

西大门（605155）

遮阳成品驱动增长

业绩稳健，遮阳成品驱动增长

公司公告 25 年 Q1 实现营收 1.9 亿同比+13%，归母净利润 0.23 亿同比-1%，扣非归母净利 0.21 亿同比-7%；

24 年公司实现营业收入 8.2 亿元，同比+28%，营收增长主要系公司销售订单增加；归母净利润 1.2 亿元，同比+34%，扣非归母净利 1.2 亿元，同比+34%。

公司业绩增速较快，毛利率、净利率进一步提升，盈利能力持续向好。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整，可有效满足客户要求。

分产品看，24 年公司遮阳面料营收 4.7 亿同比-1%，毛利率 38%同比+1.2pct；遮阳成品营收 3.2 亿同比+120%，毛利率 49%同比+2.0pct；其他产品 0.2 亿同比+48%。

海外市场表现亮眼

分地区看，24 年中国大陆实现营收 1.8 亿同比-13%，中国大陆以外的国家和地区实现营收 6.3 亿同比+48%，中国大陆以外地区收入占比较高且增长较快。公司通过建立全球销售网络和服务体系，成功拓展了北美、欧洲等主要市场，特别是与国际知名客户如 HunterDouglas、Vertilux 等建立了稳定的合作关系。

公司重点项目“建筑遮阳新材料扩产项目”主体厂房已实现完工，机器设备陆续到位，进一步为公司未来销售的扩大提供产能支撑。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。

加强营销体系建设，提升公司品牌力

公司进一步加强品牌营销体系建设，打造高效能品牌营销团队，建立完善营销网络，持续提升公司营销能力。公司扩大了遮阳成品部门的规划，采用线下线上、国内国外相区分的营销战略。

针对国外成品销售市场，公司开展了海外跨境电商业务，通过亚马逊等海外线上平台，持续拓展海外客户，公司与中国邮政达成战略合作，加速品牌出海，并在美国、澳洲等地相继部署海外仓，以强大仓储提升物流效率、缩短货品交期，提供产品定制化的解决方案，为海外客户提供更便捷高效的服务，目前产品受到众多海外消费者认可和好评，实现快速增长。

针对国内成品销售市场，公司扩大了线下直营办事处的服务范围，有专业的销售团队和安装服务技术团队驻点。接下来，公司将继续加强营销体系建设，拓展营销渠道，提升营销效率，进一步增强品牌知名度与美誉度，持续巩固市场领先地位。

股权激励绑定核心人员，业绩指引彰显发展信心

公司向 79 名激励对象授予限制性股票，进一步绑定公司核心人员。解除限售考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。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。充分凸显了对公司发展的十足信心，公司业绩考核目标目前已完全达标。

调整盈利预测，维持“买入”评级

下一阶段，公司将充分发挥行业龙头地位，促进遮阳新材料与窗饰成品业务协同发展，在品牌营销、生产制造、产品研发、渠道融合方面，持续提升公司的竞争力。我们看好公司后续海外市场拓展潜力，预计公司 25-27

证券研究报告

2025 年 05 月 22 日

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	11.43 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	191.55
流通 A 股股本(百万股)	189.10
A 股总市值(百万元)	2,189.39
流通 A 股市值(百万元)	2,161.38
每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	6.93
一年内最高/最低(元)	15.81/7.73

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《西大门-季报点评:优化产业布局、推动业绩提升》 2024-11-18
- 《西大门-半年报点评:跨境电商驱动收入增长》 2024-08-27
- 《西大门-年报点评报告:遮阳成品业绩靓丽，发力跨境电商》 2024-04-02

年归母净利分别为 1.6/1.9/2.4 亿 (25-26 年前值为 1.3/1.6 亿), EPS 分别为 0.81/0.99/1.26 元, 对应 PE 分别为 14/12/9x。

风险提示: 市场竞争风险, 原材料价格波动风险, 产品外销风险, 技术风险, 募投项目风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	637.33	817.09	1,084.27	1,357.07	1,663.08
增长率(%)	27.69	28.20	32.70	25.16	22.55
EBITDA(百万元)	157.21	203.55	218.45	260.47	323.71
归属母公司净利润(百万元)	91.14	122.26	155.55	189.66	242.05
增长率(%)	11.08	34.15	27.23	21.93	27.62
EPS(元/股)	0.48	0.64	0.81	0.99	1.26
市盈率(P/E)	24.57	18.32	14.40	11.81	9.25
市净率(P/B)	1.86	1.75	1.60	1.47	1.34
市销率(P/S)	3.51	2.74	2.07	1.65	1.35
EV/EBITDA	9.51	6.19	7.34	6.06	4.83

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	556.21	340.01	343.72	363.43	364.51
应收票据及应收账款	67.01	86.53	100.21	148.59	174.79
预付账款	6.78	7.82	16.35	11.10	22.26
存货	156.59	176.97	312.71	280.52	436.08
其他	4.44	248.79	225.10	224.52	247.36
流动资产合计	791.04	860.11	998.09	1,028.16	1,245.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	404.93	408.27	453.24	476.28	476.57
在建工程	3.52	0.21	15.21	41.91	67.34
无形资产	33.05	32.09	30.91	29.74	28.57
其他	68.50	84.23	81.84	78.19	81.42
非流动资产合计	510.00	524.80	581.21	626.12	653.90
资产总计	1,301.04	1,384.91	1,579.30	1,654.29	1,898.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	28.32	34.98	79.41	48.18	104.78
其他	45.56	46.00	91.89	81.42	117.76
流动负债合计	73.87	80.97	171.30	129.60	222.54
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	7.92	11.23	8.87	9.34	9.81
非流动负债合计	7.92	11.23	8.87	9.34	9.81
负债合计	100.37	108.08	180.17	138.94	232.35
少数股东权益	0.00	0.00	(2.17)	(4.51)	(6.59)
股本	136.92	191.55	191.55	191.55	191.55
资本公积	616.23	566.62	566.62	566.62	566.62
留存收益	464.38	559.27	662.28	787.23	943.40
其他	(16.85)	(40.61)	(19.15)	(25.54)	(28.43)
股东权益合计	1,200.67	1,276.83	1,399.13	1,515.35	1,666.55
负债和股东权益总计	1,301.04	1,384.91	1,579.30	1,654.29	1,898.90

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	87.99	122.26	155.55	189.66	242.05
折旧摊销	42.58	46.57	51.50	55.36	58.23
财务费用	(4.37)	(4.36)	(16.52)	(16.96)	(17.34)
投资损失	(2.10)	(2.99)	(5.11)	(4.05)	(4.58)
营运资金变动	6.08	(37.60)	(95.16)	(42.05)	(117.72)
其它	(24.27)	19.08	(3.27)	(3.55)	(3.23)
经营活动现金流	105.91	142.96	86.99	178.41	157.41
资本支出	28.83	42.33	112.66	103.46	82.31
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(46.79)	(359.00)	(181.19)	(209.45)	(168.65)
投资活动现金流	(17.96)	(316.67)	(68.53)	(105.99)	(86.35)
债权融资	18.10	22.32	15.24	17.17	17.63
股权融资	(23.36)	(65.84)	(29.99)	(69.88)	(87.63)
其他	(4.77)	(14.19)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(10.03)	(57.71)	(14.75)	(52.71)	(70.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	77.92	(231.41)	3.71	19.71	1.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	637.33	817.09	1,084.27	1,357.07	1,663.08
营业成本	390.50	474.69	639.18	800.67	972.90
营业税金及附加	5.44	8.21	9.34	12.30	15.07
销售费用	94.82	142.10	179.01	205.60	243.31
管理费用	37.94	42.37	59.63	86.85	108.10
研发费用	25.56	31.07	39.03	54.28	66.52
财务费用	(18.10)	(20.40)	(16.52)	(16.96)	(17.34)
资产/信用减值损失	(5.10)	(4.82)	(4.96)	(4.89)	(4.93)
公允价值变动收益	0.00	0.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.10	2.99	5.11	4.05	4.58
其他	2.99	(0.39)	0.00	0.00	0.00
营业利润	101.19	140.61	174.75	213.48	274.17
营业外收入	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
营业外支出	0.22	0.08	0.45	0.37	0.28
利润总额	101.01	140.59	174.34	213.17	273.94
所得税	13.02	18.33	22.06	27.06	35.12
净利润	87.99	122.26	152.28	186.11	238.82
少数股东损益	(3.15)	0.00	(3.27)	(3.55)	(3.23)
归属于母公司净利润	91.14	122.26	155.55	189.66	242.05
每股收益（元）	0.48	0.64	0.81	0.99	1.26

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	27.69%	28.20%	32.70%	25.16%	22.55%
营业利润	10.63%	38.96%	24.28%	22.17%	28.43%
归属于母公司净利润	11.08%	34.15%	27.23%	21.93%	27.62%
获利能力					
毛利率	38.73%	41.90%	41.05%	41.00%	41.50%
净利率	14.30%	14.96%	14.35%	13.98%	14.55%
ROE	7.59%	9.58%	11.10%	12.48%	14.47%
ROIC	12.78%	18.15%	22.69%	22.42%	26.05%
偿债能力					
资产负债率	7.71%	7.80%	11.41%	8.40%	12.24%
净负债率	-46.33%	-26.48%	-24.52%	-23.93%	-21.80%
流动比率	8.56	8.88	5.83	7.93	5.59
速动比率	6.86	7.05	4.00	5.77	3.63
营运能力					
应收账款周转率	10.95	10.64	11.61	10.91	10.29
存货周转率	4.33	4.90	4.43	4.58	4.64
总资产周转率	0.51	0.61	0.73	0.84	0.94
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.64	0.81	0.99	1.26
每股经营现金流	0.55	0.75	0.45	0.93	0.82
每股净资产	6.27	6.67	7.32	7.93	8.73
估值比率					
市盈率	24.57	18.32	14.40	11.81	9.25
市净率	1.86	1.75	1.60	1.47	1.34
EV/EBITDA	9.51	6.19	7.34	6.06	4.83
EV/EBIT	13.04	8.02	9.60	7.70	5.89

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