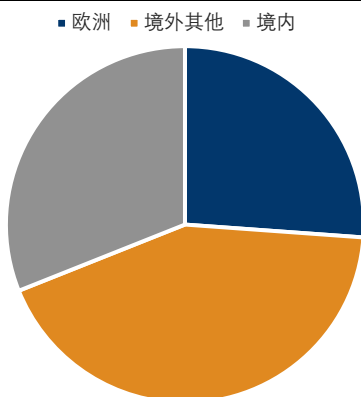
材料种类	遮光面料	可调光面料	阳光面料
效果展示			
应用场景	适用于家居、公共建筑工程内遮阳，如家庭住宅的书房、阳台、卫生间、酒店，办公楼，写字楼等。	适用于别墅，家庭住宅的书房、卫生间、飘窗等以及高档酒店大堂、特色餐厅、咖啡厅、办公楼等建筑的内遮阳。	适合高层大厦等玻璃幕墙这样的需要，广泛应用于写字楼、图书馆、医院等公共建筑和商业建筑。

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司产品以外销为主，2020 年公司境外收入占比为 68.95%，其中欧洲为主要销售市场，2020 年收入占比为 37.93%，同时公司出口亚洲、北美洲、南美洲等全球六大洲 60 多个国家和地区。公司下游与 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ、HUNDP.AS、

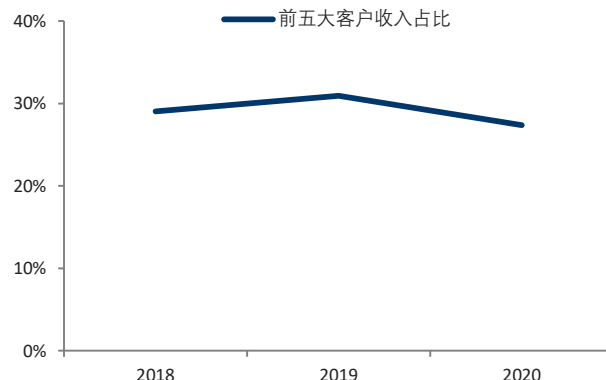
COULISSE 等国外知名厂商建立了长期稳定的战略合作关系，客户集中度稳定，2018-2020 年前五大客户收入占比均在 30%左右。

图 3：2020 年公司各地区收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 4：近年来公司前五大客户收入占比情况

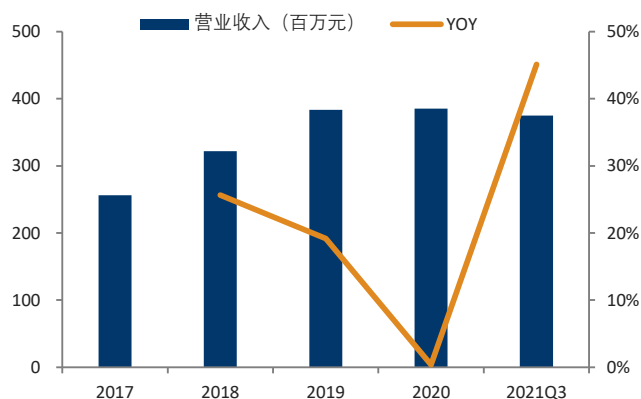


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

财务分析：走出疫情阴霾，2021 前三季度业绩快速增长

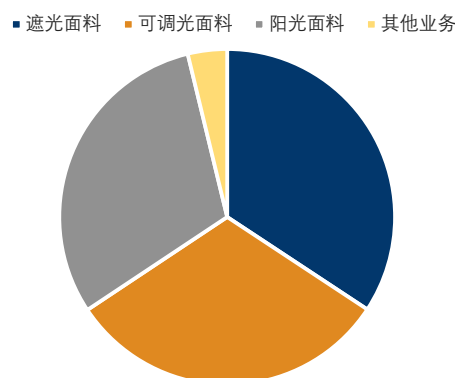
近年来公司收入呈现快速增长态势，2017-2019 年收入年均复合增速为 22.37%。2020 年受疫情影响，公司前三季度开工不足，并且未能通过展会加强新品推广，影响产品产销量，因此 2020 年公司实现营收 3.84 亿元，同增 0.37%。受益于海外需求高景气、公司生产规模扩大以及同比低基数，2021 年前三季度公司实现营收 3.75 亿元，同增 45.12%。

图 5：2017 年-2021 年前三季度公司营业收入变化/百万



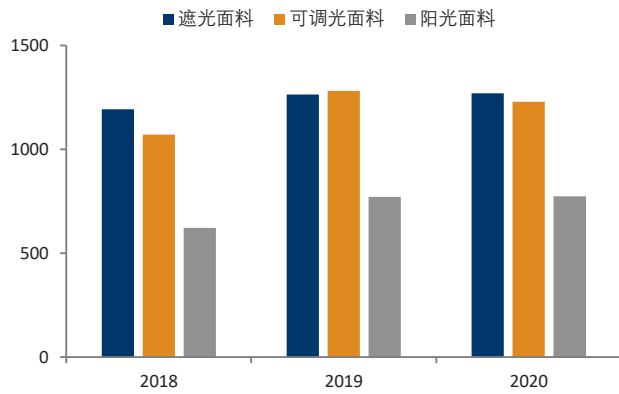
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2021H1 公司收入构成情况

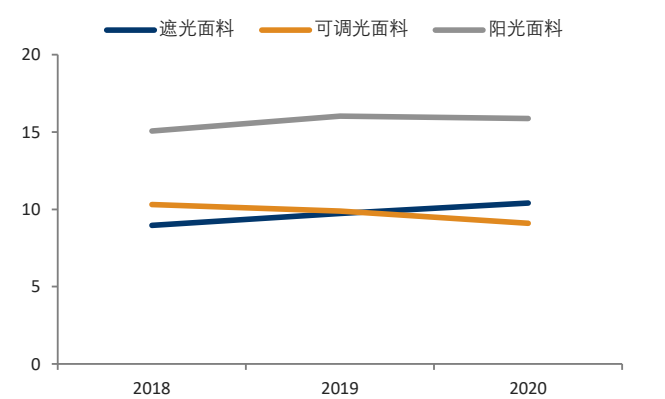


资料来源：Wind，信达证券研发中心

量价拆分来看，2020 年公司产销量基本稳定，无明显增长，主要系 2020 年疫情影响下，尽管公司产能有所提升，但工厂开工受限，遮光面料、可调光面料的产能利用率不足 80%。从产品价格来看，阳光面料销售单价相对较高，主要系阳光面料对工艺要求较高，有一定技术壁垒，因而定价较高。2018-2020 年单价较高的全遮光面料的销售占比逐渐提升，带动遮光面料系列整体单价逐年上升；单价较低的基础款可调光面料销售占比逐渐提升，带动可调光面料整体单价逐年上升。

图 7：近年来公司产品销量变动情况（万平米）


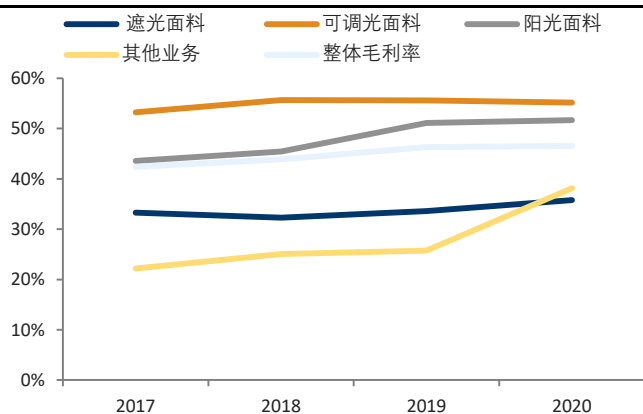
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 8：近年来公司产品单价变动情况（元/平米）


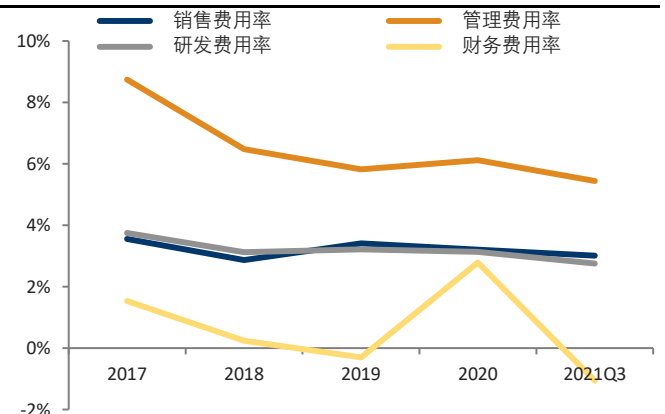
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2018-2020 年公司毛利率与各项产品毛利率走势趋同，呈现稳中有升的态势，从 2017 年的 42.36% 提升至 2020 年的 46.58%，主要系公司持续投入工艺改进，生产效率提高，质量损失下降，摊薄生产成本。受益于公司研发能力较强、不断推出可调光面料新品种，引导市场趋势，可调光面料毛利率持续提升，2020 年可调光面料毛利率达到 55.13%；阳光面料的毛利率基本维持在 55% 以上，相对较高，主要系其具有一定技术壁垒，产品附加值较高。

近年来公司各项期间费用率基本保持稳定，其中 2020 年财务费用率同比增长 3.09PCT 至 15.24%，主要受 2020 年人民币升值影响，公司产生了较大的汇兑损失，导致财务费用率较高。

图 9：近年来公司各项产品毛利率变动情况


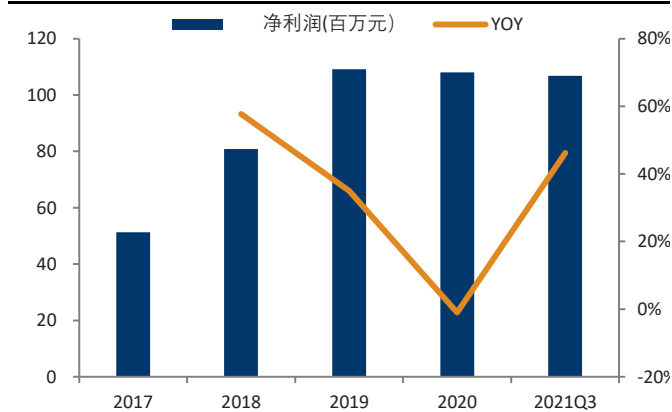
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：近年来公司各项费用率变动情况


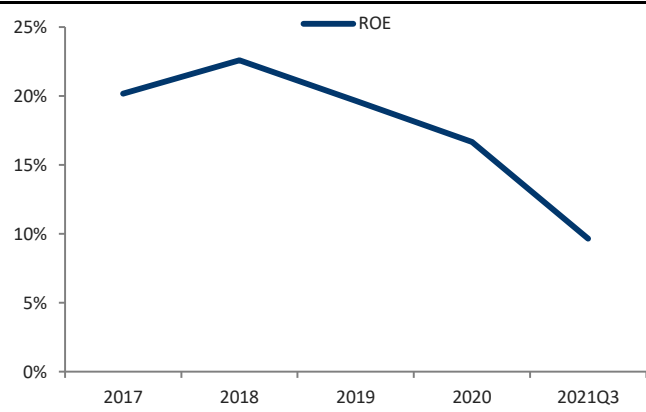
资料来源：Wind，信达证券研发中心

近年来净利润呈现持续增长态势，2019 年公司实现净利润 1.09 亿元，2017-2019 年净利润年均复合增速为 45.92%。2020 年受收入增速同比下降，期间费用显著增长等因素影响，公司实现净利润 1.08 亿元，同降 0.98%。2021Q3 公司毛利提升、管理、财务费用下降，净利恢复增长。2021Q3 公司实现净利 1.07 亿元、同增 46.17%。

从净资产回报率水平看，公司 2020 年、2021 年前三季度 ROE 分别为 16.66%、9.66%，同比均有所下滑，主要系 2020 年公司净利润同比下降，以及 2021 年公司上市后净资产同比显著增加。

图 11: 近年来公司净利润变动情况


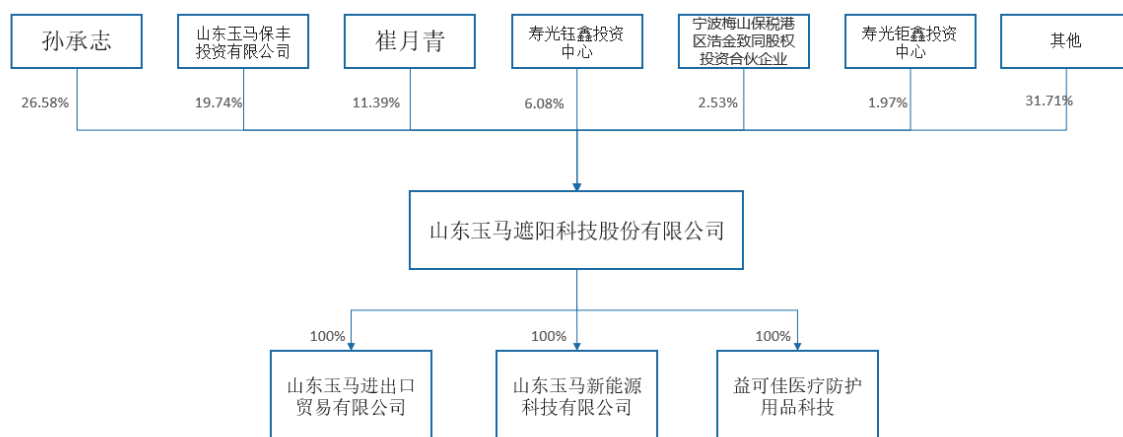
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 近年来公司 ROE 变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司治理：实控人持股比例高，管理层行业经验丰富

公司股权结构集中，实控人掌控能力强。公司实际控制人、控股股东为孙承志、崔月青夫妇，截止到 2022 年 1 月公司控股股东、实控人、董事长&总经理孙承志先生直接持有公司 26.58%的股份，并通过保丰投资间接持有公司 13.57%的股份，合计持股 40.15%；其妻子 崔月青女士直接持有公司 11.39%的股份，通过保丰投资间接持有 6.17%的公司股份，并通过钰鑫投资、钜鑫投资间接控制公司 8.05%股份的表决权，合计控制公司 25.61%股份的表决权。夫妻二人直接或间接。合计持股比例 65.76%，对公司决策控制能力较强。

图 13: 公司股权结构图


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

管理层稳定且行业经验丰富。公司管理层具有丰富的行业经验与扎实的专业知识，在公司任职多年且持有公司股份，管理团队稳定。董事长、总经理孙承志先生深耕行业三十年，始终专注于功能性遮阳材料的研发及生产，积累了丰富的研发、技术经验，同时担任建筑遮阳材料协会副会长，参与制定了《建筑室内窗饰产品通用技术要求》等行业标准。

表 1: 公司管理层基本情况介绍

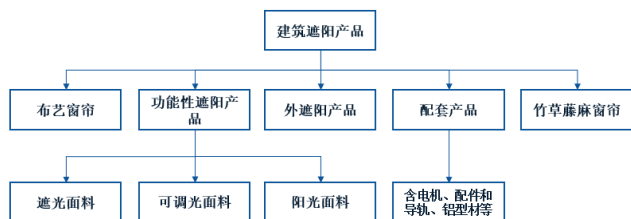
姓名	职务	简历
孙承志	董事长、总经理	现任建筑遮阳材料协会副会长，曾参与制定了《建筑室内窗饰产品通用技术要求》《建筑室内窗饰产品——软卷帘》《建筑室内窗饰产品——斑马帘》等行业标准。孙承志先生深耕行业三十年，一直专注于功能性遮阳材料的研发及生产，在该行业积累了丰富的研发、技术经验，其作为发明人的一种窗帘布、一垂直百叶窗帘、一种改进型可调光窗帘、一种全自动遮阳蓬、帘布平整度检测用辅助设备、一种可调光两用的窗帘布、一种具有动画效果的调光窗帘布等实用新型专利及多项外观专利已授权。
崔贵贤	董事、副总经理	1980 年出生，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，2009 年 6 月毕业于上海财经大学，工商管理硕士专业研究生学历。历任韩国进道株式会社生产技师、主管，上海中集宝伟工业有限公司新产品项目主管，玉马窗饰副总经理，玉马有限副总经理。
纪荣刚	董事、副总经理	1978 年出生，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，2001 年 7 月毕业于山东渤海进修学院，计算机及其应用专业大专学历。历任山东晨鸣纸业集团股份有限公司人力企管专员、行政经理，山东博润实业有限公司副总经理，玉马有限执行董事助理。
杨金玉	副总经理、董事会秘书	1962 年出生，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，1996 年 7 月毕业于山东省农业管理干部学院，经济管理专业大专学历，高级工程师。历任山东省寿光市齿轮箱厂技术员、车间主任、生产厂长，寿光市康跃增压器有限公司董事兼办公室主任、董事兼总经理助理、董事兼副总经理、财务负责人，康跃科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书、董事，寿光市康跃投资有限公司总经理、董事。
国兴萍	副总经理、财务总监	1973 年出生，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，1997 年 8 月毕业于潍坊市职工大学，财务会计专业成人大专学历，国际注册高级会计师。历任山东晨鸣纸业集团股份有限公司财务部科长、副部长、部长、审计部部长，山东御景大酒店有限公司财务总监，潍坊顺福昌橡塑集团公司副总经理兼财务总监，潍坊亚金联融资租赁有限公司总经理，山东墨龙石油机械股份有限公司副总经理兼财务总监。
梁金桓	副总经理	1978 年出生，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，1994 年 6 月毕业于寿光市实验学校，初中学历。历任玉马窗饰生产部经理，玉马有限技术工艺部经理，公司监事。
于仕龙	副总经理、管理部主任	1979 年出生，中国国籍，汉族，无境外永久居留权，2009 年 6 月毕业于中共山东省委党校，法律专业大专学历。历任中国石化山东石油分公司保管员、部门经理，寿光海鑫无纺布有限公司生产技术部经理助理、车间主任、综合部经理，山东禾宜生物科技有限公司企管部经理、生产部经理、总经理助理兼工厂运营总监，玉马有限生产管理部主任。

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

行业分析：国内市场需求潜力旺盛，高端化趋势推动强者愈强

行业现状：优势明显、政策友好，功能性遮阳产品前景广阔

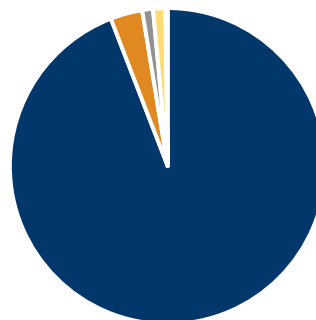
建筑遮阳产品是指安置在建筑物上用以遮挡或调节进入户内太阳光功能的遮阳装置，可以减少太阳对建筑物的辐射，并阻断太阳所产生的热空气与建筑物之间的对流，此外建筑遮阳产品还具有节能、保温、防雨、防寒、防潮、防风沙以及隔音降噪等作用。建筑遮阳行业主要包含五大类产品：布艺窗帘、功能性遮阳产品、外遮阳产品、配套产品（包含电机、配件和导轨铝型材等）和竹草藤麻窗帘。目前国内建筑遮阳产品仍以传统布艺窗帘为主，据建筑遮阳协会测算，2020 年国内布艺窗帘市场规模达 6000 亿元，占建筑遮阳行业规模的 94.13%。功能性遮阳产品尚处于发展阶段，2020 年销售规模占比仅 3.28%。

图 14：建筑遮阳产品种类


资料来源：华经产业研究，信达证券研发中心

图 15：2020 年国内建筑遮阳产品分类及占比

■ 布艺窗帘 ■ 功能性遮阳产品 ■ 遮阳百叶遮阳篷等
■ 电机及配件等 ■ 竹草藤麻窗帘等



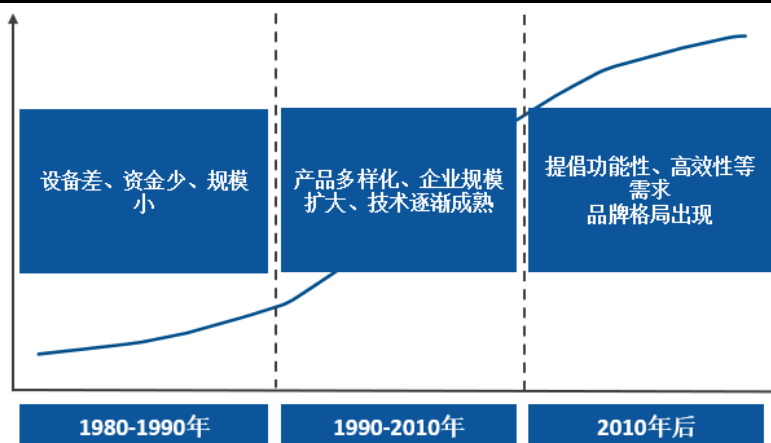
资料来源：建筑遮阳协会，信达证券研发中心

国内建筑遮阳行业发展大致可以分为三个阶段。

第一阶段：1980-1990 年，国内遮阳行业进入起步期。80 年代后，居民物质生活得到改善，对居住环境产生了新的要求，其中 80 年代中后期，塑料百叶窗帘、铝合金横百叶帘等遮阳产品逐渐走进办公室、家庭等各类使用场景。然而建筑遮阳产品生产仍完全处于手工作坊模式，设备差、资金少、规模小。

第二阶段：1990-2010 年，国内遮阳行业步入快速成长期。国内建筑遮阳企业大量涌现，遮阳产品生产技术逐渐成熟，产品趋于多元化，行业迅速发展，垂直百叶帘、卷帘、木叶帘等各式各样的建筑遮阳产品开始出现在大中城市。

第三阶段：2010 年以后，建筑遮阳行业迈入成长中后期，功能性遮阳产品开始得到广泛应用。随着建筑节能概念不断深入、遮阳系列标准逐步出台、人们对居住环境人文要求进一步提高，遮阳产品开始向多功能、多样化、节能环保、规模化方向发展，并成为现代建筑造型的重要元素。由于功能性遮阳产品集遮阳、调光、节能和环保功能于一体，还兼具防污、抗菌、阻燃和除甲醛等特殊功能，符合国家绿色建材的产业政策和发展战略，行业形成了功能性遮阳产品对传统布艺窗帘逐步替代的趋势，处于成长初期的细分赛道蓬勃发展，前景广阔。

图 16：国内建筑遮阳行业发展历程


资料来源：华经产业研究，信达证券研发中心

功能性遮阳产品是安装在建筑物上，用以遮挡或调节进入室内的太阳光的装置，通常由功能性遮阳材料、支撑构件、调节机构组成，主要目的是减少太阳对建筑物的紫外线、眩光

和热量辐射，阻断太阳所产生的热空气与建筑物之间的对流。一方面能够节约空调电能，遮阳隔热，有效降低空调负荷。现代新兴建筑在采用功能性遮阳材料后，太阳辐射强度由100%大幅下降为14%-35%；另一方面节约照明电能，有效遮阳的同时，过滤眩光，获取自然光线，改善市内居住品质，提高视觉舒适度，获取良好的室外景观视野。

功能性遮阳产品优势明显，且受国家政策扶持，发展前景广阔。

相比于布艺窗帘，功能性遮阳产品在成本、性能和使用方面有明显优势。成本方面，由于功能性遮阳材料的生产用料少，适用于批量自动化生产，因此原材料和人工成本较低，终端售价相对较低，传统布艺窗帘面料和功能性遮阳面料的单价分别在30元/平米、8-10元/平米的范围。性能方面，功能性遮阳产品可兼具阻燃、抗菌、除甲醛、防静电、防水拒油等特殊功能。使用方面，功能性遮阳产品可随意调节光线强弱，且占用空间小，无需清洗，使用体验感优于传统布艺窗帘。

国家政策带动功能性遮阳面料行业快速发展。功能性遮阳面料产品集遮阳、调光、节能和环保等功能于一体，还兼具阻燃、抗菌、防污、除甲醛等特殊功能，符合国家科技创新和产业发展方向，是国家鼓励使用的绿色节能产品。近年来国家大力推广绿色建材，陆续出台了绿色建材的产业政策，包括《绿色建筑行动方案》、《绿色建材评价标识管理办法》、《关于推动绿色建材产品标准、认证、标识工作的指导意见》等，绿色建材成为建筑行业的一种趋势，建筑节能概念的不断深入，带动建筑遮阳行业的快速发展。

表 2：近年来建筑遮阳相关管理政策

时间	文件	内容
2013.1	《绿色建筑行动方案》	切实抓好新建建筑节能工作，大力推进既有建筑节能改造，加强公共建筑节能管理，加快绿色建筑相关技术研发推广，大力发展绿色建材
2014.5	《绿色建材评价标识管理办法》	加快绿色建材推广应用，规范绿色建材评价标识管理，更好地支撑绿色建筑发展
2017.12	《关于推动绿色建材产品标准、认证、标识工作的指导意见》	提出“将现有绿色建材认证或评价制度统一纳入绿色产品标准、认证、标识体系管理，建立完善的绿色建材推广和应用机制，全面提升建材工业绿色制造水平。”

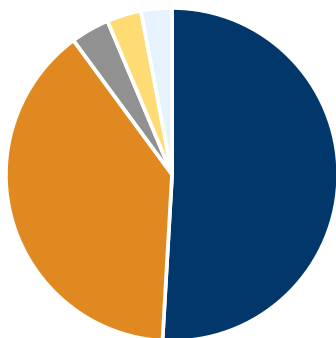
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

行业需求：消费观念与国家政策共振，渗透率提升驱动空间增长

海外建筑遮阳市场发展成熟，以功能性遮阳产品为主。建筑遮阳材料起源于欧美发达国家，在海外已经拥有较长的发展历史，国际遮阳产品厂商 Hunter Douglas、Phifer、Mermet、Gale Pacific 等占据了全球大量的市场份额。从销售分布看，国内外大型遮阳企业主要销售收入来自发达国家，且主要集中在欧洲和美国，功能性遮阳产品已成为海外建筑遮阳行业的主流产品，市场占有率达70%以上。

图 17：2020 年 Hunter Douglas 各地区收入占比

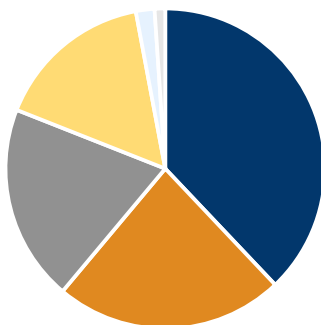
■ 北美 ■ 欧洲 ■ 澳洲 ■ 亚洲 ■ 拉丁美洲



资料来源：Hunter Douglas 公司官网，信达证券研发中心

图 19：2020 年玉马遮阳各地区收入占比

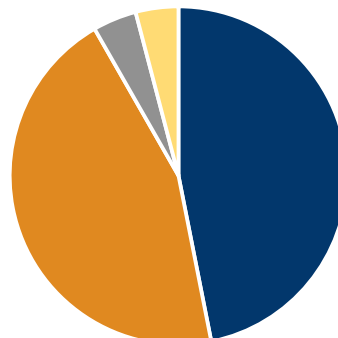
■ 欧洲 ■ 北美洲 ■ 亚洲 ■ 南美洲 ■ 非洲 ■ 大洋洲



资料来源：玉马遮阳公司官网，信达证券研发中心

图 18：2020 年 Gale Pacific 各地区收入占比

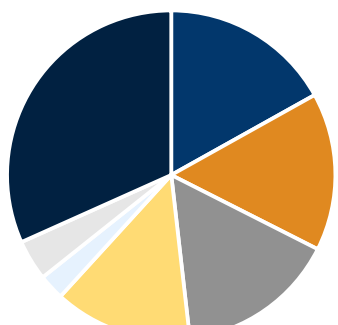
■ 美国 ■ 澳大利亚&新西兰 ■ 中东&北非 ■ 欧洲&亚洲



来源：Gale Pacific 公司公告，信达证券研发中心

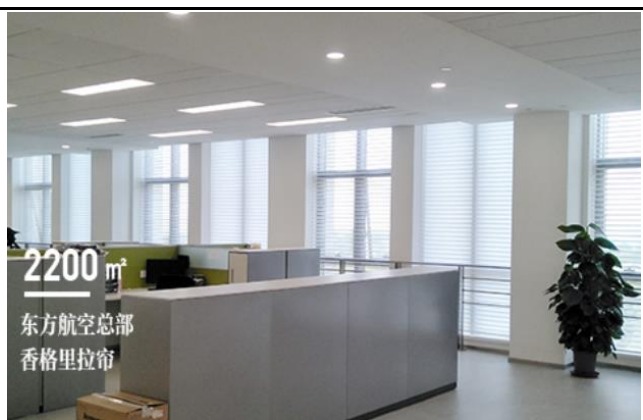
图 20：2020H1 西大门各地区收入占比

■ 南美洲 ■ 欧洲 ■ 亚洲 ■ 北美洲 ■ 非洲 ■ 大洋洲 ■ 国内

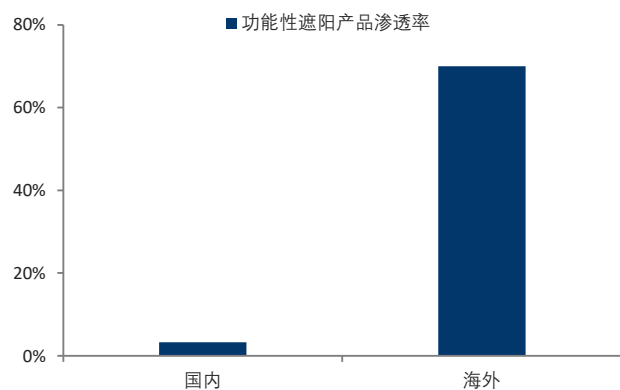


来源：西大门公司公告，信达证券研发中心

国内市场方面，国内市场处于成长阶段，功能性遮阳产品渗透率不足 5%。功能性遮阳产品在写字楼、酒店、大型场馆等公共建筑中运用相对普遍，但住宅类建筑中应用较少，据国内建筑遮阳协会统计，2020 年功能性遮阳产品在遮阳行业规模占比仅 3.28%。未来随着消费偏好的升级、轻奢极简的家居审美风格的普及以及绿色环保概念的深入，消费观念从注重装饰性的布艺窗帘转为注重功能性的遮阳产品功能，遮阳产品的市场份额有望持续提升。

图 21：目前国内功能性遮阳产品多用于公共建筑


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 22：2020 年国内外遮阳产品渗透率对比


来源：公司公告，信达证券研发中心

政策扶持叠加消费观念升级的驱动下，预计到 2025 年国内功能性遮阳产品市场规模将达到 500 亿元。据国内建筑遮阳行业协会的预测，到 2025 年国内建筑遮阳行业空间将达到 11582 亿元，2020-25 年复合增速为 12.69%，其中，功能性遮阳产品将逐步实现对传统布

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

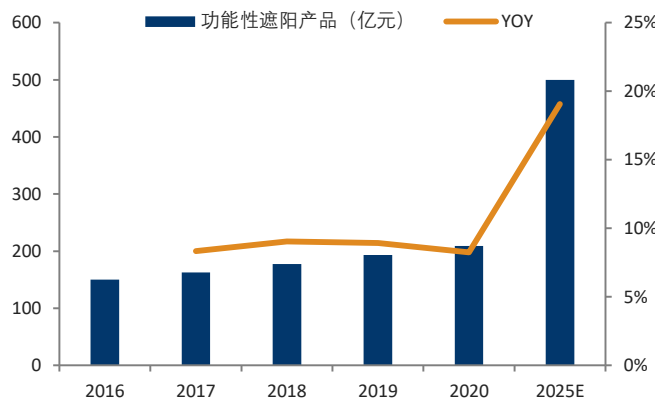
艺窗帘的替代，市场份额不断提升，到 2025 年功能性遮阳产品的市场占有率将从 2020 年的 3.28%，提升至 4.87%；市场规模将达到 500 亿元，2020-25 年年均复合增速为 19.07%，行业增长迅速。

图 23: 国内功能性遮阳产品渗透率的预测



资料来源：国内建筑遮阳协会，信达证券研发中心

图 24: 国内功能性遮阳产品市场规模的预测



资料来源：国内建筑遮阳协会，信达证券研发中心

行业格局：海外市场集中度高，国内市场以中小企业为主

海外格局：海外功能遮阳行业发展较为成熟，竞争充分，参与竞争的主体主要集中在产业链研发设计和销售两端，获得技术专利、品牌效应、营销服务等高附加值，利润水平较高。市场份额集中于头部企业，国际厂商 Hunter Douglas、Phifer、Mermel、Gale Pacific、Junkers & Müllers、Serge Ferrari 占据了主要的市场份额，且行业集中度有进一步提高的趋势。而国内功能性遮阳头部企业玉马遮阳、西大门 2019 年出口北美市场的合计销售额 1.02 亿元，仅占海外龙头企业 Hunter Douglas 北美市场销售收入的 0.98%。

图 25: 国外功能遮阳主要龙头企业



资料来源：华经产业研究，信达证券研发中心

图 26: 国外功能遮阳行业主要企业基本情况

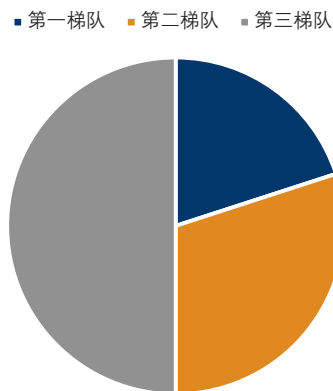
公司	成立时间	国家	主要业务	2019年销售额
Hunter Douglas	1919	荷兰	在中国业务划分为窗饰遮阳、建筑产品两大板块，涉及公共建筑、交通设施、商务办公居民家居等	36.86亿美元
Phifer	1932	美国	产品包括防虫网、户外家具装饰布、室内外遮阳面料等	未披露
Mermel	1951	法国	遮阳面料制造商，致力于设计和生产各类以玻璃纤维为基础的高科技遮阳面料	未披露
Gale Pacific	1951	澳大利亚	产品涵盖遮阳纺织面料、外遮阳产品、遮阳棚等各类室内外遮阳面料	1.56亿澳元
Junkers & Müllers	1950	德国	产品主要包括织物类遮阳产品、数码打印纺织品等	未披露

资料来源：西大门公司招股说明书，信达证券研发中心

国内格局：从国内遮阳行业来看，市场集中度较低，格局分散，行业内多为中小微企业。据建筑遮阳材料协会统计，截至 2019 年底，全国功能性建筑遮阳行业企业数量约 3000 余家，年销售额在 3000 万元以上的企业约 180 家，行业内竞争的企业形成了三层次梯队，其中第一梯队企业生产规模较大，产品质量及口碑均处于国内为领先水平，研发实力雄厚，拥有先进的生产技术和设备，产品主要面向高端市场，代表企业如玉马遮阳、西大门新材料等十余家公司，市场份额合计占细分领域总产值 20%。

图 27：国内遮阳行业企业三大梯队划分


资料来源：华经产业研究，信达证券研发中心

图 28：行业三大梯队市场份额占比情况


资料来源：西大门公司招股说明书，信达证券研发中心

表 3：国内主要建筑遮阳行业企业及其经营情况

公司	是否上市	主营	2021 收入 (亿元)
先锋新材	已上市	阳光面料的研发、生产和销售	2.76
玉马遮阳	已上市	功能性遮阳材料研发、生产和销售	3.85
西大门	已上市	功能性遮阳材料研发、生产和销售	3.54
浙江永顺窗饰材料	未上市	专注于窗饰产品及面料的开拓与发展的大型民营企业，产品包括涂层面料、罗马帘、百折帘面料及成品	
温多利遮阳材料	未上市	专业研发、生产高品质阳光面料、遮光面料，产品主要包括阳光面料、全遮光面料等。	
浙江辰鸿纺织品	未上市	致力于高科技窗帘产品和遮阳面料的研究与开发的高新技术企业，产品包括各类遮光布、植绒窗帘布等	
常州霸狮特种纺织品	未上市	从事阳光面料的研发、生产和销售，产品主要包括各类聚酯纤维、玻纤阳光面料等	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

行业趋势：高性价比为国外扩展赋能，需求高端化加速龙头国内渗透

行业未来发展趋势分析：

1) 海外方面，高性价比和快速响应成为核心竞争要素。

出口海外的功能性遮阳材料企业基本为中大型生产企业，其生产要素在国内，因此具有较强的原材料、人工等成本优势，产品的性价比较高，定价普遍低于国际知名厂商，且具有国际知名厂家同类产品类似的质量。此外国内中大型厂商经过多年的技术和经验的积累，已经形成了较为成熟的产品研发体系，产品种类繁多，能够快速满足下游客户的不同需求，具备为客户定制产品的能力。因此在全球市场，国内头部厂商未来在供应端有逐渐扩大市场份额的趋势。

2) 国内方面，需求高端化将加速头部企业产品进一步渗透。

高端产品生产技术壁垒高。功能性遮阳材料生产工艺流程复杂，涉及技术领域多。生产包含十几道工序，每个环节的流程、控制设计都依赖于生产过程中技术经验的积累，整个工艺流程涵盖了化工、材料、机械等跨行业生产技术，每道技术工艺都需要严格控制，以保证最终产品的性能和质量。此外，功能性遮阳材料的防紫外线、除甲醛、阻燃等性能主要体现在原材料配方上，需要跟随市场的需求而对配方技术做出改变。

优质龙头在需求高端化趋势中有望扩大市场份额。国内正处于建筑遮阳行业的成长期，行业内企业众多、集中度低。**从供给端看**，大部分中小企业规模小、自主研发能力弱，以价格战争夺低端市场份额；而中高端市场对于产品质量、品种和性能要求较高，具有较强的进入壁垒。**从需求端看**，未来随着行业准则和技术标准的逐步建立以及居民消费理念的转变，中高端遮阳产品的需求将不断增长，推动建筑遮阳产品向多功能、多样化方向发展，行业技术水平日益提高。因此在创新设计、工艺水平和客户服务方面都具备优势，且不断提升产品附加值，走差异化竞争的企业能够在多元化、特色化、功能化的行业发展趋势中，获得更多市场份额。

核心优势：质、量齐升，头部效应凸显

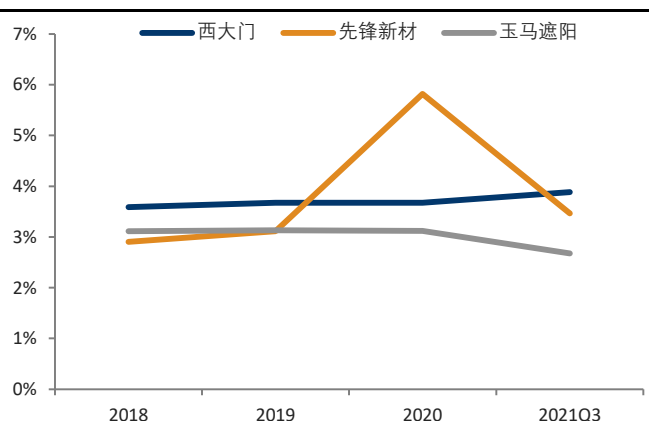
公司心无旁骛，聚焦主业，以“国内渗透、国外拓展”为战略，不断提升产品的市场占有率。经过多年的经验积累，公司拥有较强的研发创新、质量控制管理优势，能够快速响应客户，凭借品质、效率和服务的持续升级，积累了优质客户资源，形成了较强粘性。伴随着募投项目产能释放，公司头部效应愈发凸显，综合竞争力进一步提升。

技术优势：研发创新实力突出，实时推出新品引领市场潮流

稳定投入研发资金、研发人员。公司专注于遮阳新材料核心技术的研发和创新，并保持稳定的研发资金和人员投入。近年来公司研发费用率基本维持在3%以上的水平，研发技术人员占员工总数比例维持在10%以上。稳定的研发资金和人员投入助力公司取得丰富的研究成果并获得广泛认可。公司与上海交通大学、青岛大学等多家高校和科研院所建立长期合作关系，现拥有各项专利80余项，并参与了多项遮阳新材料国家标准的编制工作，在行业内形成了较为领先的技术优势。

自主研发核心技术，优化升级工艺水平。经过多年的研发、生产经验的积累，公司在功能性遮阳材料领域自主研发多项核心技术和生产工艺如高阻燃高日晒的高分子材料造粒技术、高分子遮阳材料抽丝技术等，技术先进性较强并获得了国家专利保护。产品的遮光率、平整度、色牢度及阻燃性能等关键技术参数在行业中处于较为领先的地位。近年来核心技术产品贡献收入占比基本保持在95%以上，核心技术成为公司收入增长的主要驱动力。

图 29：公司及同行业可比公司研发投入对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 30：公司与青岛大学、上海交通大学合作共建研发中心



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 4: 公司主要产品核心技术情况

序号	名称	技术来源	技术先进性及具体表征	技术保护情况
1	具有高阻燃高日晒的高分子材料造粒技术	自主研发	以聚氯乙烯为主要原料, 添加复合高性能阻燃体系和抗老化体系, 提升了材料的阻燃性能和抗老化效果, 色牢度较同类产品有大幅度提升, 其技术水平达到国内先进水平。	技术机密
2	无水少水染色技术	合作研发	以环保的无机染料为染色母体, 添加固色类助剂材成染液, 依靠远红外预烘、全自溢聚料循环等先进设备经过浸轧、烘、高温发色进行少水染色。该工艺基本无废水排放, 节能环保, 且产品颜色鲜艳, 色中度高, 该技术已申报发明专利并已经受理,	发明专利申请号: 201911063095.0
3	高分子遮阳材料抽丝技术	自主研发	以改性 PVC 母粒为原啊, 单螺杆挤出机配特定的模套为包度设备, 以玻璃纤维或聚随纤维为基材, 经单件, 包度工艺在玻璃纤维或聚酯纤维表面连续度主聚氯乙烯篇复合材料层得到包覆线。该工艺每分钟可生产七百米, 且纱线条干均匀, 真技术水平达到国内先进水平。	技术机密
4	环保水性丙烯酸发泡涂层技术	自主研发	采用聚丙烯酸酯类水性环保统织乳液为基料, 配合公司自主如工生产的稳泡剂等一系列辅料, 进行空气微孔发泡, 然后涂敷到纺织而料上, 制得环保、节能、透光性优氏的发泡产品。该技术经过务年的优化调住, 解决了发泡产品剥离牢度差, 易带连等务种问题, 技术水平达到国内先进水平,	技术机密
5	多层调光而料型织造技术	自主研发	通过多层组织的编织实现多层中空的面料结构, 达到隔音降块的目的。该技术杜绝了胶带工艺造成的环保何蹇和胶老化脱落造成的而料开裂何 JS, 提高了产品的耐用度和档次。该项技术已获得多项专利。	专利号: ZL201520008603.6. 等
6	批鱼绣花成卷技术	自主研发	通过自重力平衡杆调节绣框的摆动, 再通过布面夹持辊和力矩收卷协同控制实现恒张力收卷, 避免了功能性遮阳材料的会压造成的损伤, 提升了产品品质, 该技术已获得专利。	专利号: ZL2017200S02S3.4
7	面料高速定型技术	自主研发	结合定制定型设备避行高速生产, 精准控制收放卷恒张力、温度、风机出风等因素满足高速生产的要求。公司经过长时间的的经验积累, 生产的产品质虽稳定, 生产技术达到国内先进水平。	技术机密
8	斑马帘纬弓结斜控制技术	自主研发	利用光电整纬设备, 红外探边探测器保证了纬向的平且: 通过恒张力放卷、恒张力收卷、三辊出布、张力枰枰春保证了经向的喂入均匀; 全自动储布架解决了短暂停机造成的产品质量波动; 针板夹持精准确保了定型机前后的纬向尺寸的稳定。该技术处在行业前列。	技术机密
9	卷帘杯弯克重控制技术	自主研发	通过恒张力收卷设备和恒张力放卷设备控制喂入织物尺寸的均匀来控制产品杯弯, 通过控制浆料的粘度、含固量、Ph 值、玻璃化温度来控制产品克重。同时引进高精密设备和检测仪器进行配套, 共同实现卷帘杯弯与克重的控制, 该技术已获得专利。	专利号: ZL2017200S0282.X
10	除甲醛释放负离子的复合而料	合作研发	在复合材料的基础上, 通过添加纳米电气石负离子粉, 赋予材料电离空气形成负氧离子的功能, 添加天然沸石微晶体, 赋予材料吸收分解甲酸的功能。得到的新型 ECO 材料, 具有净化空气, 吸收甲醛, 促进人体健康等功效, 其技术达到行业领先水平。	技术机密

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

公司产品与时俱进, 推陈出新。公司注重对新产品、新性能和新技术的研发及产品的时尚创意设计。设计团队立足于国际化视野, 在面料的组织结构、花型、颜色搭配、功能性等方面进行不断的创新与尝试。公司基于消费需求热点, 推出了银离子抗菌面料、能净化空气的森酷阳光面料、除甲醛释放负离子的复合面料等创意新产品, 为消费者提供更多样化的选择, 引领市场潮流。

质量控制: 进口设备精益制造, 质量管理业内领先

公司坚持精益制造, 并建立了成熟稳定的生产管理体系, 具有较强的质量控制优势, 主要体现在人、机、料、法、环五个方面。在人方面, 公司生产团队拥有纺织专家五名、十年以上技术织造经验人员 30 余名。在机方面, 公司拥有全球最先进的意大利进口 Smit 织机、德国多尼尔织机以及整理工序中应用的高温定型和专用涂层生产线, 公司所使用的生产设备均按行业领先的标准进行配置。在料方面, 公司原材料为 SGS 检测环保助剂、韩国进口纱线。在法方面, 公司拥有全套 TQM 全面质量管理体系, 包括产前、过程、产后检验, 依据标准织造流程严苛织造。

因此公司产品能够长期保持稳定的高品质, 在生产规模扩大的同时确保生产运营的高效率及产品质量的稳定性。未来公司将继续完善质量管理体系, 以产品质量为核心, 建立起一套科学、严密、高效的质量体系, 严格把控产品质量, 加强对单一产品成本的管控, 提高

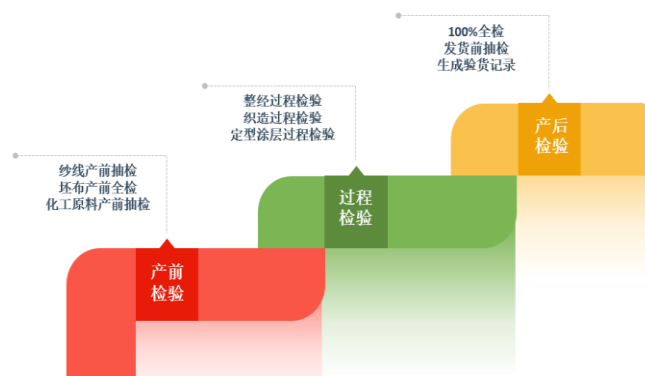
精益化管理水平，持续进行机器设备的升级改造，进一步提高生产线自动化水平，建立智能仓储系统，打造国际一流的生产制造管理体系，实现业务体系的规模化、高效化和智能化，以提供高品质、高性能的产品，全方位满足客户的需求。

图 31：公司精益制造五方面



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 32：TQM 全面质量管理体系



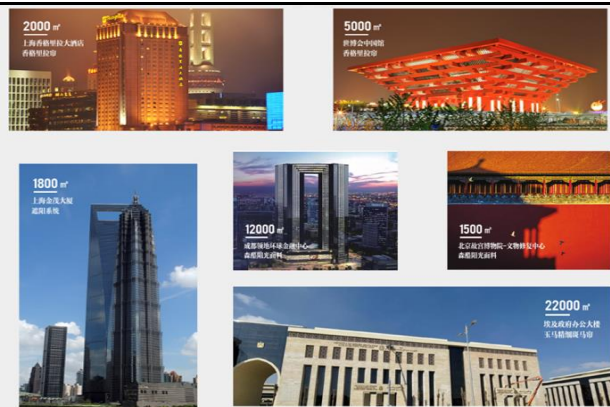
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

品牌优势：品牌认可度高，下游绑定全球优质客户资源

快速响应客户需求，持续进行服务升级。公司拥有丰富的产品种类，分为遮光面料、可调光面料和阳光面料三大类、十三个系列、上千种产品，能够覆盖全球不同区域的客户的多样化新产品开发需求，为客户提供完善的解决方案。同时公司重视维护与现有客户之间的合作关系，针对各销售区域均配备了专职销售人员，及时把握市场最新的需求和动态，使公司保持在市场潮流的前端，以快速响应客户需求的变化。

品牌美誉度高，客户广泛粘性强。公司凭借优质产品品质、强大研发能力和长期积累的专业化的客户服务经验，从产品升级、服务升级、品质升级等多个层次不断丰富品牌内涵，在行业内积累了良好的品牌形象。公司先后获得“中国遮阳窗饰新材料创新示范基地”、“中国家居装饰装修材料行业百强企业”、“中国建筑遮阳行业影响力品牌”、“中国驰名商标”等多项荣誉。经过多年的经营，公司的产品在款式、性能、设计和品类上均获得广泛认可，产品远销全球六大洲的 70 多个国家和地区，与 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ、HUNDP.AS、COULISSE 等国外知名厂商建立了长期稳定的战略合作关系。

图 33：公司功能性遮阳材料工程案例



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 34：公司产品远销全球六大洲 70 多个国家地区



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

未来成长：募投项目打开产能天花板，营销网络扩展品牌影响力

2021 年公司产能基本饱和，产能利用率接近 100%，产品供不应求，产销率也处于较高水平。在行业规模快速增长的背景下，公司行业优势地位明显，产能已经不足以消化不断增长的市场需求，因此需要不断扩张产能，推动收入增长。

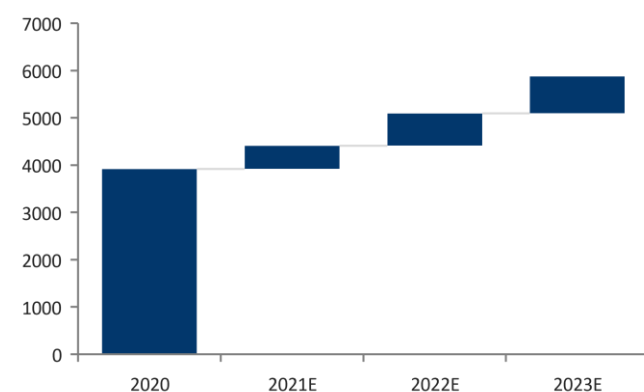
公司本次 IPO 募集资金投资项目包含高分子复合遮阳材料扩产项目、遮阳用布生产线技术升级改造项目其中扩产项目拟投资 4.19 亿元，建设期为 2 年，将增加 1960 万平方米功能性遮阳材料产能。2023 年公司产能扩建项目完成达产后，遮阳材料产能将从 2020 年的 3919.54 万平方米提升至 5879.54 万平方米。此外公司将对现有功能性遮阳材料生产、环保及仓储设备进行升级与改造，以进一步优化公司生产技术水平、生产和仓储物流效率，从而提高公司整体运营效率。

图 35：公司 IPO 募投项目投资概况

序号	项目名称	项目总投资额（万元）
1	高分子复合遮阳材料扩产项目	41939
2	遮阳用布生产线技术升级改造项目	6954
3	遮阳新材料研发中心项目	5892
4	营销渠道建设项目	3285
5	补充流动资金	11000

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 36：公司产能扩建项目产能爬坡情况（万平方米）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

国内渗透：公司经过多年的积累，产品在款式、性能、设计和品类等方面都已经达到行业领先水平。但营销渠道的局限性，使得公司的增长潜力尚未被充分挖掘。公司根据业务发展需要，将在长三角、珠三角设立销售办事处。通过在各网点建设产品展厅，拓宽公司营销渠道覆盖面，进一步提高品牌知名度，增强公司的市场影响力。

国外扩展：公司产品已销售至 70 多个国家和地区，未来公司将持续开拓境外市场，具体包括①巩固提升公司原有海外客户资源，进一步提升其销量并大力拓展空白国家市场的销售；②针对不同市场，研发创新不同品类新品，填补市场空白；③加大现有产品渗透率，提高市场覆盖率和占有率；④大力拓展交通遮阳领域，如房车、高铁市场的销售工作。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计：

- 1) 收入方面，量方面，受疫情影响，2020 年公司销量低基数，2021 年公司功能遮阳产品产能释放，销量有望同比显著增长；价方面，公司提升产品价格竞争力，预计价格同比略有上升。2022-2023 年公司持续扩张产能，下游需求有望持续较快增长，预计销量同比保持增长，推动整体收入提升。

2) 毛利率方面, 价格方面, 2021-2023 年公司功能遮阳产品向高附加值方向发展, 产品价格上调; 成本方面, 公司坚持精益制造、加强质量控制, 叠加产能逐步扩张, 规模效应凸显。我们预计 2021-2023 年公司毛利率同比持续提升。

3) 费用率方面, 公司收入持续扩张, 规模效应显现, 我们预计 2021-2023 年期间费用率持续下降, 整体盈利能力提升。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司收入为 5.22/6.46/8.08 亿元, 同增 35.7%/23.7%/25.1%, 归母净利为 1.42/1.82/2.35 亿元, 同增 31.2%/28.6%/29.1%, 看好未来业绩成长性。

表 5: 公司收入与盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	384	385	522	646	808
增速	19.2%	0.4%	35.7%	23.7%	25.1%
归母净利	109	108	142	182	235
增速	35.0%	-1.0%	31.2%	28.6%	29.1%
毛利率	46.3%	46.6%	44.5%	45.7%	46.8%
EPS	1.19	1.09	1.08	1.38	1.79

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

估值与投资评级

相对估值: 公司生产功能性遮阳产品, 下游主要应用于办公楼、酒店和住宅等场景, 可比上市公司包括西大门等, 我们预计公司 2022 年 EPS 为 1.38 元, 目前股价对应 19.65 倍 PE, 考虑到公司在研发创新、质量控制和客户资源方面有较强的优势, 我们认为可以给予一定估值溢价。

表 6: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
605155.SH	西大门	21.65	21	37.59	20.78	15.63	11.94	0.81	1.04	1.39	1.81
300993.SZ	玉马遮阳	27.20	35	24.95	25.27	19.65	15.22	1.09	1.08	1.38	1.79

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2022 年 2 月 16 日收盘价; 西大门为 wind 一致预期

绝对估值:

我们假设无风险收益率为 4.5%、风险溢价率为 9.0%、永续增长率为 1%, 通过 DCF 估值模型计算公司合理市值为 42.72 亿元, 对应目标价为 32.37 元。

估值结论及投资评级

综上, 我们看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

新冠病毒疫情扩散风险: 公司境外收入占比接近 70%, 疫情爆发对海外居民可支配收入、消费能力和全球海运产生负面影响。如果外销业务发生波动, 将给公司境外销售业绩带来不利影响。

汇率波动风险：随着公司境外销售规模不断扩大，如果未来汇率波动幅度加大，则公司出现汇兑损失的可能性也将增加，将对公司利润构成一定不利影响。

原材料价格波动风险：公司产品主要原材料为聚酯纤维、水性丙烯酸乳液和 PVC，是石油化工行业的下游产品，其价格主要受国际原油价格波动及供求关系的影响。如果原材料价格发生大幅波动，公司无法及时转移货消化成本压力，则会直接影响公司的盈利水平。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	312	393	880	1,068	1,310
货币资金	186	262	879	1,067	1,308
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	29	36	0	0	0
预付账款	8	10	0	0	0
存货	85	83	0	0	0
其他	5	3	1	1	1
非流动资产	282	316	309	303	297
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	160	173	187	181	175
无形资产	57	110	110	110	110
其他	65	33	12	12	12
资产总计	593	709	1,189	1,371	1,607
流动负债	37	60	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	17	30	0	0	0
其他	20	30	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	38	61	1	1	1
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	556	649	1,189	1,371	1,606
负债和股东权益	593	709	1,189	1,371	1,607

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	384	385	522	646	808
同比(%)	19.2%	0.4%	35.7%	23.7%	25.1%
归属母公司净利润	109	108	142	182	235
同比(%)	35.0%	-1.0%	31.2%	28.6%	29.1%
毛利率(%)	46.3%	46.6%	44.5%	45.7%	46.8%
ROE%	19.6%	16.7%	11.9%	13.3%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	1.19	1.09	1.08	1.38	1.79
P/E	0.00	0.00	25.27	19.65	15.22
P/B	—	0.00	3.01	2.61	2.23
EV/EBITDA	-1.46	-2.07	16.02	11.74	8.27

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	384	385	522	646	808
营业成本	206	206	290	351	430
营业税金及附加	5	5	5	6	8
销售费用	13	12	21	26	32
管理费用	22	24	26	32	40
研发费用	12	12	18	23	28
财务费用	-1	11	0	0	0
减值损失合计	-3	-2	0	0	0
投资净收益	1	3	3	3	4
其他	2	0	1	1	1
营业利润	126	116	165	212	274
营业外收支	0	10	0	0	0
利润总额	126	126	165	212	274
所得税	17	18	23	30	38
净利润	109	108	142	182	235
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	108	142	182	235
EBITDA	127	126	169	214	275
EPS(当年)(元)	1.19	1.09	1.08	1.38	1.79

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	0	0	216	185	237
净利润	0	0	142	182	235
折旧摊销	0	0	7	6	6
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	0	-3	-3	-4
营运资金变动	0	0	70	0	0
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-84	-51	3	3	4
资本支出	-84	-54	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他	1	3	3	3	4
筹资活动现金流	77	-15	398	0	0
吸收投资	85	0	398	0	0
借款	8	0	0	0	0
支付利息或股息	0	-15	0	0	0
现金流净增加额	122	74	617	188	241

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liuolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。