

众望布艺 (605003)

证券研究报告

2021年07月27日

21H1 业绩延续高增，小而美布艺龙头持续焕发生机

事件：公司公布 2021H1 业绩，整体业绩延续高速增长，表现优异。

公司 2021H1 实现营收 2.77 亿元 (+42.63%)，对应归母净利润为 7626.55 万元 (+34.63%)，扣非后归母净利润为 7006.41 万元 (+37.91%)。公司 2021Q1、Q2 营收分别为 1.41、1.35 亿元，分别同比增长 36.42%、49.75%，对应归母净利润分别为 0.42、0.34 亿元，对应同比增速分别为 50.02%、19.52%。

毛利率部分受到新会计准则影响有所减少

公司 2021H1 整体毛利率达到 38.30% (-10.03pct)，其中 21Q1、Q2 毛利率分别为 38.54%、38.04%，同比有所减少主要系新会计准则影响，将原销售费用中运输及物流代理费重新分类至营业成本所致，按照新会计准则口径换算，公司 2020H1 毛利率为 43.38%，21H1 毛利率实际同减 5.08pct。

销售费率受会计准则大幅减少，其余各项费控效率稳步提升

公司 2021H1 销售、管理、研发、财务费率分别为 2.61% (-6.31pct)、4.31% (-0.80pct)、3.19% (-0.50pct)、-1.02% (+0.11pct)。整体来看，销售费用率受到新会计准则影响，同比大幅减少；管理研发费用率稳步改善，客观体现出公司内部费控管理能力的稳步提升。

营运管理水平显著提升，业务快速扩张带动现金流大幅增长

公司 2021H1 存货规模达到 9012.27 万元 (+46.05%)，对应存货周转天数为 98.62 天 (-24.75 天)，整体存货规模伴随业务规模扩充有所增长，但整体周转效率稳步提升，彰显公司内部良好存货管理效率。公司 2021H1 应收账款规模达到 7050.22 万元 (+9.41%)，对应应收账款周转天数为 46.50 天 (-16.88 天)，周转效率得到进一步提升。2021H1 经营活动现金流净额达到 5788.24 万元 (+77.55%)，同比大幅提升主要得益于销售增长。

公司立足中高端家具布料，旗下拥有“Z-WOVENS”、“NEVERFEAR”等多个品牌覆盖日常家具沙发装饰、功能布料各细分市场，并凭借自身前沿设计、先进的工艺、稳定的质量、快速交期等优势，与 Ashley、La-z-boy 等国际头部家具品牌商建立长期稳定合作关系。此外，公司积极推进“年产 1500 万米高档装饰面料及研发中心建设项目”，总产能有望尽快得到提升，助公司有效应对后疫情时代终端家居装饰需求增长，看好公司长期成长空间。

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 1.94、2.54、3.20 亿元，21~23 年对应 EPS 分别为 1.76、2.31、2.91 元，对应 P/E 分别为 13.92X、10.62X、8.43X。

风险提示：航运货柜排期紧张、运输成本提升；原材料成本波动上行；客户未来订单增速不及预期等。

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	216.70	284.40	357.32
净利润(百万元)	124.40	140.48	193.79	253.90	319.86
增长率(%)	38.46	12.93	37.94	31.02	25.98
EPS(元/股)	1.13	1.28	1.76	2.31	2.91
市盈率(P/E)	21.68	19.20	13.92	10.62	8.43
市净率(P/B)	7.89	2.75	2.29	1.93	1.63
市销率(P/S)	5.52	5.44	4.39	3.56	2.87
EV/EBITDA	0.00	10.69	9.01	6.20	4.52

资料来源：wind，天风证券研究所

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	24.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	110.00
流通 A 股股本(百万股)	27.50
A 股总市值(百万元)	2,697.20
流通 A 股市值(百万元)	674.30
每股净资产(元)	9.23
资产负债率(%)	9.84
一年内最高/最低(元)	40.79/22.83

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

- 《众望布艺-年报点评报告:需求回暖助力业绩稳增长,设计工艺实现高质量成长》 2021-04-28
- 《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

1. 21H1 业绩延续高速增长，整体表现优异

公司 2021H1 实现营收 2.77 亿元(+42.63%)，对应归母净利润为 7626.55 万元(+34.63%)，扣非后归母净利润为 7006.41 万元(+37.91%)。公司 2021Q1、Q2 营收分别为 1.41、1.35 亿元，分别同比增长 36.42%、49.75%，对应归母净利润分别为 0.42、0.34 亿元，对应同比增速分别为 50.02%、19.52%。

图 1：公司历史半年度、季度营收（亿元）、归母净利润（亿元）表现及同比 YOY、归母净利率（%）

	2021H1	2020H1	2019H1	2021Q1	2020Q1	2019Q1	2021Q2	2020Q2	2019Q2
营收/亿元	2.77	1.94	2.06	1.41	1.04	1.00	1.35	0.90	1.05
YOY	42.63%	-5.66%	—	36.42%	3.53%	—	49.75%	-14.39%	—
归母净利润/亿元	0.76	0.57	0.39	0.42	0.28	0.17	0.34	0.29	0.22
YOY	34.63%	44.96%	—	50.02%	63.48%	—	19.52%	30.44%	—
归母净利率	27.56%	29.20%	19.00%	29.76%	27.07%	17.14%	25.26%	31.65%	20.77%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

2. 毛利率部分受到新会计准则影响有所减少

公司 2021H1 整体毛利率达到 38.30%(-10.03pct)，其中 21Q1、Q2 毛利率分别为 38.54%、38.04%，同比有所减少主要系新会计准则影响，将原销售费用中运输及物流代理费重新分类至营业成本所致，按照新会计准则口径换算，公司 2020H1 毛利率为 43.38%，21H1 毛利率实际同减 5.08pct。

图 2：公司历史半年度、季度毛利率变化

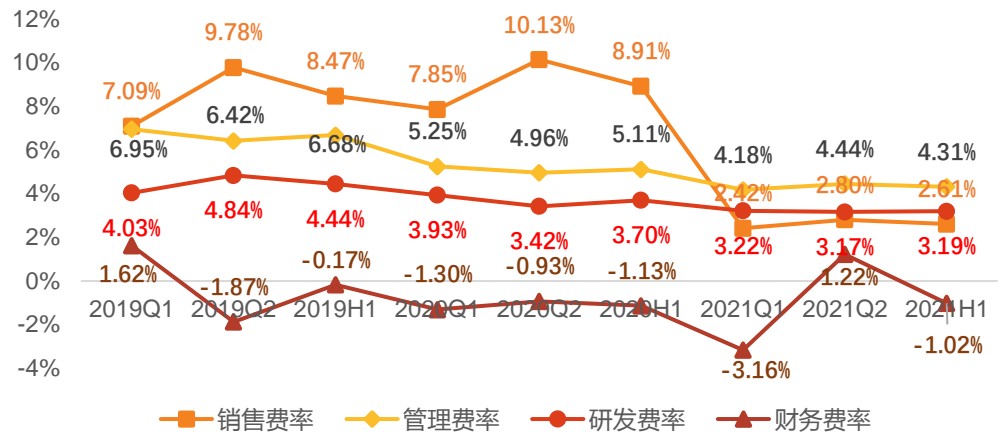
	2021H1	2020H1	2019H1	2021Q1	2020Q1	2019Q1	2021Q2	2020Q2	2019Q2
毛利率	38.30%	48.32%	41.10%	38.54%	46.68%	19.81%	38.04%	50.22%	41.40%
Delta	-10.03	7.22	—	-8.14	26.87	—	-12.18	8.82	—
新会计准则营业成本	1.71	1.44	注：2021H1 新会计准则将原属销售费用运输及物流代理费纳入营业成本，						
新会计准则毛利率	38.30%	43.38%	2020H1 该项费用为 960.42 万元，据此换算成新会计准则口径。						

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

3. 销售费率大幅减少，各项费控效率稳步提升

公司 2021H1 销售、管理、研发、财务费率分别为 2.61%(-6.31pct)、4.31%(-0.80pct)、3.19%(-0.50pct)、-1.02%(+0.11pct)。整体来看，销售费用率受到新会计准则影响，同比大幅减少；管理研发费用率稳步改善，客观体现出公司内部费控管理能力的稳步提升。

图 3：公司历史四项费用率变化



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

4. 营运管理水平显著提升，业务快速扩张带动现金流大幅增长

公司 2021H1 存货规模达到 9012.27 万元(+46.05%)，对应存货周转天数为 98.62 天(-24.75 天)，整体存货规模伴随业务规模扩充有所增长，但整体周转效率稳步提升，彰显公司内部良好存货管理效率。公司 2021H1 应收账款规模达到 7050.22 万元(+9.41%)，对应应收账款周转天数为 46.50 天(-16.88 天)，周转效率得到进一步提升。2021H1 经营活动现金流净额达到 5788.24 万元(+77.55%)，同比大幅提升主要得益于销售增长。

图 4：公司存货（万元）及存货周转天数、应收账款（万元）及应收账款周转天数

	2020H1	2021H1		2020H1	2021H1
存货/万元	6170.56	9012.27	应收账款/万元	6443.73	7050.22
YOY		46.05%	YOY		9.41%
存货周转天数	123.37	98.62	应收账款周转天数	63.38	46.50
DELTA		-24.75	DELTA		-16.88

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

5. 植根中高端家居布料，携手优质客户拓展长期成长空间

公司立足中高端家具布料，旗下拥有“Z-WOVENS”、“NEVERFEAR”等多个品牌覆盖日常家具沙发装饰、功能布料各细分市场，并凭借自身前沿设计、先进的工艺、稳定的质量、快速交期等优势，与 Ashley、La-z-boy 等国际头部家具品牌商建立长期稳定合作关系。此外，公司积极推进“年产 1500 万米高档装饰面料及研发中心建设项目”，总产能有望尽快得到提升，助公司有效应对后疫情时代终端家居装饰需求增长，看好公司长期成长空间。

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 年归母净利润分别为 1.94、2.54、3.20 亿元，21~23 年对应 EPS 分别为 1.76、2.31、2.91 元，对应 P/E 分别为 13.92X、10.62X、8.43X。

7. 风险提示

航运货柜排期紧张、运输成本提升；原材料成本波动上行；客户未来订单增速不及预期等。

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	502.91	694.97	860.80
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	951.25	1,163.00	1,379.26
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	1,284.80	1,564.78	1,815.87
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	110.00	110.00	110.00
资本公积	96.97	576.97	576.97	576.97	576.97
留存收益	275.08	895.57	1,069.12	1,287.68	1,548.17
其他	(96.40)	(577.98)	(576.97)	(576.97)	(576.97)
股东权益合计	341.65	982.55	1,179.12	1,397.68	1,658.17
负债和股东权益总计	447.84	1,104.38	1,284.80	1,564.78	1,815.87

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	124.40	140.48	193.79	253.90	319.86
折旧摊销	8.79	9.25	7.79	11.78	15.17
财务费用	(2.00)	4.11	(8.50)	(11.29)	(14.66)
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	138.10	288.72	225.15
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	30.51	9.95	12.88
其他	(56.36)	2.13	(19.23)	(34.01)	(57.59)
筹资活动现金流	(52.80)	498.73	11.28	(24.06)	(44.71)
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	103.69	192.05	165.84

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	17.80	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	21.26	29.95	35.71
财务费用	(2.38)	3.83	(8.50)	(11.29)	(14.66)
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	217.41	283.91	356.81
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	227.18	293.19	363.89
所得税	21.42	23.42	33.40	39.29	44.03
净利润	124.40	140.48	193.79	253.90	319.86
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	193.79	253.90	319.86
每股收益(元)	1.13	1.28	1.76	2.31	2.91

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%	34.45%	30.58%	25.68%
归属于母公司净利润	38.46%	12.93%	37.94%	31.02%	25.98%
获利能力					
毛利率	42.51%	41.94%	47.04%	47.90%	50.00%
净利率	25.47%	28.36%	31.57%	33.54%	34.00%
ROE	36.41%	14.30%	16.43%	18.17%	19.29%
ROIC	65.62%	61.53%	53.22%	54.29%	64.77%
偿债能力					
资产负债率	23.71%	11.03%	8.23%	10.68%	8.68%
净负债率	-32.07%	-40.63%	-42.65%	-49.72%	-51.91%
流动比率	2.70	6.97	9.34	7.12	8.96
速动比率	1.96	6.15	8.55	6.27	8.19
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	0.53	0.56
每股指标(元)					
每股收益	1.13	1.28	1.76	2.31	2.91
每股经营现金流	1.25	1.31	1.26	2.62	2.05
每股净资产	3.11	8.93	10.72	12.71	15.07
估值比率					
市盈率	21.68	19.20	13.92	10.62	8.43
市净率	7.89	2.75	2.29	1.93	1.63
EV/EBITDA	0.00	10.69	9.01	6.20	4.52
EV/EBIT	0.00	11.27	9.35	6.47	4.72

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