



2022-02-24

公司深度报告

买入/首次

玉马遮阳(300993)

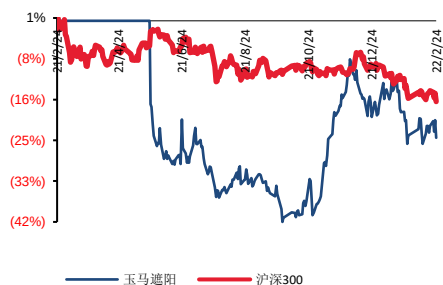
目标价: 29.82

昨收盘: 26.34

轻工制造 家居用品

乘行业东风，布产能扩张

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	132/33
总市值/流通(百万元)	3,468/867
12 个月最高/最低(元)	34.74/20.29

相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

报告摘要

- **疫情下逆势赶超，募投项目投产在即。**公司是国内功能遮阳龙头，实际控制人为孙承志先生，现任中国建筑遮阳协会副会长、曾荣获建筑遮阳终身成就奖，核心团队通过员工持股平台持有股权。2017-2020 年公司收入复合增速 15%、利润复合增速 28%，疫情下逆势反超，业绩位列可比公司首位。2021 年 6 月公司产能 3200 万平米，随着募投项目 2022-2023 年陆续投产，产能将新增 1960 万平米。
- **海外需求旺盛，国内渗透率有望提升。**功能性遮阳产品性能优于布艺窗帘，欧洲遮阳产业市场规模 500 亿欧元，功能性遮阳产品渗透率超过 70%，产品进入建材卖场，具有 C 端属性。国内遮阳产业市场规模 6312 亿元，渗透率仅 3%。中国建筑遮阳协会预计，2019-2025 年国内功能性遮阳行业复合增速 17%，2025 年渗透率有望达到 4.3%。
- **压力测试下，业绩表现优异。**2021 年公司提价两次应对原材料涨价，前三季度毛利率较 2020 年全年仅下滑 2.45 个百分点。由于公司高端产品占比高和大客户优势，2021 年前三季度净利率 28.51%，较 2020 年全年增加 0.45 个百分点。在成本增加、海运费大涨、人民币升值的压力下，2021 年公司前三季度收入同比增长 45%、净利润同比增长 46%，业绩表现优异。
- **投资建议与估值：**预计公司 2021-2023 年 EPS 1.09/1.49/2.01 元，对应 PE 24/18/13 倍。公司业务以出口为主，业绩表现和盈利能力优于可比公司，应存在估值溢价，给予公司 2022 年 20 倍估值。采用市盈率相对估值法，按照 2022 年 EPS1.49 元计算，给予未来 6-12 个月 29.82 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**原材料成本上涨；人民币升值；海运运力紧张；疫情加剧；限售股解禁。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	385	529	699	926
(+/-%)	0.26	37.40	32.14	32.47
净利润(百万元)	108	143	196	265
(+/-%)	(0.98)	32.31	37.33	35.09
摊薄每股收益(元)	1.09	1.09	1.49	2.01
市盈率(PE)	0.00	24.26	17.67	13.08

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、国内功能遮阳龙头，经营业绩稳健	4
(一) 紧随消费升级，屡获行业奖项	4
(二) 实际控制人行业经验丰富	4
(三) 产品结构调整，高端产品占比提升	5
(四) 提价应对原材料涨价	7
(五) 海外是公司主要的收入来源	8
二、海外需求旺盛，国内渗透率有望提升	10
(一) 建筑遮阳包括传统遮阳与功能遮阳产品	10
(二) 中国遮阳行业保持快速增长	11
(三) 海外需求旺盛，国内渗透率有望提升	13
三、扩产满足需求，盈利能力出众	15
(一) 研发投入保证技术优势	15
(二) 大客户战略提升客户粘性	16
(三) 盈利能力优于竞争对手	17
四、盈利预测及估值	21
(一) 基本假设	21
(二) 估值及投资建议	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1：公司屡获行业奖项	4
图表 2：孙承志先生是公司的实际控制人	5
图表 3：21 年前三季度公司收入增速加快	5
图表 4：21 年前三季度公司利润增速加快	5
图表 5：公司产品主要包括三大类	6
图表 6：遮光面料是公司主要收入来源	7
图表 7：阳光面料是公司主要利润来源	7
图表 8：直接材料在生产成本占比约 65%	7
图表 9：三大原材料在直接材料占比约 60%	7
图表 10：21 年 PTA&MEG 价格上涨	8
图表 11：21 年丙烯酸价格上涨	8
图表 12：21 年 PVC 价格上涨	8
图表 13：公司主要产品毛利率稳定	8
图表 14：公司境外市场收入占比 66%	9
图表 15：欧洲是公司主要的细分市场	9
图表 16：外销产品毛利率高于内销	9
图表 17：建筑遮阳产品分为传统遮阳和功能遮阳产品	10
图表 18：功能性遮阳产品价格与传统布艺窗帘差异不大	11
图表 19：HUNTER DOUGLAS 收入主要来自于欧美	11
图表 20：欧洲市场增长强劲	11
图表 21：玉马遮阳等上市公司位列行业第一梯队	12
图表 22：19-25 年建筑遮阳需求复合增速 11%	12
图表 23：功能遮阳需求增速高于行业增速	12
图表 24：美国新房和成屋销售旺盛	13
图表 25：美欧房价大幅上涨	13
图表 26：25 年功能性遮阳产量增至 11.1 亿平米	14
图表 27：25 年功能遮阳渗透率达到 4.3%	14
图表 28：阳光面料生产流程涉及多个领域	15
图表 29：公司的产品工艺处于较高水平	15
图表 30：公司核心技术研发历程	16
图表 31：19 年玉马前五大客户有三个出现增长	17
图表 32：西大门前五大客户表现弱于玉马	17
图表 33：先锋新材营收逐年下降	18
图表 34：先锋新材盈利能力偏弱	18
图表 35：玉马遮阳收入增速领先	18
图表 36：玉马遮阳利润增速领先	18
图表 37：玉马遮阳毛利率高于西大门	19
图表 38：玉马遮阳净利率高于西大门	19
图表 39：玉马遮阳高毛利产品占比高	19
图表 40：玉马可调光产品售价低于西大门	20
图表 41：玉马可调光产品成本低于西大门	20
图表 42：玉马阳光面料售价低于西大门	20
图表 43：玉马阳光面料成本低于西大门	20
图表 44：玉马 20 年期间费用率高于西大门	21
图表 45：玉马 20 年财务费用率大幅增加	21
图表 46：未来三年公司主要产品销量和价格假设	22
图表 47：公司估值高于可比公司	22

一、国内功能遮阳龙头，经营业绩稳健

(一) 紧随消费升级，屡获行业奖项

山东玉马遮阳科技股份有限公司（简称：玉马遮阳）成立于2014年7月。2016年12月，公司与玉马窗饰进行重组，承接了后者主要客户资源，并在此基础上形成了完整的产业链布局。公司于2021年5月在深交所上市，成为继先锋新材、西大门后第三家遮阳产品上市公司。

公司紧随消费升级趋势，获得了“亚洲门窗遮阳展创新设计风尚奖”、“中国遮阳窗饰新材料创新示范基地”、“2016年度中国家居装饰装修材料行业百强企业”、“2019年度中国建筑遮阳行业影响力品牌”、“寿光市科技创新促进奖”、“山东省瞪羚企业”、“中国驰名商标”等多项荣誉。2019年7月，公司推出“斑马先生”品牌，开拓线上销售渠道。

公司拥有四家全资子公司，分别是：玉马新能源（主营太阳能发电）、玉马进出口（主营进出口贸易）、益可佳（主营口罩业务），以及玉马美国（拓展美国市场）。

图表1：公司屡获行业奖项



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

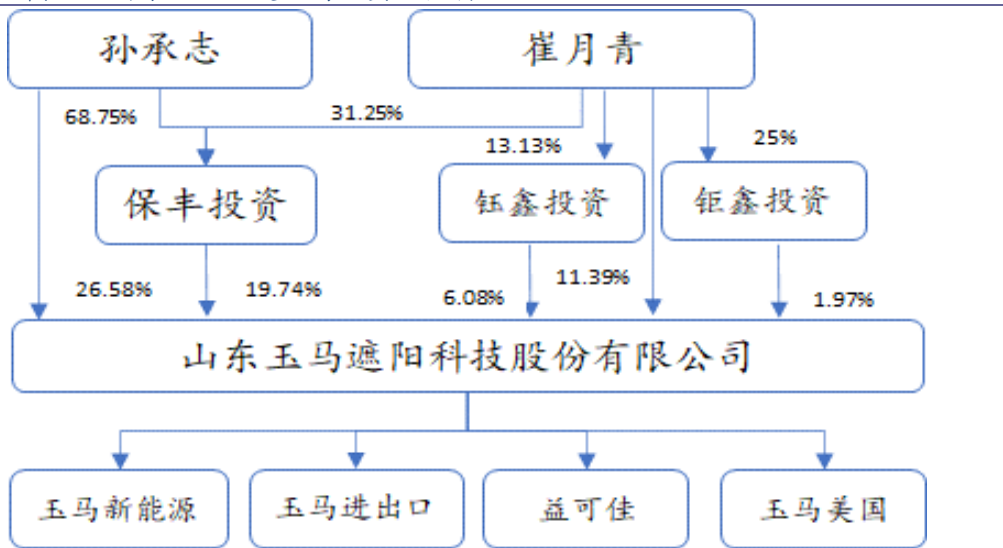
(二) 实际控制人行业经验丰富

公司实际控制人为孙承志先生，直接持有上市公司26.58%的股权，并通过保丰投资间接持有上市公司13.57%的股份。其妻子崔月青女士，直接持有上市公司11.39%的股权，并通过钰鑫投资和钰鑫投资间接持有上市公司7.46%的股份。

孙承志先生在功能性遮阳行业深耕多年，具有丰富的技术研发经验。曾荣获中国建筑遮阳材料协会颁发的“2019年度中国建筑遮阳事业终身成就奖”，该奖项自设立以来仅向三位行业中有突出贡献的人士授予过。

公司核心技术人员三人，分别为孙承志先生（现任建筑遮阳材料协会副会长）、梁金桓先生和郑坤先生，均处于核心岗位。公司对核心技术人员实施股权激励，钰鑫投资和钜鑫投资为公司的员工持股平台，核心技术人员以直接或间接的方式成为公司股东，确保了核心技术团队的稳定。

图表 2：孙承志先生是公司的实际控制人



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）产品结构调整，高端产品占比提升

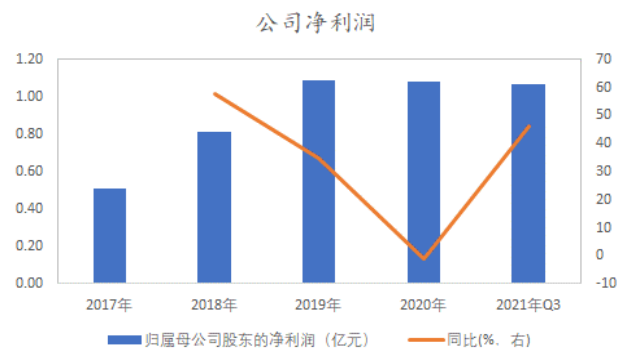
2017-2020 年，公司营业收入从 2.56 亿元增至 3.85 亿元、收入复合增速 15%，公司归母净利润从 0.51 亿元增至 1.08 亿元、利润复合增速 28%。2021 年前三季度，公司收入同比增长 45%、净利润同比增长 46%，收入和利润增速均加快。

图表 3：21 年前三季度公司收入增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：21 年前三季度公司利润增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

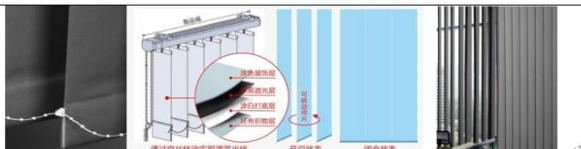
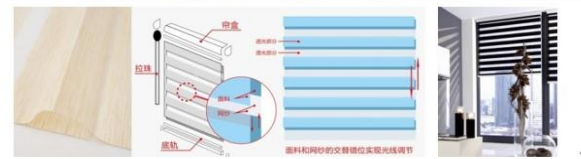
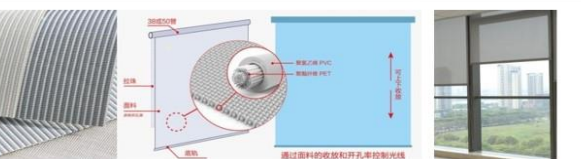
公司产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料三大类别，产品集遮阳、节能、环保等多功能为一体，兼具抗菌、防污、除甲醛等特殊功能。

(1) **遮光面料**是指将具有环保性能的水性**丙烯酸乳液**和其他辅料、助剂共混成整理液，通过特殊的后整理工艺将其均匀涂覆到织物上，然后经过高温固化，从而实现具备高平整度、高尺寸恒定性、高耐候性、高遮光性等特性的面料，主要应用于家居及公共建筑工程内遮阳。遮光面料属于市场竞争较为充分的产品，附加值较低，毛利率受原材料波动影响较大，售价较低。

(2) **可调光面料**是以**聚酯纤维**为主要原料，经过特殊织造工艺一次成型，织造成兼具遮光部分和透光部分，实现两层相互错位调光或三层组织结构调光的面料。可调光面料因结构新颖、调节光线便捷、美观大方、具有一定的装饰性等特点，快速被家居市场所接受，主要应用于别墅，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。可调光面料售价较高，该产品为公司最早推向市场，引领整个行业潮流，且具有一定的自主定价权，因此毛利率较高。

(3) **阳光面料**是以**改性 PVC** 包覆聚酯纤维或玻璃纤维形成的包覆丝为纱线，并通过特殊工艺织造而成的面料。与传统遮光面料相比，阳光面料具有遮阳隔热、通风透景、色牢度高、易清洗等特点；还具有较强的耐候性优势，适合高层大厦等玻璃幕墙遮阳的需要。另外，阳光面料玻纤款还具有较强的抗拉力、抗撕裂、防火等优势。阳光面料应用于写字楼、办公楼、图书馆、医院等公共建筑和商业建筑。阳光面料具有一定技术壁垒，因为具有内外遮阳的共性，使用范围广，尤其是户外遮阳的售价更高，因此毛利率相对较高。

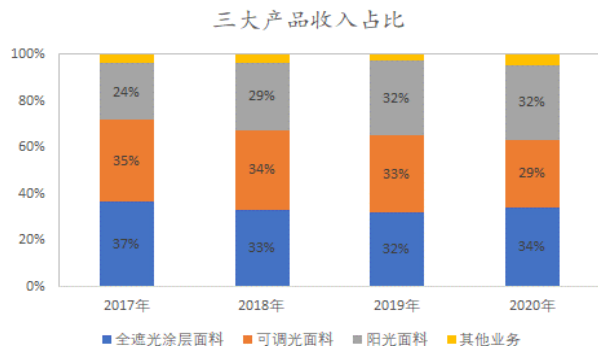
图表 5：公司产品主要包括三大类

具体类别	产品构造和使用效果
全遮光面料	
可调光面料基础款	
阳光面料基础款	

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

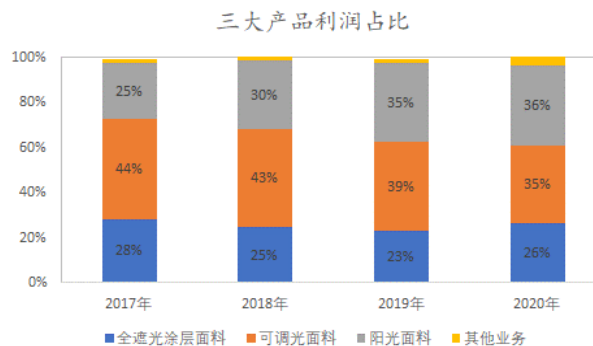
分产品看，遮阳面料是公司主要的收入来源。由于产品附加值偏低，在公司收入占比处于下降的趋势，2017-2020 年该产品收入占比从 37%降至 34%、利润占比从 28%降至 26%。高端产品阳光面料在公司收入和利润占比逐年增长，2017-2020 年阳光面料收入占比从 24%提升至 32%、利润占比从 25%提升至 36%。

图表 6：遮阳面料是公司主要收入来源



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：阳光面料是公司主要利润来源

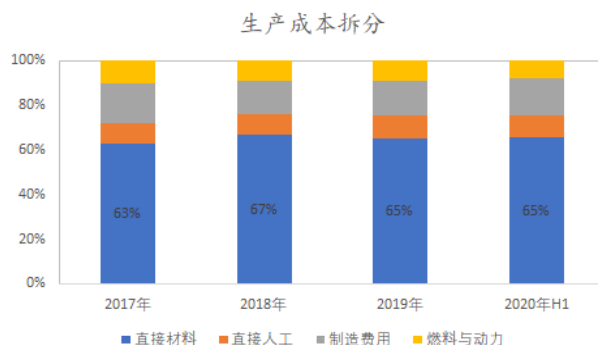


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 提价应对原材料涨价

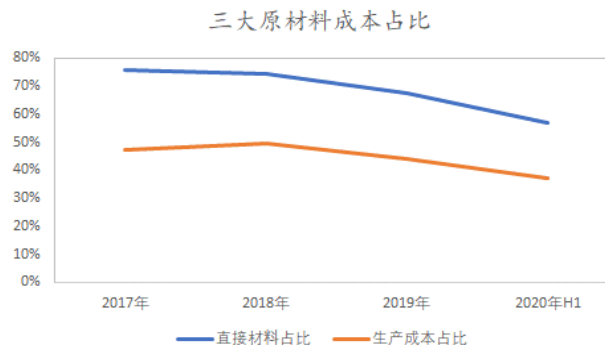
公司处于产业链中游，直接材料在生产成本占比约 65%。公司采购的原材料主要包括聚酯纤维、水性丙烯酸乳液、PVC 等，以上三种产品在直接材料中占比约 60%、在生产成本中占比约 40%。

图表 8：直接材料在生产成本占比约 65%



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

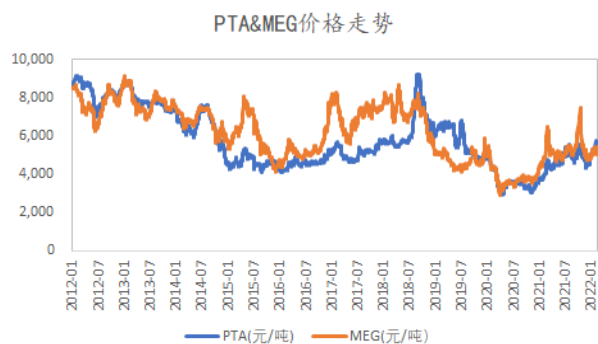
图表 9：三大原材料在直接材料占比约 60%



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

受大宗商品价格上涨影响，PTA、MEG、丙烯酸、PVC 价格在 2021 年均出现大幅上涨，公司成本端面临较大的压力。公司在 2021 年对产品价格进行两轮调价来抵消原材料价格上涨影响。以 2021 年上半年原材料价格为例，PTA、丙烯酸、PVC 均价较 2020 年全年上涨 20%，公司 2021 年上半年毛利率比 2020 年全年仅下降 2.22 个百分点，毛利率降幅低于成本涨幅。由于公司提价具有滞后性，2021 年 3 月的提价的效果在 2021 年 Q3 开始显现，Q3 单季毛利率环比增加 1.19 个百分点，原材料价格上涨对公司利润率影响有限。

图表 10：21 年 PTA&MEG 价格上涨



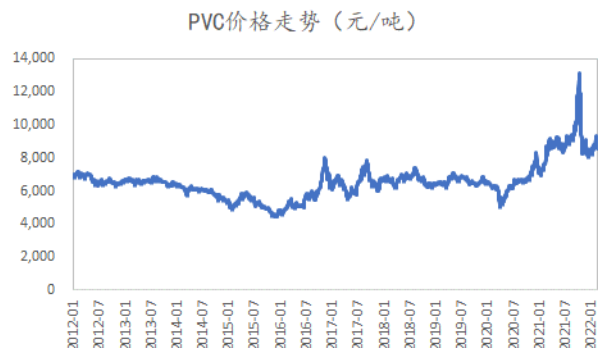
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：21 年丙烯酸价格上涨



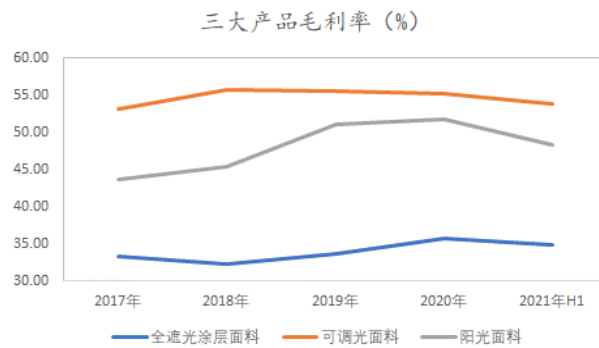
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：21 年 PVC 价格上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：公司主要产品毛利率稳定



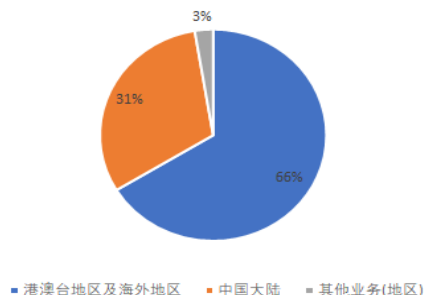
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(五) 海外是公司主要的收入来源

公司主要采用“以销定产”的生产模式，客户主要为遮阳产品生产商和面料贸易商，对遮阳产品生产商客户的收入占比在 65%以上。公司境外收入占比 66%，以欧洲、亚洲、北美洲、南美洲市场为主，境内收入占比 31%，以华东、华南市场为主。

图表 14：公司境外市场收入占比 66%

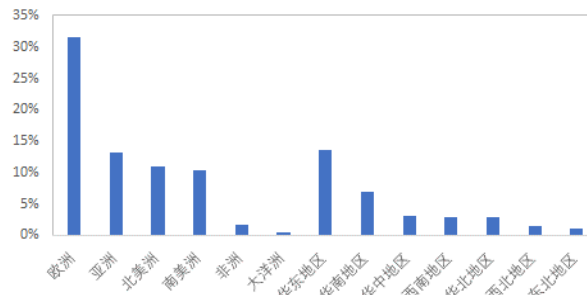
公司收入构成（2019年）



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 15：欧洲是公司主要的细分市场

公司收入构成（2019年）



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

从内外销产品利润率看，境外销售的毛利率高于境内业务。2019 年，遮光面料、可调光面料、阳光面料外销毛利率分别高于内销 8.98 个百分点、4.42 个百分点、11.1 个百分点，利润率的差异主要与消费习惯、市场竞争状况、及产品定价策略有关。

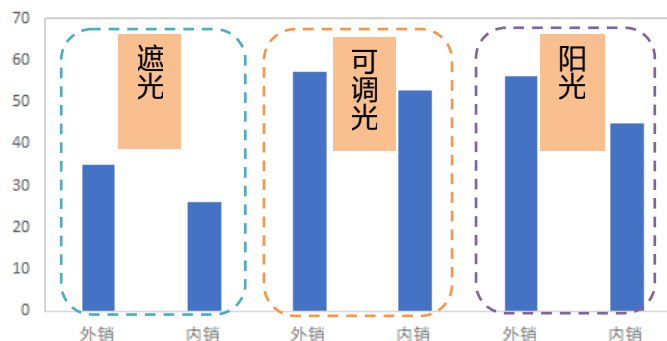
(1) **消费需求偏好差异**：境外市场对功能性遮阳材料的认知和接受度高于境内市场，多品类的功能性遮阳材料消费需求较大；国内功能性的遮阳产品目前主要用于商业领域以及公共领域，家庭及个人购买尚未普及，以基础面料消费为主。

(2) **市场竞争程度差异**：国内中小型功能性建筑遮阳行业企业众多，通过价格竞争等手段获取订单，因此国内市场价格相对较低。国外大部分市场遮阳产品生产企业较少，国外客户更注重产品质量，市场竞争相对缓和，因此外销产品的价格相对较高。

(3) **公司销售推广策略和定价差异**：国内市场通常会根据市场变化，随时调整销售策略，对新产品或者爆款会制定差异化的定价策略；而国际市场的销售策略相对保守和稳健，更多考量市场的稳定性和长期合作，针对不同的地区或者国家执行不同的销售策略和定价策略。

图表 16：外销产品毛利率高于内销

内外销产品毛利率对比（2019年，%）



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

二、海外需求旺盛，国内渗透率有望提升

（一）建筑遮阳包括传统遮阳与功能遮阳产品

建筑遮阳产品是指安装在建筑物上，用于遮挡或调节进入室内太阳的装置，通常由遮阳材料、支撑构件、调节机构等组成。通过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。建筑遮阳除具有节能保温、遮阳遮光的用途外，还兼备防雨、防虫、防寒、防潮、防风沙及隔音降噪等作用。

现代建筑遮阳产品可分为功能性遮阳和传统遮阳产品。功能性遮阳材料最主要特点是双效节能：一方面大幅节约空调电能，遮阳隔热，有效降低空调负荷；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，提高视觉舒适度，获取良好的向外景观视野。

图表 17：建筑遮阳产品分为传统遮阳和功能遮阳产品



资料来源：西大门招股说明书，太平洋研究院整理

传统遮阳产品一般以布艺窗帘为主，工艺通常以纺织、染色为主，未经过改性复合处理，一般只起到遮光效果，不具备防火、高效节能、抗菌、防霉等特殊功能，且容易变形，易燃烧，在阳光的照射下易褪色，易起静电吸附灰尘。从价格的情况看，以玉马遮阳 C 端品牌斑马先生为例，功能性遮阳产品的价格与传统布艺窗帘的价格差异不大。同时由于功能性遮阳产品与窗户贴合度更高，单位面积用量少于传统布艺窗帘。

图表 18：功能性遮阳产品价格与传统布艺窗帘差异不大



资料来源：天猫&斑马先生网站，太平洋研究院整理

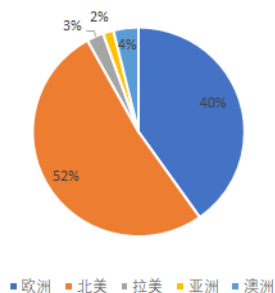
(二) 中国遮阳行业保持快速增长

功能性遮阳产品的消费主要分布在欧洲、北美等主要经济发达地区。根据欧洲遮阳组织 2018 年发布的信息，欧洲遮阳行业年销售额超过 500 亿欧元。

国际遮阳产品厂商 Hunter Douglas、Phifer、Mermet、Gale Pacific、Junkers & Müllers、SergeFerrari 等占据了全球大量的市场份额。从销售分布来看，国外大型企业主要的销售收入来自发达国家，且主要集中在欧洲和北美，其中欧洲市场需求增长更为强劲。我们以 Hunter Douglas 为例，2019 年实现营业收入 37 亿美元，北美市场收入占比 52%。2015 年以来欧洲市场增速加快，2015-2019 年公司欧洲市场的收入复合增速 12%，高于其他市场。

图表 19：Hunter Douglas 收入主要来自于欧美

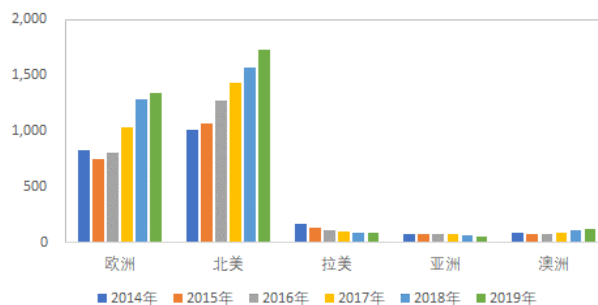
Hunter Douglas 收入拆分 (2019年)



资料来源：HUNDP 网站，太平洋研究院整理

图表 20：欧洲市场增长强劲

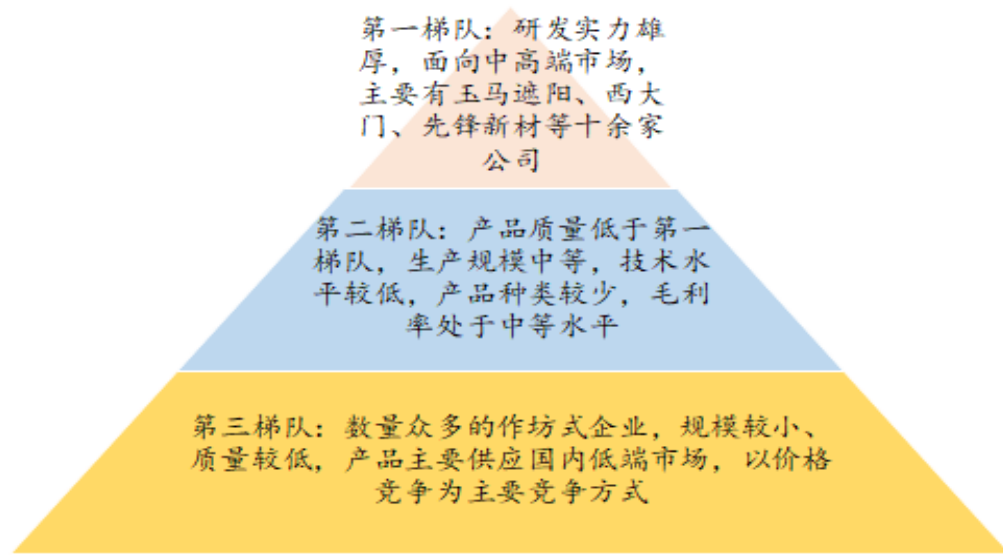
Hunter Douglas 区域收入 (百万美元)



资料来源：HUNDP 网站，太平洋研究院整理

中国建筑遮阳行业起源于二十世纪 90 年代，从海外传入我国后首先在江苏、浙江、山东、北京、上海、广东形成产业链，因而上述地区的功能性遮阳企业较多，同类产业相对集中，产业集聚优势明显。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 3,000 家，年销售额在 3,000 万元以上的企业约 180 家。从厂商看，在我国建筑遮阳行业竞争格局中，参与竞争的企业形成了三个层级明显的梯队。

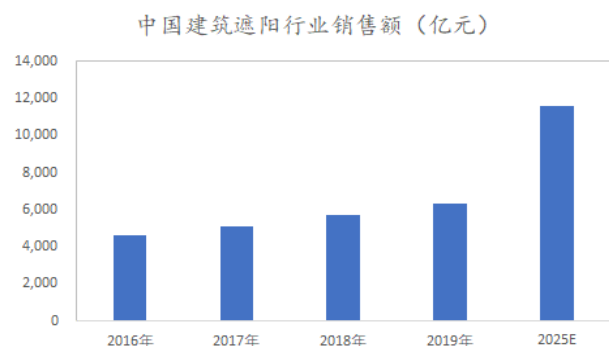
图表 21：玉马遮阳等上市公司位列行业第一梯队



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

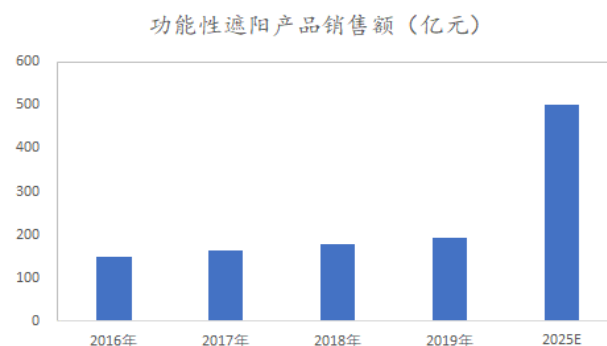
根据中国建筑遮阳协会数据，2019 年我国建筑遮阳产品销售金额 6,312 亿元、2016-2019 年复合增速 11%，2019 年我国功能性遮阳产品销售金额 193 亿元、2016-2019 年复合增速 9%。根据中国建筑遮阳协会的预测，未来随着功能性遮阳产品渗透率的不断提升，2025 年我国建筑遮阳产品销售金额有望达到 11,582 亿元、2019-2025 年行业复合增速 11%，2025 年我国功能性建筑遮阳产品销售金额有望达到 500 亿元、2019-2025 年行业复合增速 17%，超过行业增速 6 个百分点。

图表 22：19-25 年建筑遮阳需求复合增速 11%



资料来源：中国建筑遮阳协会，太平洋研究院整理

图表 23：功能遮阳需求增速高于行业增速



资料来源：中国建筑遮阳协会，太平洋研究院整理

(三) 海外需求旺盛，国内渗透率有望提升

海外市场，受益于 C 端需求属性和地产景气周期，需求有望保持旺盛。国内市场，受益于建筑节能推进及消费者认可度的提高，渗透率有望提升。

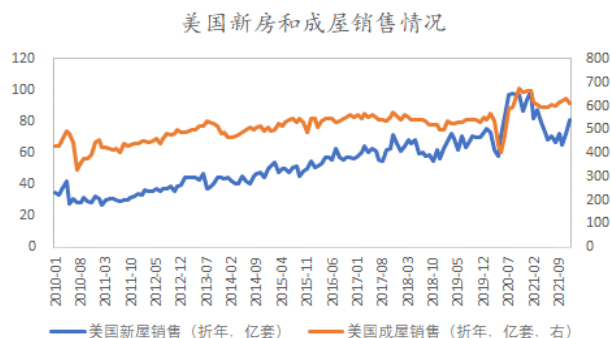
(1) 海外需求具有 C 端属性，需求具有持续性

功能性遮阳材料主要运用于公共建筑、办公建筑、酒店、家居等各类建筑的室内外遮阳产品，欧洲、美洲、澳大利亚等发达国家与地区是建筑遮阳主要消费区。在海外市场，功能性遮阳产品市占率达到 70%，产品进入建材家居卖场，更换周期 3-5 年，因此消费需求具有持续性。

(2) 欧美地产景气提振遮阳产品需求

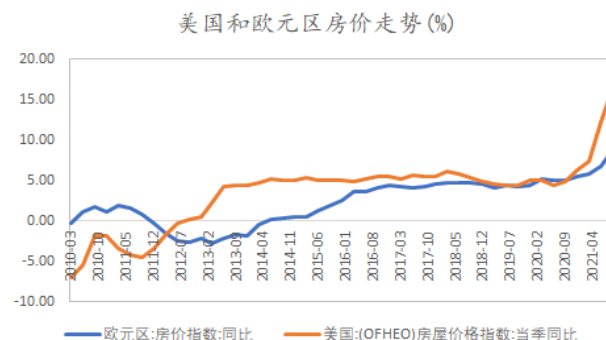
由于建筑遮阳行业的大多数产品属于建筑材料，只要有新增建筑或者二手房交易带来的重新装修发生，对建筑遮阳产品的需求就会同步发生，其市场景气程度与房地产市场的景气程度高度相关。从全球范围来看，疫情后房地产市场基本处于一个整体回暖并稳定增长的态势。2021 年美国新屋销售 918 万套，成屋销售 7358 万套，与疫情前 2019 年相比分别增长 12% 和 15%。从房价走势看，2021 年三季度欧洲房价同比涨幅 8.8%，美国房价同比涨幅 16.4%。欧美地产市场量价齐升对遮阳产品需求影响正面。

图表 24：美国新房和成屋销售旺盛



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 25：美欧房价大幅上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(3) 建筑节能改造提升功能性遮阳产品需求

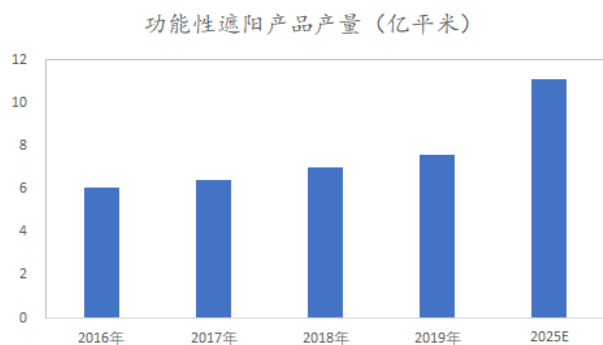
“欧洲遮阳组织”于 2005 年 12 月发表了研究报告《欧盟 25 国遮阳系统节能及 CO₂减排》并指出：采用建筑遮阳设施后，能够有效降低建筑能耗，综合节约建筑能耗约 14%，采用建筑遮阳设施被评为建筑最有效的被动节能措施之一，且性价比最高。

在我国，功能性遮阳产品符合国家节能降耗的要求，成为政府大力推广的建筑节能改造手段。2021年10月21日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，文件中提出实施建筑领域碳达峰、碳中和行动。2021年10月24日，国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，文件中提出全面推广绿色低碳建材，推动建筑材料循环利用。同日，国务院还印发了《2030年前碳达峰行动方案的通知》，提出推广绿色低碳建材和绿色建造方式，强化绿色设计和绿色施工管理。《中华人民共和国节约能源法》鼓励在新建建筑和既有建筑节能改造中使用节能建筑材料和节能设备。因此，除了新建建筑物对遮阳产品的广泛需求外，既有建筑物的建筑节能改造也为建筑遮阳行业提供了巨大的发展空间。

（4）功能性遮阳产品渗透率有望提升

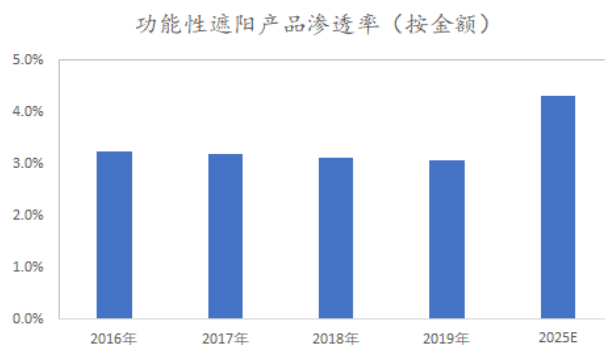
我国功能性遮阳产品在写字楼、酒店、大型场馆等公共建筑的运用上相对普遍，但绝大部分消费者对功能性遮阳产品了解少，国内功能性遮阳材料渗透率仅为3.1%，与海外国家70%的渗透率相距甚远。随着我国经济的不断发展，人均可支配收入的增加以及消费意愿的转变，功能性遮阳产品的性能与优势将被消费者充分挖掘。根据中国建筑遮阳协会预测，2025年功能性遮阳产品产量将从2019年的7.6亿平方米增至11.1亿平方米，渗透率将从2019年的3.1%增至4.3%。

图表 26：25 年功能性遮阳产量增至 11.1 亿平米



资料来源：中国建筑遮阳协会，太平洋研究院整理

图表 27：25 年功能遮阳渗透率达到 4.3%



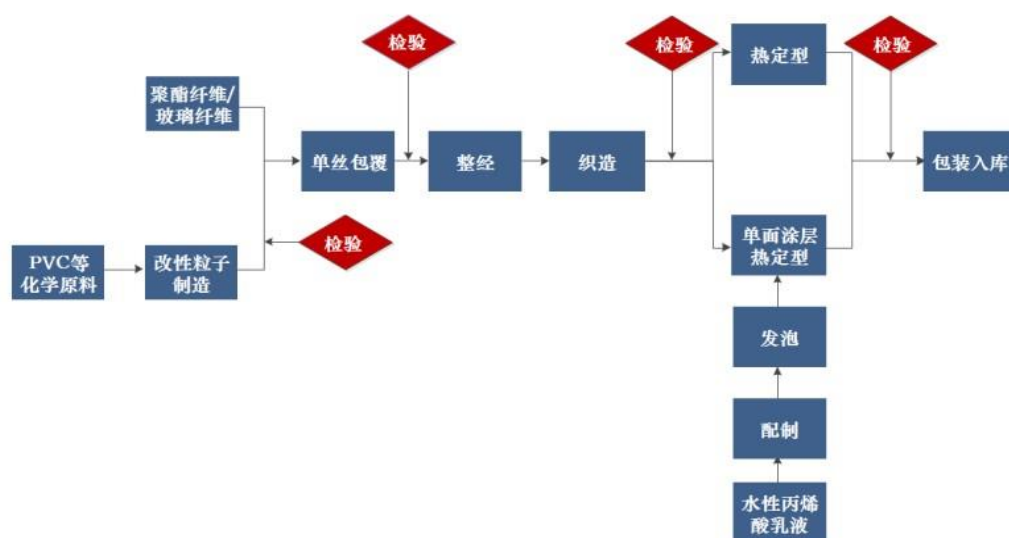
资料来源：中国建筑遮阳协会，太平洋研究院整理

三、扩产满足需求，盈利能力出众

(一) 研发投入保证技术优势

功能性遮阳行业工艺流程长，涵盖纺织、化工、机械等多个领域。公司通过持续的研发资金和人员投入，保证自身技术优势以及市场竞争力。2017-2020 年，公司研发费用率 3.75%、3.12%、3.21%和 3.14%，研发与技术人员占比 10.55%、10.13%、11.21%和 10.41%。

图表 28：阳光面料生产流程涉及多个领域



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

生产技术方面，公司工艺水平领先，主要体现在遮光率、平整度、纬弓纬斜、色牢度、阻燃性能等参数；**流程控制方面**，公司培养了一大批专业技术人才，还成立了专业的质控团队，确保产品从研发、织造、定型涂层一直到分切、包装实行一条龙一站式跟踪和管理；**生产设备方面**，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标准进行配置。

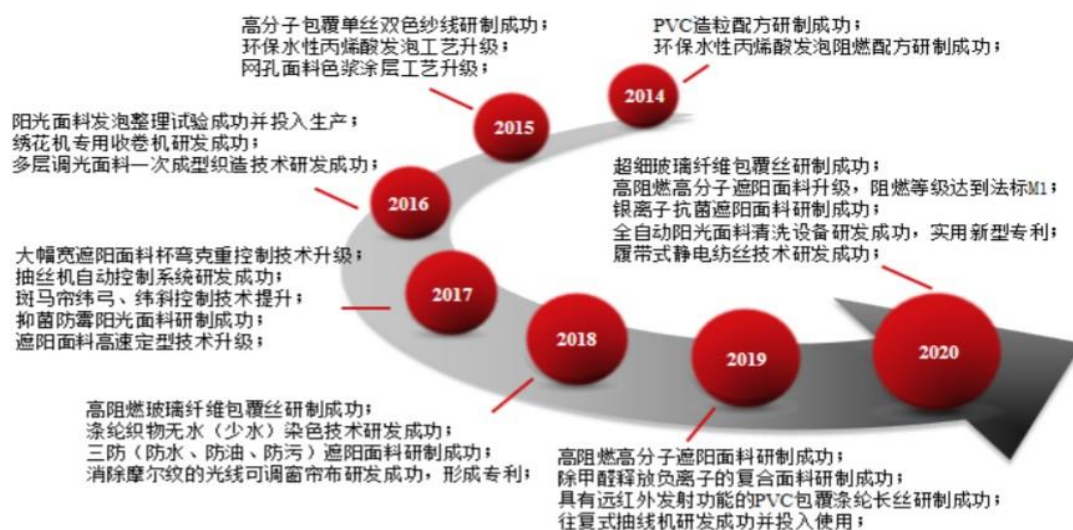
图表 29：公司的产品工艺处于较高水平

主要参数	工艺水平
遮光率	全遮光产品遮光率可达到100%，并在保证高遮光率的前提下降低涂层厚度，更加节能环保
平整度	遮光面料可达到整体无荷叶边、无V型、无波浪的质量标准，一般遮光卷帘杯弯可控制在1cm以内，发泡涂层遮光卷帘杯弯可控制在2cm以内
纬弓纬斜	可调光面料，行业同类产品透光部分与遮光部分的纬弓≤5mm，纬斜≤15mm；本公司控制纬弓≤3mm，纬斜≤5mm
色牢度	阳光面料，采用优质色粉及特有工艺，色牢度达到国标最高级8级标准
阻燃性能	利用改性高阻燃高日晒的PVC复合材料织造的阳光面料，达到NF P 92-507: 2004 M1级；燃烧性能等级为GB 8624 B1级，远高于行业一般标准

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司根据市场需求，通过与高等院校合作，共建研发中心，推动公司新产品和新技术的开发。基于消费需求热点，公司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，引领市场潮流。经过多年的发展，公司积累了庞大的客户资源和专业化的客户服务经验，为公司把握全球市场消费趋势及消费者偏好变化，不断进行产品创意迭代奠定了坚实的基础。

图表 30：公司核心技术研发历程



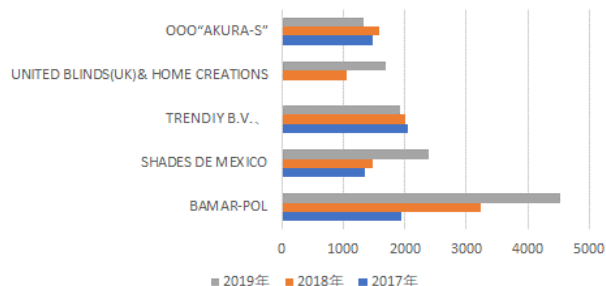
资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

（二）大客户战略提升客户粘性

由于产品质量的稳定性以及快速响应全球客户个性化需求的服务，公司在客户中积累了良好的品牌形象和声誉，与 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ 等国外知名厂商建立了稳定的战略合作伙伴关系，并持续拓展新客户。从公司客户数量看，2017-2019 年公司客户数量从 697 个增加到 828 个，前五大客户销售占比 28.77%，远高于竞争对手西大门 13.53% 的占比。从 2019 年玉马遮阳前五大客户采购金额看，有三个客户采购金额出现增长，前五大客户采购金额合计增长 27%；西大门仅有两个客户的采购金额出现增长，前五大客户采购金额合计减少 1%。一般情况下，海外客户对供应商的选择要求严格，从验厂到下单到放量需要 1-2 年时间。一旦成为合格供应商后，可以维持稳定的合作关系。玉马遮阳通过与大客户的合作可以保证自身的产品销售，为公司未来持续争取增量业务提供了有力的支持。

图表 31：19 年玉马前五大客户有三个出现增长

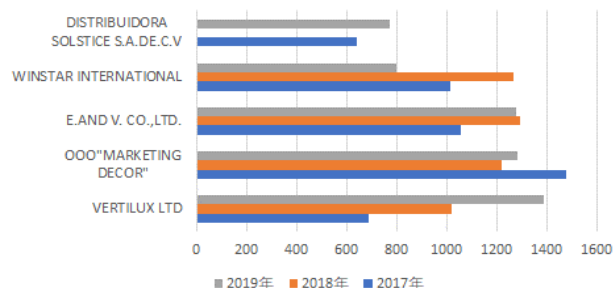
玉马遮阳前五大客户销售金额（万元）



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 32：西大门前五大客户表现弱于玉马

西大门前五大客户销售金额（万元）



资料来源：西大门招股说明书，太平洋研究院整理

目前公司产能已基本饱和，产品供不应求。2019 年公司产能利用率 97.75%，产销率 98.7%。从竞争对手西大门情况看，2019 年产能利用率 95.45%，产销率 95.92%，也处于产能饱和与产品供不应求的状态。在行业需求快速增长的背景下，作为技术水平、销售渠道都有明显优势的综合型企业，公司的现有产能已经不足以消化不断增长的市场需求。

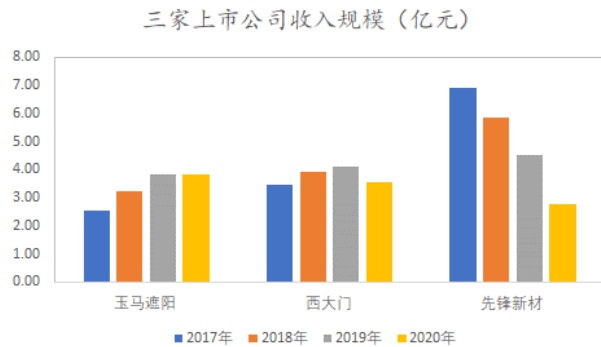
2021 年 6 月公司总产能 3,200 万平方米左右，IPO 募投项目“高分子复合遮阳材料扩产项目”为扩产项目，达产后将新增功能性遮阳材料产能 1,960 万平方米。根据公司投资者纪要（2021 年 12 月 13 日）披露的信息，募投项目大部分厂房的主体已经完工，部分设备已安装到位。2021 年有一部分工序已经投产，2021 年预计释放 20%-30%；2022 年底募投扩产项目可完全投产，2022 年预计释放 30%-40%；2023 年可实现完全达产，2023 年预计释放 40%-50%。

（三）盈利能力优于竞争对手

从三家可比公司收入看，玉马遮阳和西大门收入体量接近，2020 年玉马遮阳营收 3.85 亿元，西大门营收 3.54 亿元，先锋新材营收 2.76 亿元、连续三年出现下滑。从三家可比公司利润看，2020 年玉马遮阳归母净利润 1.08 亿元，西大门归母净利润 0.78 亿元，先锋新材净利润 0.18 亿元、同比出现大幅下滑。因此，我们仅选取玉马遮阳和西大门进行财务数据对比。

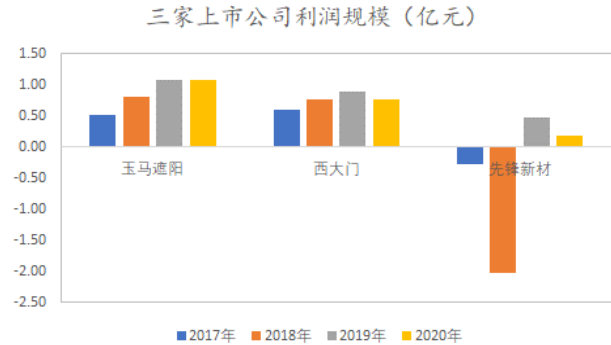
收入和利润：由于采用大客户战略，玉马遮阳收入规模逐年增长，2020 年公司收入超过西大门。由于高端产品占比高，玉马遮阳的利润率高于西大门。随着自身收入规模的扩大，与西大门之间的利润差距有拉大的趋势。

图表 33：先锋新材营收逐年下降



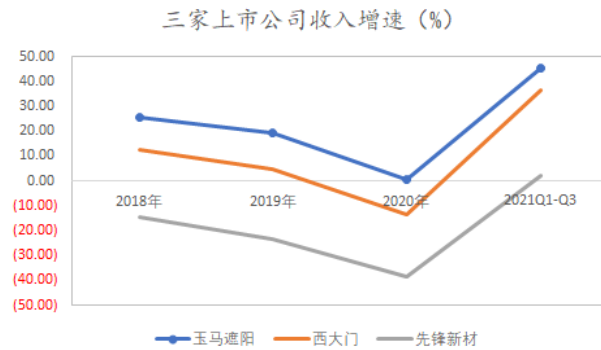
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 34：先锋新材盈利能力偏弱



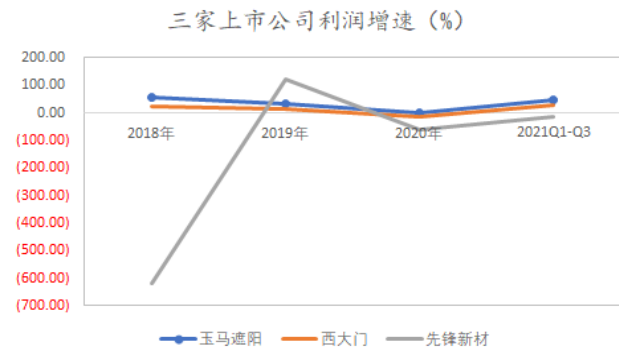
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 35：玉马遮阳收入增速领先



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

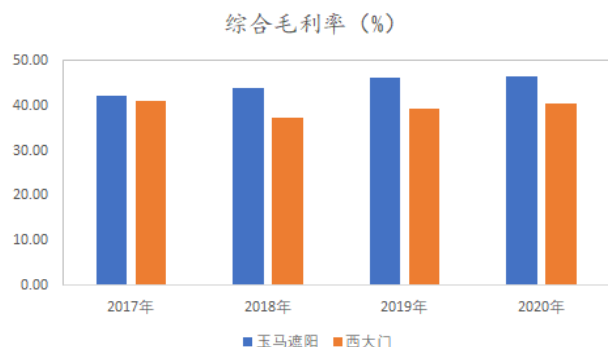
图表 36：玉马遮阳利润增速领先



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

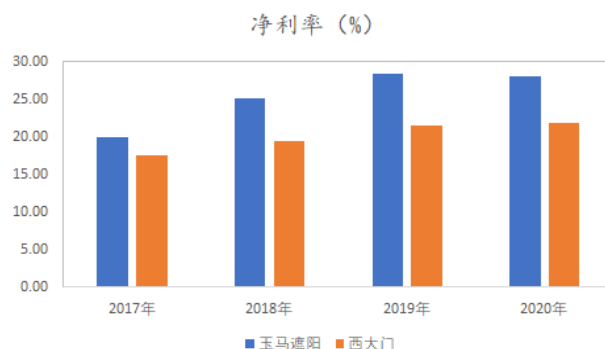
毛利率：2017-2020 年玉马遮阳的毛利率高于西大门 1.2/6.5/6.9/6.2 个百分点，毛利率差异主要与产品结构有关。从三大产品的毛利率看，可调光面料的毛利率最高，2020 年玉马遮阳可调光产品毛利率 55.61%、西大门可调光产品毛利率 51.76%，而该产品在西大门收入占比仅为 9%、在玉马遮阳收入占比 34%。遮光面料是两家公司利润率最低的产品，该产品在西大门收入占比 46%、在玉马遮阳收入占比 33%。

图表 37：玉马遮阳毛利率高于西大门



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 38：玉马遮阳净利率高于西大门



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

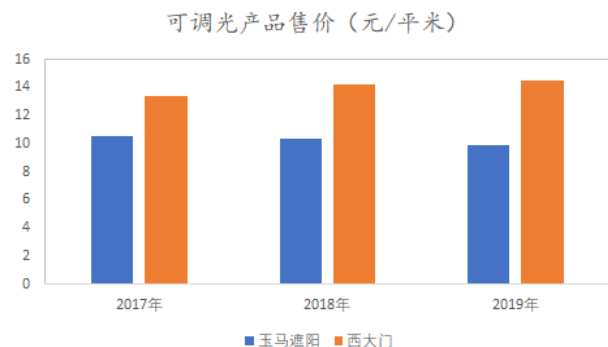
图表 39：玉马遮阳高毛利产品占比高

产品	公司名称	2017年 (%)		2018年 (%)		2019年 (%)	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
遮光面料	西大门	50.55	36.36	48.51	30.57	45.78	32.90
	玉马遮阳	38.12	33.26	34.38	32.28	32.93	33.56
可调光面料	西大门	11.09	53.71	10.36	52.67	9.07	51.76
	玉马遮阳	36.73	53.20	35.50	55.67	33.95	55.61
阳光面料	西大门	34.55	47.75	36.09	45.04	38.78	45.77
	玉马遮阳	25.16	43.58	30.12	45.43	33.12	51.13

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

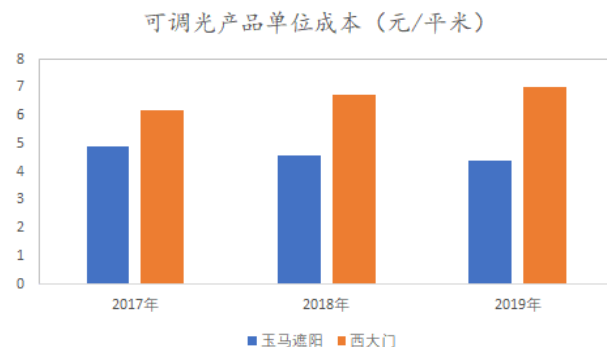
售价和单位成本：从可调光和阳光面料产品售价看，玉马遮阳的产品价格一直低于西大门。2019 年，玉马遮阳可调光产品售价 9.88 元/平米、低于西大门 14.51 元/平米的售价，玉马遮阳阳光面料售价 16.02 元/平米、低于西大门 16.59 元/平米的售价。由于玉马遮阳以欧洲客户（需求相对单一）为主、且前五大客户集中度高，西大门以美国客户（需求多元化）为主、且客户零散，客户结构和需求差异导致了玉马遮阳的单位成本低于西大门。2019 年玉马遮阳可调光产品单位成本 4.39 元/平米、低于西大门 7 元/平米的单位成本，玉马遮阳阳光产品单位成本 7.83 元/平米、低于西大门 9 元/平米的成本。综合价格和成本差异后，2019 年玉马遮阳可调光产品毛利率高于西大门 3.85 个百分点，阳光面料毛利率高于西大门 5.36 个百分点。

图表 40：玉马可调光产品售价低于西大门



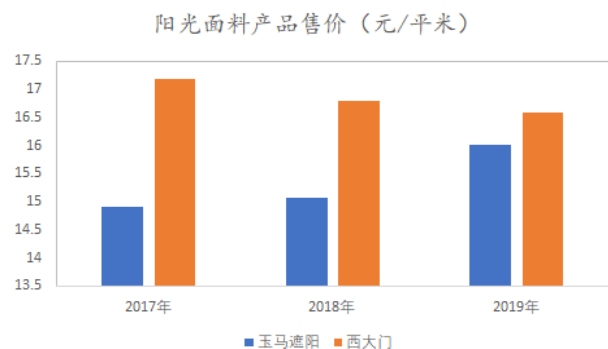
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 41：玉马可调光产品成本低于西大门



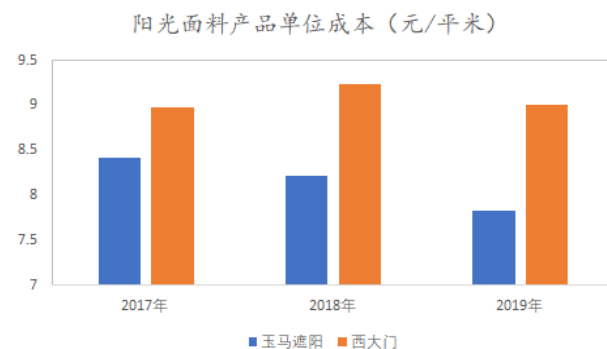
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 42：玉马阳光面料售价低于西大门



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

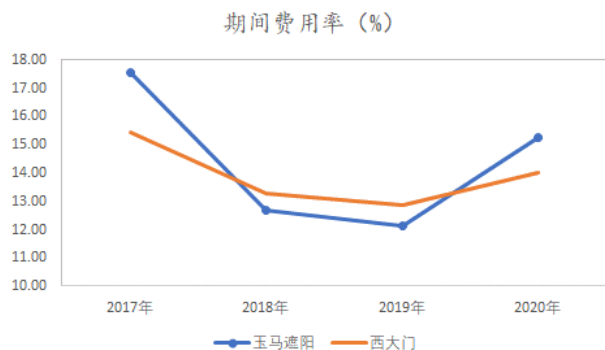
图表 43：玉马阳光面料成本低于西大门



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

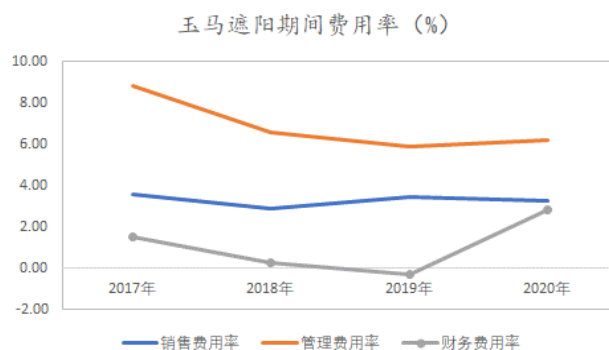
期间费用率：玉马遮阳的费用控制能力略优于西大门。2019 年玉马遮阳期间费用率 12.15%，低于西大门 0.72 个百分点。2020 年受汇兑损失影响，公司期间费用率增加至 15.24%，高于西大门 1.22 个百分点，其中：财务费用率增加 3.13 个百分点，管理费用率增加 0.3 个百分点，销售费用率减少 0.2 个百分点。从 2021 年前三季度看，公司毛利率较 2020 年全年减少 2.48 个百分点，净利率较 2020 年全年增加 0.45 个百分点。在原材料上涨的背景下，良好的费用控制能力导致公司净利率维持高位。

图表 44：玉马 20 年期间费用率高于西大门



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 45：玉马 20 年财务费用率大幅增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 基本假设

- **收入方面：**随着公司 IPO 募投项目的投产，2022-2023 年公司产销量有望维持快速增长；从价格情况看，2021 年提价主要是为了应对原材料价格上涨，预计 2022-2023 年公司的产品价格有望稳定。
- **毛利率：**公司三大产品毛利率稳定，2021 年上半年受原材料价格上涨影响，公司毛利率略有下滑。2021 年下半年随着提价效果的显现，公司 Q3 单季毛利率已出现环比回升。未来随着公司产能的释放，产量的增长有望降低固定成本分摊，预计 2022-2023 年公司三大产品毛利率维持在高位。

图表 46：未来三年公司主要产品销量和价格假设

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	2.56	3.22	3.84	3.85	5.29	6.99	9.26
全遮光涂层面料	0.94	1.07	1.23	1.32	1.84	2.45	3.27
可调光面料	0.90	1.10	1.27	1.12	1.56	2.08	2.77
阳光面料	0.62	0.94	1.24	1.23	1.71	2.28	3.04
其他业务	0.10	0.11	0.10	0.18	0.18	0.18	0.18
毛利率	42.19%	43.79%	46.35%	46.49%	44.67%	46.05%	46.84%
全遮光涂层面料	32.98%	32.71%	33.33%	35.61%	34.00%	35.61%	35.61%
可调光面料	53.33%	55.45%	55.91%	55.36%	54.00%	55.00%	56.00%
阳光面料	43.55%	45.74%	51.61%	52.03%	50.00%	51.00%	52.00%
其他业务	20.00%	27.27%	20.00%	38.89%	22.22%	22.22%	22.22%

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(二) 估值及投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业收入 5.29/6.99/9.26 亿元、收入增速 37/32/32%，归母净利润 1.43/1.96/2.65 亿元、利润增速 32/37/35%。按照公司最新总股本 1.32 亿股计算，2021-2023 年 EPS 1.09/1.49/2.01 元，对应 PE 24/18/13 倍。

由于公司产品以出口为主，我们选取以出口为主的企业作为可比公司。2022 年可比公司 PE 估值 16.4 倍，公司估值高于可比公司。与同为遮阳产品的西大门相比，2022 年西大门 PE 估值 14.9 倍，公司估值高于西大门。

2021 年受原材料价格上涨、人民币升值、海运运力紧张影响，出口类企业业绩出现大幅下滑，公司业绩逆势增长。与西大门相比，公司业绩表现和盈利能力更优。因此，我们认为玉马遮阳应存在估值溢价，给予公司 2022 年 20 倍估值。采用市盈率相对估值法，按照 2022 年 EPS1.49 元计算，给予未来 6-12 个月 29.82 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47：公司估值高于可比公司

证券简称	收盘价	2021年前三季度		每股收益					市盈率				
		收入增速(%)	利润增速(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
西大门	20.69	36.37	26.91	1.23	1.08	1.04	1.39	1.81	16.8	19.2	19.9	14.9	11.4
乐歌股份	23.88	72.27	-23.46	0.73	1.57	0.91	1.43	2.11	32.7	15.2	26.3	16.7	11.3
梦百合	13.85	35.00	-152.1	1.18	1.11	0.05	1.12	1.64	11.7	12.5	259.8	12.3	8.4
捷昌驱动	37.15	30.46	-41.27	1.61	1.61	0.92	1.49	2.02	23.1	23.1	40.5	25.0	18.3
海象新材	30.66	42.33	-47.83	2.51	3.16	1.10	2.36	3.20	12.2	9.7	27.8	13.0	9.6
				均值					19.3	15.9	74.9	16.4	11.8
玉马遮阳	26.34	45.12	46.17	1.19	1.09	1.09	1.49	2.01	22.1	24.2	24.3	17.7	13.1

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、风险提示

- 原材料成本上涨风险：公司采购的原材料为聚酯纤维、丙烯酸、PVC 等大宗商品，原材料价格大幅上涨会导致公司生产成本增加。
- 汇率风险：公司海外收入占比超过 60%，人民币汇率波动会导致公司产生汇兑损益。
- 海运运力紧张风险：虽然公司与境外客户采用 FOB 条款结算，但是短期海运运力和海运费波动会影响公司发货进度。
- 疫情加剧风险：疫情加剧会影响公司国内工厂的生产节奏，并对需求产生负面影响。
- 限售股解禁风险：2022 年 5 月 24 日公司首发股东限售股解禁，解禁数量 1116 万股，解禁数量占公司总股本 8.48%。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	186	262	240	192	118	营业收入	384	385	529	699	926
应收和预付款项	32	37	51	68	90	营业成本	206	206	293	377	492
存货	85	83	118	152	198	营业税金及附加	5	5	7	9	12
其他流动资产	9	11	14	18	24	销售费用	13	12	17	22	30
流动资产合计	312	393	424	431	431	管理费用	22	24	32	43	57
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(1)	11	(2)	(2)	(1)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(3)	(2)	0	0	0
固定资产	160	173	248	309	354	投资收益	1	3	0	0	0
在建工程	19	21	71	121	171	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	57	110	114	118	122	营业利润	126	116	165	227	307
长期待摊费用	2	5	8	8	8	其他非经营损益	0	10	1	1	1
其他非流动资产	46	12	53	53	53	利润总额	126	126	166	228	308
资产总计	593	709	910	1,031	1,130	所得税	17	18	23	32	43
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	109	108	143	196	265
应付和预收款项	37	60	85	110	144	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	109	108	143	196	265
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	38	61	86	111	145						
股本	99	99	132	132	132	预测指标					
资本公积	336	336	336	336	336		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	121	214	2,979	3,350	3,769	毛利率	46.29%	46.58%	44.67%	46.05%	46.84%
归母公司股东权益	556	649	357	453	519	销售净利率	28.45%	28.06%	27.04%	28.09%	28.64%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	19.18%	0.37%	37.34%	32.20%	32.48%
股东权益合计	556	649	824	921	986	EBIT 增长率	33.16%	-0.37%	30.06%	37.87%	35.53%
负债和股东权益	593	709	910	1,031	1,130	净利润增长率	34.96%	-0.98%	32.31%	37.33%	35.09%
						ROE	19.64%	16.66%	17.34%	21.32%	26.90%
						ROA	18.39%	15.23%	15.71%	19.04%	23.46%
						ROIC	19.68%	16.75%	17.14%	21.15%	26.77%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.19	1.09	1.09	1.49	2.01
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	PE (X)	0.00	0.00	24.26	17.67	13.08
经营性现金流	0	0	140	206	280	PB (X)	0.00	0.00	4.21	3.77	3.52
投资性现金流	(84)	(51)	(194)	(154)	(154)	PS (X)	9.04	9.01	6.56	4.96	3.75
融资性现金流	77	(15)	33	(100)	(200)	EV/EBITDA (X)	(1.46)	(2.07)	17.00	12.26	9.24
现金增加额	122	74	(21)	(48)	(74)						

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liywn@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。