



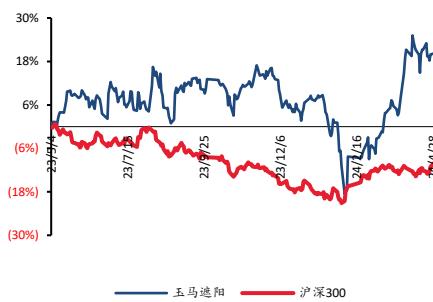
玉马遮阳(300993)

目标价: 17.15

昨收盘: 12.39

玉马遮阳深度报告: 玉出齐鲁地, 马跃寰宇来

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	3.08/3.08
总市值/流通(亿元)	38.18/38.18
12个月内最高/最低价(元)	14.18/7.91

相关研究报告

证券分析师: 郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

研究助理: 龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122070007

报告摘要

国内功能性遮阳材料制造龙头, 覆盖全球市场, 是中国制造出海替代优秀企业的代表。公司作为国内功能性遮阳材料龙头, 主要产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料, 其中出口占比2/3, 与国内外客户建立了长期稳定的合作关系, 在全球建筑遮阳领域享有较高的知名度。主要产品包括遮阳系列(遮光面料、可调光面料和阳光面料)和膜材系列。23年收入6.6亿元/同比+21.3%, 归母净利润1.65亿元/比+5.4%; 24Q1收入1.6亿元/同比+21.6%, 归母净利润0.37亿元/同比+35.5%, 业绩超市场预期。

功能遮阳行业: 海外消费成熟、国产替代空间大, 国内渗透率低、成长空间大。功能性遮阳材料具有节能、环保的特性, 对传统材料有替代作用。1) **海外:** 功能性遮阳材料市占率达到70%以上, 更换频次高且需求稳定, 国外遮阳产品厂商发展较早且通过收并购方式占据较高市场份额。2) **国内:** 建筑遮阳行业起步较晚, 渗透率不到5%, 成长空间大, 预计2021-2025E的CAGR为23%; 国内遮阳面料参与企业众多且竞争激烈, 格局较为分散, 头部企业以出口为主, 其中第一梯队企业具备优质的生产力和高性价比产品, 以2B/2C方式出海有望获得更大的增长空间。

核心竞争力: 生产研发壁垒高, 管理效率能力强。1) **生产研发能力强:**深耕遮阳行业多年, 产能稳居国内行业第一, 拥有行业领先的核心技术与自主研发能力, 研发费用率常年居3%以上, 各项专利110项; 独立研发高分子和户外系列新产品; 2) **客户资源优质且粘性高:**前五大客户占比在23%, 第一大客户占比不到10%, 不存在对单一客户的高依赖。3) **同业中效率高, 盈利能力强:**公司2023年毛利率39.8%, 盈利能力处于行业领先。4) **产能有序扩张:**新增功能遮阳材料1960万平米预计23年底完全达产; 可转债项目募资5.5亿元中3.5亿拟用于建设年产1300万平方米功能遮阳材料, 以满足未来潜在的市场需求。5) **布局跨境电商新渠道:**有望贡献新的增长动能, 2C出海提高价值链地位。

盈利预测及投资建议:公司是中国制造出海替代的优质代表, 且行业方面海外存量国产可替代市场空间大, 国内市场低基数发展潜力大。公司依托优秀的产品研发能力和管理效率维持多年的优质财务水平和高盈利能力。未来增长动能方面, 产品端公司独立开发的高分子系列和户外系列接棒增长; 渠道端公司布局跨境电商和拓展海外分公司办事处等; 市场端公司大力开拓澳洲、南欧等国际新市场; 产能端产能利用率回升, 新增产能未来两到三年有序落地。2024年开始公司有望迈上发展与增长的新台阶。我们预计公司2024/25/26年归母净利润分别为2.1/2.6/3.2亿元, 当前股价对应PE分别为18/15/12倍, 给出25年20X估值, 对应25年目标价在17.15元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:市场竞争加剧, 海外市场拓展不及预期, 国内市场推广及渗透不及预期, 产能扩张不及预期, 汇率大幅波动风险等

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	663	826	1016	1223
营业收入增长率 (%)	21.3%	24.6%	23.0%	20.3%
归母净利 (百万元)	165	211	264	318
净利润增长率 (%)	5.4%	27.8%	25.3%	20.4%
摊薄每股收益 (元)	0.54	0.68	0.86	1.03
市盈率 (PE)	20.3	18.1	14.5	12.0

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 国内功能性遮阳材料龙头，收入利润稳步增长.....	5
(一) 公司概况：深耕功能性遮阳材料，产品远销全球.....	5
(二) 财务分析：营收利润稳步增长，内销市场快速恢复.....	7
二、 功能遮阳行业：海外消费成熟+国内渗透率低，成长空间大.....	10
(一) 海外：渗透率高，需求稳定，外资厂商主导.....	10
(二) 国内：行业较为分散且以外销为主，需求渗透率低.....	11
三、 强研发&精工艺构筑品牌护城河，跨境零售有望放量.....	13
(一) 同业比较：研发&工艺领先，客户资源优质.....	13
(二) 产能规模持续扩张，市场开拓&跨境零售布局有望贡献增量.....	17
四、 盈利预测与估值.....	18
(一) 收入拆分及盈利预测.....	18
(二) 估值.....	19
五、 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 三大材料的工艺、功能及应用范围	6
图表 3: 公司的股权结构（截至 2023 年 12 月 20 日）	7
图表 4: 公司的营业收入及增速（百万元，%）	8
图表 5: 公司的归母净利润及增速（百万元，%）	8
图表 6: 公司的期间费用率	8
图表 7: 公司的毛利率及净利率	8
图表 8: 公司分产品的收入占比	9
图表 9: 公司分产品的收入及增速（百万元，%）	9
图表 10: 公司分产品的毛利率	9
图表 11: 公司分地区的收入占比	9
图表 12: 公司分地区的收入及增速（百万元，%）	10
图表 13: 公司分地区的毛利率	10
图表 14: 玉马遮阳与国内外主要竞争对手对比情况	11
图表 15: 国内功能性遮阳产品有望迎来快速增长	12
图表 16: 中国功能性遮阳面料行业的市场格局	13
图表 17: 2022 年国内遮阳面料企业海外收入占比	13
图表 18: 公司的研发费用及在营收的占比	13
图表 19: 公司的研发人员数量及占总员工的比例	13
图表 20: 公司主要研发项目	14
图表 21: 公司的产品工艺处于较高的水平	14
图表 22: 同业公司前五大客户占比	15
图表 23: 同业公司的营业收入情况（百万元）	16
图表 24: 同业公司的净利润情况（百万元）	16
图表 25: 同业公司的营业收入增速	16
图表 26: 同业公司的净利润增速	16
图表 27: 同业公司的毛利率情况	16
图表 28: 同业公司的净利率情况	16
图表 29: 公司的产量、销量及产销率	17
图表 30: 公司的可转债募集资金用途	17
图表 31: YUMAUSA 的营收及增速（万元，%）	18
图表 32: YUMAUSA 的营业利润率和净利率	18
图表 33: 收入拆分及盈利预测	19
图表 34: 估值分析表	20

一、国内功能性遮阳材料龙头，收入利润稳步增长

(一) 公司概况：深耕功能性遮阳材料，产品远销全球

国内功能性遮阳材料龙头，产品远销全球。公司的主要产品包括遮光面料、可调光面料和阳光面料。公司的功能性遮阳材料集遮阳、节能、环保等功能为一体，兼具阻燃、抗菌、防污、除甲醛、防静电、防水拒油等特殊功能的新型绿色材料。公司产品出口占比达 2/3，销往全球六大洲的 70 多个国家和地区。公司与国内外客户建立了长期稳定的合作关系，形成了突出的客户资源优势，在全球建筑遮阳领域享有较高的知名度。

公司创始人孙承志先生 1986-1991 年就职寿光县第二纺织厂，历任技术员、科长、副厂长，1991 年成立寿光第一中学窗帘厂，1998 年成立玉马窗饰，2005 年成立玉马第二代生产基地，更新升级迭代生产设备；2014 年筹建第三代生产基地；2016 年玉马窗饰和玉马遮阳业务重组，重组完成后，正式形成了遮光面料、可调光面料、阳光面料的完整布局。2021 年公司在深交所创业板上市，2024 年紧锣密鼓筹备跨境电商业务。

图表1：公司发展历程

时间	事件
1991年	成立寿光第一中学窗帘厂，并凭借1990亚运会的契机，成为最早从事遮阳垂直窗帘机构的研发、试制和检测工作的专业组织。
1992年	公司创始人孙承志先生驾驶铃木摩托车跑遍整个山东市场；
1998年	玉马窗饰成立。
2005年	成立玉马第二代生产基地，生产设备更新升级迭代。由此全面进入制造技术创新阶段。
2006年	里程碑产品彩虹窗帘研制成功并投入市场，大大推动了行业的发展。成为中国第一家专业生产彩虹帘的公司；
2013年	成立玉马进出口子公司，主营功能性遮阳材料、配件
2014年	筹建玉马第三代生产基地，成立全球规模最大的遮阳生产基地——山东玉马遮阳技术有限公司。
2016年	玉马窗饰和玉马遮阳业务重组，玉马遮阳正式形成了遮光面料、可调光面料、阳光面料的完整布局，承接了玉马窗饰的客户资源。
2016年	成立玉马新能源子公司。
2019年	资产重组，股改完成。变更为山东玉马遮阳科技股份有限公司。
2019年	在美国加州设立全资子公司 YUMAUSA。
2020年	设立全资子公司益可佳，主营一次性防护口罩的生产和销售。
2021年	在深交所创业板成功挂牌上市。
2024年	筹备跨境电商项目，布局出海零售。

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

公司拥有丰富的产品种类，目前遮阳产品主要遮光面料、可调光面料和阳光面料。1) 遮阳领域：产品分为遮光面料、可调光面料和阳光面料三大类的近千个品种，不同种类的面料的生产原料、工艺不同，对应的产品性能存在差异，且差异化的产品外观设计满足不同应用场景的需求；主要应用于家具遮阳、工程遮阳和户外遮阳等领域。2) 膜材领域：玉马威特膜材系列产品采用双面刀刮 PVC 涂层的合成纤维织物，可做二氧化钛、PVDF、亚克力等多种表面处理，表面处理能大量吸收和反射紫外线，使其具有抗拉、抗撕、抗剥离等优越力学性能，并且具有防水、防火、防紫外线、防污自洁等特性，广泛适用于建筑、篷房、遮阳等应用场景；主要应用于建筑膜材、篷

房膜材、遮阳膜材等。

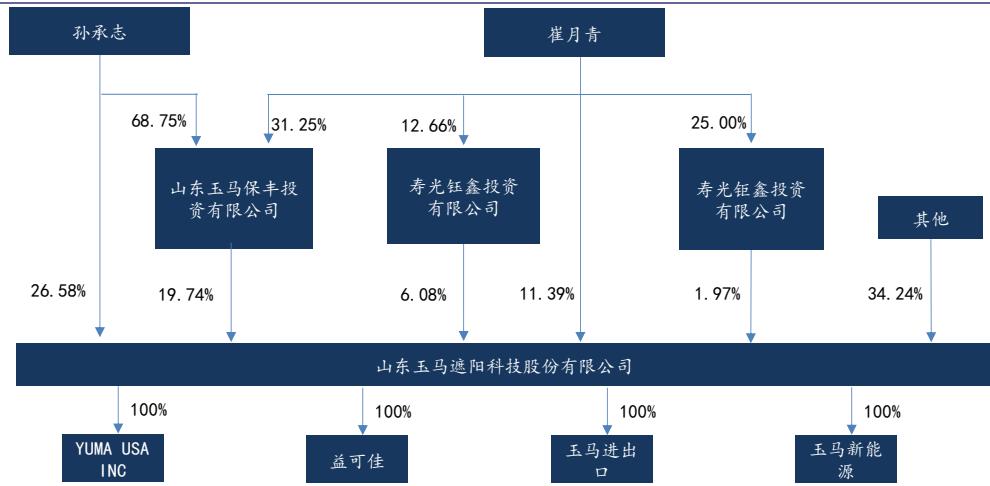
图表2：三大材料的工艺、功能及应用范围

项目	原料	工艺	细分品类	图片	性能	用途	单品毛利率
遮光面料	具有环保性能的水性丙烯酸乳液和其他辅料、助剂共混成整理液	通过浸渍、刮浆、发泡涂层、贴合等特殊的后整理工艺将其均匀涂覆到织物上，然后经过高温固化	半遮光 全遮光	 	可减弱光线、遮挡强光，起到遮阳节能的作用，并可实现防水、防火、防油、防污、防紫外线、除甲醛、高隔热等各种功能性。	家居、公共建筑工程内遮阳。	10%-70%
阳光面料	改性 PVC 包覆聚酯纤维或玻璃纤维形成的包覆丝	通过特殊工艺织造	基础款 玻纤款 双层调光款 提印款	 	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，具有遮阳隔热、通风透景、色牢度高、易清洗、抗拉伸能力强、耐候性等特点。	写字楼、办公楼、图书馆、医院等公共建筑和商业建筑等遮阳。	20%-70%
可调光面料	聚酯纤维	经过特殊织造工艺一次成型	双层调光基础款 双层调光精细款 双层调光提绣印款 多层调光香格里拉系列 多层调光其他系列	 	结构新颖、兼具遮光部分和透光部分、调节光线便捷，对建筑的室内和室外有很好的装饰效果，并且可以实现防水、防油、防污等效果，以及除甲醛、净化室内空气质量等特殊功能。	家庭住宅的书房、卫生间、飘窗、别墅等以及高档酒店大堂、特色餐厅、咖啡厅、办公楼等建筑的内遮阳。	20%-90%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

股权结构集中，回购股份拟用于股权激励或员工持股计划。公司实控人为孙承志、崔月青夫妇，分别直接持股 26.58%、11.39%，通过保丰投资、寿光钰鑫、寿光钜鑫间接持有公司股份，公司拥有 4 家全资子公司，分别为 YUMAUSA、益可佳、玉马进出口、玉马新能源。核心高管国兴萍（副总经理兼财务总监）、杨金玉（副总经理兼董秘）、梁金桓（副总经理）、于仕龙（副总经理）资历丰富，且均直接或间接（通过寿光钰鑫、寿光钜鑫）分别持有公司股份。截至 2024 年 2 月 27 日，公司以自有资金回购公司 13.92 万股（占总股本 0.05%），成交总金额为 5999.1 万元（不含交易费用），本次回购计划完成，预计三年内用于股权激励或员工持股计划，进一步绑定核心人才和激发员工创造性。

图表3：公司的股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

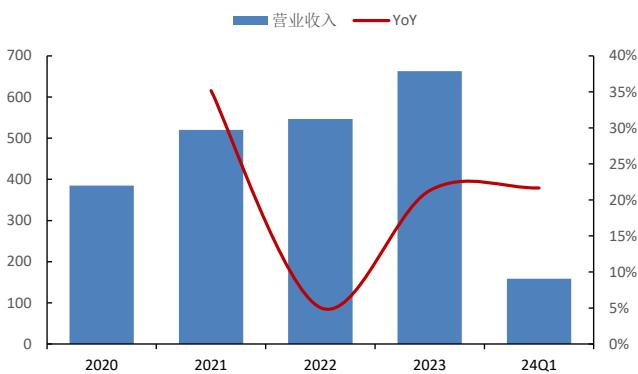
（二）财务分析：营收利润稳步增长，内销市场快速恢复

营收和利润稳健增长，产能爬坡周期短暂影响利润水平。公司营业收入/归母净利润由 2020 年的 3.85/1.08 亿元增长至 2023 年的 6.63/1.65 亿元，CAGR 分别为 20%/15%。23 年收入增长良好主因募投产能顺利释放，以及疫后国内外展会恢复下，客户拜访和沟通效果良好带来的订单增长；利润增速弱于收入增速主因产能爬坡周期和参展增加带来的费用增加。24Q1 收入/归母净利润分别同比+21.7%/35.5%至 1.6/0.37 亿元，均实现快速增长，海内外的需求稳定向好，带动订单增长，且规模效应下利润增速高于收入增速。

毛利率方面，23 年毛利率为 40.5%/同比-1.1pct，主因 23 年内销恢复良好带动内销占比提升，而内销毛利率水平低于外销，整体毛利率略有下滑。24Q1 毛利率为 39.4%/同比+0.21pct，主要是产能利用率的提升和规模效应显现。

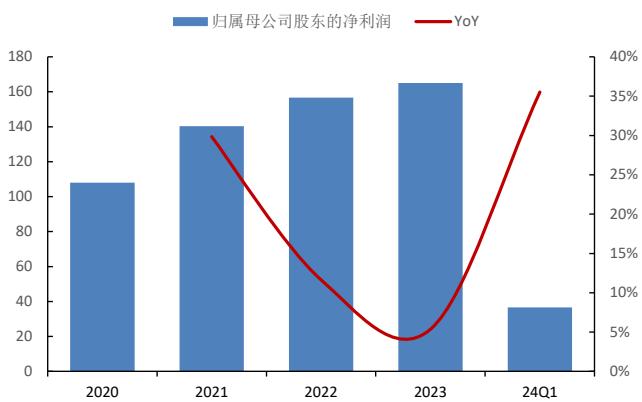
费用端有小幅波动但仍可控，销售费用率由 2022 年的 3.9%提升至 2024Q1 年的 4.7%，主因疫后公司拜访、参加展会及新品推广活动增加；管理费用在 5%-6%区间，研发费用率在 3%-3.5%区间；财务费用率小幅波动主因汇兑损益贡献增量。

图表4：公司的营业收入及增速（百万元，%）



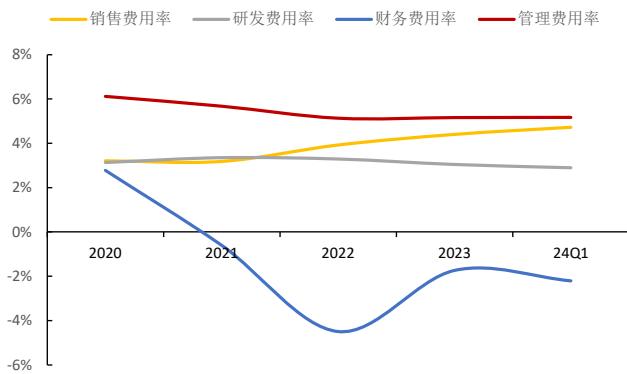
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：公司的归母净利润及增速（百万元，%）



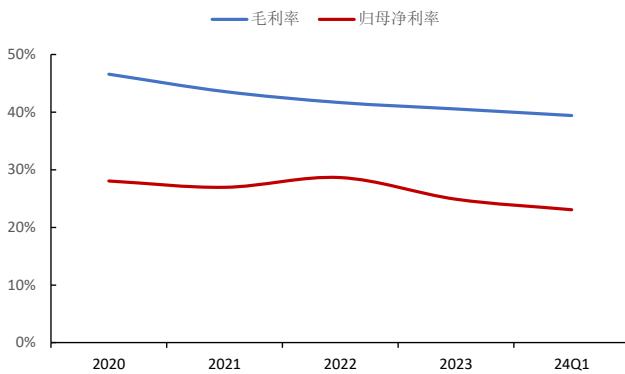
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司的期间费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表7：公司的毛利率及净利率



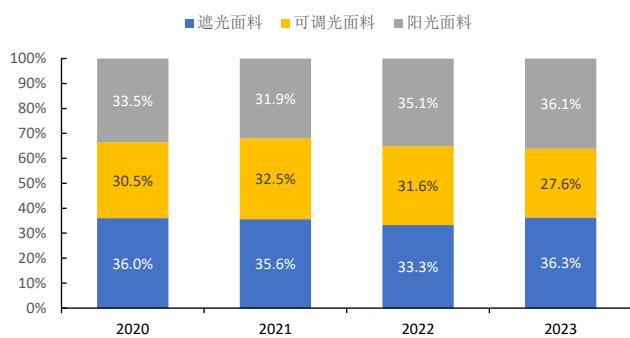
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

分产品来看，内销恢复良好带动遮光面料快速增长。2023年遮光/可调光/阳光面料收入分别同比变动+21%/-3%/+14%至2/1.5/2亿元（占比分别为36%/28%/36%，同比变动+3/-4/+1pct），遮光面料增速较快主因23年内销市场恢复加快、内销市场中遮光面料的普及率相对较高；高端系列可调光面料在海外通胀影响下略有承压，同时低端市场竞争激烈，公司策略上放弃部分低端低价市场；毛利率来看，23年遮光/可调光/阳光面料毛利率分别为39.6%/51.1%/46%，分别同比变动+5/-2/+1pct，遮光面料毛利率提升较多主因产品性能提升下SKU结构优化。

其他收入同比+150%至1.04亿元（占收入的16%），主要包括梦幻帘、膜材、户外遮阳材料等，销售表现亮眼，前期销售体量较少规模效应未显现，毛利率仅为16%。随着其他产品的市场培育逐步推进，有望为公司贡献新业务增量。

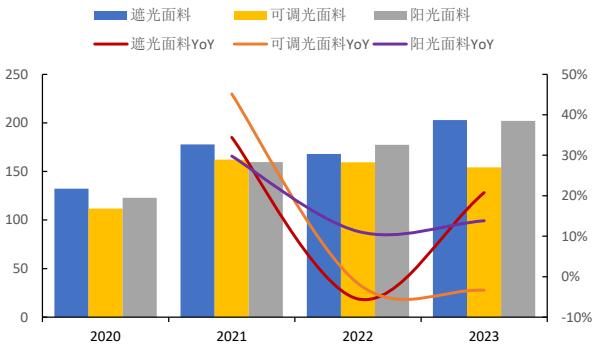
分渠道来看，仍以外销（含港澳台，下同）为主，内销强劲复苏。2023年外销/内销分别同比变动+11%/+49%至4.4/2.2亿元，收入占比分别为67%/33%；毛利率分别为46.6%/28.5%，分别同比变动+1.4/−3.7pct。1) 外销：公司主要客户分布在欧洲、美洲和亚洲，海外对功能性遮阳产品的需求确定性高且更换频次高，公司通过提高市场覆盖率和积极加快客户拓展带动外销的稳步增长，其中北美和澳洲的需求确定性高、购买力强，是重点开发的市场；其次南欧、中东、部分非洲市场存在渗透提升趋势，具备潜在的市场需求。2) 内销：目前遮阳行业尚处于导入期，随着遮阳面料的渗透率提升，带动疫后内销市场的快速恢复，其中国内市场的遮光面料的普及度高，公司通过渠道拓展和新品开发提高品牌竞争力和品牌声誉；低毛利率遮阳面料的占比提升内销毛利率有所下滑。

图表8：公司分产品的收入占比



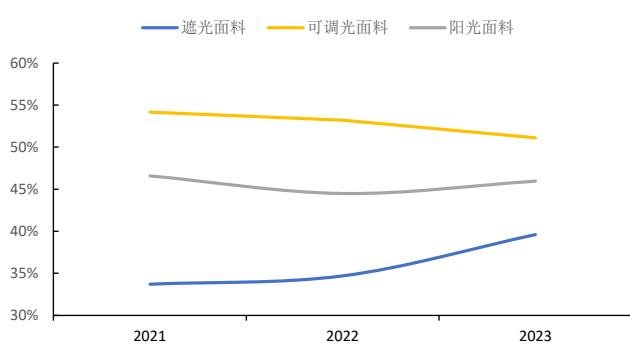
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表9：公司分产品的收入及增速（百万元，%）



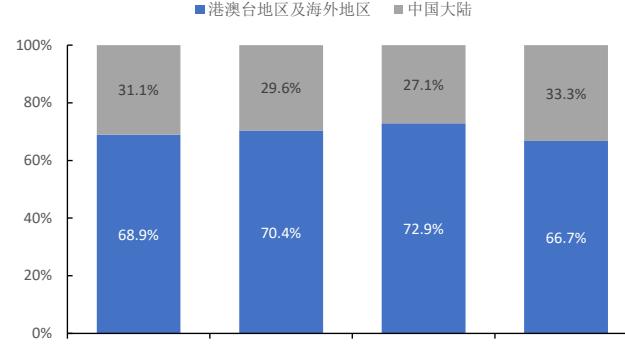
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：公司分产品的毛利率



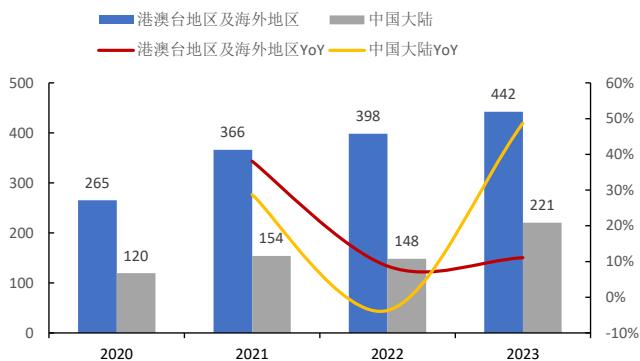
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：公司分地区的收入占比



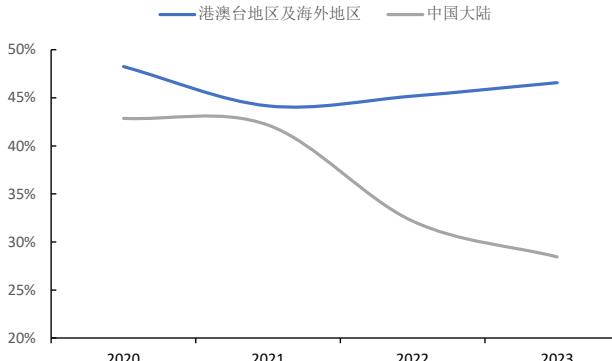
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：公司分地区的收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表13：公司分地区的毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、功能遮阳行业：海外消费成熟+国内渗透率低，成长空间大

功能性遮阳材料具有节能、环保的特性，对传统材料有替代作用。遮阳材料可以减少太阳对建筑物的紫外线、眩光和热量辐射，阻断太阳所产生的热空气与建筑物之间的对流，建筑遮阳除具有节能保温、遮阳遮光的用途外，还兼备防雨、防虫、防寒、防潮、防风沙以及隔音降噪等作用。《欧盟 25 国遮阳系统节能及 CO2 减排》指出“采用建筑遮阳设施后，能够有效降低建筑能耗，冬季采暖能节约用能 10%，夏季制冷能节约空调用能 25%，综合节约建筑能耗约 14%”。随着环境污染和能源问题的日趋严峻，全球大多数国家开始注重节能减排，功能性遮阳材料的渗透率有望进一步提升。

（一）海外：渗透率高，需求稳定，外资厂商主导

海外发达国家的功能性遮阳材料市占率达到 70%以上，更换频次高且需求稳定。欧美等发达国家的遮阳帘市场起步较早，从上世纪 50 年代百叶窗被广泛利用于办公楼、居民楼开始，经过 70 余年的耕耘形成了十分成熟的遮阳行业。根据欧洲遮阳组织 2018 年发布的信息，目前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，其中功能性遮阳产品占据主流，市占率达 70%以上，遮阳产品已经成为家居消费品，消费者使用更换周期为 3-5 年或更短，需求持续保持旺盛。

国外遮阳产品厂商发展较早且通过收并购方式占据较高市场份额。根据 IBISWorld 数据，国际上的知名遮阳产品厂商包括中亨特道格拉斯以 40.9%的市场份额主导了整个行业，其余公司如 Springs/The Shade Store/3 Day Blinds/Blinds 分别占 2021 年行业总收入的 7.0%/4.6%/4.6%/1.0%，亨特道格拉斯稳居龙一地位主因发展较早且不断通过收并购以提升市场份额。且

国外厂商的产品均定位中高端、具备全球化的销售能力和成熟的产品定制化能力。

图表14：玉马遮阳与国内外主要竞争对手对比情况

公司名称	产品定位	收入体量
玉马遮阳	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，其中以中高端的遮光面料（全遮光卷帘和大幅宽卷帘）、可调光面料、阳光面料等产品为主	5.47亿元
西大门	主要从事功能性遮阳材料的研发、生产和销售；主要产品包括阳光面料、涂层面料和可调光面料等，并逐步向功能性遮阳成品拓展，产品以中高端涂层面料和阳光面料为主	4.99亿元
先锋新材	主要从事高分子复合遮阳材料（阳光面料）产品的研发、生产和销售，定位中高端市场	3.05亿元
Hunter Douglas Group	主要从事窗饰产品、建筑产品的制造、销售和服务。集团旗下的世界著名品牌有乐思龙、钛丝、NBK、3form和乐思富等。定位高端产品，兼顾价格适中产品。70年前独创铝制软百叶帘，拥有多家全球高度专业化的生产工厂，有能力短时间生产高端定制产品；装配和技术开发世界领先。	46.07亿美元
Phifer	专业生产特种高档纤维织物，如室外家具装饰布、遮阳网、防虫网、壁饰织物等产品，是目前世界上最大的全球特种纤维织物和遮阳网生产商之一。产品广泛应用于休闲家居、建筑工程、军工等多个行业。	—
Gale Pacific	专业面料和相关领域的全球领导者，主要产品包括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、外遮阳产品、遮阳纺织面料等，主要运用于建筑、农业、家居装饰、俱乐部和电子商务领域，起到建筑遮阳和作物保护的作用。Gale Pacific作为高端商业和工业应用的高级聚合物面料的生产商，是全球最大的技术面料生产商之一。	1.56亿澳元
Junkers & M üllers	主要生产各种用途的高端面料，同时也为客户提供定制化的解决方案。产品主要包括织物遮阳产品、数码印花面料以及特种面料等。	—
Serge Ferrari	是柔性复合织物技术全球领导企业之一。Serge Ferrari技术织物的轻柔，耐用及可循环利用等特性，能满足消费者功能性及美观性的综合需求，广泛应用于建筑及设计，工业及特种应用，家具及游艇等行业。	1.89亿欧元

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

注：玉马遮阳、西大门、先锋新材均为2022年数据，Hunter Douglas为2021年数据，Gale Pacific为FY2020年数据，Serge Ferrari为2019年数据

（二）国内：行业较为分散且以外销为主，需求渗透率低

我国建筑遮阳行业起步较晚，渗透率低，成长空间大。我国遮阳行业起源于20世纪90年代，属于朝阳行业，与建筑节能概念密不可分。进入21世纪，随着建筑节能概念的不断深入、遮阳系列标准的逐步出台，建筑遮阳产品开始向多功能、多样化、节能环保、规模化方向发展，开始出现遮阳行业的龙头企业。根据华经产业研究院数据，2021年我国建筑遮阳行业中，传统布艺窗帘/功能性遮阳产品/其他的占比分别为93.3%/3.3%/3.4%，我国功能性遮阳产品的渗透率不足5%，较欧美的70%+有较大的提升空间。未来成长空间来看，2021年我国功能性遮阳产品年销售额约为216亿元，根据玉马遮阳招股说明书，随着双碳政策的推进及绿色节能建筑材料的推广，预计2025年国内功能性遮阳产品销售额将达到500亿元，2021-2025E的CAGR为23%。

图表15：国内功能性遮阳产品有望迎来快速增长



资料来源：建筑遮阳行业协会，太平洋证券整理

国内遮阳面料参与企业众多且竞争激烈，格局较为分散，头部企业以出口为主。2021年全国功能性建筑遮阳行业企业数量约3000余家，年销售额在3000万元以上的企业约180余家，行业参与者大致分为三个梯队，**1) 第一梯队**企业生产规模较大，产品质量及口碑均属国内上乘水平，拥有先进的生产技术和设备，研发实力雄厚，面向中高端市场，保持着较高的毛利率，代表企业为玉马遮阳、西大门、先锋新材等十余家销售规模较大的企业；**2) 第二梯队**企业产品质量低于第一梯队，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；**3) 第三梯队**为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。2021年我国功能性遮阳产品年销售额约为216亿元，按各企业21年营业收入计算，玉马遮阳/西大门/先锋新材的份额分别为2.4%/2.2%/1.4%，格局较为分散。

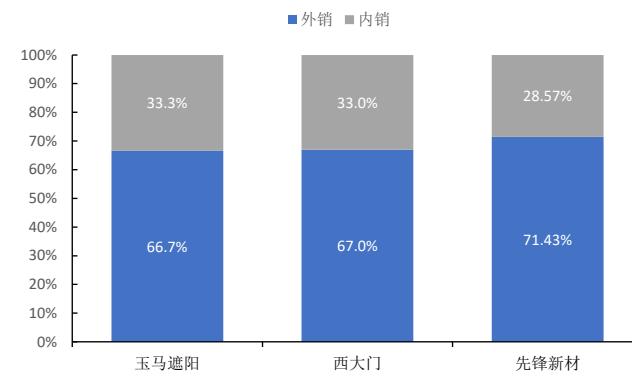
我国第一梯队的三家企业——玉马遮阳、西大门和先锋新材在2022年的海外收入占比分别为73%、63%和71%，目前海外仍为遮阳材料的主要消费市场，第一梯队企业具备优质的生产力和高质价比产品，以2B/2C方式出海有望获得更大的增长空间。

图表16：中国功能性遮阳面料行业的市场格局

国内梯队	企业情况	市场
第一梯队	玉马遮阳、西大门、先锋新材等十余家销售规模较大的企业	生产规模较大，产品质量及口碑均属国内上乘水平，拥有先进的生产技术和设备，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	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	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，太平洋证券整理

图表17：2023年国内遮阳面料企业海外收入占比



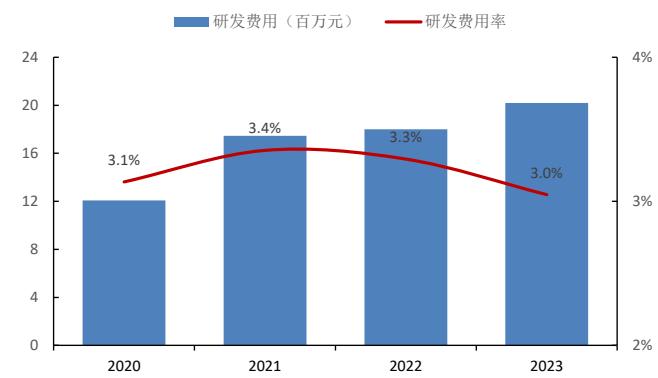
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理
其中先锋新材的收入占比数据为2022年数据

三、强研发&精工艺构筑品牌护城河，跨境零售有望放量

(一) 同业比较：研发&工艺领先，客户资源优质

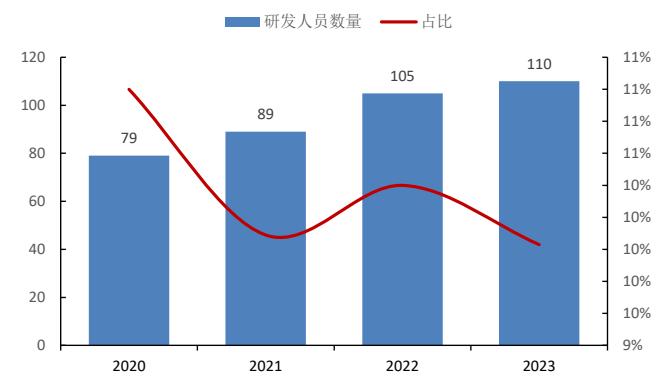
公司深耕遮阳行业多年，拥有行业领先的核心技术，具备自主研发能力。通过技术研发，公司已拥有多层调光面料一次成型织造技术、批量绣花成卷技术、具有高阻燃高日晒的高分子材料造粒技术、环保水性丙烯酸发泡涂层技术、卷帘杯弯克重控制技术等核心技术，并拥有110余项专利，形成了较为优厚的技术优势。2020-23年研发费用率在3.1%/3.4%/3.3%/3.0%，2023年研发人员数量为110人，在员工总数占比为10%。

图表18：公司的研发费用及在营收的占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：公司的研发人员数量及占总员工的比例



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
精细柔纱垂直窗帘	研发一款既有布艺窗帘的遮光性，又有纱帘的透视感，同时还融合了百叶窗调光功能的新产品。	中试阶段	在原有DS帘基础上，舍弃插片式结构，降低制作成品帘的成本与工时。遮光部分单条分离，保证垂直度的同时让人自由穿行。	这是一种装饰性半遮光成品窗帘，透光柔和，遮光和采光均可横向旋转调节，还具有防水防油的效果，增加公司垂直类调光产品的市场份额。
多向调光帘	研发具有多向调光、控光效果的产品。	完成	采用创新的编织工艺与多种改性涤纶纤维结合，实现多层次调光柔纱帘多向调光，反光都能收拉的结构性创新。	创新调光类产品结构，进一步巩固公司调光类产品国内市场龙头地位。
高分子复合面料	研发高强度、高色牢度、高耐候性的室外遮阳面料。	试生产阶段	对面料进行整体涂层保护，完善抗污性和阻燃性、装饰性等特性，用于建筑内外墙立面遮阳。	对标国际高端遮阳产品，提高公司竞争力，增加产品销量。
高反射遮阳材料	研发具有高反射，高隔热，高节能作用的产品。	中试阶段	形成光泽致密的反射膜，起到高反射、高隔热、高节能的作用。	响应国家建筑遮阳节能减排号召，丰富公司产品功能，增加产品附加值，利于公司绿色健康发展。
超细高分子复合面料	利用超细纤维的独特性能，研发一款兼具防污性和疏水性能好的产品。	中试阶段	高强的合纤长丝，不易断裂，采用精编织法，不抽丝，不脱圈。	进一步挖掘拉丝工艺的精细度。通过提高材料流变性和拉丝工艺调整，研发出一款既具有阳光面料的功能性又增加了柔软舒适的家居实用性新产品。进一步扩展产品适用性提高销量。
高分子涂层遮阳面料项目	开发高耐候高强度复合面料，可用于推拉蓬、车用篷、水囊、PVC快卷帘门、膜结构、机场航站楼等多用途产品。	试生产阶段	在面料表面做表面功能性处理，再经高温定型处理，确保织物有抗力、轻便性、消除变形等优势，延长使用寿命。	增加公司产品的推广渠道，增加产品销量。
百叶式多功能户外遮阳蓬	开发一款安装在户外的遮阳设备，拓展室外休闲空间，闭合时可以达到完全挡雨的效果，而且可以阻挡强光和紫外线。	中试阶段	通过百叶翻转的形式，可实现遮阳蓬的打开和闭合，闭合时可达到完全挡雨的效果，且具有很强的抗风性能，即使在恶劣环境中也能保证不被破坏。	一款全新的户外遮阳蓬，增加了外遮阳产品的种类和功能，为公司在外遮阳市场增加强有力的竞争。
高分子复合蜂巢帘	研发功能性、风格多样、简约美观的产品。	完成	根据仿生学原理，模拟蜜蜂蜂巢的形状做成一种中空层节能环保的窗帘，具有隔热保温、隔阻噪音、抵挡紫外线等特殊功能。	产品投放市场后，增加产品销量，成为销售新的增长点。
再生材料遮阳面料	研发一款再生纤维纺织产品。	小试阶段	利用废旧资源，制造出与原生纤维相差无几的新型纤维，实现绿色、环保与高利用率的统一。	响应国家建筑遮阳节能减排号召，丰富公司产品功能，增加产品附加值，利于公司绿色健康发展。
高性能吸音体遮阳面料	研发一款吸音且遮光性极好的产品。	研究阶段	采用高强度的纤维，其纤维之间是用特殊方法融结而成，不添加任何粘结剂，利用创新性的声学解决方案改善室内外的声音舒适度。	迎合人们对健康、功能性产品的需求研发的一款有特殊功能的功能性产品，填补了此类产品的空白，增加了公司功能性产品的品类和竞争力。
五防功能斑马帘	开发一款起重轻、透光性均匀良好、轻便耐用、超长跨度、形状设计自由的面料。	中试阶段	采用高分子复合材料织造，不仅具有斑马帘简约时尚的外观，更是具有强大的“实力”，防水、防火、防晒、防霉、防甲醛的五防功能。	市面上功能性产品很多，但集聚这么多功能于一身的几乎没有，若产品顺利进入市场，必能在同类产品中处于领先地位。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司建立了成熟稳定的生产管理体系和精湛的产品工艺。在生产流程控制方面，公司培养了一大批专业技术人才，成立了专业的质控团队，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；在生产设备方面，公司拥有全球最先进的意大利进口 Smit 织机、德国多尼尔织机以及整理工序中应用的高温定型和专用涂层生产线，公司所使用的生产设备均按行业领先标准进行配置；在原材料采购方面，严把材料关，主要原材料均从国内知名上市公司或者大型企业进行采购，部分原材料从国外进口。此外功能性遮阳材料的生产工艺复杂，涉及领域众多，公司通过持续的自主创新、工艺改进和经验积累，形成了集整经、织造、印花、单丝包覆、涂层定型、坯布热定型等工序为一体的生产链，技术水平已在国际市场上具备较强的竞争能力。

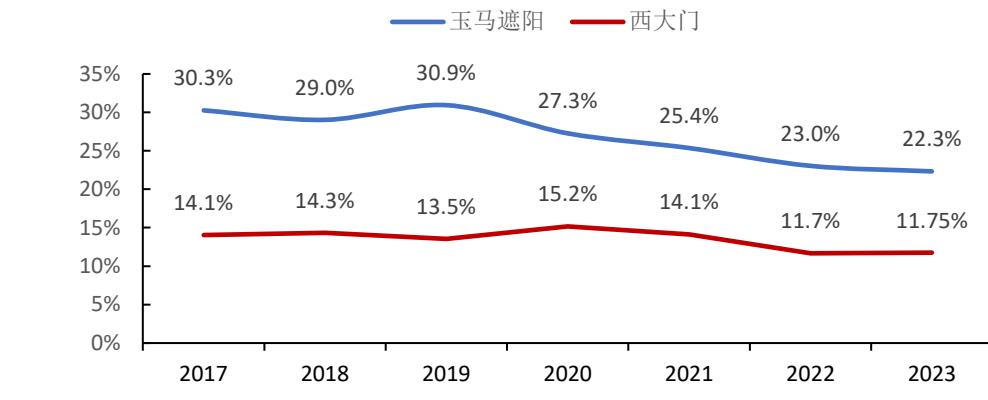
图表21：公司的产品工艺处于较高的水平

参数	工艺水平
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	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	对于阳光面料，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：公司公告，太平洋证券整理

供应商资质严格，客户粘性强。公司境外销售收入占主营业务收入的 70%左右，在客户中积累了良好的品牌形象和声誉，与 BAMAR、SHADES、TOP、NEVALUZ 等国外知名厂商建立了稳定的战略合作伙伴关系，并持续拓展新客户。2022 年公司前五大客户销售金额总额 12593.48 万元，占比 23.03%。大客户对供应商的选择比较严格，过程较长，但合作关系一旦建立，其粘性较强。

图表22：同业公司前五大客户占比



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

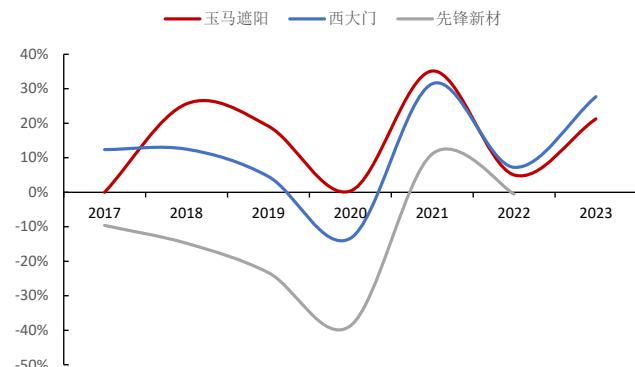
领先的研发和工艺以及高粘性的优质客户资源，公司的抗风险能力、成长性和盈利能力均优于同行。(1) 收入/利润体量：公司收入稳步增长，2017-23 年收入 CAGR 为 17.2%（西大门/先锋新材分别为 10.6%/-15.1%，先锋为 2017-22 年数据，下同），成长性高且抗风险能力强。利润端 2017-23 年 CAGR 为 22%（西大门/先锋新材分别为 7%/-42.8%），利润增速快于收入增速，经营质量持续向好。(2) 盈利能力：毛利率和净利率分别维持在 40%-46% 和 20%-28% 的中枢，期间小幅波动主要来自于产能爬坡、新品研发逐步放量、宏观环境影响，但整体保持在行业领先的水平，并逐步与同业拉开差距。

图表23：同业公司的营业收入情况（亿元）



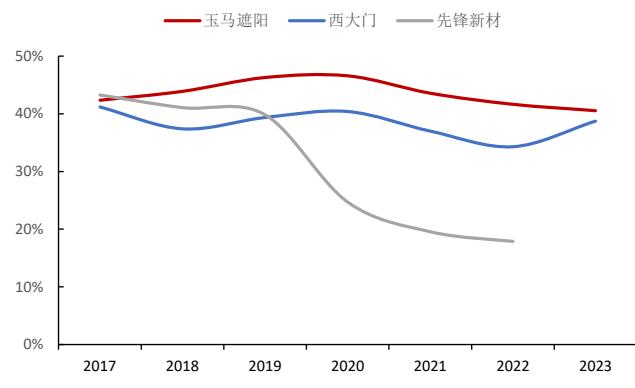
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理
注：先锋新材尚未更新2023年年报数据，下同

图表25：同业公司的营业收入增速



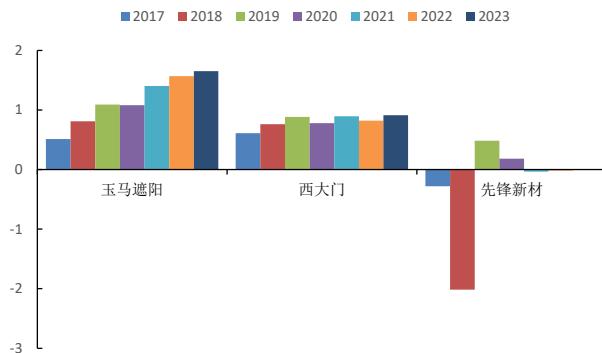
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表27：同业公司的毛利率情况



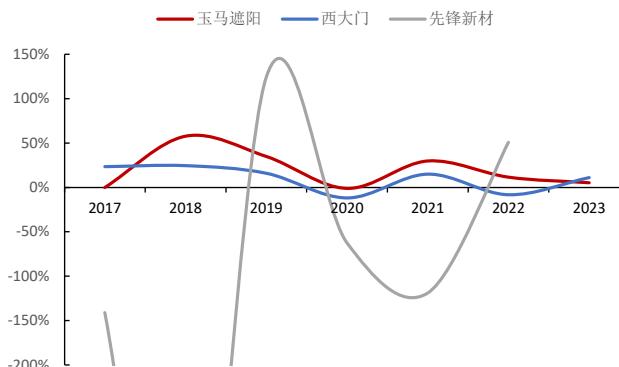
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表24：同业公司的净利润情况（亿元）



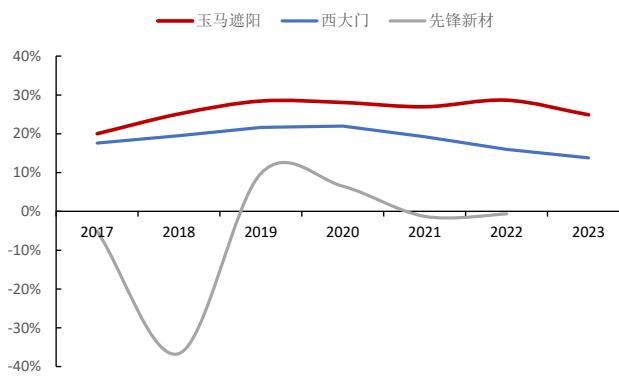
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表26：同业公司的净利润增速



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表28：同业公司的净利率情况



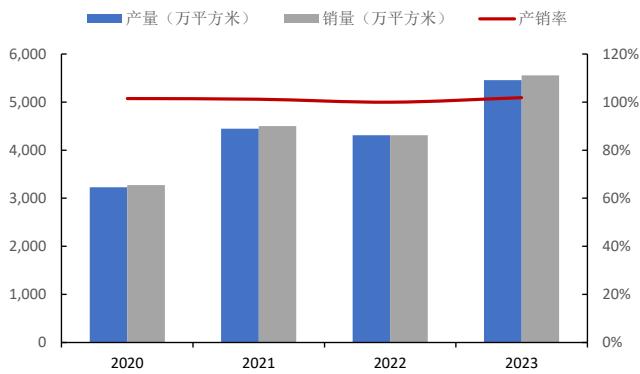
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

(二) 产能规模持续扩张，市场开拓&跨境零售布局有望贡献增量

募投产能顺利释放，可转债项目继续稳步推进产能规划。2023年公司的产能为6600万平米，下游需求稳定增长带动产量逐年增加，产销率持续在100%左右。募投项目“高分子复合遮阳材料扩产项目”在23年9月底达到可使用状态，将新增功能遮阳材料1960万平米，以满足市场需求，预计24年开始逐步投产。公司产销率

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1300万平米功能遮阳材料，产能规划持续推进，有序扩产以应对功能性遮阳材料的渗透率提升的带来的潜在市场需求，同时把握户外遮阳市场的发展机遇，拓展户外面料市场以丰富产品种类。此外建设营销和物流仓储中心，加大在南方市场的营销推广以提高国内市场的知名度和市占率，同时在广州建设物流仓储中心以提高物流效率和降低成本。

图表29：公司的产量、销量及产销率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

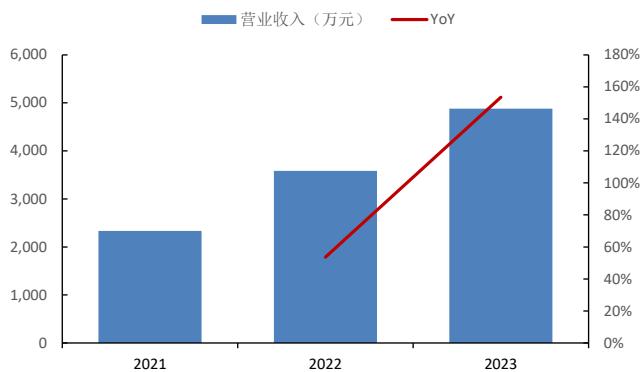
图表30：公司的可转债募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)
1	年产1300万平米功能性遮阳新材料建设项目	37284	35000
2	营销及物流仓储中心建设项目	11011	10000
3	补充流动资金	10000	10000
	合计	58295	55000

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

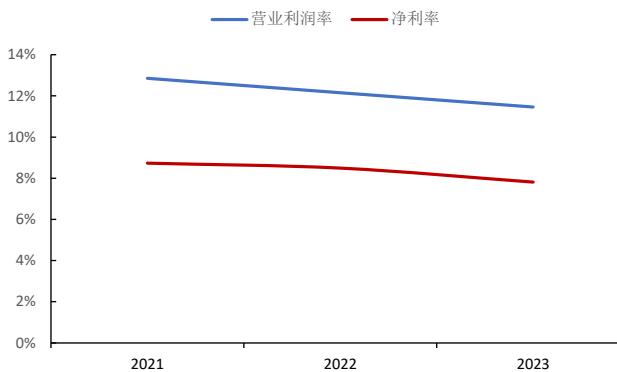
海外全资子公司销售稳步增长，国内加大营销力度提高品牌知名度。2019年公司在美国加州设立全资子公司YUMAUSA，2021-2023年销售收入分别为2333/3584/4877万元，收入增速分别为54%/153%。规模效应带动下，净利率由2021年的8.7%稳步提升至2023H1的9.1%，2023年净利率为7.8%，我们认为公司对美国市场采取积极的策略（如展会、销售人员的增加等）以提高市场份额和客户资源。此外国内市场在线上开设班马先生商城，与成品家公司合作以满足消费者定制化需求，同时加大品牌的宣传以提高知名度。

图表31：YUMAUSA 的营收及增速（万元，%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表32：YUMAUSA 的营业利润率和净利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

布局跨境电商有望贡献增量，2C 出海提高价值链地位。公司正在逐步布局出海电商，依托跨境电商平台的快速发展以及公司成熟丰富的生产经验及产品工艺，向产业链前端延伸，由过去的制造商向品牌商进行升级。短期来看，前期通过市场营销投放、人才招聘配备跨境电商团队等，跨境业务利润率相对较低；中长期看，2C 零售模式下产品加价倍率高，且规模效应带动下盈利能力有望持续提升。以西大门为例，公司在 2021 年布局跨境电商销售成品，经过 2022 年的积累，2023H1 亚马逊等海外线上平台销售收入同比增加 240.85%，实现爆发式增长。

四、 盈利预测与估值

(一) 收入拆分及盈利预测

我们预计公司 2024/25/26 年收入分别为 8.26/10.16/12.23 亿元，增速分别为 25%/23%/20%，毛利率分别为 41.8%/42.3%/42.3%。

分产品，2024/25/26 年，遮光面料收入增速分别为 25%/20%/18%，毛利率分别为 38%/39%/40%；可调光面料收入增速分别为 23%/18%/15%，毛利率分别为 52%/53%/54%；阳光面料收入增速分别为 28%/23%/20%，毛利率分别为 47%/47.5%/48%。

分地区，2024/25/26 年，外销收入增速分别为 24.4%/23%/20%，毛利率分别为 47%/47.5%/47.5%；内销收入增速分别为 25%/23%/21%，毛利率分别为 31.5%/32%/32%。

图表33：收入拆分及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	547	663	826	1016	1223
YoY	5.0%	21.3%	24.6%	23.0%	20.3%
毛利率	41.7%	40.5%	41.8%	42.3%	42.3%
一、分产品拆分预测					
遮光面料	168	203	210	252	297
YoY	-5.5%	20.8%	25.0%	20.0%	18.0%
毛利率	34.7%	39.6%	38.0%	39.0%	40.0%
可调光面料	159	154	196	231	266
YoY	-1.7%	-3.3%	23.0%	18.0%	15.0%
毛利率	53.2%	51.1%	52.0%	53.0%	54.0%
阳光面料	177	202	227	279	335
YoY	11.2%	13.8%	28.0%	23.0%	20.0%
毛利率	44.5%	46.0%	47.0%	47.5%	48.0%
其他	42	104	193	253	324
YoY	100.5%	149.5%	85.5%	31.4%	27.9%
毛利率	13.5%	16.2%	29.5%	30.2%	28.9%
二、分渠道拆分预测					
港澳台地区及海外地区	398	442	550	677	812
YoY	8.7%	11.1%	24.4%	23.0%	20.0%
毛利率	45.2%	46.6%	47.0%	47.5%	47.5%
中国大陆	148	221	276	339	410
YoY	-3.7%	48.7%	25.0%	23.0%	21.0%
毛利率	32.2%	28.5%	31.5%	32.0%	32.0%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 估值

公司作为国内功能性遮阳材料龙头，技术工艺和客户资源方面领先同业，过去6年保持稳定的高增长。行业维度，功能性遮阳材料行业属于低渗透高增长的细分赛道，海外需求稳定叠加国内渗透率提升促进行业快速发展，公司作为国内龙头企业有望充分受益。公司维度，凭借成熟的产品经验和积累的品牌知名度进一步拓展海外市场和提高国内的市占率，加大研发持续推新如户外面料等贡献增量，此外布局跨境电商实现出海2C零售有望提供新的增长动能。

结合公司的主营业务以及未来布局跨境电商以2C方式出海的增长潜力，我们选取：1) 功能性遮阳材料领先企业西大门；2) 布局跨境电商2C出海零售的乐歌股份和致欧科技。

我们预计公司2024/25/26年的EPS分别为0.68/0.86/1.03元，2024年4月29日的收盘价为12.39元，对应PE分别为18/15/12倍。选取的可比公司2025年的平均估值为13X，归母利润的三年CAGR为16.5%，低于玉马遮阳的24.1%的CAGR，考虑到公司未来高于行业平均的利润增速，我们给予公司2025年的目标PE为20X，对应2025年的目标价为17.15元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34：估值分析表

公司代码	公司简称	总市值（亿元）		EPS				3年CAGR	PE		
		2024/4/29	2024/4/29	2023	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
605155.SH	西大门	18.95	13.84	0.67	0.97	1.24	1.46	29.8%	14.3	11.2	9.5
300729.SZ	乐歌股份	56.27	18.00	2.03	1.43	1.64	1.91	-1.9%	12.6	11.0	9.4
301376.SZ	致欧科技	98.29	24.48	1.03	1.25	1.52	1.84	21.5%	19.6	16.1	13.3
		行业平均				16.5%		15.5	12.7	10.7	
300993.SZ	玉马遮阳	38.18	12.39	0.54	0.68	0.86	1.03	24.1%	18.1	14.5	12.0

资料来源：Wind，太平洋证券整理

注：玉马遮阳为太平洋证券预测，其他可比公司为Wind一致预期，收盘价为2024/4/29

五、 风险提示

市场竞争加剧，海外市场拓展不及预期，国内市场推广及渗透不及预期，产能扩张不及预期，汇率大幅波动风险等。

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)						
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	476	546	670	769	955	营业收入	547	663	826	1,016	1,223
应收和预付款项	60	73	88	108	130	营业成本	319	394	481	586	706
存货	167	174	185	224	268	营业税金及附加	4	8	8	10	12
其他流动资产	65	52	46	56	68	销售费用	21	29	35	43	51
流动资产合计	767	845	989	1,157	1,421	管理费用	28	34	42	52	62
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-25	-11	-2	-2	-3
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-4	-2	-2	-2
固定资产	344	430	485	553	600	投资收益	3	4	6	7	9
在建工程	85	11	16	56	76	公允价值变动	0	1	0	0	0
无形资产开发支出	105	103	101	99	97	营业利润	179	190	242	304	365
长期待摊费用	11	8	8	8	8	其他非经营损益	1	-1	0	0	0
其他非流动资产	810	930	1,053	1,221	1,485	利润总额	180	190	242	304	365
资产总计	1,356	1,481	1,662	1,936	2,266	所得税	23	25	32	39	47
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	157	165	211	264	318
应付和预收款项	46	37	47	57	69	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	157	165	211	264	318
其他负债	40	52	12	12	12						
负债合计	85	89	59	69	81	预测指标					
股本	237	308	308	308	308		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	549	478	478	478	478	毛利率	41.7%	40.5%	41.8%	42.3%	42.3%
留存收益	485	607	818	1,082	1,400	销售净利率	28.7%	24.9%	25.5%	26.0%	26.0%
归母公司股东权益	1,271	1,392	1,603	1,867	2,185	销售收入增长率	5.0%	21.3%	24.6%	23.0%	20.3%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-4.0%	14.9%	38.5%	25.3%	20.4%
股东权益合计	1,271	1,392	1,603	1,867	2,185	净利润增长率	11.6%	5.4%	27.8%	25.3%	20.3%
负债和股东权益	1,356	1,481	1,662	1,936	2,266	ROE	12.3%	11.9%	13.2%	14.1%	14.5%
现金流量表 (百万)						ROA	11.6%	11.1%	12.7%	13.6%	14.0%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC	10.3%	10.8%	13.0%	14.0%	14.4%
经营性现金流	145	210	215	272	327	EPS (X)	0.51	0.54	0.68	0.86	1.03
投资性现金流	-217	-85	-92	-173	-141	PE (X)	25.5	20.3	18.1	14.5	12.0
融资性现金流	-29	-48	2	0	0	PB (X)	2.4	2.4	2.4	2.0	1.7
现金增加额	-92	75	124	99	186	PS (X)	5.6	5.1	4.6	3.8	3.1
						EV/EBITDA (X)	13.8	12.7	10.4	8.1	6.4

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层
上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座
深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号
广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。