

跨境电商发展迅速，业绩稳步增长

——西大门 2024 年年报点评

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年年度报告，报告期内实现营业收入 8.2 亿元，同比增长 28.2%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 34.2%；实现毛利率 41.9%，同增 3.2pct。
- 跨境电商业务如期高增，成为重要发展引擎。**公司结合国内外市场需求，大力拓展海外跨境电商业务，通过亚马逊等海外线上平台，持续开发海外客户，加速品牌出海，并在美国、澳洲等地相继部署海外仓。2024 年，公司遮阳成品业务实现收入 3.2 亿元，同增 119.7%，主要为跨境电商业务贡献增量。此外该业务毛利率较高，全年实现毛利率 48.7%，同增 2.0pct。
- 传统面料业务保持稳定，维持利润基本盘。**2024 年，公司遮阳面料业务实现收入 4.7 亿元，同降 1.3%，主要因为国内市场增长不及预期，竞争较为激烈所致。该业务毛利率仍实现增长，为 37.8%，同增 1.2pct。目前公司在手订单 2-3 个月，基本满产满销，产能可根据订单情况动态调，可有效满足客户要求。未来，随着公司募投产能逐渐释放，将有效缩短订单周期，更快响应客户需求。
- 股权激励指引收入目标，公司仍处发展快车道。**根据公司 2023 年推出的股权激励方案，考核要求为：以公司 2022 年收入为基数，2023/2024/2025 年收入目标值累计值分别不低于 6.05/14.20/24.91 亿元，则对应 2025 年收入为 10.7 亿元。公司依托海外发达市场，抓住电商风口，带来业绩的稳定增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.83、1.03、1.37 元，看好公司遮阳面料和遮阳成品的双重成长性，且盈利能力具备提升空间，参考可比公司市盈率，我们给予公司 2025 年 14XPE，对应目标价为 11.62 元，维持“买入”评级。

风险提示

遮阳面料业务拓展不及预期；海外电商成品销售增长不及预期；净利率提升不及预期；国际贸易风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	637	817	1,073	1,331	1,655
同比增长(%)	27.7%	28.2%	31.3%	24.1%	24.4%
营业利润(百万元)	101	141	182	226	301
同比增长(%)	10.6%	39.0%	29.6%	23.9%	33.2%
归属母公司净利润(百万元)	91	122	159	198	263
同比增长(%)	11.1%	34.1%	30.4%	23.9%	33.2%
每股收益(元)	0.48	0.64	0.83	1.03	1.37
毛利率(%)	38.7%	41.9%	42.2%	42.8%	43.3%
净利率(%)	14.3%	15.0%	14.9%	14.8%	15.9%
净资产收益率(%)	7.8%	9.9%	11.6%	12.7%	15.2%
市盈率	23.5	17.5	13.4	10.9	8.1
市净率	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

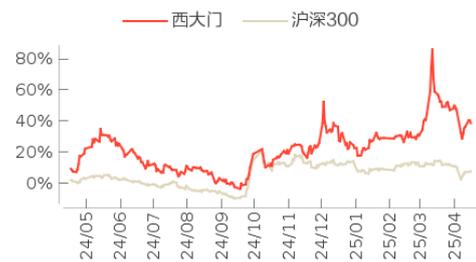
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月16日）	11.38元
目标价格	11.62元
52周最高价/最低价	15.81/7.73元
总股本/流通A股（万股）	19,155/18,910
A股市值（百万元）	2,180
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2025年04月17日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.27	-12.8	9.11	38.55
相对表现%	2.94	-6.97	9.84	31.1
沪深300%	2.33	-5.83	-0.73	7.45



证券分析师

冯孟乾 fengmengqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523070003

相关报告

双轮驱动，成长加速：——西大门首次覆盖 2024-01-17

盖

投资建议

预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.83、1.03、1.37 元（原预测 2025 年 EPS 1.46 元），主要由于遮阳成品业务依托跨境电商快速发展，广告宣传费用大幅提升，因此上调公司期间费用率预测，导致净利率下降。我们选取 A 股可比上市公司进行比较，行业 2025 年平均 PE 14X，我们给与公司行业平均 PE，对应目标价 11.62 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值水平（截止 4 月 16 日收盘）

公司	代码	最新价格(元)		每股收益 (元)					市盈率			
		2025-04-16	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
玉马科技	300993	9.74	0.54	0.63	0.76	0.91	18.19	15.52	12.75	10.75		
共创草坪	605099	18.40	1.07	1.27	1.52	1.76	17.14	14.50	12.13	10.45		
浙江正特	001238	27.78	0.15	0.52	0.96	1.43	180.74	53.08	29.07	19.48		
致欧科技	301376	17.34	1.03	1.00	1.37	1.72	16.86	17.43	12.66	10.11		
松霖科技	603992	21.06	0.81	1.03	1.22	1.40	25.87	20.42	17.28	15.07		
调整后平均							20.40	17.79	14.23	12.09		

数据来源：万得，东方证券研究所

风险提示

遮阳面料业务拓展不及预期。若公司遮阳面料海外客户开拓速度较慢，或产能投放不及预期，则业绩增长或受阻，难以展现成长性。

海外电商成品销售增长不及预期。公司通过亚马逊进行遮阳成品销售，效果显著，若后续增长放缓，业绩增长动力减弱。

净利率提升不及预期。若公司毛利率增长或销售费用压降效果不佳，则净利率提升空间有限，从而影响利润表现。

国际贸易风险。公司业务以出口为主，尤其海外遮阳成品主要跨境电商销售，2024 年公司海外业务占比 77.5%，若中美贸易政策持续收紧，将影响公司产品销售和经营业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	556	340	683	620	704	营业收入	637	817	1,073	1,331	1,655
应收票据、账款及款项融资	67	87	109	135	168	营业成本	391	475	620	762	939
预付账款	7	8	16	20	25	销售费用	95	142	180	223	266
存货	157	177	260	320	394	管理费用	38	42	52	62	78
其他	4	249	7	8	10	研发费用	26	31	38	49	56
流动资产合计	791	860	1,075	1,103	1,300	财务费用	(18)	(20)	(15)	(7)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	5	6	5	7
固定资产	405	408	418	458	542	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	4	0	5	123	89	投资净收益	2	3	0	0	0
无形资产	33	32	31	30	29	其他	(2)	(5)	(9)	(11)	(15)
其他	69	84	90	80	70	营业利润	101	141	182	226	301
非流动资产合计	510	525	544	692	731	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,301	1,385	1,619	1,795	2,031	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	101	141	182	226	301
应付票据及应付账款	28	35	62	76	94	所得税	13	18	23	28	38
其他	64	62	69	81	95	净利润	88	122	159	198	263
流动负债合计	92	97	131	157	189	少数股东损益	(3)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	91	122	159	198	263
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.48	0.64	0.83	1.03	1.37
其他	8	11	11	11	11						
非流动负债合计	8	11	11	11	11	主要财务比率					
负债合计	100	108	142	168	201		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	137	192	192	192	192	营业收入	27.7%	28.2%	31.3%	24.1%	24.4%
资本公积	599	526	567	567	567	营业利润	10.6%	39.0%	29.6%	23.9%	33.2%
留存收益	464	559	719	868	1,072	归属于母公司净利润	11.1%	34.1%	30.4%	23.9%	33.2%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,201	1,277	1,477	1,627	1,830	毛利率	38.7%	41.9%	42.2%	42.8%	43.3%
负债和股东权益总计	1,301	1,385	1,619	1,795	2,031	净利率	14.3%	15.0%	14.9%	14.8%	15.9%
						ROE	7.8%	9.9%	11.6%	12.7%	15.2%
						ROIC	6.2%	8.4%	10.6%	12.4%	14.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	7.7%	7.8%	8.8%	9.4%	9.9%
净利润	88	122	159	198	263	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	42	45	37	42	51	流动比率	8.56	8.88	8.19	7.02	6.87
财务费用	(18)	(20)	(15)	(7)	(7)	速动比率	6.76	7.05	6.17	4.92	4.70
投资损失	(2)	(3)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(25)	(28)	(88)	(70)	(88)	应收账款周转率	11.0	10.8	11.1	11.0	11.0
其它	21	27	0	15	17	存货周转率	2.5	2.8	2.8	2.6	2.5
经营活动现金流	106	143	94	178	236	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
资本支出	(28)	(43)	(50)	(200)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.48	0.64	0.83	1.03	1.37
其他	10	(274)	246	0	0	每股经营现金流	0.77	0.75	0.49	0.93	1.23
投资活动现金流	(18)	(317)	196	(200)	(100)	每股净资产	6.27	6.67	7.71	8.49	9.56
债权融资	0	2	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	4	(19)	41	0	0	市盈率	23.5	17.5	13.4	10.9	8.1
其他	(14)	(41)	15	(41)	(53)	市净率	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
筹资活动现金流	(10)	(58)	54	(41)	(53)	EV/EBITDA	12.9	9.8	7.9	6.2	4.7
汇率变动影响	5	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.4	13.4	9.7	7.4	5.5
现金净增加额	83	(227)	343	(63)	84						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。