

2025年04月26日

短期发货节奏受影响，关注户外面料拓展

玉马科技(300993)

评级:	买入	股票代码:	300993
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	12.9/7.79
目标价格:		总市值(亿)	31.46
最新收盘价:	10.21	自由流通市值(亿)	24.63
		自由流通股数(亿)	241.27

事件概述

24年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为7.69/1.86/1.81/2.20亿元，同比增长16.05%/12.46%/12.87%/4.70%，收入增速高于股权激励触发值（高于13.12%）、但低于目标值（23.68%）。经营现金流高于归母净利主要由于折旧及经营性应付项目增加。24Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为2.19/0.58/0.56亿元、同比增长17.76%/26.82%/27.02%。

25Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为1.51/0.30/0.29亿元、同比减少4.88%/17.57%/20.31%，收入下降主要因港口运力紧张，净利降幅高于收入主要由于期间费用率提高，剔除股权激励费用影响后净利则下降11%。

24年底公司每10股派发现金红利1元，结合中期分红，24年每股派息0.2元，分红率为32.55%，股息率为2%。

分析判断:

产品量价齐升，阳光面料增长超30%。（1）分产品来看，2024年遮光面料/可调光面料/阳光面料/其他收入（梦幻帘、户外遮阳等）分别为2.22/1.67/2.66/1.15亿元，同比增长9.25%/8.49%/31.44%/10.60%。（2）量价拆分，整体销量/单价分别为0.63亿平方米/12.28元/平方米，同比增长12.72%/2.95%。（3）分地区来看，国内/外收入分别为2.39/5.30亿元，同比增长8.55%/19.78%。（4）分客户来看，前五大客户占比为19.69%，同比下降2.63PCT。

25Q1净利率下降主要由于期间费用率增加。（1）24年公司毛利率为40%、同比下降0.55PCT，遮光面料/可调光面料/阳光面料/其他毛利率分别为41.99%/48.41%/44.54%/11.16%、同比提升2.39/-2.71/-1.41/-1.85PCT；我们分析，遮光面料毛利率提升来自宽幅产品占比提升，而可调光和阳光面料下滑则可能由于价格调整；24年公司归母净利率为24.1%、同比下降0.77PCT。从费用来看，24年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.88%/5.27%/3.16%/-3.28%、同比增加1.48/0.12/0.11/-1.55PCT，管理费用率增长主要因为工薪酬及折旧费用增加，以及存在股权激励费用影响；财务管理费用率下降主要由于汇兑收益及利息收入增加。其他收益/收入为0.48%，同比增加0.37PCT，主要是企业转型升级补助资金；投资净收益/收入同比下降0.65PCT，主要由于利用闲置资金进行现金管理，购买理财产品形成的收益；信用减值损失/收入冲回增加0.22PCT；资产处置收益/收入为同比增加0.11PCT；所得税/收入同比增加0.1PCT。（2）24Q4毛利率/归母净利率为38.47%/26.31%、同比提升-1.14/1.88PCT；24Q4销售/管理/研发/财务费用率分别为5.69%/5.26%/3.31%/-7.23%，分别同比增加1.08/0.6/-0.7/-6.58PCT；投资净收益/收入为同比减少0.62PCT；资产及信用减值损失/收入同比计提增加0.77PCT；所得税占比增加1.73PCT。（3）25Q1毛利率/归母净利率为40.68%/20%、同比提升1.27/-3.08PCT；25Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为7.12%/6.82%/3.79%/-1.4%，分别同比增加2.41/1.68/0.91/0.81PCT，销售费用率增长主要由于期限限制性股票费用分摊，同时国外销售仓的增加，人员及相关费用增加；投资净收益/收入为同比增加0.82PCT；资产减值损失/收入同比冲回增加0.54PCT；所得税占比下降1.09PCT。

库存增加，存货周转天数减少。公司24年末存货金额为1.85亿元，同比增加6%，其中原材料/在产品/库存商品存货账面价值为0.31/0.14/0.84亿元，同比增长-7.86%/17.51%/22.01%；公司存货周转天数140

天，同比减少 15 天，应收账款为 0.89 亿元同比增加 39%，应收账款周转天数为 36 天，同比增加 5 天。应付账款为 0.32 亿元，同比下降 14%，应付账款周转天数 27 天，同比下降 11 天。

投资建议

我们分析：（1）短期来看，加税对公司有一定影响，公司外销收入占比约 70%，美国虽直接占比不高、但间接出口影响仍大、叠加墨西哥也存在间接影响，对下游客户产生一定影响，但公司由于具备海外仓优势，有望在中小客户困难期抢占份额并进一步提价；今年三期 1300 万米有望投产。（2）公司在欧洲、东南亚、非洲等地区仍存在拓展空间；（3）公司在拓品类上仍存在空间，期待户外面料方面的布局。下调 25-26 年收入预测 9.73/11.80 至 8.33/9.82 亿元，新增 27 年收入预测 10.98 亿元，下调 25-26 年归母净利预测 2.45/3.00 亿元至 2.00/2.38 亿元，新增 27 年归母净利预测 2.70 亿元，对应下调 25—26 年 EPS0.80/0.97 元至 0.65/0.77 元，新增 27 年 EPS0.88 元，2025/4/25 日收盘价 10.21 元对应 25—27 年 PE 为 16/13/12X，中长期看好海外市场份额提升，维持“买入”评级。

风险提示

产能利用率低于预期；客户拓展不及预期；新品类拓展不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	663	769	833	982	1,098
YoY (%)	21.3%	16.0%	8.3%	17.9%	11.8%
归母净利润(百万元)	165	186	200	238	270
YoY (%)	5.4%	12.5%	7.7%	18.8%	13.8%
毛利率 (%)	40.5%	40.0%	40.6%	41.3%	41.8%
每股收益 (元)	0.54	0.61	0.65	0.77	0.88
ROE	11.9%	12.9%	12.2%	12.7%	12.6%
市盈率	18.91	16.74	15.73	13.24	11.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	769	833	982	1,098	净利润	186	200	238	270
YoY (%)	16.0%	8.3%	17.9%	11.8%	折旧和摊销	62	36	36	36
营业成本	462	494	576	640	营运资金变动	-22	55	-41	34
营业税金及附加	8	8	10	11	经营活动现金流	220	291	232	340
销售费用	45	44	61	70	资本开支	-168	-1	0	0
管理费用	41	44	52	58	投资	0	0	0	0
财务费用	-25	-10	-16	-20	投资活动现金流	-127	-1	0	0
研发费用	24	26	31	35	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-148	0	0	0
营业利润	216	230	273	311	现金净流量	-48	290	232	340
营业外收支	-1	-1	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	215	230	273	311	成长能力 (%)				
所得税	30	30	35	40	营业收入增长率	16.0%	8.3%	17.9%	11.8%
净利润	186	200	238	270	净利润增长率	12.5%	7.7%	18.8%	13.8%
归属于母公司净利润	186	200	238	270	盈利能力 (%)				
YoY (%)	12.5%	7.7%	18.8%	13.8%	毛利率	40.0%	40.6%	41.3%	41.8%
每股收益	0.61	0.65	0.77	0.88	净利率	24.1%	24.0%	24.2%	24.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	12.1%	12.1%	12.5%	12.5%
货币资金	493	783	1,016	1,356	净资产收益率 ROE	12.9%	12.2%	12.7%	12.6%
预付款项	16	0	0	0	偿债能力 (%)				
存货	185	172	213	179	流动比率	9.54	191.86	246.73	308.18
其他流动资产	104	0	0	0	速动比率	7.14	157.31	203.98	272.27
流动资产合计	798	955	1,228	1,534	现金比率	5.89	157.31	203.98	272.27
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	6.4%	1.2%	1.0%	0.9%
固定资产	474	439	403	368	经营效率 (%)				
无形资产	153	153	153	153	总资产周转率	0.51	0.52	0.55	0.54
非流动资产合计	739	704	668	633	每股指标 (元)				
资产合计	1,538	1,659	1,897	2,167	每股收益	0.61	0.65	0.77	0.88
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.67	5.32	6.09	6.97
应付账款及票据	32	0	0	0	每股经营现金流	0.71	0.94	0.75	1.10
其他流动负债	51	5	5	5	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	84	5	5	5	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.74	15.73	13.24	11.63
其他长期负债	15	15	15	15	PB	2.42	1.92	1.68	1.47
非流动负债合计	15	15	15	15					
负债合计	99	20	20	20					
股本	308	308	308	308					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,439	1,639	1,877	2,147					
负债和股东权益合计	1,538	1,659	1,897	2,167					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。