

西大门(605155)

# 21年逆势兑现高增，新产能新业务将落地

## ——西大门点评报告

✍️：分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
☎️：联系人：林骥川、詹陆雨、邹国强  
✉️：mali@stocke.com.cn

### 报告导读

生产优化及改造为21年带来显著产量弹性，22年进入新产能爬坡期，看好海外市占率持续提升，以及原材料与海运平稳之下的利润端修复。

### 投资要点

#### □ 21年销售高增，产品结构优化趋势明显

公司公布2021年业绩：实现营业收入4.65亿元（+31.4%），归母净利润8950万（+15.0%），净利率19.23%（-2.74pct）。尽管2021年仍然面临疫情、海运费及原材料价格上涨等不利因素，但公司凭借国际水准的产品品质及绝对性价比优势依然取得了销售规模的快速增长，作为国内功能性遮阳面料龙头的地位进一步得到巩固。单Q4来看，公司收入1.30亿（+20.1%），归母净利润1748万（-17.1%），收入增速较前三季度有所放缓，主要系海运预定困难导致发货延迟所致。

产品结构进一步优化，海外市场增长强劲。分产品来看，2021年阳光面料/全遮光涂层面料/半遮光涂层面料/可调光面料/遮阳成品销售额分别为1.69/1.42/0.62/0.58/0.23亿元，同比增长32%/23%/18%/61%/55%。阳光面料及可调光面料作为公司的重点发展产品，不论技术含量、单价、毛利率还是市场需求均高于涂层面料，其相对较高的增速带动公司产品结构优化；此外遮阳成品作为公司延伸产业链、培育终端消费市场的战略产品，亦取得快速增长，毛利率提升5pct至35%。分地区来看，外销比例提升2pct至66.7%，海外市场依旧是核心增长驱动力。

#### □ 利润率短期承压，生产优化改造效果显著

原材料上涨使得毛利率承压，新业务投入拉动销售费用提升。2021年公司毛利率37.0%（-3.4pct），主要系下半年以来聚酯纤维、PVC价格上涨，而公司调价存在滞后性所致。公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/分别为6.65%/6.56%/3.88%，同比提升3.33/0.11/0.16pct，其中销售费用增长较多主要是由于公司为开拓软装软体新业务，在配备专门运营团队以及签约形象代言人上有所投入，而该业务尚未贡献收入。

预计生产优化及改造带来20%以上的产能弹性。2021年公司遮阳面料总产量3578万平方米（+39.5%），考虑到2020年产能利用率相对较低，我们预计2021年产能同比增长近30%（接近3800万平），预计大部分产能提升来自技术改造及工艺流程优化，少部分来自新产能投产。2021年遮阳面料销量3339万平方米（+33%），产销率93%（-5pct），年底库存量上升43%至949万平方米，主要系发货延迟所致，随着海运缓和，预计库存量目前已有下降。

#### □ 进入产能爬坡期，看好22年持续高增长

长期具备“国内渗透率+海外市占率”双提升逻辑。功能性遮阳材料对传统布艺窗帘具备较强的替代趋势，然而目前国内渗透率仅3%，与欧美地区的80%存在较大差距，长期空间广阔；此外公司的设计开发能力领先，拥有定制化生产能力和一体化产业链，凭借极高的性价比优势有望逐步提升海外市占率。

### 评级

### 买入

上次评级：首次评级  
当前价格：¥20.42

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2021	0.18
3Q/2021	0.28
2Q/2021	0.29
1Q/2021	0.19



### 公司简介

西大门是国内功能性遮阳材料细分领域的龙头企业，主要产品包括阳光面料、涂层面料和可调光面料三大类，产品远销全球70余个国家和地区，外销占比达65%。

### 相关报告

1、《西大门深度报告：功能性遮阳龙头初养成，打开世界之门》2021-11-29

报告撰写人：马莉

联系人：林骥川、詹陆雨、邹国强

**新产能年底达产，新业务值得期待。**公司募投项目主体厂房已基本完工，目前已陆续投产，预计22年年底达产，将新增1650万平遮阳面料及200万平遮阳成品产能。当前公司在手订单3-5个月，产能利用率饱满，且与Hunter Douglas、Vertilux等国际知名客户建立合作关系，预计全年增长势头强劲。此外，公司的软装软体新业务预计今年面世，值得期待。

#### □ 盈利预测及估值

预计22-24年公司归母净利润分别为1.2/1.7/2.2亿元，对应增速38%/36%/31%，当前市值对应PE为16/12/9X。西大门作为国内功能性遮阳材料的龙头企业，将长期受益于“国内渗透率+海外市占率”提升，未来成长进入加速期。我们认为当前西大门当前估值存在上升空间，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

原材料价格波动风险；外贸环境恶化风险；软装软体业务开拓不及预期

#### 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	465.5	636.9	833.6	1053.7
(+/-)	31.4%	36.8%	30.9%	26.4%
归母净利润	89.5	123.5	168.4	220.2
(+/-)	15.0%	38.0%	36.3%	30.8%
每股收益(元)	0.93	1.29	1.75	2.29
P/E	21.9	15.9	11.6	8.9

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>726</b>	<b>812</b>	<b>915</b>	<b>1,123</b>	<b>营业收入</b>	<b>465</b>	<b>637</b>	<b>834</b>	<b>1,054</b>
现金	179	375	400	546	营业成本	293	395	507	630
交易性金融资产	20	200	200	200	营业税金及附加	3	5	6	7
应收账款	33	61	60	93	营业费用	31	42	54	66
其它应收款	3	0	0	0	管理费用	31	45	60	75
预付账款	7	12	12	14	研发费用	18	25	32	41
存货	138	162	241	269	财务费用	(0)	(1)	(2)	(1)
其他	347	2	2	1	资产减值损失	(2)	(3)	(3)	(3)
<b>非流动资产</b>	<b>433</b>	<b>454</b>	<b>530</b>	<b>539</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	10	10	10
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	2	1	2	2
固定资产	294	335	410	469	<b>营业利润</b>	<b>98</b>	<b>141</b>	<b>191</b>	<b>250</b>
无形资产	35	36	36	36	营业外收支	4	1	1	2
在建工程	93	80	80	30	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>141</b>	<b>192</b>	<b>252</b>
其他	12	3	4	5	所得税	13	18	24	31
<b>资产总计</b>	<b>1,160</b>	<b>1,266</b>	<b>1,445</b>	<b>1,662</b>	<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>124</b>	<b>168</b>	<b>220</b>
<b>流动负债</b>	<b>78</b>	<b>72</b>	<b>93</b>	<b>106</b>	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>90</b>	<b>124</b>	<b>168</b>	<b>220</b>
应付款项	42	48	68	81	EBITDA	269	344	433	531
预收账款	0	6	5	3	EPS (最新摊薄)	0.93	1.29	1.75	2.29
其他	37	18	20	22	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>		<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	4	3	4	4	营业收入	-13.3%	36.8%	30.9%	26.4%
<b>负债合计</b>	<b>83</b>	<b>75</b>	<b>97</b>	<b>110</b>	营业利润	-14.6%	43.2%	36.1%	30.6%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-11.9%	38.0%	36.3%	30.8%
归属母公司股东权益	1,077	1,191	1,348	1,553	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,160</b>	<b>1,266</b>	<b>1,445</b>	<b>1,662</b>	毛利率	40.4%	38.0%	39.2%	40.2%
					净利率	22.0%	19.4%	20.2%	20.9%
					ROE	8.6%	10.9%	13.3%	15.2%
					ROIC	19.4%	23.6%	26.5%	28.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	7.1%	5.9%	6.7%	6.6%
					净负债比率	7.7%	6.3%	7.2%	7.1%
					流动比率	9.3	11.3	9.8	10.6
					速动比率	7.4	8.8	7.1	7.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	12.5	13.5	13.7	13.8
					应付帐款周转率	7.9	8.9	8.8	8.5
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.93	1.29	1.75	2.29
					每股经营现金	0.07	0.07	0.07	0.11
					每股净资产	11.22	12.41	14.04	16.17
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.9	15.9	11.6	8.9
					P/B	1.8	1.6	1.5	1.3
					EV/EBITDA	6.6	4.6	3.6	2.7

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>