

西大门(605155)

报告日期: 2022年04月27日

# 22Q1 销售稳健增长, 利润率短期波动

## ——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

22Q1 公司在波动的市场环境下保持稳定经营, 销售稳健增长, 当前正处新产能爬坡期, 看好海外市占率持续提升。

### 投资要点

#### □ 22Q1 销售稳健增长, 毛利率相对承压

公布发布 2022 年一季报: 22Q1 实现营业收入 1.14 亿 (同比+23.5%), 归母净利润 1953 万元 (同比+8.1%), 扣非后净利润 1929 万元 (同比+3.2%)。

毛利率承压主要受原材料价格波动及产能爬坡影响。22Q1 公司毛利率 33.79% (-4.27pct), 净利率 17.21% (-2.44pct)。我们认为毛利率下滑较多主要是由于: 1) 年初以来原材料价格上涨较多, 尽管公司备货周期与订单交付周期均为 1-2 个月, 但公司为维护战略合作伙伴关系, 销售价格调整频率及调整幅度可能低于原材料价格波动; 2) 当前产能正处于爬坡期, 新设备调试阶段产出效率相对较低。

22Q1 期间费用率同比提升 1.70pct 至 16.47%。22Q1 公司销售费用率 7.42% (+3.50pct), 主要是由于公司发展“西大门”自主品牌, 开拓遮阳成品及软装软体零售新业务, 相应销售职工及广告宣传费用增加; 而管理费用率下滑 1.90pct 至 5.91%, 展现公司规模效应提升。公司持续加大研发投入, 提升产品差异化竞争优势, 当期研发费用率 4.36% (+0.23pct)。

年初以来, 公司经营活动在各方面影响下相对稳定。由于公司海外市场定位以美洲、东南亚为主, 而欧洲市场占比较小, 因此订单端受俄乌冲突影响相对同业较小。此外, 公司主要从宁波港口出货, 物流总体顺畅, 交期相对稳定。

#### □ 进入产能上升期, 看好 22 年持续增长

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。

新产能年底达产, 目前在手订单饱满。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将于今年落地, 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 1.1/1.4/1.8 亿元, 对应增速 22%/30%/30%, 当前市值对应 PE 为 16/12/10X。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; 疫情反复导致生产物流受限; 新业务开拓不及预期

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥18.09

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2022	0.20
4Q/2021	0.18
3Q/2021	0.28
2Q/2021	0.29



### 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 66%。

### 相关报告

- 《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
- 《西大门: 21 年逆势兑现高增, 新产能新业务将落地》2022-04-08

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨、邹国强

**财务摘要**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	465.5	600.0	780.9	987.7
(+/-)	31.4%	28.9%	30.2%	26.5%
归母净利润	89.5	108.9	141.6	183.4
(+/-)	15.0%	21.7%	30.0%	29.5%
每股收益(元)	0.93	1.13	1.47	1.91
P/E	19.4	15.9	12.3	9.5

## 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>795</b>	<b>879</b>	<b>1,041</b>	<b>营业收入</b>	<b>465</b>	<b>600</b>	<b>781</b>	<b>988</b>
现金	179	260	265	386	营业成本	293	380	490	615
交易性金融资产	20	300	300	300	营业税金及附加	3	4	6	7
应收账款	33	54	58	79	营业费用	31	42	54	65
其它应收款	3	0	0	0	管理费用	31	42	55	69
预付账款	7	11	15	16	研发费用	18	23	30	38
存货	138	169	239	259	财务费用	(0)	(0)	(1)	0
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>124</b>	<b>161</b>	<b>208</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>124</b>	<b>162</b>	<b>210</b>
其他	12	3	4	5	所得税	13	16	20	26
<b>资产总计</b>	<b>1,160</b>	<b>1,250</b>	<b>1,409</b>	<b>1,580</b>	<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>109</b>	<b>142</b>	<b>183</b>
<b>流动负债</b>	<b>78</b>	<b>70</b>	<b>97</b>	<b>98</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>109</b>	<b>142</b>	<b>183</b>
应付款项	42	45	72	73	EBITDA	269	334	423	525
预收账款	0	6	5	3	EPS (最新摊薄)	0.93	1.13	1.47	1.91
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%	28.9%	30.2%	26.5%
<b>负债合计</b>	<b>83</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>102</b>	营业利润	-14.6%	26.3%	29.6%	29.3%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-11.9%	21.7%	30.0%	29.5%
归属母公司股东权益	1,077	1,177	1,308	1,478	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,160</b>	<b>1,250</b>	<b>1,409</b>	<b>1,580</b>	毛利率	40.4%	36.7%	37.3%	37.8%
					净利率	22.0%	18.2%	18.1%	18.6%
					ROE	8.6%	9.7%	11.4%	13.2%
					ROIC	19.4%	23.1%	26.7%	29.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	7.1%	5.8%	7.2%	6.4%
					净负债比率	7.7%	6.2%	7.7%	6.9%
					流动比率	9.3	11.4	9.0	10.6
					速动比率	7.4	8.8	6.4	7.8
					<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	13.8	13.9	14.4
					应付帐款周转率	7.9	8.7	8.3	8.5
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.93	1.13	1.47	1.91
					每股经营现金	0.07	0.06	0.06	0.10
					每股净资产	11.22	12.26	13.63	15.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.4	15.9	12.3	9.5
					P/B	1.6	1.5	1.3	1.2
					EV/EBITDA	5.8	4.4	3.5	2.6

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>