

玉马遮阳 (300993)

证券研究报告

2024年03月08日

功能遮阳材料龙头，品质为先、扩产稳健

功能遮阳龙头，产品远销全球。公司专注于功能性遮阳材料的研发、生产和销售，产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料三大类上千个品种，产品出口占比达2/3，销往全球70多个国家和地区，是我国建筑遮阳行业的龙头企业。

营收及利润增长稳健，经营成效显著。2018-2022年公司营收/归母净利润CAGR分别为14.16%/17.98%，2023Q1-3公司收入/利润分别为4.77/1.20亿元，分别同增18.81%/0.75%，伴随募投产能投放及产品结构优化，增长稳健。公司盈利水平稳定且高于同行，毛利率保持在40%以上，净利率在25%以上，主要系公司产品生产定制化、具备一定定价权、成本优势较为显著。

功能遮阳行业：小而美的细分赛道，低市占、高毛利。功能遮阳面料相较于传统窗帘性能更优，替代逻辑顺畅。1) 海外：欧美渗透率超70%，产品更新需求旺盛，外资知名品牌占据主导，国内优质厂商产品性价比高、海外市场份额仍有提升空间；2) 国内：我国渗透率仅3%，行业格局较为分散，21年CR3仅为6%，其中龙头厂商以完善的生产技术和优异的产品质量形成差异化竞争，看好龙头海外市占率+国内渗透率双升。

强研发、技术实力赋能，新渠道、新产品有望放量。

研发：公司具备自主研发能力和多项核心技术，产品处于国内外市场中高端水平，研发体系完善、团队专业，可满足客户多样化、定制化产品需求。

生产：公司掌握单丝包覆等核心工艺环节，质控、专业设备多方面保障产品品质；18-22年公司销量CAGR为10.53%，预计2023年底募投项目完全达产，未来1300万平米可转债项目支撑产能扩张。

客户：公司凭借优异生产能力、质量保障及产品交期深度绑定大客户资源，客户粘性较强，17-22年前五客户收入占比维持在25%-31%，客户集中度及大客户数量高于同行，较强的议价能力保障较高盈利水平。

新渠道&产品：公司通过YUMAUSA布局美国本土市场成效显现，空白市场开拓力度加强，此外24年积极筹划跨境电商；24年初公司与武汉中科合作探索光伏发电遮阳材料，预计新品类、新渠道持续赋能成长。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司掌握优质大客户资源，海外渠道有望持续提升市场份额，国内有望受益于行业渗透率提升，高度定制化生产有望持续享受较高利润率水平，我们预计23-25年归母净利润分别为1.66/2.05/2.47亿元，EPS分别为0.54/0.66/0.80元/股，对应PE分别为19/15/12X。参考可比公司估值，给予公司合理17-18倍PE，目标价11-12元。

风险提示：产能利用率不及预期，外销占比较高风险，市场竞争风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险，测算具有主观性风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	520.38	546.62	668.86	839.15	1,031.57
增长率(%)	35.16	5.04	22.36	25.46	22.93
EBITDA(百万元)	208.79	211.53	222.22	273.75	332.17
归属母公司净利润(百万元)	140.32	156.65	166.07	204.71	246.90
增长率(%)	29.87	11.64	6.01	23.27	20.61
EPS(元/股)	0.46	0.51	0.54	0.66	0.80
市盈率(P/E)	21.94	19.65	18.54	15.04	12.47
市净率(P/B)	2.70	2.42	1.68	1.50	1.34
市销率(P/S)	5.92	5.63	3.54	2.82	2.30
EV/EBITDA	15.12	11.97	7.71	6.11	4.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.99元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	308.13
流通A股股本(百万股)	99.46
A股总市值(百万元)	3,078.23
流通A股市值(百万元)	993.62
每股净资产(元)	4.38
资产负债率(%)	7.00
一年内最高/最低(元)	14.18/7.91

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 功能遮阳龙头，产品远销全球	4
1.1. 深耕功能遮阳面料，积极拓展国外市场	4
1.2. 股权相对集中，董事长行业经验丰富	5
1.3. 国内外市场增长稳健，盈利能力较高	5
2. 功能遮阳行业：小而美的细分赛道，低市占、高毛利	8
2.1. 性能优越、节能环保，替代逻辑顺畅	8
2.2. 海外市场：需求方兴未艾，内资品牌市占率有望提升	9
2.3. 国内市场：渗透率低，市场空间广阔	10
3. 强研发、技术实力赋能，新渠道、新产品有望放量	11
3.1. 研发水平领先、品类扩充，满足定制化需求	11
3.2. 生产实力突出、质量严控，产能规模持续扩张	13
3.3. 客户资源优质，合作关系稳定	14
3.4. 国内外市场同步拓展，跨境电商有望贡献增量	15
4. 盈利预测与投资评级	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程图	5
图 2：公司股权结构图	5
图 3：2018-2023Q1-3 公司营收（亿元）及增长率	6
图 4：2018-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元）及增长率	6
图 5：2018-2023H1 各产品营收（百万元）及增长率	6
图 6：2018-2023H1 各面料营收占比	6
图 7：2018-2023H1 各面料毛利率	6
图 8：2018-2023H1 内销，外销营收（亿元）及增长率	7
图 9：2020-2022 内销，外销毛利率	7
图 10：2018-2023H1 内销，外销营收占比	7
图 11：2018-2020 外销各地区营收占比	7
图 12：2017-2023Q1-3 可比企业毛利率、净利率	8
图 13：2018-2023Q1-3 各项费用率	8
图 14：2017-2025 年中国功能性遮阳产品销售额(亿元)及增长率	10
图 15：2021 年建筑遮阳细分行业销售额（亿元）	10
图 16：2021 年我国功能遮阳行业竞争格局	11
图 17：西大门、玉马遮阳研发人数（人）及占比	12
图 18：2018-2023Q1-3 公司研发费用（百万元）及研发费率	12
图 19：产品工艺流程（以阳光面料为例）	13

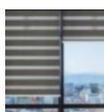
图 20: 2018-2020 产能 (万平方米) 及产能利用率.....	14
图 21: 2018-2022 年销量 (万平方米) 及增长率.....	14
图 22: 2017-2022 年 TOP5 客户总销售额占比.....	14
图 23: TOP5 客户销售额 (百万元) 及占比.....	14
图 24: 2021-2023H1 YUMA USA 营收 (百万元) 及占比.....	15
图 25: 2021-2023H1 YUMA USA 净利润 (百万元) 及净利率.....	15
图 26: 斑马商城首页.....	16
表 1: 公司主要产品.....	4
表 2: 我国绿色建筑行业相关政策.....	9
表 3: 国际知名遮阳产品生产商.....	9
表 4: 中国行业内竞争梯队.....	10
表 5: 公司近年所获技术奖项.....	11
表 6: 产品优势.....	13
表 7: 可转债募集资金用途 (万元).....	14
表 8: 玉马遮阳及西大门 TOP5 客户对比 (万元).....	15
表 9: 盈利预测与收入 (百万元) 拆分表.....	16
表 10: 可比公司 PE.....	17

1. 功能遮阳龙头，产品远销全球

1.1. 深耕功能遮阳面料，积极拓展国外市场

专注功能遮阳面料，立足全球市场。公司自成立以来一直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三大类上千个品种。深耕行业三十余年，公司具备出色的产品定制能力及生产制造能力，立足于全球建筑遮阳产业并全面参与全球高端市场的竞争，产品出口占比达 2/3，销往全球六大洲的 70 多个国家和地区，是我国建筑遮阳行业的龙头企业。

表 1：公司主要产品

主要产品	作用	应用范围	效果展示
遮光面料	遮光面料具有减弱光线、遮挡强光的作用，可满足人们对不同光线强度的需求	适用于家居、公共建筑工程内遮阳，如家庭住宅的书房、阳台、酒店，办公楼等	 
可调光面料	可调光面料结构新颖、调节光线便捷、美观大方、具有一定的装饰性等特点	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、咖啡厅、办公楼等建筑的内遮阳	 
阳光面料	<p>1) 阳光面料稳定性极佳，尺寸稳定不易伸长，经日晒不易变形，适合长期使用；开孔均匀，可提供不同的开孔率满足不同的遮阳、透光、通风要求；阻燃等级高，能满足高楼和公共建筑较高的防火安全标准。</p> <p>2) 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。</p> <p>3) 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。</p>	写字楼、办公楼、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、天风证券研究所

公司主要经历如下发展阶段：

1) 1991-2006：积累生产及技术经验，品类逐渐拓展

公司于 1991 年从事遮阳垂直帘机构的研发、试制和检测工作起家，1998 年玉马窗饰创立，通过不断进行产品研发、生产建设投入、技术工艺改进等，玉马窗饰形成了一定的资产规模和生产能力，在遮光面料、可调光面料产品领域具有较为成熟的生产技术和产品品类。

2) 2007-2020：全球布局功能遮阳面料，开拓美国市场

2016 年，由玉马遮阳收购玉马窗饰完成业务重组，公司经营规模、资产规模、客户资源等不断提升，成长为中国建筑遮阳行业龙头企业。2019 年，公司设立境外子公司玉马美国，有效开拓美国市场、提高美国市场的占有率。

3) 2021 至今：产能持续扩张，积极筹划新渠道、新产品

2021 年，公司在深交所创业板成功挂牌上市，产能、业务规模不断扩大。2024 年筹备运作跨境电商，进一步开拓国外销售渠道；并与武汉中科签署战略合作协议，依托武汉中科的技术优势，探索光伏发电材料及相关产品在遮阳领域的应用落地。

图 1：公司发展历程图



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权相对集中，董事长行业经验丰富

实控人持股 59%，董事长深耕行业、经验丰富。公司实际控制人为孙承志、崔月青夫妇，截至 2023 年 12 月 20 日，实际持股比例达到 58.97%。董事长兼总经理孙承志先生深耕行业多年，具备丰富的企业经营管理和技术研发经验，曾荣获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 2013 年设立以来仅向 3 位行业中有突出贡献的人士授予过。2023 年末，公司拟回购股份 172.12 万股（约占总股本 0.56%）- 344.23 万股（约占总股本 1.12%），三年之内用于推进股权激励或员工持股计划，进一步激发公司广大核心员工的积极性和创造性。

图 2：公司股权结构图

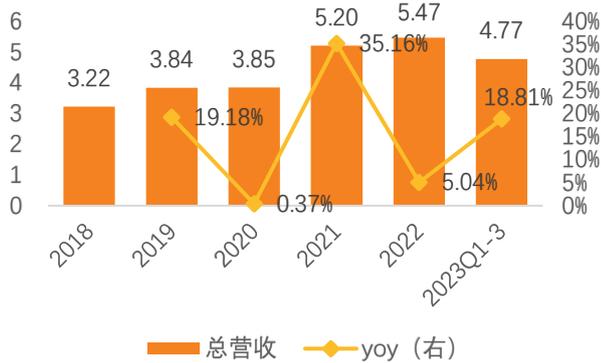


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所；注：数据截止至 2023/12/20

1.3. 国内外市场增长稳健，盈利能力较高

营收及利润增长稳健，经营成效显著。2018-2022 年公司营收由 3.22 亿元增长至 5.47 亿元（CAGR 为 14.16%），归母净利润由 0.81 亿元增长至 1.57 亿元（CAGR 为 17.98%），伴随募投产能投放及产品结构优化，公司收入及利润增长稳健。2023Q1-3 公司收入及利润分别为 4.77/1.20 亿元，分别同比增长 18.81%/0.75%，主要系：1）产能陆续释放提升订单响应速度；2）国内外的展会及交流恢复，国外客户拜访及沟通效果良好，订单有所增加。

图 3：2018-2023Q1-3 公司营收（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

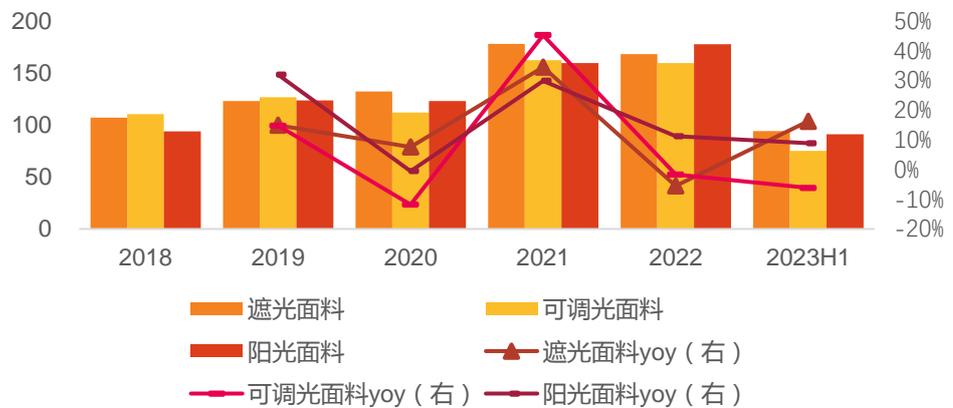
图 4：2018-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

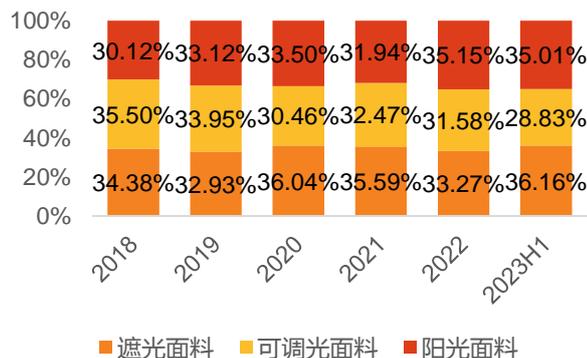
分产品，面料营收稳步增长，阳光面料占比提升。2018-2022 年，遮光面料、可调光面料、阳光面料的营收分别由 1.07/1.10/0.94 亿元增长至 1.68/1.59/1.77 亿元，CAGR 分别为 11.94%/9.62%/17.31%，其中阳光面料收入增速最高，2018-2023H1 收入占比由 30.12%提升至 35.01%。由于阳光面料单价（2020 年单价为 15.88 元/平米）高于遮光面料（2020 年单价为 10.41 元/平米）和可调光面料（2020 年为 9.09 元/平米），且阳光面料毛利率（2023H1 毛利率为 45.17%）高于遮光面料（2023H1 毛利率为 38.05%），产品结构优化带动收入及盈利能力提升。

图 5：2018-2023H1 各产品营收（百万元）及增长率



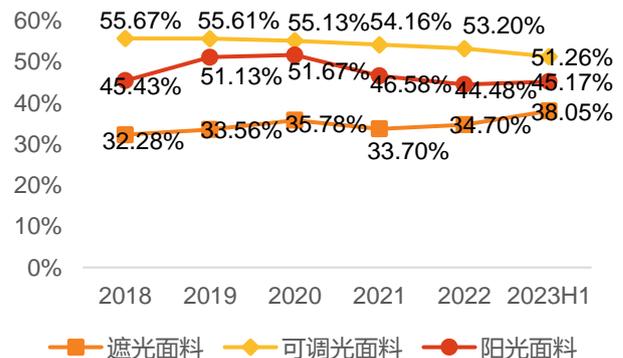
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2018-2023H1 各面料营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2018-2023H1 各面料毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区，外销市场积极拓展，内销增长动能充足。

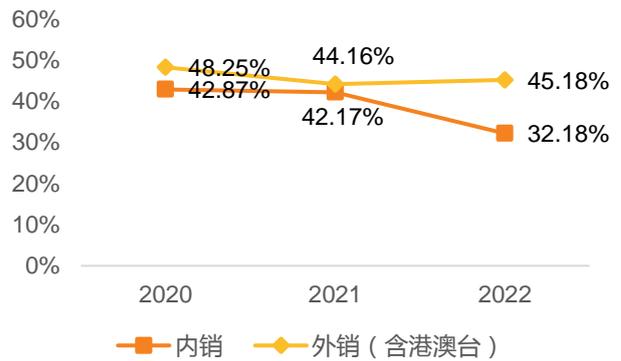
- 1) **外销：增长稳健，市场积极拓展。**公司外销市场中欧洲、美洲和亚洲（除中国大陆）的客户较多，2023H1 外销总营收 2.06 亿元，同比增长 7.26%，收入占比 67.66%。外销市场产品渗透率和更换率较高，公司营收稳步增长（2018-2022CAGR 为 18.48%），此外公司积极拓展全球客户，近年来通过全资子公司 YUMA USA 拓展美国地区增量，我们预计维系增长态势。此外，外销市场中高端产品占比高，毛利率（2022 年为 45.18%）远高于内销（2022 年为 32.18%），预计业绩贡献持续提升。
- 2) **内销：规模稳定，增长动力充足。**2023H1 内销营收达到 0.98 亿元（2018-2022CAGR 为 5.50%），同比增长 53.36%，收入占比为 32.34%。一方面公司在长三角、珠三角等地区设立包括产品展厅的销售办事处及物流仓库，加强公司产品推广力度；另一方面，公司建设斑马先生网上商城，拓展户外遮阳产品，助推国内销量提升。

图 8：2018-2023H1 内销，外销营收（亿元）及增长率



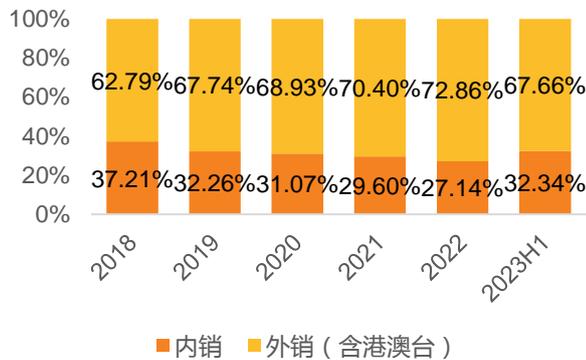
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2020-2022 内销，外销毛利率



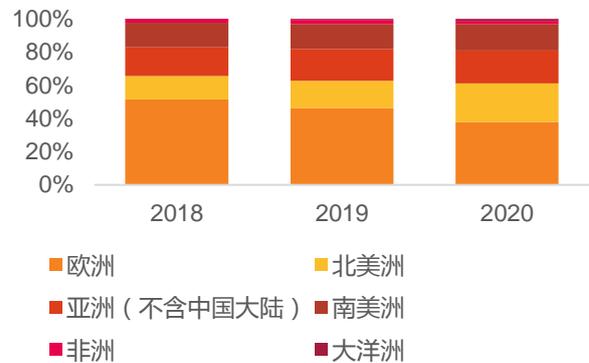
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2018-2023H1 内销，外销营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

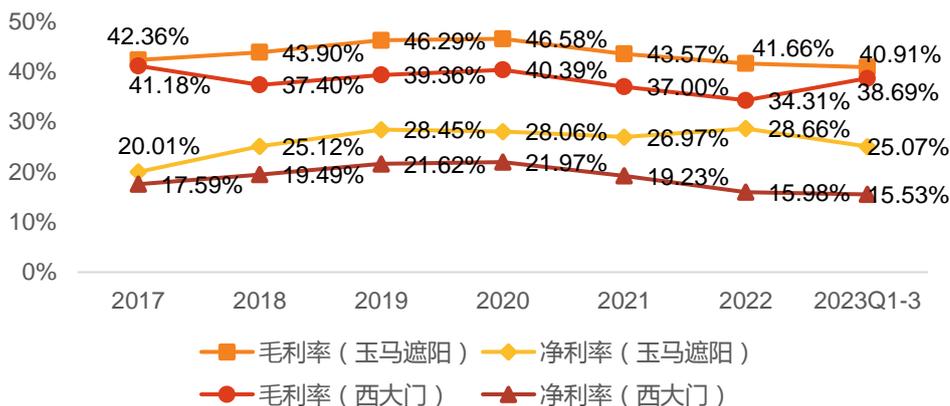
图 11：2018-2020 外销各地区营收占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

毛利率、净利率水平较高，盈利能力稳定。2018-2023Q1-3 公司毛利率维系在 40%以上，净利率在 25%以上，盈利水平高于竞争对手，主要系：1) 公司与主要供应商均有多年稳定合作关系，成本优势明显，同时通过及时调整采购策略，技改提效摊薄了生产成本；2) 产品市场认可度高，较高的新产品成果转化贡献了较高的毛利；3) 采用差异化的自主定价模式，较多的创新产品具有一定的定价权。

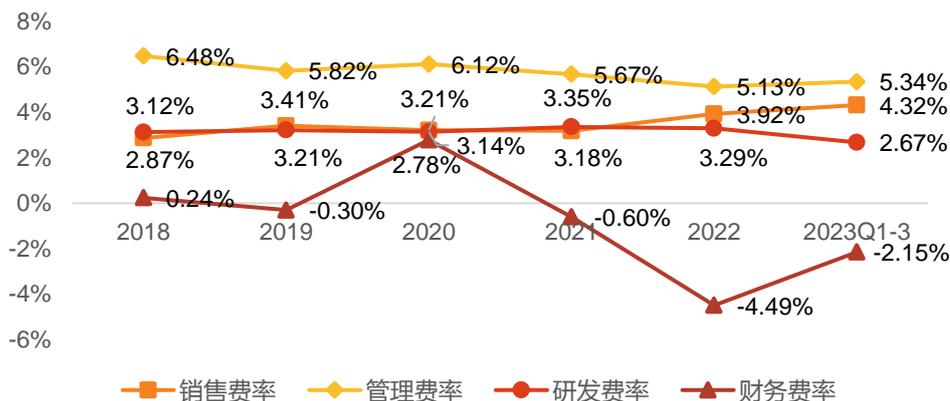
图 12：2017-2023Q1-3 可比企业毛利率、净利率



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

销售费率抬升，管理费率降低，研发费率稳定。（1）销售费率：2018-2023Q1-3 由 2.87% 提高至 4.32%，主要由职工薪酬、展会费用及渠道费用等方面费用增加导致。（2）管理费率：2018-2023Q1-3 由 6.48% 降低至 5.34%，公司管理提效成果逐步显现。（3）研发费率：维持在 3% 左右，公司研发投入保持稳健，以维系较强的自主创新能力和核心竞争力。（4）财务费率：趋势波动主要系汇兑损益及利息收入影响。

图 13：2018-2023Q1-3 各项费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 功能遮阳行业：小而美的细分赛道，低市占、高毛利

2.1. 性能优越、节能环保，替代逻辑顺畅

功能遮阳产品性能优越，替代布艺逻辑顺畅。从产品功能来看，我国传统遮阳产品类型一般以布艺窗帘为主，工艺通常以纺织、染色为主，一般只起到遮光效果；而功能遮阳材料通过特殊材料及工艺，使产品具备保温、隔热、防火、节能等特定功能。根据西大门招股书，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%。

建筑节能政策驱动，建筑遮阳空间广阔。根据《欧盟 25 国遮阳系统节能及 CO2 减排》，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%，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。随着环境污染和能源问题日益严峻，节能减排成为各国政府的共同目标，2005 年 7 月 1 日，中国首部《公共建筑节能设计标准》颁布实施，对遮阳系数限值、建筑的节能提出更高要求，近年来政策持续鼓励及推动建筑遮阳发展，未来成长空间广阔。

表 2：我国绿色建筑行业相关政策

发布时间	政策名称	政策内容
2023 年 8 月	《涉及多个领域市场监管总局发布一批国家标准》	建筑遮阳热舒适、视觉舒适性能分级及检测标准可以引导建筑遮阳生产企业积极使用新技术、新产品、新工艺，提高外围护结构的热工性能，降低建筑能耗，改善室内居住办公健康环境，满足室内人员对光热环境舒适性的需求。
2022 年 7 月	《产业司参加 2022 年中国化纤科技大会致辞》	要坚定不移推进科技创新，围绕常规产品生产装备“补短板”，围绕先进纤维材料“强弱项”，围绕功能性差别化纤维“锻长板”；要重点关注绿色低碳和品牌建设，持续提升绿色生产水平。
2022 年 5 月	《关于组织开展 2022 年度绿色建材产品认证工作的通知》	现代木结构用材、建筑遮阳产品、吊顶系统等列入《绿色建材产品分级认证目录（第一批）》。认证产品：门窗、遮阳产品、吊顶系统等。
2022 年 3 月	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	开展高性能门窗推广工程。根据我国门窗技术现状、技术发展方向，提出不同气候地区门窗节能性能提升目标，推动高性能门窗应用。因地制宜增设遮阳设施，提升遮阳设施安全性、适用性、耐久性。
2020 年 4 月	《建筑装饰装修材料行业新一代技术装备创新研发攻关行动方案》	建筑装饰装修材料行业新一代技术装备创新研发的内容是：提升建筑遮阳质量稳定技术，发展具有节能、装饰、防盗效果的内外遮阳产品，推动建筑遮阳产业实现工业化、现代化和绿色环保化。完成遮阳面料纺织、发泡卷帘和硬卷帘生产线完成升级换代，确保产品质量的稳定性。推广包括智能门窗、智能厨卫、智能遮阳等智能技术、和复合型、组合型、集成化产品的研发和应用，满足需求。

资料来源：国家市场监督管理总局，发改委，中国建筑材料联合会，中国政府网，天风证券研究所

2.2. 海外市场：需求方兴未艾，内资品牌市占率有望提升

欧美市场发展成熟，功能遮阳渗透率高。功能性遮阳产品在欧美经济发达国家是建筑遮阳的主流，普及率和更换率很高，市场需求持续旺盛。目前在欧美等发达国家功能性遮阳产品渗透率超 70%，市场有望保持稳步增长。据欧洲遮阳组织，截至 2018 年，欧洲遮阳行业从业人员超过 50 万人，年销售额超过 500 亿欧元，拥有良好的市场基础。

外资地位强势，内资产品性价比突出。国外知名遮阳产品厂商包括 Hunter Douglas（亨特道格拉斯）、Gale Pacific（盖尔太平洋）、Phifer Inc（飞佛）等跨国集团，起步较早，且通过在全球范围并购扩张占据较高市场份额；此外海外企业从事产品研发生产及销售两端业务，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。国内西大门、玉马遮阳等优质厂商依托优质生产及品牌力进入海外市场，性价比优势明显，然而在海外市场份额仍较低。

表 3：国际知名遮阳产品生产厂商

公司	主要产品	国家	起步时间	收入规模
Hunter Douglas	窗饰产品、建筑产品的制造、销售和服务	荷兰	1919 年	2019 年度实现营收 36.86 亿美元，净利润为 2.78 亿美元
Phifer	特种高档纤维织物，如室外家具装饰布、遮阳网、防虫网、壁饰织物等	美国	1952 年	
Serge Ferrari	柔性复合织物	法国	1951 年	2019 年度实现营收 18,904.7 万欧元，净利润为 478.6 万欧元
Gale Pacific	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、	澳大 利亚	1951 年	2019 年 7 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日实现营收 1.56 亿澳元，净利润为 371.90 万

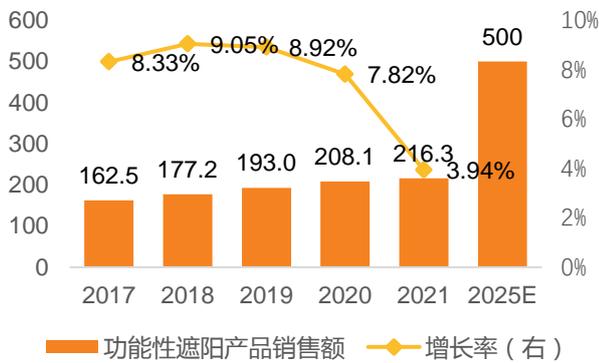
外遮阳产品、遮阳纺织面料等	澳元
Junkers & Müllers 织物遮阳产品、数码印花面料以及特种面料等	德国 1950 年

资料来源：玉马遮阳、西大门公司招股说明书，Serge Ferrari 官网，天风证券研究所

2.3. 国内市场：渗透率低，市场空间广阔

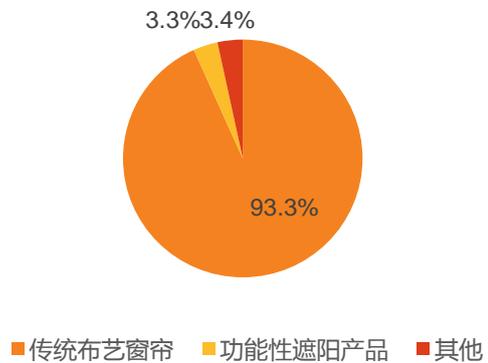
国内渗透率低，市场有望快速增长。我国遮阳市场起步较晚，尚处成长阶段，根据华经产业研究院，2021 年我国传统布艺窗帘占比 94.1%，功能性遮阳产品占比仅为 3.3%，渗透率不到 5%，相比欧美国家仍有较大差距。从市场规模来看，2021 我国功能性遮阳产品销售额约为 216.3 亿元（2017-2021 年 CAGR 为 7.41%），据玉马遮阳招股书预测 2025 年达到 500 亿元（2017-2025 年 CAGR 为 15.08%）。伴随国内消费理念的改变、节能意识提升和国家政策导向等，国内功能遮阳产品渗透率提升空间广阔。

图 14：2017-2025 年中国功能性遮阳产品销售额(亿元)及增长率



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 15：2021 年建筑遮阳细分行业销售额 (亿元)



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

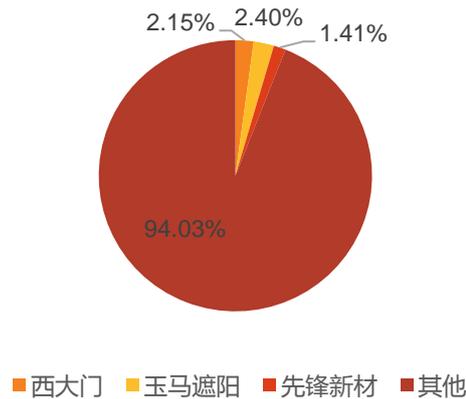
格局分散，低端产品占据主导。国内功能遮阳市场参与者众多，据中国遮阳协会数据，2021 年全国功能性遮阳企业约 3000 余家，然而年销售额 3000 万元以上的企业仅 180 余家；根据我们测算 2021 年行业 CR3 为 5.97%，行业格局较为分散。其中龙头企业以完善的生产技术和优异的产品质量形成差异化竞争，西大门/玉马遮阳/先锋新材市占率分别为 2.15%/2.40%/1.41%，市占率仍较低；大量中小企业生产规模偏小、产品同质化严重，以低价竞争为主导。

表 4：中国行业内竞争梯队

国内梯队	产值份额	企业情况	市场
第一梯队	20%	西大门、先锋新材、玉马遮阳等十余家公司	生产规模较大，产品质量及口碑均属国内上乘水平，研发实力雄厚，面向中高端市场，保持着较高的毛利率
第二梯队	30%-40%	中等生产规模	生产规模中等，技术水平较低，产品种类较少，毛利率处于中等水平
第三梯队	40%-50%	数量众多的作坊式企业	规模较小、质量较低，产品主要供应国内低端市场，以价格竞争为主要竞争方式

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 16：2021 年我国功能遮阳行业竞争格局



资料来源：同花顺 iFinD，华经产业研究院，天风证券研究所

3. 强研发、技术实力赋能，新渠道、新产品有望放量

3.1. 研发水平领先、品类扩充，满足定制化需求

研发实力雄厚，产品工艺和性能领先。消费者对遮阳材料美观度、功能性要求较高，推动行业不断进行研发技术迭代。公司拥有行业领先的核心技术，具备自主研发能力，目前已掌握多层调光面料一次成型织造技术、批量绣花成卷技术、具有高阻燃高日晒的高分子材料造粒技术、环保水性丙烯酸发泡涂层技术、卷帘杯弯克重控制技术等多项核心技术，且研发优势得到广泛认可。

表 5：公司近年所获技术奖项

时间	荣誉奖项
2022 年	山东省企业技术创新促进会技术创新奖
	黄河流域织造创意设计大赛铜奖
2021 年	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
	潍坊市科学技术奖二等奖（具有远红外发射功能的 PVC 包覆涤纶长丝） 山东省企业优秀创新成果项目库优秀创新成果二等奖（具有远红外发射功能的 PVC 包覆涤纶长丝）
2020 年	寿光市科技创新促进奖
	山东省企业技术创新奖一等奖（具有远红外发射功能的 PVC 包覆涤纶长丝）
2019 年	2019 年度中国建筑遮阳行业影响力品牌 “玉马”驰名商标
	山东省瞪羚企业
	山东省企业技术创新奖一等奖（新型高分子遮阳材料包覆技术的研发与应用） 山东省企业技术创新奖二等奖（多功能阳光面料斑马帘系列）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

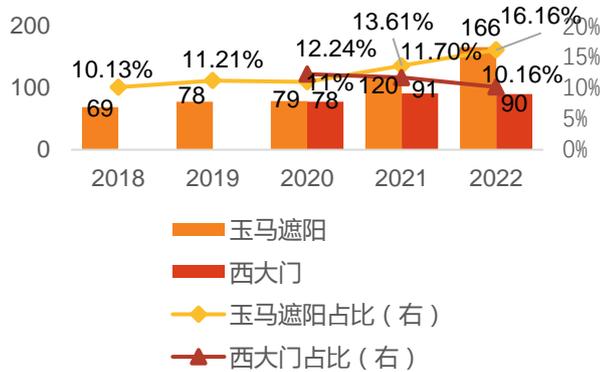
公司在技术研发方面具备如下优势：

- 研发体系完善：**公司坚持“以市场需求为导向”的研发理念建设自主创新体系，与青岛大学、上海交通大学等高等院校开展产学研合作，推动前沿技术成果产业化。截至 23 年 6 月末，公司拥有各项授权专利 110 多项，远高于行业内其他企业。研发水平和技术储备提升利于响应市场创新需求，强化公司产品核心竞争力。
- 研发团队专业：**公司董事长深耕行业，荣获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”，其他核心技术人员均从事遮阳技术研究多年，专业技术经验丰富，掌握多项关键技术，在业内享有较高的声誉；此外，公司优化研发设计组织结构和激励机制，提升研发设计团队的自主开发能力。截至 2022 年末，公司共有技术人员 166 名，占员工总数的 16.16%。

- (3) **客户覆盖广泛：**公司积累了庞大的客户资源和专业化的客户服务经验，建立了良好的客户沟通和反馈机制，这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 17：西大门、玉马遮阳研发人数（人）及占比



资料来源：玉马遮阳公司公告，西大门公司公告，天风证券研究所

注：玉马遮阳为 2018-2022 年数据，西大门为 2020-2022 年数据

图 18：2018-2023Q1-3 公司研发费用（百万元）及研发费率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品 SKU 丰富、品质优异，满足定制化需求。产品结构上，公司拥有遮光面料、可调光面料和阳光面料三大类上千种产品，目前已具备全系列产品供应能力，可满足客户多样化、定制化、一站式的产品需求。2024 年初公司与武汉中科签署协议，合作探索光伏发电材料及相关产品在遮阳领域的应用落地，预计品类结构持续扩充。产品品质上，公司优异生产技术可生产定制化、高性能、高附加值产品，其全遮光产品遮光率可达 100%。

表 5：公司主要产品分类

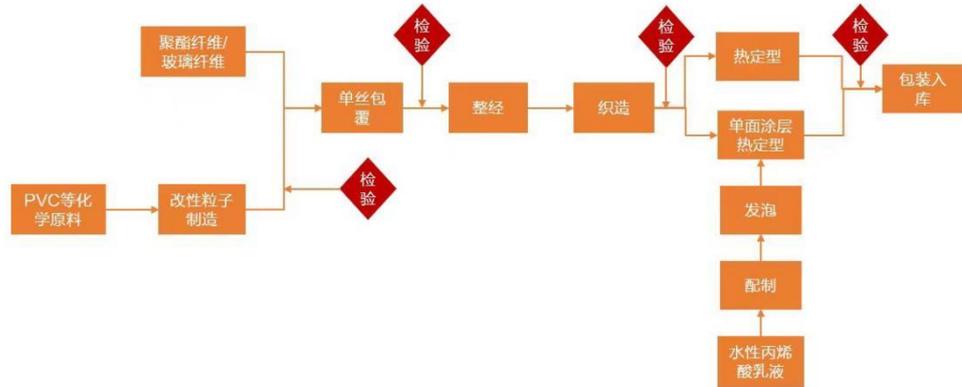
主要产品	分类	产品图示
遮光面料	半遮光面料	
	全遮光面料	
可调光面料	柔纱双层调光基础款	
	柔纱双层调光精细款	
	柔纱双层调光提绣印款	
	柔纱多层调光香格里拉系列	
柔纱多层调光其他系列		
阳光面料	阳光面料基础款	
	阳光面料玻纤款	
	阳光面料双层调光款	
	阳光面料提印款	

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 生产实力突出、质量严控，产能规模持续扩张

掌握核心工艺环节，具备较强技术竞争力。功能性遮阳材料生产技术涵盖化工、织造、机械等多个领域，工艺流程复杂，涉及十几道工序，其中单丝包覆、涂层定型、坯布热定型等生产环节的技术难度较高。公司通过持续的自主创新、工艺改进和经验积累，已具备较强的技术竞争力，进一步提升生产效率和成本优势。

图 19：产品工艺流程（以阳光面料为例）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

严控生产质量，运营效率较高。生产流程方面，公司成立专业的质控团队，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，公司引进了具有国际先进水平的德国 DORNIER、意大利 SMIT 织机、韩国定型涂层设备等核心生产设备，先进高效的工艺装备使公司的生产效率高于同行，产品的各项质量指标与性能指标均处于行业最好水平；原料采购方面，公司主要原材料采购自国内知名上市公司或大型企业，部分从国外进口。生产质量全方位控制下，公司产品具备稳定高品质，在生产规模扩大的同时确保生产运营高效。

表 6：产品优势

优势	具体参数
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	公司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	对于部分种类的可调光面料，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（难燃材料，为厚度小于或等于 5mm 的软性材料的最高等级）；燃烧性能等级为 GB 8624 B1 级（氧指数大于 32%），远高于行业一般标准。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

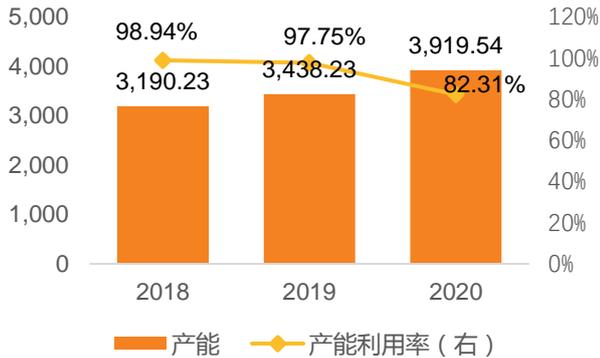
募投产能持续落地，可转债项目打开成长空间。18-22 年公司销量由 2887.11 万平方米提升至 4308.60 万平方米（CAGR 为 10.53%），且公司预计 2023 年底前募投项目 1960 万平米功能遮阳材料可完全达产，伴随募投项目建设推进，公司产销水平明显提升，预计市占率进一步扩大。2023 年 7 月公司拟发行可转债项目募资 5.5 亿元，其中 3.5 亿元拟用于建设年产 1300 万平方米功能遮阳材料，我们认为积极稳妥推进产能规模适度扩张有利于打开公司成长空间。

表 7: 可转债募集资金用途 (万元)

项目名称	总投资额	拟使用募集资金金额
年产 1,300 万平方米功能性遮阳新材料建设项目	37283.59	35,000.00
营销及物流仓储中心建设项目	11,011.30	10,000.00
补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计	58,294.89	55,000.00

资料来源: 公司董事会公告, 天风证券研究所

图 20: 2018-2020 产能 (万平方米) 及产能利用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21: 2018-2022 年销量 (万平方米) 及增长率



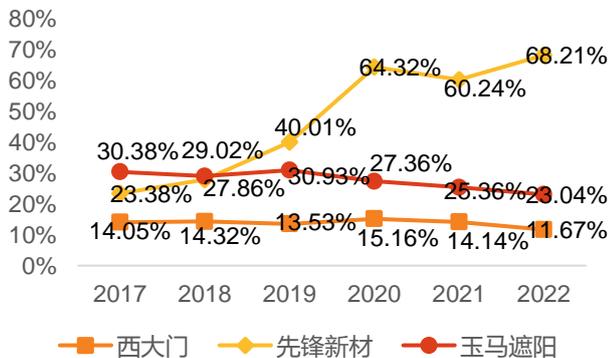
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.3. 客户资源优质, 合作关系稳定

供应商资质严格, 公司品质、技术领先, 客户粘性强。遮阳下游大客户以 ISO9001 质量管理体系为供应商选择依据, 从原材料采购、生产过程、检验及试验设备等诸多方面严格考核供应商过程控制能力、质量保证能力、产品交货期等。公司设备、工艺先进, 具有较强的过程控制能力, 获得诸多大客户青睐, 且客户粘性较强。

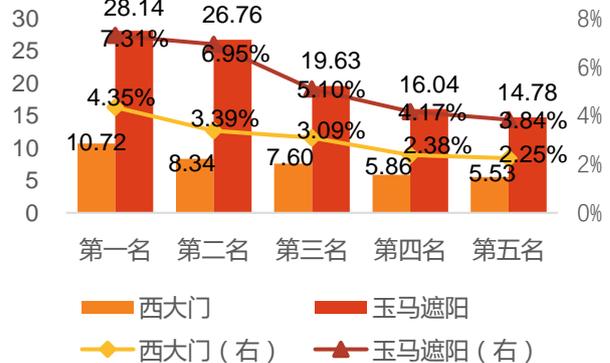
拓展全球优质客户资源, 客户数量、质量领先。公司主要通过展会推广、客户介绍、实地开发和主动洽谈等方式拓展全球客户, 目前已与全球六大洲的 70 多个国家和地区的客户建立了稳定而密切的合作关系, 包括 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ、HUNDP.AS、COULISSE 等国外知名厂商, 丰富的产品线和定制能力赋能全球客户拓展。2017-2022 年公司前五名客户收入占比基本在 25%-31%之间, 客户集中度及大客户 (销售额大于 100 万元) 数量在行业中较高, 较强的定价能力保障较高盈利水平。

图 22: 2017-2022 年 TOP5 客户总销售额占比



资料来源: 西大门、先锋新材、玉马遮阳公司公告, 天风证券研究所

图 23: TOP5 客户销售额 (百万元) 及占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

注: 西大门为 2020 年 Q1-3、玉马遮阳为 2020 年

表 8：玉马遮阳及西大门 TOP5 客户对比（万元）

	玉马遮阳	销售额	占比	西大门	销售额	占比
1	PRZEDSIĘBIORSTWO PRO	2813.66	7.31%	OOO"MARKETING DECOR"	1071.61	4.35%
2	SHADES DE MEXICO SA	2676.04	6.95%	E.AND V. CO.,LTD.	834.48	3.39%
3	TRENDIY B.V.与 DECORAT	1962.6	5.10%	VERTILUX LTD.	760.46	3.09%
4	NEXT ERA,LLC.与 NEXT E	1603.77	4.17%	WINSTAR INTERNATIONA	586.19	2.38%
5	UNITED BLINDS(UK)LIM	1478.34	3.84%	Venecia for Blinds	552.99	2.25%

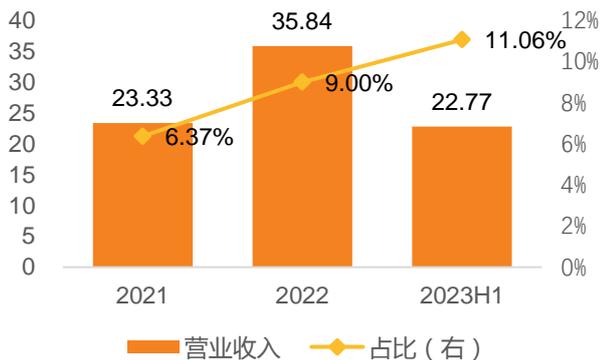
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

注：西大门为 2020 年 Q1-3、玉马遮阳为 2020 年

3.4. 国内外市场同步拓展，跨境电商有望贡献增量

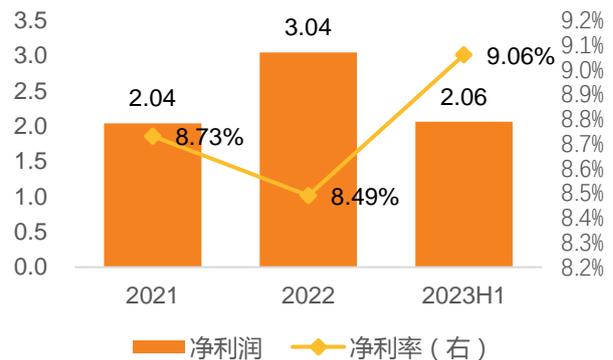
海外：加大美国本土、空白市场开拓，积极筹备跨境电商。公司于 2019 年在美国加州设立全资子公司 YUMAUSA，近年销售稳步增长并达到预期目标，21-23H1 美国子公司收入分别为 0.23/0.36/0.23 亿元，占外销收入比重由 6.37%提升至 11.06%，23 年公司与 YUMAUSA 进行多次双向交流及实地考察，客户对产品、价格及服务反馈良好；此外，21-23H1 美国子公司利润率从 8.7%提升至 9.1%，规模效应进一步提升，有效带动海外销售业绩增长。此外，公司进一步加大空白国家市场及新品的拓展力度，并计划于 2024 年开始运作跨境电商项目，增量空间广阔。

图 24：2021-2023H1 YUMA USA 营收（百万元）及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：2021-2023H1 YUMA USA 净利润（百万元）及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国内：线上下加大营销力度、提升服务能力。目前公司内销渠道基本覆盖省会级城市，并逐渐向地级市延伸。线下方面，公司在长三角、珠三角等设立销售办事处及物流仓库，在各销售办事处建设产品展厅，加强公司产品宣传和推广力度同时提升供货速度，进一步提高“玉马”品牌知名度；线上方面，公司开设斑马先生商城，与成品加工商共同合作以满足消费者的定制需求，加大品牌宣传及产品推广，预计伴随国内功能遮阳渗透率提升，公司内销拓展空间广阔。

图 26：斑马商城首页



资料来源：斑马商城官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

伴随公司推进已有产线技改提效、募投产能及可转债产能释放，遮阳面料销量有望提升；此外公司积极优化产品结构，推出光伏膜材及柔性组件等技术应用的遮阳新品，预计产品单价有望持续增长。

分产品来看：

1) 遮光面料：我们预计 2023-2025 年内公司遮光面料收入为 2.10/2.58/3.18 亿元，分别同比 25.00%/23.00%/23.00%，毛利率分别为 35.00%/36.00%/37.00%。

2) 可调光面料：我们预计 2023-2025 年内公司可调光面料收入为 1.91/2.26/2.67 亿元，分别同比 20.00%/18.00%/18.00%，毛利率分别为 52.00%/53.00%/54.00%。

3) 阳光面料：我们预计 2023-2025 年内公司阳光面料收入为 2.04/2.31/2.61 亿元，分别同比 15.00%/13.00%/13.00%，毛利率分别为 45.00%/46.00%/47.00%。

4) 其他业务：我们预计 2023-2025 年内公司其他收入为 0.63/1.24/1.87 亿元，分别同比 52.17%/96.26%/50.15%，毛利率分别为 11.09%/18.72%/21.44%

综合来看：我们预计 23-25 年公司总营业收入分别为 6.69/8.39/10.32 亿元，分别同比 22.36%/25.46%/22.93%，毛利率分别为 40.09%/40.76%/41.10%。此外，公司加强资源统筹协调，进行工艺技术升级，提高生产效率，内部降本增效持续推进，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.66/2.05/2.47 亿元，分别同比 6.01%/23.27%/20.61%，EPS 分别为 0.54/0.66/0.80 元/股，对应 PE 分别为 19/15/12X。

表 9：盈利预测与收入（百万元）拆分表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	520.38	546.62	668.86	839.15	1031.57
yoy	35.16%	5.04%	22.36%	25.46%	22.93%
毛利率	43.57%	41.66%	40.49%	40.76%	41.10%
遮光面料	177.79	167.99	209.99	258.29	317.69
yoy	34.42%	-5.51%	25.00%	23.00%	23.00%
占比	35.59%	33.27%	34.68%	36.14%	37.60%
毛利率	33.70%	34.70%	34.50%	36.00%	37.00%
可调光面料	162.23	159.49	191.39	225.84	266.50
yoy	45.16%	-1.69%	20.00%	18.00%	18.00%
占比	32.47%	31.58%	31.61%	31.60%	31.54%
毛利率	54.16%	53.20%	52.00%	53.00%	54.00%

阳光面料	159.59	177.49	204.11	230.64	260.63
yoy	29.82%	11.21%	15.00%	13.00%	13.00%
占比	31.94%	35.15%	33.71%	32.27%	30.85%
毛利率	46.58%	44.48%	45.00%	46.00%	47.00%
其他	20.77	41.64	63.37	124.37	186.75
yoy	15.02%	100.51%	52.17%	96.26%	50.15%
毛利率	22.26%	13.48%	11.09%	18.72%	21.44%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。玉马遮阳深耕功能性遮阳材料赛道，掌握优质大客户资源，海外渠道有望持续提升市场份额，国内有望受益于行业渗透率提升，高度定制化生产有望持续享受较高利润率水平。我们采用相对估值法，选取功能遮阳材料行业龙头西大门、遮阳制品及户外休闲家具出口供应商浙江正特，以及跨境电商蓬勃发展的乐歌股份作为可比公司，2024年可比公司对应PE为14X。考虑公司产品定制化属性更强、护城河更深，且海外功能遮阳市场良性竞争，公司产品市场认可度高、较多创新产品掌握定价权，近年来利润率高于可比公司，给予24年合理17-18倍PE，目标价11-12元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司 PE

代码	公司	总市值（亿元）	收盘价（元）	PE		
				2023E	2024E	2025E
605155.SH	西大门	16	12	15	11	9
001238.SZ	浙江正特	19	18	43	17	14
300729.SZ	乐歌股份	56	18	9	12	11
300993.SZ	玉马遮阳	31	10	19	15	12

资料来源：wind，天风证券研究所；注：数据截止至 2024/03/08 收盘价，玉马遮阳 PE 为我们根据盈利预测计算，其他公司 PE 选取 wind 一致预期

5. 风险提示

- （1）产能利用率不及预期：**公司产能规模持续扩张，若下游新客户拓展、研发能力等不及预期，对新增产能的消化或将受到影响。
- （2）外销占比较高风险：**公司外销业务收入金额较大、占比较高，外销业务易受到出口目的地国进口政策、经济状况、政治环境和供求关系等多方面因素的影响，如果外销业务发生波动，将对公司境外销售业绩产生一定影响。
- （3）市场竞争风险：**功能性遮阳材料市场国内外市场参与者众多，若公司技术研发、用户拓展等能力落后，或将影响市占率提升。
- （4）汇率波动风险：**公司产品外销主要以美元进行定价和结算，若人民币兑美元汇率出现大幅波动，将对公司业绩产生较大影响。
- （5）原材料价格波动风险：**功能性遮阳材料的主要原材料为聚酯纤维、水性丙烯酸乳液和 PVC 等，属于石油衍生品，而石油价格受全球政治、经济等因素影响，若石油价格大幅上涨或将影响公司盈利水平。
- （6）测算具有主观性风险：**本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	582.15	475.66	604.36	643.62	763.60
应收票据及应收账款	42.08	48.20	66.99	72.87	93.33
预付账款	8.60	11.46	16.74	15.75	24.57
存货	118.09	166.69	150.60	242.85	259.75
其他	15.59	64.56	26.81	30.51	32.09
流动资产合计	766.51	766.57	865.50	1,005.60	1,173.34
长期股权投资	0.00	0.00	80.00	160.00	260.00
固定资产	189.02	344.44	397.67	428.97	437.52
在建工程	112.80	85.45	100.45	127.15	152.58
无形资产	107.63	105.28	102.90	100.52	98.14
其他	33.23	54.47	(49.00)	(127.96)	(226.80)
非流动资产合计	442.68	589.65	632.02	688.68	721.43
资产总计	1,209.19	1,356.22	1,497.52	1,694.28	1,894.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	32.49	45.74	45.64	68.36	74.26
其他	24.79	23.17	40.32	51.31	50.51
流动负债合计	57.29	68.90	85.97	119.67	124.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.22	1.57	0.69	0.83	1.03
非流动负债合计	0.22	1.57	0.69	0.83	1.03
负债合计	69.61	85.39	86.65	120.49	125.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	131.68	237.02	237.02	237.02	237.02
资本公积	654.05	548.70	548.70	548.70	548.70
留存收益	354.42	484.74	625.34	788.20	983.24
其他	(0.56)	0.36	(0.20)	(0.14)	0.01
股东权益合计	1,139.58	1,270.83	1,410.86	1,573.79	1,768.97
负债和股东权益总计	1,209.19	1,356.22	1,497.52	1,694.28	1,894.78

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	140.32	156.65	166.07	204.71	246.90
折旧摊销	28.01	35.75	44.45	48.32	51.18
财务费用	3.71	(10.38)	(22.35)	(18.86)	(12.48)
投资损失	(3.30)	(3.01)	(2.43)	(2.72)	(2.58)
营运资金变动	(36.36)	(61.93)	53.81	(68.28)	(43.22)
其它	19.16	27.64	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	151.55	144.72	239.56	163.17	239.81
资本支出	130.35	155.68	111.18	103.79	82.58
长期投资	0.00	0.00	80.00	80.00	100.00
其他	(330.64)	(372.82)	(299.05)	(285.00)	(262.78)
投资活动现金流	(200.29)	(217.14)	(107.87)	(101.21)	(80.20)
债权融资	5.23	22.48	23.04	19.09	12.09
股权融资	324.33	(41.74)	(26.03)	(41.79)	(51.72)
其他	19.16	(9.44)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	348.73	(28.71)	(2.99)	(22.70)	(39.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	299.99	(101.13)	128.70	39.26	119.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	520.38	546.62	668.86	839.15	1,031.57
营业成本	293.63	318.92	398.02	497.08	607.57
营业税金及附加	4.32	4.09	4.88	6.13	7.53
销售费用	16.55	21.45	32.44	39.94	48.59
管理费用	29.51	28.04	37.86	46.99	56.84
研发费用	17.45	18.00	23.95	29.62	36.10
财务费用	(3.14)	(24.56)	(22.35)	(18.86)	(12.48)
资产/信用减值损失	(4.86)	(5.67)	(5.05)	(4.92)	(5.35)
公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.30	3.01	2.43	2.72	2.58
其他	1.30	4.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	162.32	178.71	191.45	236.05	284.64
营业外收入	1.15	1.73	1.44	1.58	1.51
营业外支出	0.26	0.41	0.50	0.51	0.42
利润总额	163.20	180.03	192.39	237.12	285.73
所得税	22.88	23.38	26.32	32.41	38.82
净利润	140.32	156.65	166.07	204.71	246.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	140.32	156.65	166.07	204.71	246.90
每股收益(元)	0.46	0.51	0.54	0.66	0.80

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	35.16%	5.04%	22.36%	25.46%	22.93%
营业利润	39.97%	10.10%	7.13%	23.29%	20.59%
归属于母公司净利润	29.87%	11.64%	6.01%	23.27%	20.61%
获利能力					
毛利率	43.57%	41.66%	40.49%	40.76%	41.10%
净利率	26.97%	28.66%	24.83%	24.40%	23.93%
ROE	12.31%	12.33%	11.77%	13.01%	13.96%
ROIC	36.50%	25.98%	20.26%	24.80%	26.76%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	5.76%	6.30%	5.79%	7.11%	6.64%
净负债率	-50.90%	-37.43%	-42.79%	-40.84%	-43.14%
流动比率	11.05	9.14	10.07	8.40	9.40
速动比率	9.35	7.16	8.32	6.37	7.32
营运能力					
应收账款周转率	13.31	12.11	11.61	12.00	12.41
存货周转率	5.18	3.84	4.22	4.27	4.10
总资产周转率	0.54	0.43	0.47	0.53	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.51	0.54	0.66	0.80
每股经营现金流	0.49	0.47	0.78	0.53	0.78
每股净资产	3.70	4.12	5.95	6.64	7.46
估值比率					
市盈率	21.94	19.65	18.54	15.04	12.47
市净率	2.70	2.42	1.68	1.50	1.34
EV/EBITDA	15.12	11.97	7.71	6.11	4.67
EV/EBIT	17.18	14.04	9.64	7.42	5.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com