



证券研究报告

公司研究

公司点评报告

玉马科技(300993)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镒 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

玉马科技：前瞻布局海外仓，产能&区域同步扩张，订单稳步扩张

2025 年 5 月 4 日

报告内容摘要：

事件：公司发布 2024 年报&2025 一季报。2024 全年公司实现收入 7.69 亿元（+16.1%），归母净利润 1.86 亿元（+12.5%），扣非归母净利润 1.81 亿元（+12.9%）；单 Q4 公司收入 2.19 亿元（+17.8%），归母净利润 0.58 亿元（+26.8%），扣非归母净利润 0.56 亿元（+27.0%）。25Q1 收入 1.51 亿元（-4.9%），归母净利润 0.30 亿元（-17.6%），扣非归母净利润 0.29 亿元（-20.3%）。我们预计海外客户提前备货&内销承压（部分客户加工出口美国）导致 25Q1 收入略疲软，利润承压主要系新增股份支付费用。

产品结构优化，产能稳步扩张。2024 年阳光/全遮光/可调光面料收入分别为 2.66/2.22/1.67 亿元（同比分别+31.4%/+9.3%/+8.5%），毛利率分别为 44.5%/42.0%/48.4%（同比分别-1.4/+2.4/-2.7pct）。公司持续强化新品开发&推广，丰富产品品类，高毛利阳光面料收入占比提升。此外，公司积极拓建产能，23 年底总产能达 6765 万平米，25Q1 产能利用率约 85%，未来仍将推进 1300 万平新增产能落地，成长路径清晰。

加速海外布局，全球稳步扩张。2024 年外销/内销收入分别为 5.30/2.40 亿元（同比+19.8%/+8.6%），毛利率分别为 46.1%/26.6%（同比分别+1.4/-3.7pct），公司加速全球区域扩张、非美收入增长稳健，内销盈利承压主要系竞争加剧。公司美国占比有限且 24 年在美国建设 2200 平方米海外仓项目，我们预计关税扰动下海外仓可充分发挥前端备货优势、保障客户交付。此外，公司拟建设越南生产基地，有望逐步平滑贸易摩擦影响。

盈利能力稳定，短期费用提升。25Q1 公司毛利率为 40.7%（同比+1.3pct），净利率为 20.0%（同比-3.1pct），销售费用率为 16.3%（同比+5.8pct），其中销售/研发/管理/财务费用分别为 7.1%/3.8%/6.8%/-1.4%（同比+2.4/+0.9/+1.7/+0.8pct）。短期销售费用率提升主要系限制性股票费用摊销，同时新增海外仓导致人员及相关费用增加。

现金流短暂承压，营运能力稳定。25Q1 公司经营性现金流为 0.07 亿元（同比-0.20 亿元），承压主要系公司为缩短交期，原材料、产成品等备货增加。营运能力方面，存货/应收/应付周转天数分别为 202.5/54.6/33.8 天（同比+35.4/+15.1/+2.0 天），我们判断存货增加主要系海外仓备货。

盈利能力：我们预计 2025-2027 年公司净利润分别为 1.9、2.3、2.7 亿元，对应 PE 估值分别为 16.1X、13.4X、11.4X。

风险提示：贸易摩擦加剧，新增产能投放节奏不及预期，竞争加剧。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	663	769	842	1,001	1,156
增长率 YoY %	21.3%	16.0%	9.5%	18.9%	15.4%
归属母公司净利润 (百万元)	165	186	192	232	272
增长率 YoY%	5.4%	12.5%	3.4%	20.7%	17.6%
毛利率%	40.5%	40.0%	40.3%	40.8%	40.9%
净资产收益率ROE%	11.9%	12.9%	12.2%	13.4%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.60	0.62	0.75	0.88
市盈率 P/E(倍)	18.73	16.65	16.11	13.35	11.35
市净率 P/B(倍)	2.22	2.15	1.97	1.79	1.62

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	845	798	858	932	1,122
货币资金	546	493	479	502	634
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	64	89	84	104	123
预付账款	9	16	16	17	21
存货	174	185	229	257	293
其他	52	15	50	53	50
非流动资产	637	739	837	928	938
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	430	474	540	605	632
无形资产	103	153	148	143	138
其他	104	112	149	180	167
资产总计	1,481	1,538	1,695	1,860	2,060
流动负债	82	84	110	120	136
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	37	32	52	53	60
其他	45	51	58	67	76
非流动负债	7	15	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	15	17	17	17
负债合计	89	99	127	136	152
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,392	1,439	1,568	1,724	1,908
负债和股东权益	1,481	1,538	1,695	1,860	2,060

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	663	769	842	1,001	1,156
同比(%)	21.3%	16.0%	9.5%	18.9%	15.4%
归属母公司净利润	165	186	192	232	272
同比(%)	5.4%	12.5%	3.4%	20.7%	17.6%
毛利率(%)	40.5%	40.0%	40.3%	40.8%	40.9%
ROE%	11.9%	12.9%	12.2%	13.4%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.60	0.62	0.75	0.88
P/E	18.73	16.65	16.11	13.35	11.35
P/B	2.22	2.15	1.97	1.79	1.62
EV/EBITDA	12.68	11.88	9.32	7.60	6.16

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	663	769	842	1,001	1,156
营业成本	394	462	503	593	683
营业税金及附加	8	8	8	10	12
销售费用	29	45	55	63	69
管理费用	34	41	49	57	64
研发费用	20	24	27	31	36
财务费用	-11	-25	-15	-14	-15
减值损失合计	-4	-4	0	0	0
投资净收益	4	0	3	4	3
其他	1	5	2	3	5
营业利润	190	216	221	267	315
营业外收支	-1	-1	0	0	0
利润总额	190	215	221	267	315
所得税	25	30	29	36	42
净利润	165	186	192	232	272
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	165	186	192	232	272
EBITDA	224	252	281	342	400
EPS(当年)(元)	0.54	0.61	0.62	0.75	0.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	210	220	216	274	327
净利润	165	186	192	232	272
折旧摊销	51	62	75	89	101
财务费用	1	-5	0	0	0
投资损失	-4	0	-3	-4	-3
营运资金变动	-6	-22	-46	-43	-42
其它	4	0	-1	-1	-1
投资活动现金流	-85	-127	-168	-176	-106
资本支出	-101	-168	-180	-179	-109
长期投资	20	0	0	0	0
其他	-4	41	12	4	3
筹资活动现金流	-48	-148	-61	-76	-89
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-43	-85	-63	-76	-89
现金流净增加额	75	-48	-14	22	132

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。