

玉马遮阳 (300993)

证券研究报告

2024年04月26日

24Q1 增长靓丽，期待全年表现

公司发布 23 年年报及 24 一季报

24Q1 公司收入 1.6 亿，同增 22%；归母 0.4 亿，同增 36%，扣非后 0.4 亿，同增 37%；

23A 公司收入 6.6 亿，同增 21%，归母 1.7 亿，同增 5%；扣非后 1.6 亿，同增 6%；其中 23Q4 收入 1.9 亿，同增 28%，归母 0.5 亿，同增 20%，扣非后 0.4 亿同增 27%。2023 年受国内外遮阳市场持续需求旺盛的影响，公司产品产销两旺，有力地拉动了公司业绩的快速增长。

公司 2023 年拟派发现金红利 0.54 亿元，分红率 33%；

分产品看，公司 2023 年遮光面料收入 2.0 亿，同增 21%，毛利率 39.6%；可调光面料收入 1.5 亿，同减 3%，毛利率 51%；阳光面料收入 2.0 亿，同增 14%，毛利率 46%；

分地区看，国内收入 2.2 亿，同增 49%；港澳台及海外 4.4 亿，同增 11%。

公司 24Q1 毛利率 39.4%，同增 0.2pct，净利率 23.1%，同增 2.4pct。

伴随绿色建材概念深入，推动建筑遮阳市场需求扩大；传统布艺窗帘将被逐步替代，带动功能性遮阳产品市场份额提升；市场集中度提高，加快优质企业品牌升级。

未来建筑遮阳行业市场份额将逐步向优质遮阳企业聚集，行业发展在一定程度上取决于技术提升。解决目前存在的技术瓶颈、突破固有工艺路线和开发新型产品，已成为企业提高核心竞争力的关键因素。

随着工艺技术研究不断深入和生产能力的提升，建筑遮阳行业将朝着创新技术与工艺充分结合的方向发展，呈现多元化、特色化、功能化的发展趋势。未来随着建筑遮阳行业规范、品牌集中度和行业集中度的提高，在研发设计、产品创新、工艺水平、客户服务等方面具有优势的遮阳企业将扩大竞争优势。

公司核心竞争力主要体现在以下四个方面：拥有专业的技术团队与领先的核心技术；拥有显著的品牌优势和丰富的产品优势；公司产品分为遮光面料、可调光面料和阳光面料三大类近千个品种，是集遮阳、调光、节能和环保等多功能于一体，还可兼具阻燃、抗菌、防污、除甲醛、防静电等特殊功能的新型绿色材料。公司产品品类居多，定制能力强，丰富的产品结构能够满足大客户一站式、多样化的产品需求。公司的产能规模、产品品种及数量优势明显；**拥有先进的设备及工艺技术；拥有较强的质量保证能力，具备获取大客户资源的优势。**

公司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，致力于为遮阳成品生产商提供高品质、高性能、高附加值的功能性遮阳材料与服务，综合实力处于行业领先地位。公司在持续提升技术工艺同时，积累大量技术与管理经验，应用于产品研发中，处于中国建筑遮阳行业龙头企业地位。

维持盈利预测，维持“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 24-26 年收入分别为 8.39/10.32/12.50 亿元，归母净利润分别为 2.05/2.47/3.01 亿元，EPS 分别为 0.66/0.80/0.98 元/股，对应 PE 分别为 18/15/12X。

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等。

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家居用品 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 12.19 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) | 3,756.12 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,212.44 |
| 每股净资产(元) | 4.45 |
| 资产负债率(%) | 5.98 |
| 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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《玉马遮阳-首次覆盖报告:功能遮阳材料龙头，品质为先、扩产稳健》
2024-03-08

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 546.62 | 663.02 | 839.12 | 1,031.53 | 1,249.59 |
| 增长率(%) | 5.04 | 21.30 | 26.56 | 22.93 | 21.14 |
| EBITDA(百万元) | 211.53 | 249.10 | 269.66 | 325.23 | 394.33 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 156.65 | 165.04 | 204.78 | 246.83 | 301.43 |
| 增长率(%) | 11.64 | 5.36 | 24.07 | 20.54 | 22.12 |
| EPS(元/股) | 0.51 | 0.54 | 0.66 | 0.80 | 0.98 |
| 市盈率(P/E) | 23.98 | 22.76 | 18.34 | 15.22 | 12.46 |
| 市净率(P/B) | 2.96 | 2.70 | 2.40 | 2.11 | 1.83 |
| 市销率(P/S) | 6.87 | 5.67 | 4.48 | 3.64 | 3.01 |
| EV/EBITDA | 11.97 | 11.03 | 11.16 | 8.99 | 6.85 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 475.66 | 545.77 | 694.57 | 774.90 | 993.47 |
| 应收票据及应收账款 | 48.20 | 63.58 | 80.93 | 90.99 | 110.33 |
| 预付账款 | 11.46 | 9.18 | 20.58 | 15.34 | 26.49 |
| 存货 | 166.69 | 173.75 | 235.28 | 293.93 | 330.64 |
| 其他 | 64.56 | 52.29 | 7.72 | 12.17 | 13.48 |
| 流动资产合计 | 766.57 | 844.57 | 1,039.09 | 1,187.32 | 1,474.41 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 344.44 | 430.17 | 476.94 | 501.78 | 503.86 |
| 在建工程 | 85.45 | 10.74 | 25.74 | 52.44 | 77.87 |
| 无形资产 | 105.28 | 102.94 | 100.61 | 98.28 | 95.95 |
| 其他 | 54.47 | 92.94 | 54.27 | 59.89 | 65.34 |
| 非流动资产合计 | 589.65 | 636.80 | 657.57 | 712.39 | 743.04 |
| 资产总计 | 1,356.22 | 1,481.36 | 1,696.66 | 1,899.72 | 2,217.44 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 45.74 | 37.32 | 74.80 | 65.01 | 97.68 |
| 其他 | 23.17 | 30.99 | 53.03 | 53.09 | 65.82 |
| 流动负债合计 | 68.90 | 68.31 | 127.83 | 118.10 | 163.50 |
| 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 | 1.57 | 7.20 | 3.00 | 3.92 | 4.70 |
| 非流动负债合计 | 1.57 | 7.20 | 3.00 | 3.92 | 4.70 |
| 负债合计 | 85.39 | 89.48 | 130.82 | 122.02 | 168.21 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 237.02 | 308.13 | 308.13 | 308.13 | 308.13 |
| 资本公积 | 548.70 | 477.59 | 477.59 | 477.59 | 477.59 |
| 留存收益 | 484.74 | 607.12 | 780.50 | 992.30 | 1,264.07 |
| 其他 | 0.36 | (0.96) | (0.39) | (0.33) | (0.56) |
| 股东权益合计 | 1,270.83 | 1,391.89 | 1,565.83 | 1,777.70 | 2,049.24 |
| 负债和股东权益总计 | 1,356.22 | 1,481.36 | 1,696.66 | 1,899.72 | 2,217.44 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 156.65 | 165.04 | 204.78 | 246.83 | 301.43 |
| 折旧摊销 | 35.75 | 47.29 | 50.86 | 54.72 | 57.59 |
| 财务费用 | (10.38) | 1.22 | (26.01) | (23.54) | (19.12) |
| 投资损失 | (3.01) | (4.39) | (3.30) | (3.85) | (3.58) |
| 营运资金变动 | (61.93) | (36.60) | 35.49 | (82.17) | (28.27) |
| 其它 | 27.64 | 37.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 144.72 | 210.16 | 261.82 | 191.99 | 308.05 |
| 资本支出 | 155.68 | 44.80 | 114.50 | 103.01 | 82.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (372.82) | (130.05) | (221.50) | (203.09) | (161.20) |
| 投资活动现金流 | (217.14) | (85.25) | (107.00) | (100.08) | (79.20) |
| 债权融资 | 22.48 | 14.30 | 24.81 | 23.39 | 19.62 |
| 股权融资 | (41.74) | (1.32) | (30.83) | (34.97) | (29.89) |
| 其他 | (9.44) | (60.53) | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (28.71) | (47.55) | (6.02) | (11.58) | (10.27) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (101.13) | 77.37 | 148.80 | 80.33 | 218.57 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 546.62 | 663.02 | 839.12 | 1,031.53 | 1,249.59 |
| 营业成本 | 318.92 | 394.18 | 502.69 | 617.68 | 739.38 |
| 营业税金及附加 | 4.09 | 7.79 | 6.13 | 7.53 | 9.12 |
| 销售费用 | 21.45 | 29.17 | 40.70 | 49.10 | 58.86 |
| 管理费用 | 28.04 | 34.15 | 47.49 | 57.77 | 68.85 |
| 研发费用 | 18.00 | 20.22 | 30.04 | 36.41 | 43.74 |
| 财务费用 | (24.56) | (11.45) | (26.01) | (23.54) | (19.12) |
| 资产/信用减值损失 | (5.67) | (5.01) | (4.93) | (5.39) | (5.02) |
| 公允价值变动收益 | 0.04 | 1.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 3.01 | 4.39 | 3.30 | 3.85 | 3.58 |
| 其他 | 4.60 | (2.32) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 178.71 | 190.50 | 236.45 | 285.03 | 347.33 |
| 营业外收入 | 1.73 | 0.07 | 0.90 | 0.48 | 0.69 |
| 营业外支出 | 0.41 | 0.60 | 0.53 | 0.45 | 0.50 |
| 利润总额 | 180.03 | 189.97 | 236.81 | 285.07 | 347.52 |
| 所得税 | 23.38 | 24.92 | 32.03 | 38.24 | 46.09 |
| 净利润 | 156.65 | 165.04 | 204.78 | 246.83 | 301.43 |
| 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 | 156.65 | 165.04 | 204.78 | 246.83 | 301.43 |
| 每股收益(元) | 0.51 | 0.54 | 0.66 | 0.80 | 0.98 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 5.04% | 21.30% | 26.56% | 22.93% | 21.14% |
| 营业利润 | 10.10% | 6.59% | 24.12% | 20.55% | 21.85% |
| 归属于母公司净利润 | 11.64% | 5.36% | 24.07% | 20.54% | 22.12% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 41.66% | 40.55% | 40.09% | 40.12% | 40.83% |
| 净利率 | 28.66% | 24.89% | 24.40% | 23.93% | 24.12% |
| ROE | 12.33% | 11.86% | 13.08% | 13.88% | 14.71% |
| ROIC | 25.98% | 21.58% | 24.07% | 27.66% | 30.14% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 6.30% | 6.04% | 7.71% | 6.42% | 7.59% |
| 净负债率 | -37.43% | -39.01% | -44.25% | -43.51% | -48.38% |
| 流动比率 | 9.14 | 10.26 | 8.13 | 10.05 | 9.02 |
| 速动比率 | 7.16 | 8.15 | 6.29 | 7.56 | 7.00 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 12.11 | 11.86 | 11.61 | 12.00 | 12.41 |
| 存货周转率 | 3.84 | 3.90 | 4.10 | 3.90 | 4.00 |
| 总资产周转率 | 0.43 | 0.47 | 0.53 | 0.57 | 0.61 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.51 | 0.54 | 0.66 | 0.80 | 0.98 |
| 每股经营现金流 | 0.47 | 0.68 | 0.85 | 0.62 | 1.00 |
| 每股净资产 | 4.12 | 4.52 | 5.08 | 5.77 | 6.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 23.98 | 22.76 | 18.34 | 15.22 | 12.46 |
| 市净率 | 2.96 | 2.70 | 2.40 | 2.11 | 1.83 |
| EV/EBITDA | 11.97 | 11.03 | 11.16 | 8.99 | 6.85 |
| EV/EBIT | 14.04 | 13.25 | 13.75 | 10.81 | 8.02 |

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 A 栋 23 层 2301 房 | 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 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |