

众望布艺 (605003)

证券研究报告

2021年04月28日

需求回暖助业绩稳增长，设计工艺实现高质量成长

事件：公司发布 20 及 21Q1 业绩，终端盈利稳步提升，Q1 提速高质增长。

公司 2020 年实现营收 4.95 亿元 (+1.44%)，实现归母净利润 1.40 亿元 (+12.93%)，扣非后归母净利润为 1.25 亿元 (+22.67%)，扣非净利润实现逆势高速增长，公司终端盈利能力再上台阶。分季度来看，公司 20Q1~Q4 实现营收 1.04、0.90、1.51、1.50 亿元，对应归母净利润分别为 2806.87、2857.93、3937.75、4445.76 万元。

分产品来看，公司装饰面料实现营收 4.41 亿元 (+2.03%)，沙发套产品实现营收 4782.41 万元 (+1.58%)，其他类产品营收为 286.58 万元 (-36.87%)。

20 终端盈利能力显著提升，Q1 归母净利率继续稳增长

2020 年公司整体毛利率 41.94% (-0.57pct)，归母净利率 28.36% (+2.88pct)；21Q1 公司整体毛利率水平 38.54% (-8.14pct)，归母净利率 29.76% (+2.70pct)。

费控能力整体明显提升，新收入准则促销售费率大幅改善

公司 2020 年销售/管理/研发/财务费率分别为 2.90% (-5.01pct)、4.62% (-0.67pct)、3.53% (-0.69pct)、0.77% (+1.26pct)，其中销售费率明显改善，主要系新收入准则规定，将原销售费用中运输及物流代理费用自 2020 年重新分类至主营业务成本所致，客观上助公司终端盈利能力稳步提升。

公司 21Q1 销售/管理/研发/财务费率分别为 2.42% (-5.43pct)、4.18% (-1.07pct)、3.22% (-0.72pct)、-3.16% (-1.86pct)，费用控制能力持续增强，终端费控效率持续提升。

营运能力保持稳健，现金流同步稳增长

公司 2020 年存货规模达到 0.97 亿元 (+28.07%)，存货周转天数同比增长 12.59 天达到 108.05 天。公司 2020 年应收账款规模达到 0.72 亿元 (+0.36%)，应收账款周转天数为 52.55 天 (-1.83 天)。

客观来看，公司营运能力持稳，存货及周转天数随公司终端业务扩展有所增加，应收账款及周转效率基本持平。公司 2020 年经营现金流净额为 1.44 亿元 (+4.75%)，呈同步稳增长。

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 1.98、2.55、3.22 亿元，21~23 年对应 EPS 分别为 2.25、2.89、3.65 元，21~23 年 P/E 分别为 13.44、10.44、8.26X。

风险提示：原材料价格波动上升；贸易壁垒增加；人工成本增加等。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	31.23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	88.00
流通 A 股股本(百万股)	22.00
A 股总市值(百万元)	2,748.24
流通 A 股市值(百万元)	687.06
每股净资产(元)	11.64
资产负债率(%)	11.11
一年内最高/最低(元)	40.79/25.90

作者

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

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《众望布艺-首次覆盖报告:深耕高端布艺，匠心设计+独道工艺细分优势凸显》 2020-11-09

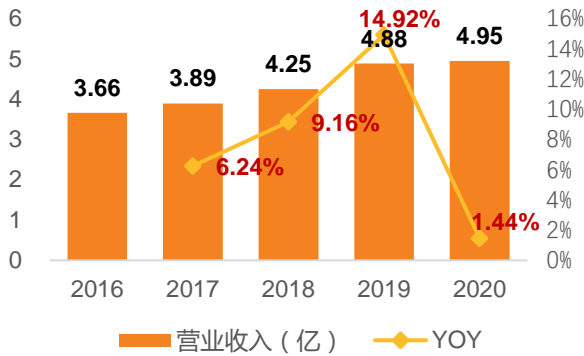
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	488.37	495.42	613.81	757.01	940.78
增长率(%)	14.92	1.44	23.90	23.33	24.28
EBITDA(百万元)	147.88	181.25	221.31	284.78	357.91
净利润(百万元)	124.40	140.48	197.73	254.56	321.52
增长率(%)	38.46	12.93	40.75	28.74	26.31
EPS(元/股)	1.41	1.60	2.25	2.89	3.65
市盈率(P/E)	21.36	18.91	13.44	10.44	8.26
市净率(P/B)	7.78	2.70	2.25	1.85	1.51
市销率(P/S)	5.44	5.36	4.33	3.51	2.82
EV/EBITDA	0.00	10.69	8.63	5.92	4.12

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 20 年公司终端盈利稳步提升，21Q1 提速高质增长

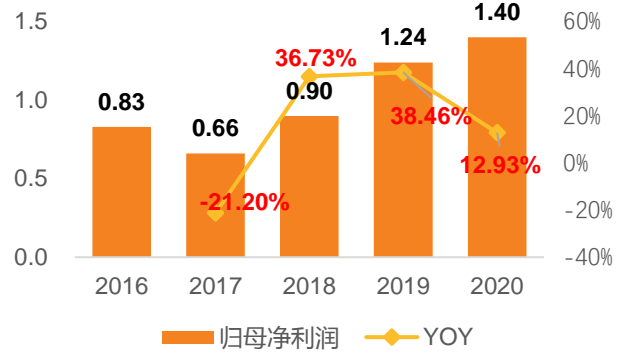
公司 2020 年实现营收 4.95 亿元 (+1.44%)，实现归母净利润 1.40 亿元 (+12.93%)，扣非后归母净利润为 1.25 亿元 (+22.67%)，扣非净利润实现逆势高速增长，公司终端盈利能力再上台阶。

图 1：公司近五年营收（亿元）及同比 YOY (%)



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润（亿元）及同比 YOY (%)

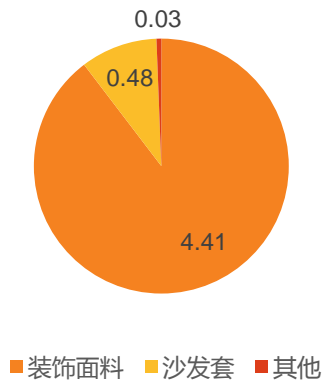


资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

分季度来看，公司 20Q1~Q4 实现营收 1.04、0.90、1.51、1.50 亿元，对应归母净利润分别为 2806.87、2857.93、3937.75、4445.76 万元。

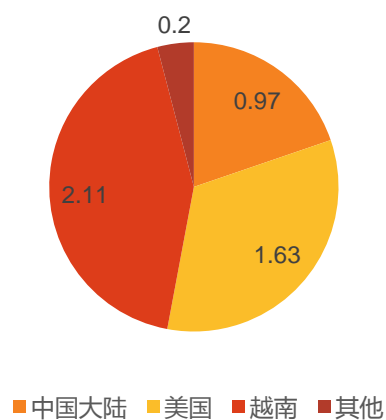
2021Q1 公司营收达到 1.41 亿元 (+36.42%)，实现归母净利润 4210.57 万元 (+50.01%)，其中扣非后归母净利润为 3798.13 万元 (+41.04%)，环比 20Q4 业绩增长再次提速。

图 3：2020 年分产品营业收入（亿元）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 4：2020 年分地区营业收入（亿元）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

分产品来看，2020 年装饰面料收入 4.41 亿元 (+2.03%)，占比 89.63%，沙发套收入 0.48 亿元 (+1.58%)，占比 9.76%，其他主营业务收入 0.03 亿元 (-36.87%)，占比 0.61%。

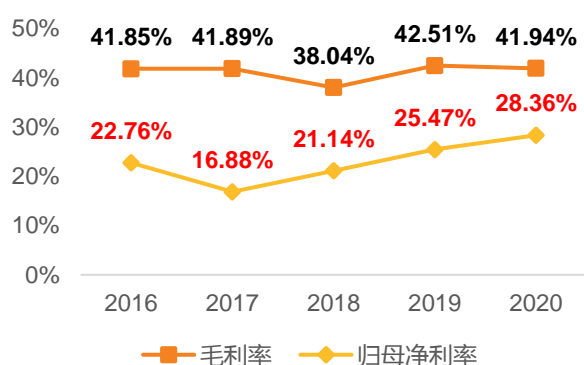
分地区来看，2020 年中国大陆收入 0.97 亿元 (-0.17%)，占比 19.76%，美国地区收入 1.63 亿元 (+2.20%)，占比 33.20%，越南地区收入 2.11 亿元 (+7.17%)，占比 4.07%。

2. 2020 终端盈利能力显著提升，21Q1 归母净利率继续稳增

2020 年公司整体毛利率 41.94% (-0.57pct)，归母净利率 28.36% (+2.88pct)，公司毛利率基本持稳，终端盈利能力同比稳步增强。

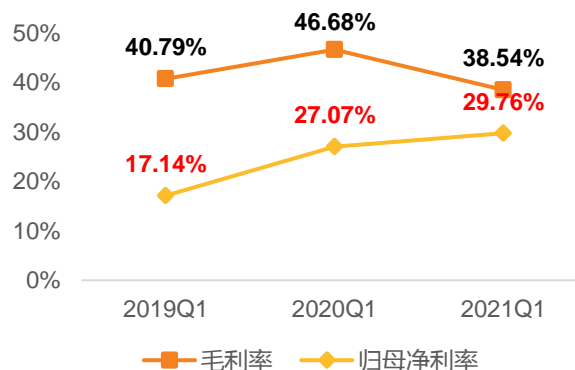
从 21Q1 表现来看，公司整体毛利率水平 38.54% (-8.14pct)，归母净利率 29.76% (+2.70pct)，终端盈利能力继续稳增。

图 5：公司近五年毛利率及归母净利率变化



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 6：公司近三年一季度毛利率及归母净利率变化



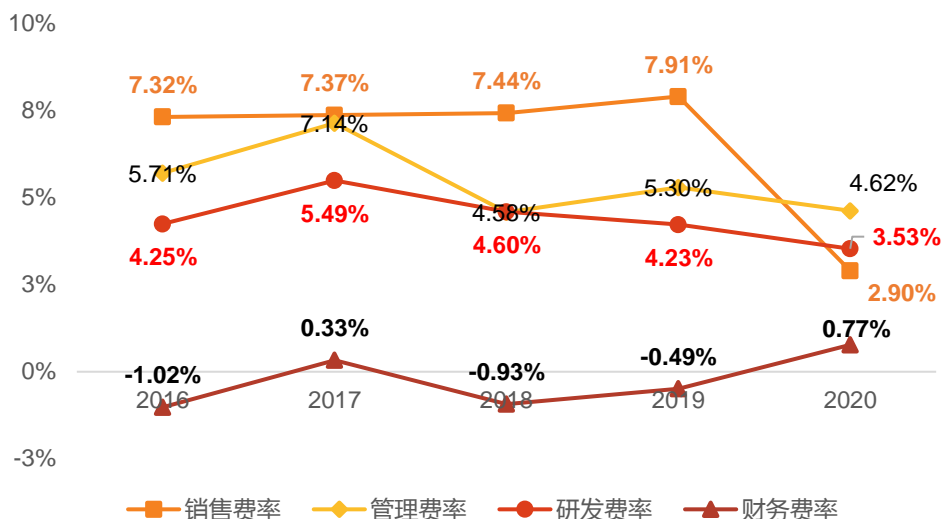
资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

从不同类产品毛利率来看，2020 年装饰面料毛利率达到 43.72% (-1.37pct)，沙发套毛利率为 29.78% (+7.65pct)。

3. 费控能力整体明显提升，新收入准则促销售费率大幅改善

公司 2020 年销售/管理/研发/财务费率分别为 2.90% (-5.01pct)、4.62% (-0.67pct)、3.53% (-0.69pct)、0.77% (+1.26pct)，其中销售费率明显改善，主要系新收入准则规定，将原销售费用中运输及物流代理费用自 2020 年重新分类至主营业务成本所致，客观上助公司终端盈利能力稳步提升。

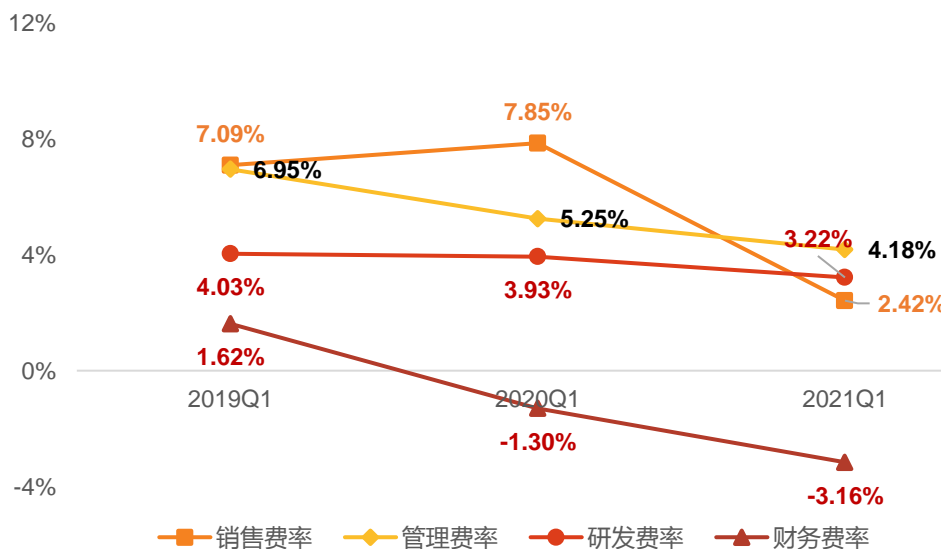
图 7：公司近五年四项费率变化情况



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

公司 21Q1 销售/管理/研发/财务费率分别为 2.42% (-5.43pct)、4.18% (-1.07pct)、3.22% (-0.72pct)、-3.16% (-1.86pct)，费用控制能力持续增强，终端费控效率持续提升，其中销售费用减少主要系销售相关运费及物流代理费重分类至主营业务成本所致。

图 8：近三年一季度四项费用率变化

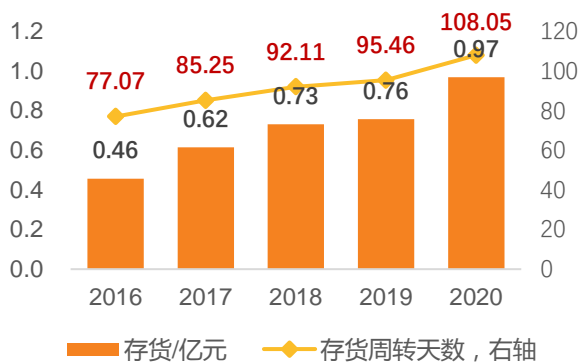


资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

4. 营运能力保持稳健，现金流同步稳增

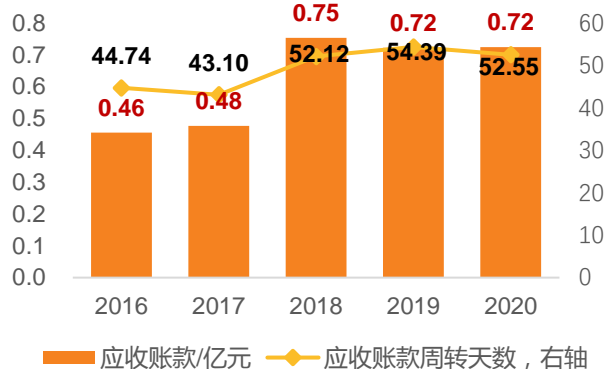
公司 2020 年存货规模达到 0.97 亿元 (+28.07%)，存货周转天数同比增长 12.59 天达到 108.05 天。公司 2020 年应收账款规模达到 0.72 亿元(+0.36%)，应收账款周转天数为 52.55 天 (-1.83 天)。客观来看，公司营运能力持稳，存货及周转天数随公司终端业务扩展有所增加，应收账款及周转效率基本持平。

图 9：公司近五年存货规模（亿元）及同比增速 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

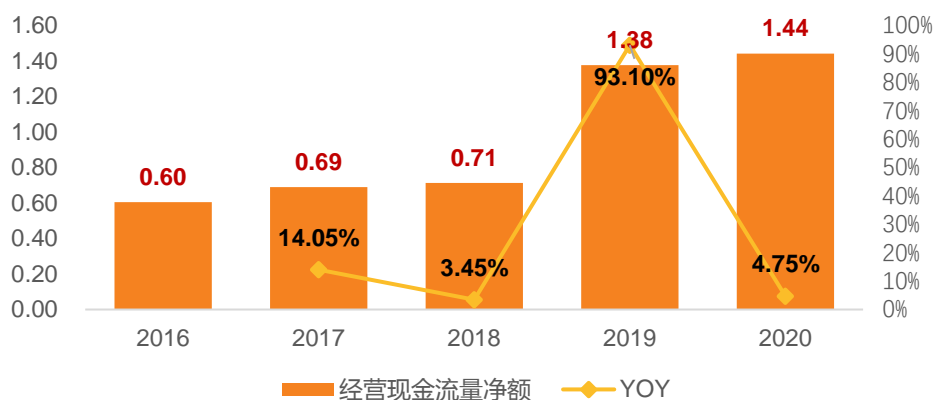
图 10：公司近五年应收账款规模及同比增速 YOY（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司 2020 年经营现金流净额为 1.44 亿元（+4.75%），现金流整体小幅增长。

图 11：公司近五年经营性现金流净额（亿元）及增速 YOY（%）



资料来源：wind，年报，天风证券研究所

5. 20H2 多市场利好因素助公司业绩快速回升，21Q1 延续高增

20H1 海外疫情短暂影响订单，20H2 订单回流加速恢复，公司实现获得高质增长：

- 1) 2020 年 3 月至 6 月上旬，随着新冠疫情全球范围内蔓延扩散，公司主要客户出现了暂停生产情况，公司新增订单减少。
- 2) 2020 年 6 月中下旬开始，随着海外疫情整体逐步得到控制，美国宽松货币政策环境，房地产市场相继回暖加速，“宅经济”兴起等多重市场利好因素影响，公司销售业绩实现快速反弹，订单量实现快速回升，公司整体保持超负荷生产直至 2020 年末。

公司为国内高端家纺布艺行业第一股，植根中高端家纺装饰布匹及沙发套件生产，**客观来看细分领域优势突出：**

1. 公司整体产品注重适应多场景使用需求及产品功能特性，旗下品牌矩阵包含 Z-WOVENS、NEVERFEAR 等多种高端装饰布匹品牌，客观上有效覆盖不同细分市场需求；
2. 合作客户包括 Ashley、UnitedFurniture 等国际知名家具制造企业，凭借公司自身设计、生产工艺优势，与头部优质客户目前已经建立起长期合作关系。

此外,公司上市募投项目年产 1500 万米高档装饰面料及研发中心项目顺利推进,预计 2022 年上半年实现全部投产,届时将有力配合公司下游客户订单增量需求,未来公司未来业绩提供增量。

6. 盈利预测

维持盈利预测,维持“买入”评级,我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 1.98、2.55、3.22 亿元,21~23 年对应 EPS 分别为 2.25、2.89、3.65 元,21~23 年 P/E 分别为 13.44、10.44、8.26X。

7. 风险提示

原材料价格波动上升;贸易壁垒增加;人工成本增加等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	109.56	399.22	505.09	733.14	960.00
应收票据及应收账款	72.19	72.45	108.73	73.65	153.00
预付账款	0.55	2.94	0.52	3.59	1.62
存货	75.71	96.96	80.99	139.64	118.99
其他	18.30	251.39	258.10	251.15	244.85
流动资产合计	276.32	822.97	953.42	1,201.18	1,478.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	44.75	70.42	143.80	213.36	267.61
在建工程	53.27	139.00	119.40	119.64	101.78
无形资产	71.99	70.58	69.01	67.43	65.86
其他	1.51	1.41	1.35	1.35	1.35
非流动资产合计	171.52	281.41	333.56	401.78	436.61
资产总计	447.84	1,104.38	1,286.98	1,602.96	1,915.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	81.36	94.54	76.28	142.17	122.95
其他	21.07	23.48	25.54	21.13	30.92
流动负债合计	102.43	118.02	101.82	163.30	153.87
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	3.76	3.81	3.86	3.81	3.82
非流动负债合计	3.76	3.81	3.86	3.81	3.82
负债合计	106.19	121.82	105.68	167.10	157.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	66.00	88.00	88.00	88.00	88.00
资本公积	96.97	576.97	576.97	576.97	576.97
留存收益	275.08	895.57	1,093.30	1,347.85	1,669.37
其他	(96.40)	(577.98)	(576.97)	(576.97)	(576.97)
股东权益合计	341.65	982.55	1,181.30	1,435.85	1,757.37
负债和股东权益总计	447.84	1,104.38	1,286.98	1,602.96	1,915.07

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	124.40	140.48	197.73	254.56	321.52
折旧摊销	8.79	9.25	7.79	11.78	15.17
财务费用	(2.00)	4.11	(8.52)	(11.67)	(15.95)
投资损失	(0.05)	(0.53)	(0.19)	(1.39)	(1.39)
营运资金变动	27.58	(2.94)	(47.73)	38.72	(76.83)
其它	(21.07)	(6.17)	(7.06)	(3.00)	(17.00)
经营活动现金流	137.66	144.20	142.02	288.99	225.51
资本支出	61.74	119.18	59.94	80.05	49.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(125.89)	(414.26)	(105.63)	(152.66)	(64.59)
投资活动现金流	(64.16)	(295.08)	(45.68)	(72.61)	(14.61)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.56	496.59	8.53	10.33	14.18
其他	(56.36)	2.13	1.00	1.33	1.78
筹资活动现金流	(52.80)	498.73	9.53	11.67	15.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	20.71	347.84	105.87	228.05	226.86

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	488.37	495.42	613.81	757.01	940.78
营业成本	280.77	287.64	325.04	394.43	470.38
营业税金及附加	5.25	1.67	4.19	5.29	5.39
营业费用	38.63	14.38	14.42	18.62	26.34
管理费用	25.86	22.91	29.41	35.00	45.48
研发费用	20.64	17.51	20.03	29.57	35.12
财务费用	(2.38)	3.83	(8.52)	(11.67)	(15.95)
资产减值损失	(1.24)	(0.60)	0.32	(0.51)	(0.26)
公允价值变动收益	(0.01)	2.06	(7.06)	(3.00)	(17.00)
投资净收益	0.05	0.53	0.19	1.39	1.39
其他	(24.19)	(16.21)	13.74	3.22	31.22
营业利润	144.96	161.70	222.04	284.67	358.69
营业外收入	0.88	2.24	9.81	9.31	7.12
营业外支出	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
利润总额	145.82	163.91	231.81	293.94	365.78
所得税	21.42	23.42	34.08	39.39	44.26
净利润	124.40	140.48	197.73	254.56	321.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	124.40	140.48	197.73	254.56	321.52
每股收益(元)	1.41	1.60	2.25	2.89	3.65

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.92%	1.44%	23.90%	23.33%	24.28%
营业利润	55.19%	11.55%	37.31%	28.21%	26.00%
归属于母公司净利润	38.46%	12.93%	40.75%	28.74%	26.31%
获利能力					
毛利率	42.51%	41.94%	47.04%	47.90%	50.00%
净利率	25.47%	28.36%	32.21%	33.63%	34.18%
ROE	36.41%	14.30%	16.74%	17.73%	18.30%
ROIC	65.62%	61.53%	54.39%	54.37%	64.88%
偿债能力					
资产负债率	23.71%	11.03%	8.21%	10.42%	8.23%
净负债率	-32.07%	-40.63%	-42.76%	-51.06%	-54.63%
流动比率	2.70	6.97	9.36	7.36	9.61
速动比率	1.96	6.15	8.57	6.50	8.83
营运能力					
应收账款周转率	6.62	6.85	6.78	8.30	8.30
存货周转率	6.56	5.74	6.90	6.86	7.28
总资产周转率	1.22	0.64	0.51	0.52	0.53
每股指标(元)					
每股收益	1.41	1.60	2.25	2.89	3.65
每股经营现金流	1.56	1.64	1.61	3.28	2.56
每股净资产	3.88	11.17	13.42	16.32	19.97
估值比率					
市盈率	21.36	18.91	13.44	10.44	8.26
市净率	7.78	2.70	2.25	1.85	1.51
EV/EBITDA	0.00	10.69	8.63	5.92	4.12
EV/EBIT	0.00	11.27	8.95	6.17	4.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com