

玉马遮阳 (300993.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服行业首席分析师
执业编号: S1500520080003
邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

事件: 公司 2022 年前三季度实现收入 4.02 亿元, 同增 7.19%, 实现归母净利润 1.19 亿元, 同增 11.19%, 扣非净利润为 1.17 亿元, 同增 12.60%, EPS 为 0.50 元; 22Q3 公司实现营业收入 1.46 亿元, 同增 3.40%, 实现归母净利润 0.48 亿元, 同增 13.22%, 扣非净利润为 0.47 亿元, 同增 14.24%。22Q3 受国内疫情封控、海外高通胀需求减弱等影响, 公司收入增速相对较低; 财务费用率下降导致净利润增速有所提升。

点评:

- **公司整体收入增长稳健, 22Q3 收入增速环比放缓。**2022 年前三季度公司产销规模同比增加, 整体增长较为稳健, 公司持续扩张产能, 优化产品结构, 拓展国内外客户, 提升市场份额。22Q3 海外市场高通胀影响需求, 且俄乌冲突持续影响欧洲地区订单, 公司收入增速环比有所放缓。
- **毛利率同比下滑, 归母净利润稳健增长。**22 年前三季度公司毛利率同降 2.6PCT 至 41.53%, 主要系原材料成本同比上涨、产能利用率相对较低。2022 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率为 3.53%、5.47%、3.34%、-5.98%, 同增 0.52PCT、0.03PCT、0.59PCT、-4.92PCT。其中销售同比增长主要系公司产销规模增长, 职工薪酬增加, 同时国外子公司销售规模增加; 22 年前三季度公司持续加强研发投入, 推动研发费用率有所增长。得益于汇率变动影响汇兑损益及定期存款利息收入增加, 22 年前三季度财务费用率同比大幅减少, 推动净利润同增 13.22%至 0.48 亿元。此外 22 年前三季度受销售规模增加和销售回款同比有所增长等因素影响, 公司经营活动现金流同增 9.42%至 0.88 亿元。
- **功能性遮阳市场景气度高, 公司持续强化核心竞争优势。**功能性遮阳产品具有节能、环保、改善建筑物质量等功能, 性价比较高, 受益于各国政府节能减排的政策目标, 未来行业规模有望逐年扩大。公司作为行业龙头, 有望借助研发、服务、性价比、产能规模等优势, 不断拓展国内外客户, 推动收入增长。2022 年前三季度公司受俄乌冲突、国内疫情等影响, 收入增速有所放缓。一方面伴随疫情影响逐步改善, 下游客户订单有望保持快速增长, 另一方面随着公司产品结构向高附加值、高毛利方向拓展, 未来公司收入、业绩增速预计有望回升。
- **盈利预测与投资建议:** 疫情、俄乌冲突短期影响公司收入表现, 我们预测公司 2022-2024 年归母净利为 1.61/1.96/2.39 亿元, 目前股价对应 22 年 18.56 倍 PE。我们认为公司行业优势地位明显, 功能性遮阳行业渗透率仍有较大提升空间, 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。

相关研究

《功能遮阳前景广阔, 龙头玉马未来可期》2022. 4
《收入增长稳健, 期待下半年业绩增长加速》2022. 10

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



重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	385	520	569	679	805
增长率 YoY %	0.4%	35.2%	9.4%	19.2%	18.7%
归属母公司净利润 (百万元)	108	140	161	196	239
增长率 YoY%	-1.0%	29.9%	14.9%	21.4%	21.9%
毛利率%	46.6%	43.6%	44.1%	45.1%	45.2%
净资产收益率ROE%	16.7%	12.3%	12.4%	13.1%	13.8%
EPS(摊薄)(元)	1.09	1.19	0.68	0.83	1.01
市盈率 P/E(倍)	0.00	24.13	18.56	15.29	12.54
市净率 P/B(倍)	0.00	3.32	2.30	2.00	1.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月28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	980	1,214	1,492
货币资金	262	582	635	835	1,063
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	36	42	47	56	66
预付账款	10	9	13	15	18
存货	83	118	145	168	204
其他	3	16	140	140	140
非流动资产	316	443	421	401	383
长期股权投	0	0	0	0	0
固定资产	173	189	224	231	224
无形资产	110	108	105	103	103
其他	33	146	93	67	56
资产总计	709	1,209	1,401	1,615	1,875
流动负债	60	69	100	118	139
短期借款	0	0	10	13	15
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	30	32	39	46	54
其他	30	37	51	59	70
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	100	118	139
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	649	1,140	1,301	1,497	1,735
负债和股东权益	709	1,209	1,401	1,615	1,875

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	569	679	805
同比 (%)	0.4%	35.2%	9.4%	19.2%	18.7%
归属母公司净利润	108	140	161	196	239
同比	-1.0%	29.9%	14.9%	21.4%	21.9%
毛利率 (%)	46.6%	43.6%	44.1%	45.1%	45.2%
ROE%	16.7%	12.3%	12.4%	13.1%	13.8%
EPS (摊薄)(元)	1.09	1.19	0.68	0.83	1.01
P/E	0.00	24.13	18.56	15.29	12.54
P/B	0.00	3.32	2.30	2.00	1.73
EV/EBITDA	-1.74	17.07	12.81	9.80	7.54

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	385	520	569	679	805
营业成本	206	294	318	373	441
营业税金及	5	4	6	7	8
销售费用	12	17	23	27	32
管理费用	24	30	34	41	48
研发费用	12	17	27	33	39
财务费用	11	-3	-6	-7	-9
减值损失合	-2	-4	23	25	35
计					
投资净收益	3	3	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
营业利润	116	162	190	230	281
营业外收支	10	1	0	0	0
利润总额	126	163	190	230	281
所得税	18	23	28	35	42
净利润	108	140	161	196	239
少数股东损	0	0	0	0	0
益					
归属母公司	108	140	161	196	239
EBITDA	150	187	185	222	258
EPS (当	1.09	1.19	0.68	0.83	1.01
年)(元)					

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	176	201	230	
净利润	108	140	161	196	239	
折旧摊销	26	30	24	23	21	
财务费用	9	4	0	1	1	
投资损失	-3	-3	0	0	0	
营运资金变动	5	-24	13	6	5	
其它	3	5	-23	-25	-35	
投资活动现金流	-51	-200	-133	-3	-3	
资本支出	-54	-194	0	0	0	
长期投资	0	-10	-130	0	0	
其他	3	3	-3	-3	-3	
筹资活动现金流	-15	349	10	2	1	
吸收投资	0	366	0	0	0	
借款	0	0	10	3	2	
支付利息或股息	-15	0	0	-1	-1	
现金流净增加额	74	297	52	200	229	

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，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	hanqiyue@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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。