

## 收入稳健增长，Q1 盈利能力同比改善

### 投资要点

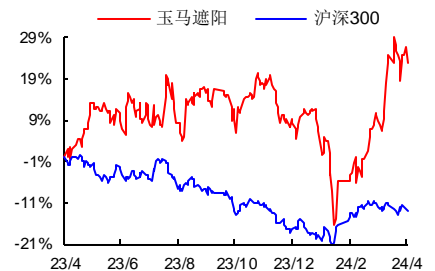
- 业绩摘要：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 6.6 亿元（同比+21.3%）；实现归母净利润 1.7 亿元（同比+5.4%）；实现扣非净利润 1.6 亿元（同比+5.6%）。单季度来看，2023Q4 公司实现营收 1.9 亿元（同比+28.2%）；实现归母净利润 0.5 亿元（同比+19.8%）；实现扣非后归母净利润 0.4 亿元（同比+26.5%）。2024Q1 公司实现营收 1.6 亿元（同比+21.6%）；实现归母净利润 0.4 亿元（同比+35.5%）；实现扣非后归母净利润 0.4 亿元（同比+37%）。24Q1 收入延续稳健增长态势，盈利能力同比改善。
- 毛利率逐期修复，费控有望改善。**报告期内，公司整体毛利率为 40.5%，同比-1.1pp；2023Q4 毛利率为 39.6%，同比-2.4pp，毛利率有所回落，主要由于毛利率较低的内销收入占比提升。分产品看，2023 年公司遮光面料毛利率为 39.6%（+4.9pp），可调光面料毛利率为 51.1%（-2.1pp），阳光面料毛利率为 46.0%（+1.5pp）。分区域看，外销毛利率为 46.6%（+1.4pp），内销毛利率为 28.5%（-3.7pp）。费用率方面，公司总费用率为 10.9%，同比+3pp，主要由于汇兑收益同比减少，财务费用率有所提升。2023 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 4.4%/5.2%/-1.7%/3%，同比+0.5pp/0pp/+2.8pp/-0.2pp。综合来看，公司净利率为 24.9%，同比-3.8pp；单 Q4 净利率为 24.4%，同比-1.7pp。此外，2023 年公司经营性现金流净额为 2.1 亿，同比+45.2%，现金流明显改善。2024 年一季度来看，公司实现毛利率 39.4%，同比+0.2pp。费用率方面，公司总费用率为 10.5%，同比-1.9pp，主要由于汇兑收益同比增加，财务费用率回落，2024Q1 公司财务费用率为-2.2%，同比-1.9pp。2024Q1 净利率为 23.1%，同比+2.4pp，净利率同比改善。
- 遮光面料增长亮眼，新品成果转化可期。**分品类来看，2023 年遮光面料营收为 2.0 亿元，同比+20.8%，遮光面料性价比突出，销售收入较快增长；可调光面料营收为 1.5 亿元，同比-3.3%；阳光面料营收为 2.0 亿元，同比+13.9%，阳光面料新产能释放带动收入稳健增长；其他产品收入 1 亿元（+149.5%），其他产品主要为公司新开发的梦幻帘、户外遮阳等各类新品，在低基数下保持较快增长趋势。未来公司将坚持坚持高端化布局，同时加大户外遮阳等新产品推广力度，提升新品的成果转化，随着新产品产能逐步爬坡，毛利率有望改善。
- 海外市场持续拓展，内销贡献亮眼增长。**分地区来看，2023 年外销营收达 4.4 亿元，同比+11.1%，营收占比达 66.7%（-6.1pp），受益于海外遮阳面料产品需求稳步增长，外销收入增长稳健。24 年新设美国得州子公司，形成美国东西市场联动发展的态势，同时结合澳大利亚市场特点，加大澳大利亚市场的拓展力度，以此提高公司在各海外市场的品牌影响力和市场占有率。23 年内销营收为 2.2 亿元，同比+48.7%，营收占比为 33.3%（+6.1pp），公司 2023 年发力内销市场渠道开发，收入增长较快。展望后续，公司将积极布局华东市场和南方市场，计划在上海和广东建立产品展厅及中转仓库，进一步提高国内市场发货及物流效率。产能方面，公司募投项目产能逐步释放，可转债项目有望在 2025 年开始逐步产生贡献，产能稳步扩张；此外公司加快推进智能工厂建设，落实智能排产系统项目，通过自动化降低劳动强度，生产效率有望进一步提升。

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭  
执业证号：S1250522080002  
电话：023-67511807  
邮箱：zht@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.08
流通 A 股(亿股)	0.99
52 周内股价区间(元)	8.39-14.1
总市值(亿元)	37.90
总资产(亿元)	14.57
每股净资产(元)	4.45

### 相关研究

1. 玉马遮阳（300993）：Q2 收入增长提速，盈利能力有望改善（2023-09-01）

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.68 元、0.85 元、1.05 元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。考虑到公司产能稳步扩张，下游需求稳健，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，市场竞争加剧的风险，产能项目投产不及预期的风险。



指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	663.02	817.83	996.17	1195.80
增长率	21.30%	23.35%	21.81%	20.04%
归属母公司净利润 (百万元)	165.04	209.31	261.50	322.27
增长率	5.36%	26.82%	24.93%	23.24%
每股收益 EPS (元)	0.54	0.68	0.85	1.05
净资产收益率 ROE	11.86%	13.35%	14.67%	15.74%
PE	24	19	15	12
PB	2.81	2.49	2.19	1.91

数据来源: Wind, 西南证券

### 关键假设：

假设 1：随着公司新产品产能爬坡以及海外客户订单需求改善，公司产能利用率恢复至较高水平，2024-2026 年分别为 94%、95%、96%；

假设 2：募投项目及可转债项目新增产能如期落地，2024-2026 年产能分别新增约 1200 万平；

假设 3：产品结构有所优化，遮光面料毛利率稳步提升，2024-2026 年分别为 41%、41.5%、41.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	663.0	817.8	996.2	1195.8
yoy	21.3%	23.3%	21.8%	20.0%
营业成本	394.2	479.0	576.3	680.8
毛利率	40.5%	41.4%	42.1%	43.1%
<b>遮光面料</b>				
收入	202.9	247.5	297.0	350.5
yoy	20.8%	22%	20%	18%
成本	122.53	146.0	173.8	204.0
毛利率	39.6%	41.0%	41.5%	41.8%
<b>可调光面料</b>				
收入	154.2	161.9	178.1	195.9
yoy	-3.3%	5%	10%	10%
成本	75.4	80.9	89.0	97.9
毛利率	51.1%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>阳光面料</b>				
收入	202.1	252.6	310.7	375.9
yoy	13.8%	25%	23%	21%
成本	109.2	135.1	166.2	201.1
毛利率	46.0%	46.5%	46.5%	46.5%
<b>其他</b>				
收入	103.9	155.9	210.4	273.5
yoy	149.5%	50%	35%	30%
成本	87.1	116.9	147.3	177.8
毛利率	16.2%	25%	30%	35%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	663.02	817.83	996.17	1195.80	净利润	165.04	209.31	261.50	322.27
营业成本	394.18	479.00	576.29	680.83	折旧与摊销	47.29	51.59	53.82	57.47
营业税金及附加	7.79	7.97	10.00	8.25	财务费用	-11.45	-10.08	-10.24	-8.78
销售费用	29.17	36.80	45.82	53.81	资产减值损失	-3.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.15	64.61	74.71	92.08	经营营运资本变动	-22.88	-71.39	-56.24	-70.30
财务费用	-11.45	-10.08	-10.24	-8.78	其他	35.96	1.72	-1.74	-0.39
资产减值损失	-3.80	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>210.16</b>	<b>181.16</b>	<b>247.11</b>	<b>300.26</b>
投资收益	4.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-10.80	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	1.40	0.95	1.10	1.05	其他	-74.45	0.95	1.10	1.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-85.25</b>	<b>-79.05</b>	<b>-78.90</b>	<b>-78.95</b>
<b>营业利润</b>	<b>190.50</b>	<b>240.48</b>	<b>300.68</b>	<b>370.66</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.53	0.32	0.20	0.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>189.97</b>	<b>240.80</b>	<b>300.88</b>	<b>370.78</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.92	31.48	39.39	48.52	支付股利	-42.66	-32.80	-46.35	-58.14
净利润	165.04	209.31	261.50	322.27	其他	-4.88	6.67	10.24	8.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-47.55</b>	<b>-26.13</b>	<b>-36.11</b>	<b>-49.37</b>
归属母公司股东净利润	165.04	209.31	261.50	322.27	<b>现金流量净额</b>	<b>75.18</b>	<b>75.97</b>	<b>132.09</b>	<b>171.94</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	545.77	621.74	753.84	925.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	125.03	152.55	186.31	223.34	销售收入增长率	21.30%	23.35%	21.81%	20.04%
存货	173.75	224.72	265.05	315.44	营业利润增长率	6.59%	26.24%	25.03%	23.27%
其他流动资产	0.02	0.03	0.03	0.04	净利润增长率	5.36%	26.82%	24.93%	23.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19.19%	24.59%	22.08%	21.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	440.62	480.65	518.45	552.60	毛利率	40.55%	41.43%	42.15%	43.07%
无形资产和开发支出	102.94	92.10	81.27	70.43	三费率	7.82%	11.17%	11.07%	11.47%
其他非流动资产	93.24	92.45	91.67	90.88	净利率	24.89%	25.59%	26.25%	26.95%
<b>资产总计</b>	<b>1481.36</b>	<b>1664.24</b>	<b>1896.61</b>	<b>2178.51</b>	ROE	11.86%	13.35%	14.67%	15.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.14%	12.58%	13.79%	14.79%
应付和预收款项	60.27	82.90	98.85	115.25	ROIC	18.16%	21.17%	23.66%	26.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.14%	34.48%	34.56%	35.07%
其他负债	29.20	13.50	14.78	16.16	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>89.48</b>	<b>96.41</b>	<b>113.63</b>	<b>131.41</b>	总资产周转率	0.47	0.52	0.56	0.59
股本	308.13	308.13	308.13	308.13	固定资产周转率	1.71	1.93	2.39	2.77
资本公积	477.59	477.59	477.59	477.59	应收账款周转率	11.52	11.66	11.66	11.54
留存收益	607.12	783.64	998.78	1262.91	存货周转率	2.30	2.40	2.35	2.34
归属母公司股东权益	1391.89	1567.83	1782.98	2047.10	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.65%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1391.89</b>	<b>1567.83</b>	<b>1782.98</b>	<b>2047.10</b>	资产负债率	6.04%	5.79%	5.99%	6.03%
负债和股东权益合计	1481.36	1664.24	1896.61	2178.51	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.26	11.20	11.32	11.79
					速动比率	8.15	8.68	8.83	9.25
					股利支付率	25.85%	15.67%	17.72%	18.04%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.54	0.68	0.85	1.05
					每股净资产	4.52	5.09	5.79	6.64
					每股经营现金	0.68	0.59	0.80	0.97
					每股股利	0.14	0.11	0.15	0.19
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	226.34	281.99	344.26	419.35					
PE	23.67	18.67	14.94	12.12					
PB	2.81	2.49	2.19	1.91					
PS	5.89	4.78	3.92	3.27					
EV/EBITDA	14.49	11.35	8.91	6.91					
股息率	1.09%	0.84%	1.19%	1.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn



---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---