

证券研究报告

公司研究

点评报告

玉马遮阳 (300993.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服&化妆品行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《功能遮阳前景广阔, 龙头玉马未来可期》2022.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

短期业绩增长承压, 长期发展空间广阔

2022年4月22日

事件: 公司 2021 年实现收入 5.20 亿元、同增 35.16%, 归母净利 1.40 亿元、同降 29.87%, 扣非净利 1.35 亿元、同降 39.55%, EPS 为 1.19 元, 每 10 股派息 2 元 (含税) 转增 8 股。公司下游建筑遮阳产品需求快速增长, 业绩符合预期。2022Q1 公司实现收入 1.14 亿元、同增 9.64%, 归母净利 2693.43 万元、同降 12.77%, 扣非净利 2684.37 万元、同降 9.49%, 受国内新冠肺炎疫情反复、俄乌冲突等影响收入增速放缓, 原油、能耗等成本上涨导致利润同比下滑。

点评:

- **下游需求快速恢复, 遮阳材料产销量增长。**分拆来看, 2021 年公司遮光面料、可调光面料、阳光面料实现收入 1.78 亿元、1.62 亿元、1.60 亿元, 同增 34.42%、45.16%、29.82%, 新冠疫情影响减弱, 建筑遮阳行业景气度较高, 公司下游国内外客户需求快速恢复, 遮阳面料产能持续扩张, 2021 年公司遮阳面料产量、销量分布同增 37.81%、37.43% 至 4446 万平米、4499 万平米。2022 年 3 月俄乌冲突导致部分客户订单推迟, 且国内新冠疫情扩散导致生产、物流受到影响, 2022Q1 收入增速有所放缓。
- **原材料成本影响毛利率, 财务费用率同比下降。**1) 2021 年公司毛利率同降 3.01PCT 至 43.57%, 主要受原材料成本上涨影响, 其中遮光面料、可调光面料、阳光面料毛利率同降 2.08PCT、0.97PCT、5.09PCT 至 33.70%、54.16%、46.58%。2022Q1 公司毛利率同降 5.09PCT 至 41.53%, 原材料成本上涨、疫情反复等影响较大。2) 2021 年公司销售、管理、研发、财务费用率同增-0.03PCT、-0.44PCT、0.21PCT、-3.38PCT 至 3.18%、5.67%、3.35%、-0.60%, 汇率影响及利息收入增加导致财务费用率显著下降, 其他费用率基本保持稳定。3) 2021 年公司经营活动现金流净额同增 2.02% 至 1.52 亿元, 主要由于扩大生产、购买商品及相关税费增加, 导致增速低于利润表现。
- **功能性遮阳市场不断扩大, 公司提升行业竞争力。**国内功能性遮阳产品渗透率处于较低水平, 2021 年仅为 4.27%, 随着消费者绿色节能环保理念提升, 政府鼓励功能性遮阳产品发展, 功能性遮阳行业市场规模有望保持快速增长。公司作为行业龙头, 2021 年获得“中国产学研合作创新示范企业”, “山东省创新驱动发展奖突出贡献单位”等荣誉, 进一步提升产品研发能力, 提高科研成果转化率, 并且继续提升生产过程的智能化、自动化水平。公司推进募投扩产项目, 争取在 2022 年实现全部投产, 持续拓展大客户订单, 推动收入保持增长。
- **盈利预测与投资建议:** 由于俄乌冲突短期影响公司产品向欧洲发货, 我们略下调公司 2022-2023 年归母净利预测为 1.77/2.28 亿元 (原值为 1.82/2.35 亿元), 预测 2024 年归母净利为 2.72 亿元, 目前股价对应 22 年 30.93 倍 PE。公司行业优势地位明显, 功能性建筑遮阳市场未来

发展空间较大，短期股价调整后估值处于较低水平，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**新冠疫情扩散风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险、俄乌冲突风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	385	520	638	786	932
增长率 YoY %	0.4%	35.2%	22.7%	23.2%	18.6%
归属母公司净利润 (百万元)	108	140	177	228	272
增长率 YoY%	-1.0%	29.9%	26.2%	28.6%	19.4%
毛利率%	46.6%	43.6%	44.6%	45.8%	46.2%
净资产收益率ROE%	16.7%	12.3%	12.5%	13.8%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.19	0.75	0.96	1.15
市盈率 P/E(倍)	—	24.13	30.93	24.05	20.14
市净率 P/B(倍)	—	3.32	3.85	3.32	2.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年4月21日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	393	767	1,009	1,258	1,551	
货币资金	262	582	1,003	1,252	1,546	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	36	42	0	0	0	
预付账款	10	9	0	0	0	
存货	83	118	-5	-5	-5	
其他	3	16	10	10	10	
非流动资产	316	443	416	395	373	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	173	189	275	254	232	
无形资产	110	108	108	108	108	
其他	33	146	33	33	33	
资产总计	709	1,209	1,425	1,652	1,924	
流动负债	60	69	2	2	2	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	30	32	0	0	0	
其他	30	37	2	2	2	
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	61	70	3	3	3	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司 股东权益	649	1,140	1,422	1,650	1,922	
负债和股东 权益	709	1,209	1,425	1,652	1,924	

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	385	520	638	786	932
同比	0.4%	35.2%	22.7%	23.2%	18.6%
归属母公司净利润	108	140	177	228	272
同比	-1.0%	29.9%	26.2%	28.6%	19.4%
毛利率(%)	46.6%	43.6%	44.6%	45.8%	46.2%
ROE%	16.7%	12.3%	12.5%	13.8%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.19	0.75	0.96	1.15
P/E	0.00	24.13	30.93	24.05	20.14
P/B	0.00	3.32	3.85	3.32	2.85
EV/EBITDA	-1.72	16.94	19.90	15.44	12.21

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	385	520	638	786	932
营业成本	206	294	354	426	502
营业税金及附加	5	4	6	8	9
销售费用	12	17	20	27	34
管理费用	24	30	37	46	54
研发费用	12	17	22	28	33
财务费用	11	-3	-10	-14	-17
减值损失合	-2	-4	-5	-5	-5
投资净收益	3	3	3	4	5
其他	0	1	2	2	3
营业利润	116	162	208	268	320
营业外收支	10	1	0	0	0
利润总额	126	163	208	268	320
所得税	18	23	31	40	48
净利润	108	140	177	228	272
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	108	140	177	228	272
EBITDA	152	189	225	274	322
EPS (当年)(元)	1.09	1.19	0.75	0.96	1.15

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	149	152	312	245	289
净利润	108	140	177	228	272
折旧摊销	26	30	27	21	21
财务费用	9	4	0	0	0
投资损失	-3	-3	-3	-4	-5
营运资金变动	5	-24	107	-5	-5
其它	3	5	5	5	5
投资活动现	-51	-200	3	4	5
资本支出	-54	-194	0	0	0
长期投资	0	-10	0	0	0
其他	3	3	3	4	5
筹资活动现金流	-15	349	105	0	0
吸收投资	0	366	105	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-15	0	0	0	0
现金流净增加额	74	297	421	249	293

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，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》研究金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，四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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@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	liruolin@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
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	刘韵	13620005606	liuyun@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。