



Research and
Development Center

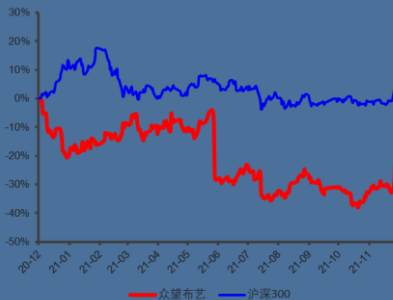
布艺龙头不负众望，筑造高端制造壁垒

—众望布艺（605003.SH）深度报告

2021年12月15日

汲肖飞 行业分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
liyanyuan@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
众望布艺 (605003.SH)
投资评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元):	25.57
52周内股价	20.39-37.08
波动区间(元):	
最近一月涨跌幅	17.09
(%):	
总股本(亿股)	1.10
流通A股比例(%)	25.45
总市值(亿元)	29

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

布艺龙头不负众望，筑造高端制造壁垒

2021年12月15日

本期内容提要：

- ◆**定位中高端市场，打造布艺行业龙头企业。**公司主要从事中高档沙发装饰面料及制品的研发、设计、生产与销售，旗下拥有日常家用沙发面料品牌“Z-WOVENS”和主打功能性沙发面料的“SUNBELIEVABLE”、“NEVERFEAR”等品牌，产品兼具艺术性和功能性。近年来公司业绩保持稳定增长，2020年实现营收/归母净利润4.95/1.40亿元，2018-20年复合增速为8.37%/28.82%，净利润增速大幅高于收入增速，主要系公司持续优化产品结构，不断提升高毛利的装饰面料的业务占比。
- ◆**美国沙发市场空间广阔，高端化趋势利好行业龙头。**美国家居需求持续增长、房地产市场高景气度持续推动沙发市场规模提升，在布艺沙发渗透率为20%、行业增速为10%的假设下，2023年美国布艺沙发的规模为58.99亿美元。从行业格局来看，对标格局既定的美国成熟布艺市场，国内沙发布艺行业格局分散，竞争激烈。随着沙发布艺产品由应用属性转为装饰和功能属性，行业高端化趋势明朗。公司定位高端，长期深耕美国市场，有望共享美国沙发市场成长红利。
- ◆**强大产品力和快速反应能力为公司筑起护城河。**1) 公司具备一流的研发设计能力，通过组建优秀的设计团队，与全球二十家设计公司合作，目前拥有超过1600套花型，近2万种面料款式，每年设计打样面料款式数量在3000件左右，在满足客户需求的同时还能够引领时尚，提供沙发布艺解决方案；2) 公司具备从设计研发到生产销售所需的完整产业链，上下游紧密配合，严谨协作，带来较强的成本优势明显和快速响应的能力。公司深耕美国市场多年，凭借行业领先的设计能力和高质量的产品服务与美国龙头客户建立深厚的合作关系，合作粘性较强。
- ◆**短期优势：新增产能释放，公司有望量利齐升。**1) 凭借优秀产品力和快速反应能力，公司与下游龙头客户合作紧密，粘性较强。21Q3越南疫情使下游客户被迫停产，公司短期业绩承压，21Q4疫情有所控制，下游客户生产恢复，公司订单需求预计将恢复增长。2) 现有装饰面料产能不足制约公司发展，外协生产占比提升，公司亟需新产能以应对逐步提升的出货需求。伴随2022年年产1500万米的募投项目产能释放，公司将进一步拓展客户订单，缩减高成本的外协生产比例，有望实现量价齐升。
- ◆**盈利预测与投资评级。**我们看好公司产品力带来的议价能力和产业链一体化带来的成本优势和快速响应能力，上市后产能持续扩张，推动业绩增长，预计2021-2023年收入为5.37/6.80/8.29亿元，同增8.5%/26.5%/21.9%，归母净利为1.6/2.0/2.43亿元，同增14.2%/24.9%/21.2%，目前估值处于较低水平。借助绝对估值法及相对估值法，我们给予公司目标价36.50元，公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**贸易摩擦风险、市场竞争风险、人民币汇率大幅升值、疫情影响超预期风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	488	495	537	680	829
增长率 YoY%	14.9%	1.4%	8.5%	26.5%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	124	140	160	200	243
增长率 YoY%	38.5%	12.9%	14.2%	24.9%	21.2%
毛利率%	42.5%	41.9%	40.3%	40.6%	40.9%
净资产收益率ROE%	36.4%	14.3%	13.8%	14.7%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.88	1.96	1.46	1.82	2.21
市盈率 P/E(倍)	0.00	14.99	17.34	13.88	11.46
市净率 P/B(倍)	0.00	2.63	2.39	2.04	1.73

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 12 月 10 日收盘价

投资逻辑

公司是从事中高档沙发装饰面料及制品的研发、设计、生产和销售，旗下拥有日常家用沙发面料品牌“Z-WOVENS”、功能性沙发面料品牌“NEVERFEAR”、“SUNBELIEVABLE”，下游面向国际一线家具生产厂商。我们认为沙发面料市场空间广阔，公司设计研发能力一流，具有快速供应能力和较强的成本优势，上市之后不断扩张产能，未来成长确定性强。

短期来看，行业方面，美国家居消费持续增长、房地产市场景气度高为沙发市场带来广阔的需求空间，公司深耕美国市场，与一线龙头客户紧密合作，有望共享下游沙发市场成长红利。公司方面，公司具备一流的产品设计研发能力，能够满足客户对款式的不同需求，并提供完整解决方案，带来较强的客户粘性和议价能力。2021Q3 受越南疫情影响，公司下游客户工厂停摆，公司订单量缩减、出货延期，短期业绩下滑。2021Q4 疫情有所控制，客户产能恢复，带动公司业绩恢复增长。伴随 2022 年公司新增产能释放，高成本的外协生产比例缩减，公司有望实现量价齐升。

长期来看，公司多年深耕的功能沙发面料“SUNBELIEVABLE”问世，公司成为国内首家生产该类专业户外功能性沙发面料的企业，产品具有较高的研发、资金壁垒，未来有望抢占被国外垄断的高端市场份额，进一步提升公司的盈利能力，扩大公司品牌影响力。此外，公司计划拓展印花工艺，新业务的拓展助力公司拓展新客户的同时，能够继续加深与国际一线品牌客户的合作，有望成为新的业绩增长点。

与市场不同的观点：

市场对公司认知度不高，认为公司体量小、发展空间有限，但我们分析后认为：

- 1) 公司深耕美国布艺市场多年，注重产品的设计和研发，一流的研发设计能力，帮助公司满足客户不同设计需求的同时，能够引领时尚潮流，给出完整的解决方案，因此客户粘性强。此外公司一体化的完整产业链使得公司具备较强的成本优势和快速响应市场的能力。
- 2) 目前公司下游以大型家具制造企业为主，客户主要位于美国市场。得益于美国房地产市场的高景气和美国居民对沙发较强的替换需求，公司将迎来下游需求的稳步增长，前景广阔。
- 3) 公司目前产能利用率接近 100%，随着募投项目的建成将打开产能天花板。继续深入与国际一线品牌客户的合作，同时可以减少一定的外协生产的比例，来实现对质量和成本更为严格的把控，降低设计版权流失的风险。

目录

公司分析：定位中高端市场，打造沙发布艺行业龙头企业	7
公司概况：立足布艺中高端市场，发展高附加值产品	7
公司治理：实控人持股比例高，管理层经验丰富	13
行业分析：美国沙发市场空间广阔，高端化趋势利好布艺龙头	13
行业现状：布艺制造产能向低成本地区转移，国内产业集群优势明显	13
行业空间：美国沙发市场需求广阔，布艺企业有望共享成长红利	14
行业格局：美国布艺市场格局既定，国内行业集中度较低	15
行业趋势：高端化趋势利好自主设计研发、快速反应的布艺龙头	16
竞争优势：多年研发、生产积累，构筑坚实护城河	16
设计研发：顶尖研发团队和高设计投入，引领布艺沙发时尚潮流	16
生产交付：产业链一体化模式，强化成本优势及快速交货能力	17
客户资源：下游长期绑定龙头客户，合作关系紧密	18
短期优势：新增产能释放，公司有望量价齐升	20
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
风险因素	22

表目录

表 1：公司管理层基本情况介绍	13
表 2：国内布艺产业集群介绍	14
表 3：公司部分产品获得欧美认证	18
表 4：公司业绩与盈利预测（百万元）	21
表 5：可比公司 EPS 及估值对比	21

图目录

图 1：公司主要发展历程	7
图 2：公司主要品牌介绍	8
图 3：公司产品主要应用于布艺沙发	8
图 4：2017-2020 年公司各项主营收入占比情况	8
图 5：2019 年公司装饰面料收入结构	8
图 6：公司装饰面料工艺流程图	9
图 7：公司主要原材料 POY/DTY 价格走势	9
图 8：2017-2020 年不同地区收入情况（百万元）	9
图 9：2020 年公司收入分地区分布情况	9
图 10：2017-2020 年公司前五大客户销售收入占比	10
图 11：公司前五大直销客户销售额（百万元）	10
图 12：近年来公司营业收入变化情况	10
图 13：近年来公司归母净利润变化情况	10
图 14：主营业务收入变化情况	11
图 15：各地区营业收入占比	11
图 16：近年来公司毛利率与净利率变化情况	11
图 17：公司不同产品毛利率变化趋势	11
图 18：近年来公司净资产收益率变动情况	12
图 19：近年来公司期间费用率变化情况	12
图 20：近年来美元兑人民币走势	12
图 21：近年来公司研发投入和研发费用率	12
图 22：近年来公司周转率情况	12
图 23：近年来公司现金流情况	12
图 24：公司股权结构图	13
图 25：我国布艺行业发展历程	14
图 26：美国新建住房销售量（千套）	15
图 27：美国成屋销售量（万套）	15
图 28：美国沙发市场规模	15
图 29：2021-2023 美国布艺沙发新增规模（亿美元）	15

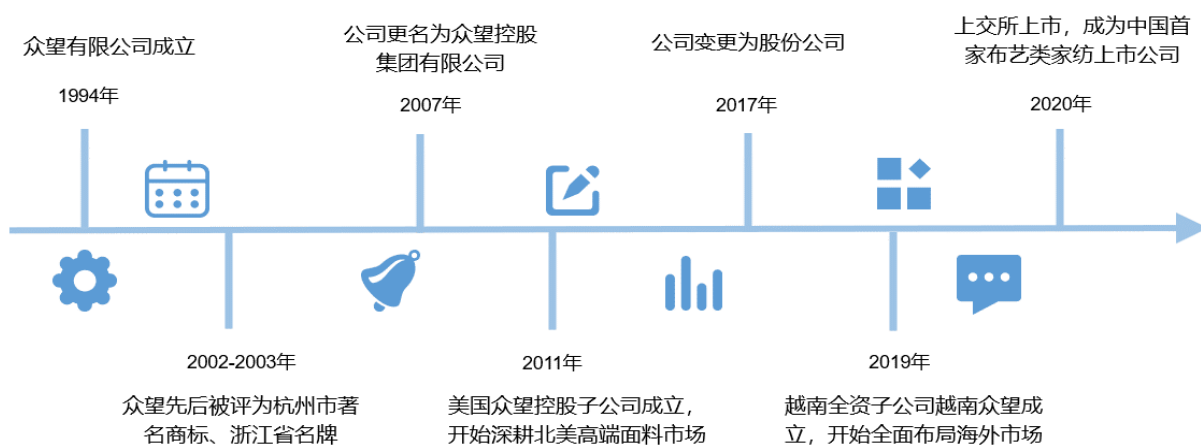
图 30: 国内布艺行业竞争情况.....	15
图 31: 美国市场主要沙发布艺企业介绍	15
图 32: 公司及同行业可比公司研发投入对比	17
图 33: 2017-2020 年公司设计费及其研发占比	17
图 34: 可比公司毛利率变化 (装饰面料分部毛利率)	17
图 35: 可比公司成本营收占比.....	17
图 36: 可比公司存货周转率情况	18
图 37: 可比公司应收账款周转率情况.....	18
图 38: 2019 年美国前十大家具公司出货量 (亿美元)	18
图 39: 2019 年公司前两大客户出货量增长情况 (亿美元)	18
图 40: 2017-2019 年装饰面料产量及产能利用率	19
图 41: 公司外协成本占营业成本变化情况.....	19
图 42: 2021 年前三季度越南每日新增确诊人数	20
图 43: 2021-2021Q3 公司单季度净利润	20
图 44: 公司上市募投项目信息.....	20
图 45: 公司核心优势保障了公司和下游客户合作紧密	20

公司分析：定位中高端市场，打造沙发布艺行业龙头企业

基本概况：立足布艺中高端市场，发展高附加值产品

公司前身众望实业于1994年在浙江余杭成立，目前主要从事中高档沙发装饰面料以及制品的研发、设计、生产与销售。公司主要产品为装饰面料和沙发套，应用于沙发、座椅、抱枕等领域。2007年公司成立众望化纤，打通原材料涤纶的生产与销售环节。2011年公司在美国北卡罗莱纳州家具重镇高点成立美国众望公司，开拓美国市场。2019年公司成立越南众望，布局海外市场，规避贸易战风险。本着“用布艺来装扮世界，影响世界”的宗旨，经过二十七年的发展，公司已经成为国内布艺行业龙头企业，多次获得中国家用纺织品行业协会评选的年度中国布艺家居十大竞争力品牌（金销奖）、年度纺织服装企业综合竞争力500强等荣誉称号。公司于2020年成功上市，是国内唯一沙发布艺上市企业。





图 1：公司主要发展历程



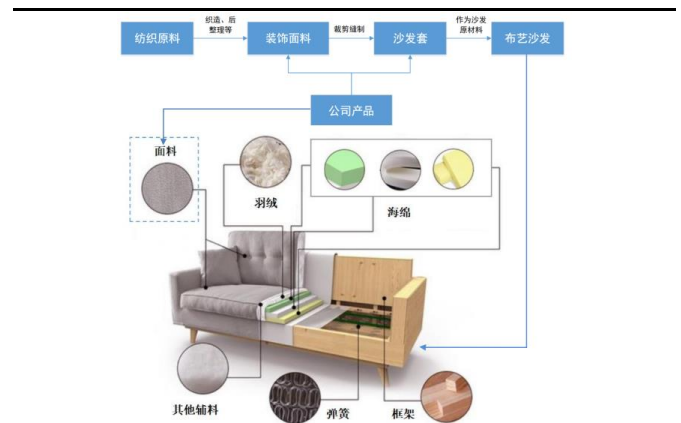
资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司注重布艺的设计研发，经过多年发展，已拥有“Z-WOVENS”、“SUNBELIEVABLE”、“NEVERFEAR”等多个品牌，其中功能沙发面料“NEVERFEAR”采用了双重防污机制，具有耐用性佳，易于清洁等特点，适用于家居宠物，沙发日常重度使用等场景，户外沙发面料“SUNBELIEVABLE”系列产品兼顾艺术性和功能性，具有防日晒、耐用性强、防污性能高的特点，贴合花园、庭院和沙滩等户外使用场景，二者是公司未来研发和推广的主要品牌。凭借着前沿的设计、先进的工艺、稳定的质量、快速的交期和优质的服务，公司和 Ashley、La-z-boy、Flexsteel、Klaussner、Craftmaster 等国际知名家具制造企业建立了长期稳定的合作关系。

图 2：公司主要品牌介绍

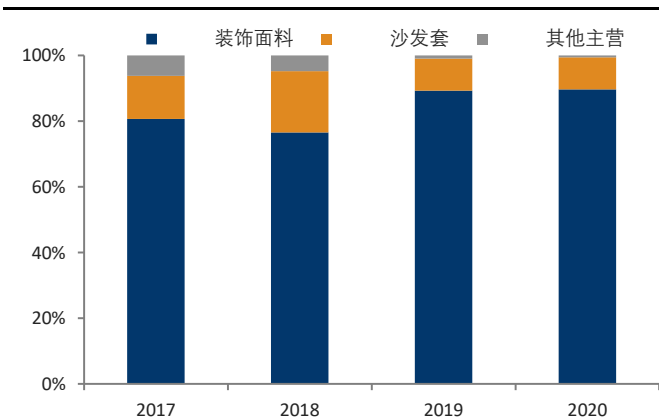
品牌	产品描述	图示
Z-WOVENS	面料应用于日常生活场景	
Z-CYCLE	新型的绿色再生环保面料，使用的原料 30%以上来自回收再利用的“塑料瓶”等塑料制品	
NEVERFEAR	采用特殊防污机制，材料易清洁，使用市场家居宠物、沙发重度使用等场景	
SUNBELIEVABLE	美学和功能性结合，贴近花园、庭院和沙滩等户外场景	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

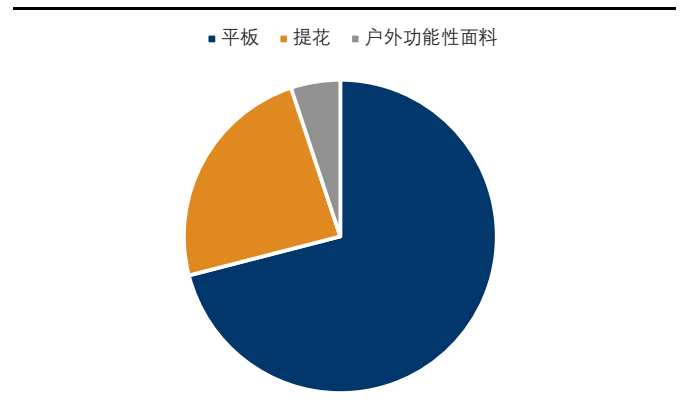
图 3：公司产品主要应用于布艺沙发


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司不断优化产品结构，近年来装饰面料类高毛利率产品占公司营业收入的比重不断增加，2019 年公司装饰面料收入占比 88.32% (其中平板面料占比 62.7%，提花面料占比 21.11%，户外功能性沙发面料及其它占比 4.51%)，同比增加 12.79PCT，其次为沙发套，占比为 9.63%，同比降低 8.72PCT。

图 4：2017-2020 年公司各项主营收入占比情况


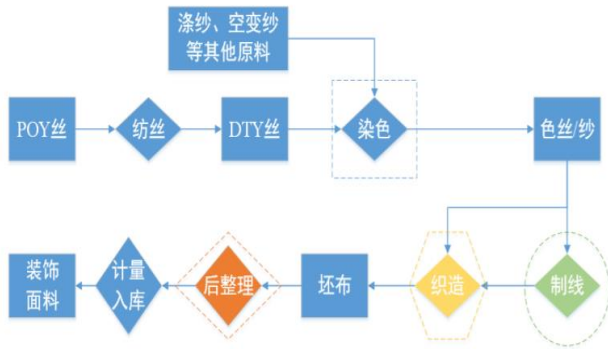
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 5：2019 年公司装饰面料收入结构


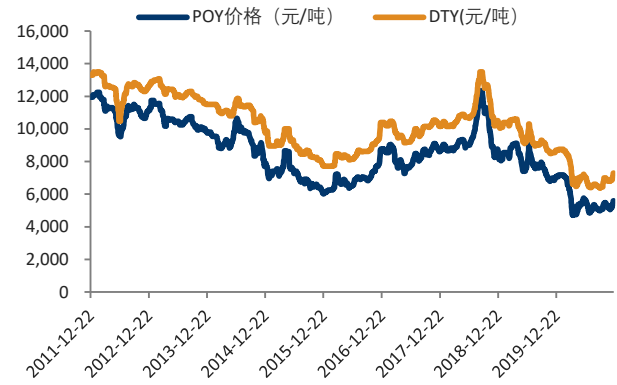
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

经营模式：深耕美国市场，和下游客户共同成长

公司所处布艺行业上游主要是合成纤维制造行业（以涤纶纤维为主，少量的棉、麻、腈纶）和辅料（染印、印染助剂）制造行业。公司主要产品为装饰面料和沙发套，其中装饰面料生产所需的主要原材料为涤纶纤维（主要是 POY 和 DTY），主要供应商为恒逸、桐昆等行业龙头公司，该类原材料由公司采购部根据生产计划、库存情况、原材料价格波动等因素择机进行自主采购，同时公司一般会储备 1000 吨左右的原材料，近年来 POY/DTY 价格不断下降有利于公司利润的增加；沙发套生产所需的主要原材料为装饰面料，公司沙发套产品所需的装饰面料部分为公司自主生产的装饰面料，部分由公司采购部根据客户的订单情况向客户指定的供应商进行指定采购。

图 6：公司装饰面料工艺流程图


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

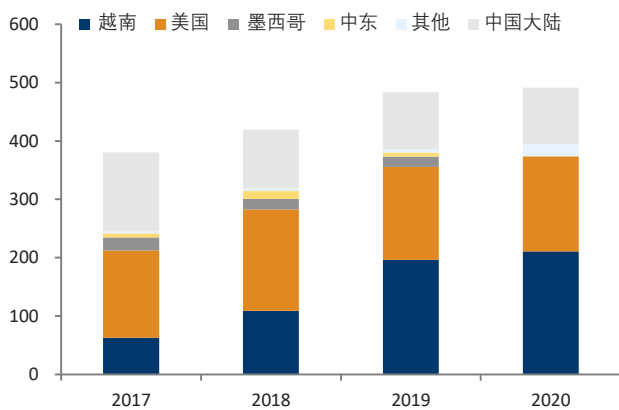
图 7：公司主要原材料 POY/DTY 价格走势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

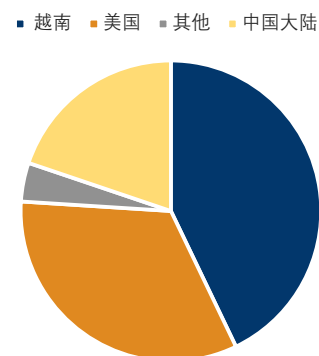
生产方面，采用“以销定产，少量库存”的生产模式，公司接到客户订单后，根据客户订单需求和交货期限组织生产，从而降低公司产品库存，减少资金占用，同时公司根据市场需求会进行少量备货，加快产品交货周期。在生产组织方面，公司采取“自主生产为主，外协加工为辅”的生产方式，所涉及的大部分工序由公司自主完成，部分特定工序由外协厂商完成，其中：染色，后整理工序中部分产品需涉及退浆、烧毛、匹染、英标阻燃等工序由外协厂商提供，制线工艺于 2017 年 11 月由外协转为自制。

销售方面，公司采取直接销售的模式，下游客户多为国际知名家居制造企业。全球化背景下，公司下游客户为了有效控制成本，通常在低成本国家或地区建设工厂或代工厂进行组织生产。在此背景下，公司销售分为两种情况：第一种是客户直接向公司下单，公司生产完成后直接销售给客户，客户向公司回款；第二种是由客户（如 Jackson）指定的代工厂（如浙江海派）根据客户需求向公司下单，公司完成生产后销售给代工厂，由代工厂向公司回款。公司深耕美国市场，产品主要销往美国，主要客户均为美国知名家具制造企业，2020 年越南收入占比迅速增加至 42.87%，主要系贸易摩擦使得美国客户为规避关税通过越南代工厂或加工基地向公司下达订单。

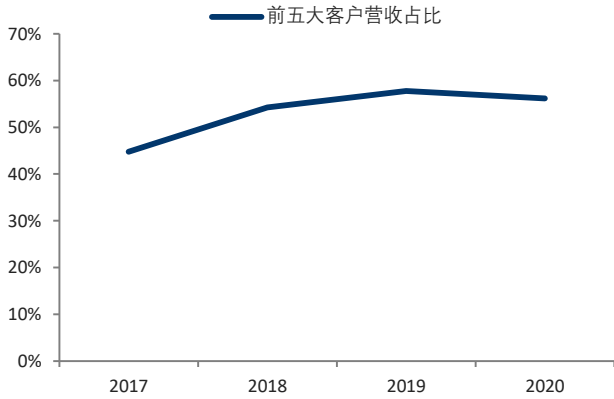
从客户结构来看，近年来公司下游客户集中度相对较高。2017-2020 年前五大客户的销售收入占营业收入的比重分别为 38.22%/52.44%/53.46%/56.18%，呈现逐年上升的态势，其中 2019 年第一大客户 Ashley 的销售收入占比达到 34.72%，比 2017 年增加 19.8PCT。Ashley 作为全美第一大家具品牌，2019 年收入 56.6 亿美元，出货量达 64.39 亿美元，同比增加 5%/13%。公司与下游龙头企业保持稳定合作关系。

图 8：2017-2020 年不同地区收入情况（百万元）


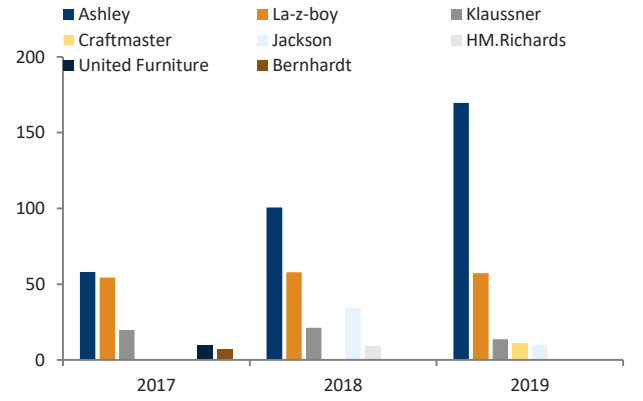
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 9：2020 年公司收入分地区分布情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 10: 2017-2020 年公司前五大客户销售收入占比


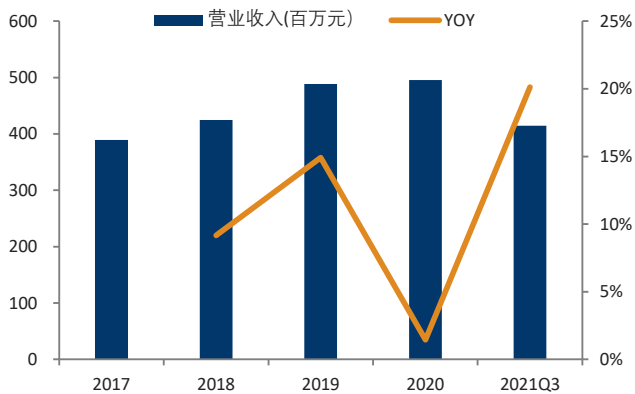
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 11: 公司前五大直销客户销售额 (百万元)


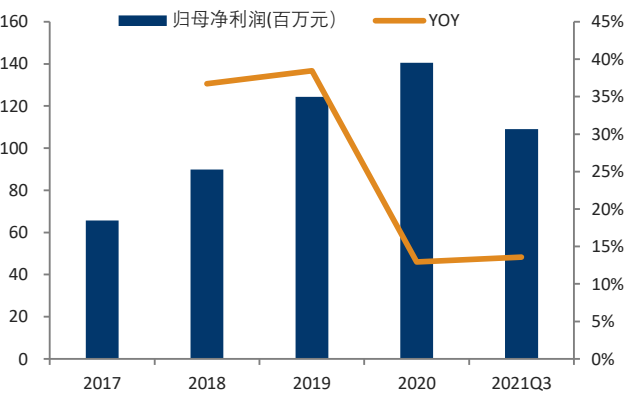
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

财务分析: 高毛利率产品占比增加, 公司业绩稳定增长

2017 年-2021Q3 公司收入保持稳定增长, 2017-2019 年公司营业收入、归母净利润分别由 3.89 亿元、0.65 亿元增加至 4.88 亿元、1.24 亿元, 年均复合增速为 12.00%/37.59%。2020 年受疫情影响, 公司营业收入 4.95 亿元, 同比增加 1.44%, 增速趋缓, 实现归母净利润 1.40 亿元, 同比增加 12.93%, 利润增速大于营收增速主要系公司产品结构优化以及原材料成本降低所致。

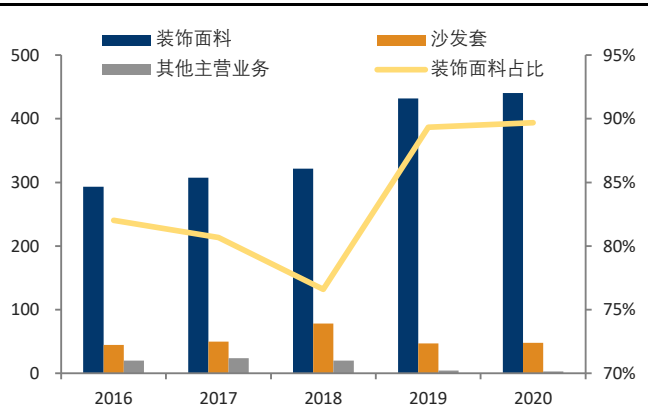
图 12: 近年来公司营业收入变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

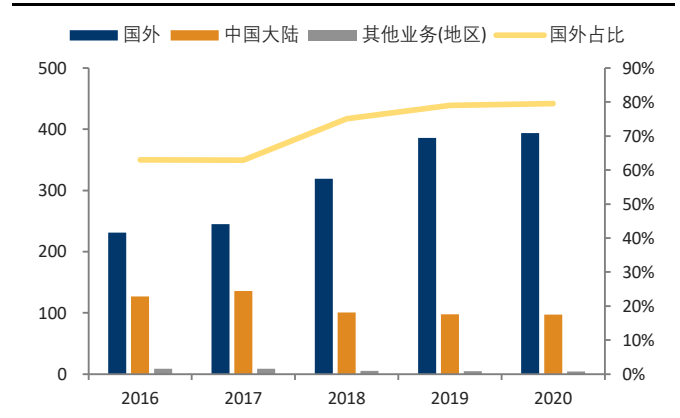
图 13: 近年来公司归母净利润变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分类别来看, 公司核心业务装饰面料收入快速增长, 2020 年装饰面料收入 4.40 亿元, 同比增加 2.03%, 营收占比从 2017 年的 80.67% 提升到 2020 年的 89.68%; 沙发套实现收入 0.47 亿元, 同比增加 1.57%。分地区来看, 受益于美国房地产市场回暖带来的沙发市场规模扩大, 公司海外收入占比不断提升, 2020 年公司海外收入 3.93 亿元, 占当期营业收入 79.51%。

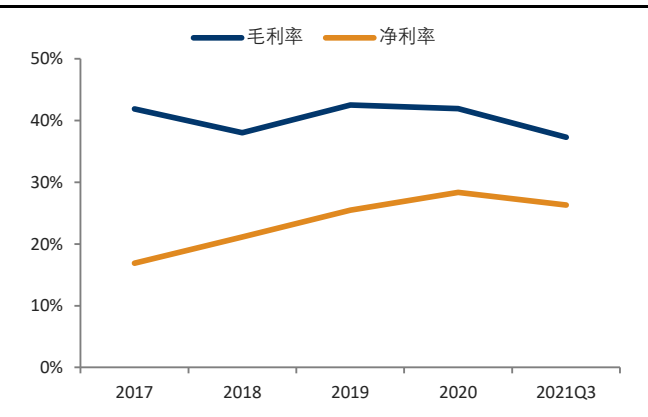
图 14: 主营业务收入变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

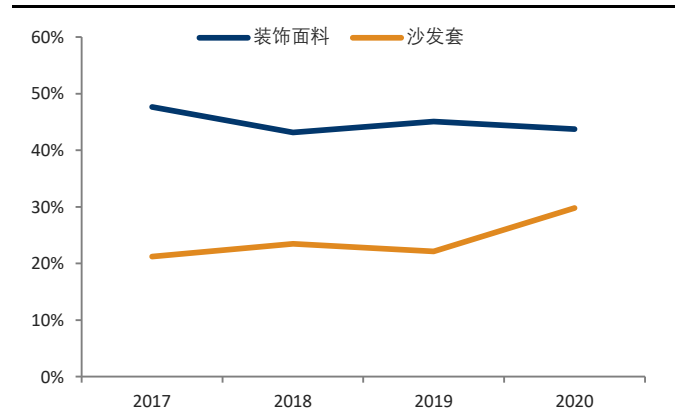
图 15: 各地区营业收入占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从毛利率来看,公司近年来维持较高且相对稳定的毛利率水平。2017-2020年公司销售毛利率分别为 41.89%/38.04%/42.51%/41.94%, 2018 年毛利率有所下降主要是由于原材料价格上涨、产品销售结构变化。2021Q3 公司毛利率有所下滑主要系公司修改会计准则,将运费纳入由销售费用科目转移至营业成本下。总体上公司保持较高水准的毛利率一方面是因为公司产品结构不断优化,高毛利率产品占比不断提升,另一方面强大的产品力使公司采用市场定价而非成本加成定价。分产品来看,2020 年公司装饰面料毛利率为 43.72%, 同比降低 0.57PCT, 沙发套毛利率为 29.78%, 同比增加 7.65PCT。

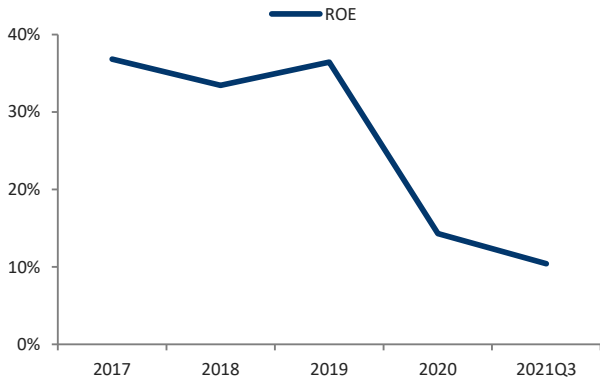
图 16: 近年来公司毛利率与净利率变化情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 公司不同产品毛利率变化趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

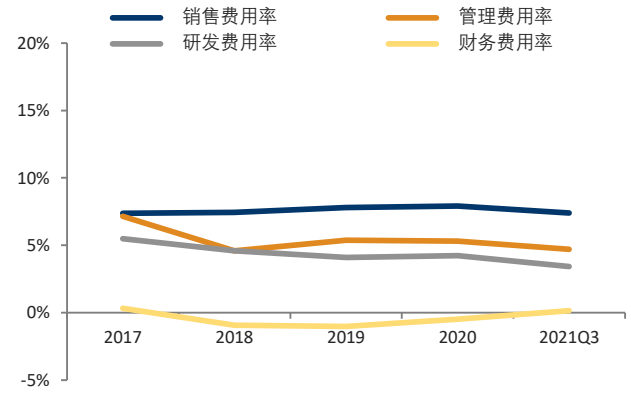
费用率方面,近年来公司各项费用率基本保持稳定,其中 2020 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.91%/5.30%/4.23%/0.49%, 同比变化 +0.11/-0.07/+0.14/+0.54PCT, 其中研发费用率提升主要系公司高度重视研发设计,不断提高研发费用增加产品多样性。财务费用率变化主要是由于公司产品主要销往美国,受人民币汇率波动影响较大,为了减少汇率变动对公司营收的影响,公司每年都会做套期保值来覆盖部分营收。

图 18: 近年来公司净资产收益率变动情况


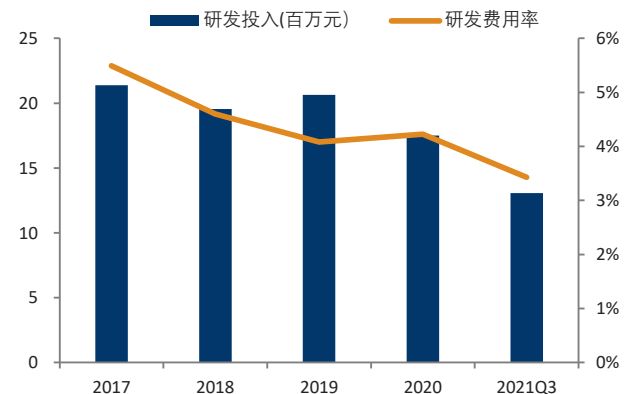
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 近年来美元兑人民币走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 近年来公司期间费用率变化情况


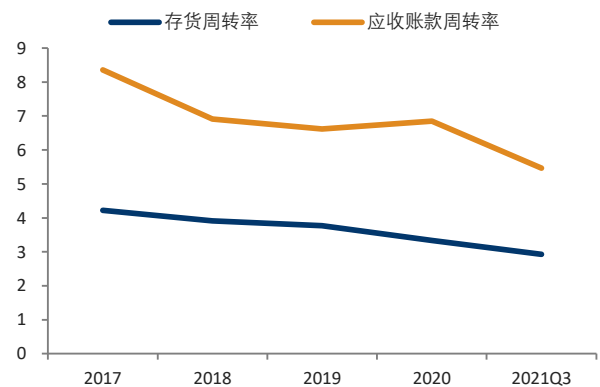
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 近年来公司研发投入和研发费用率


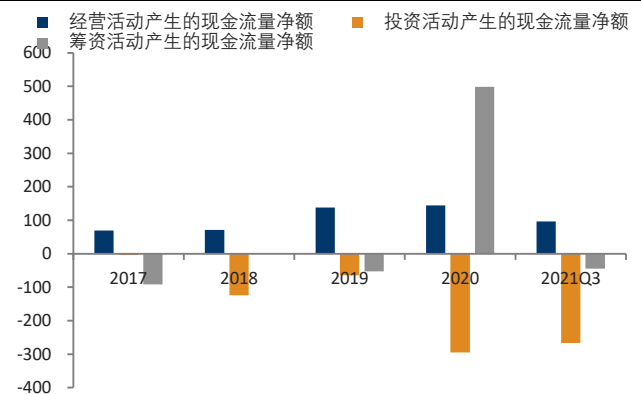
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017-2020 年公司存货周转率和应收账款周转率均呈现下降趋势, 其中 2018-2019 年存货周转率下降主要为公司为保证生产需要以及订单的快速交期, 对主要原材料及委托加工物资主动备货。2020 年存货周转率有所提升主要是美国订单增长较快, 且在疫情影响下, 部分客户的产品已生产完毕暂未发货。

从现金流来看, 近年来公司总现金流较为健康。2017-2020 年经营活动现金流量净额均稳步提升, 主要得益于公司销售持续稳步增长、回款情况良好。公司投资活动现金流量净额为负, 主要系公司生产规模扩大, 固定资产投资规模增加以及存入银行的结构存款及保本理财产品较多所致。2020 年公司正式在上交所上市, 筹资活动现金流量净额显著增长。

图 22: 近年来公司周转率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

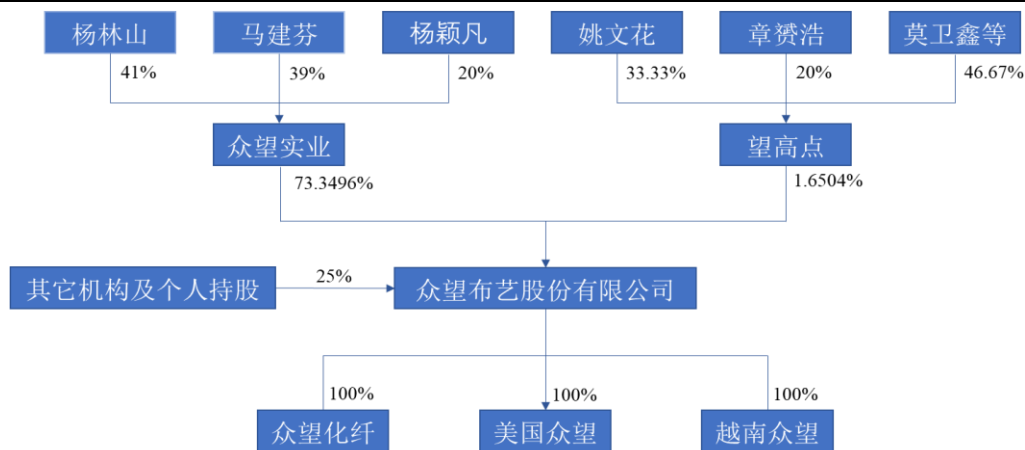
图 23: 近年来公司现金流情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司治理：实控人持股比例高，管理层经验丰富

公司实际控制人为杨林山、马建芬夫妇，截至 2021 年 12 月 1 日，两人合计持有众望实业 80% 的股权，股东杨颖凡系杨林山、马建芬之女，持有众望实业 20% 的股份，杨林山家族通过众望实业持有公司 73.35% 的股份，实现对公司的控股。此外，公司上市后另一实体公司望高点持有公司 1.65% 的股份，其主要大股东和杨林山、马建芬夫妇有亲戚关系，公司股权较为集中，大股东掌控能力强。

图 24：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司管理层具有丰富的行业经验与扎实的专业知识，推动公司技术水平持续提升，产品不断创新。董事长、副总经理等中高层以上的人员，大多有 10 多年以上的沙发布艺领域从业经历，具有丰富的行业技术素养，对市场和技术发展趋势具有前瞻把握能力，推动公司保持长期健康、稳定的成长。

表 1：公司管理层基本情况介绍

管理层	职务	个人简介
杨林山	董事长、总经理	现任余杭家纺产业协会会长、中国家纺家用纺织品行业协会副会长、余杭区人力资源和劳动保障协会副会长、余杭区工商联副主席、总商会副会长。1994 年 10 月至 2017 年 11 月，任众望有限执行董事兼总经理；2017 年 11 月至今，任公司董事长兼总经理
马建芬	董事	1994 年 10 月至 2017 年 10 月，历任众望有限监事、众望化纤总经理；2017 年 11 月至今，任众望实业执行董事兼总经理，公司董事
杨颖凡	副总经理、董事会秘书	杨林山、马建芬之女，任众望有限副总经理。2017 年 11 月至今，任公司副总经理、董事会秘书
姚文花	副总经理	1994 年 10 月至 2017 年 11 月，历任众望有限业务主管、销售部经理、副总经理。2017 年 11 月至今，任公司副总经理
章赟浩	副总经理	公司副总经理

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

行业分析：美国沙发市场空间广阔，高端化趋势利好布艺龙头

行业现状：布艺制造产能向低成本地区转移，国内产业集群优势明显

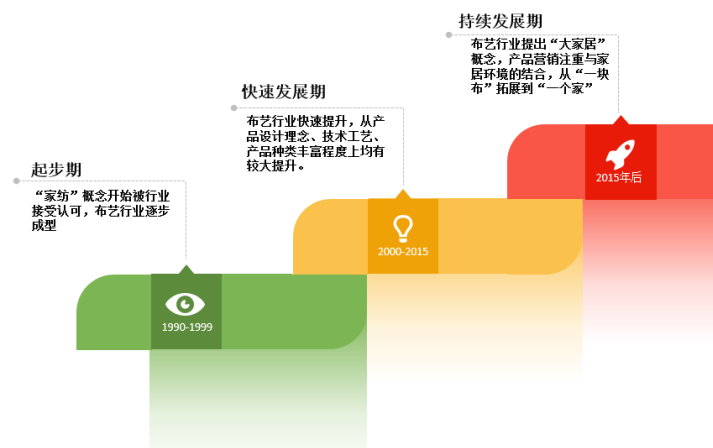
海外布艺制造环节向生产成本低廉地区转移。近年来，欧美等发达地区装饰织物不断发展并更新换代，形成了相对稳定的市场规模，其中英国、法国、德国和美国等国家在纺织面料纤维生产用量占总纤维消费量上接近 1/3，位于世界前列。欧美地区布艺行业在质量、功能、设计理念、技术水平等诸多方面都处于领先地位，出现了众多从事纺织品艺术造型的专业设计师、设计团队、制造商等，部分大型的布艺生产企业还培育了自身专业的设计团队。欧美

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>13

地区布艺企业将制造环节转移至中国、印度、土耳其等人力成本相对较低的地区，而在本土仅保留了具有竞争优势的设计研发与销售等环节。因此布艺行业在全球范围内逐渐呈现了竞争的差异化，欧美发达国家布艺企业的竞争，多以设计研发和销售领域为主，而中国、印度、土耳其等国内生产企业的竞争多以生产领域为主。

国内布艺行业发展迅速，产业集群优势显现。目前我国布艺年产值规模已超 2000 亿元，其中出口产值约占 25%，内销产值约占 75%。与此同时，我国布艺生产企业主要分布在东部沿海地区，其中浙江省布艺产业产值占全国总量的 60%左右，江苏省占全国总量 20%左右，其他地区产值合计约占 20%左右。这些地区均处于我国经济比较发达的沿海地区，周边具有完善的物流、交通等配套服务设施，市场消费能力相对更高，为我国布艺行业的发展提供了强大的动力。相比国外布艺市场，我国布艺行业拥有从上游化纤、染料等原材料生产到布艺的设计、生产以及下游完善的物流、销售网络等配套服务这样完整成熟的产业链。

图 25: 我国布艺行业发展历程



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

表 2: 国内布艺产业集群介绍

布艺产业集群	特色	主要产品	产业规模
浙江省杭州市余杭区	全国著名的中高档装饰面料产区，产品以出口为主，有“中国布艺名城”之称	窗帘面料、沙发面料、床上用品等	产值超过 200 亿元，区域内代表企业有众望布艺股份有限公司、杭州艾可家纺有限公司等
浙江省海宁市许村镇	全国著名的提花家纺生产中心，产品出口内销均有，有“中国布艺名镇”之称	窗帘面料、沙发面料、床上用品等	产值超过 200 亿元，区域内代表企业有浙江和心控股集团有限公司、浙江玛雅布业有限公司等
浙江省桐乡市大麻镇	注重沙发布艺产品的开发，有“中国家纺布艺名镇”之称	沙发面料	产值超过 100 亿元，区域内从事沙发布产品生产、批零贸易等各类企业（含个体户）超过 5000 家，多以中小企业为主
浙江省绍兴市杨汛桥	以窗帘、窗纱为发展重点，有“中国窗帘窗纱名镇”之称	窗帘面料	产值超过 100 亿元，区域内代表企业有浙江裕隆实业股份有限公司等
浙江省杭州市萧山义桥镇	以床垫面料为核心，有“中国床垫布名镇”之称	床垫面料	产值超 10 亿元，区域内从事床垫布生产企业接近 300 家，多以中小企业为主

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

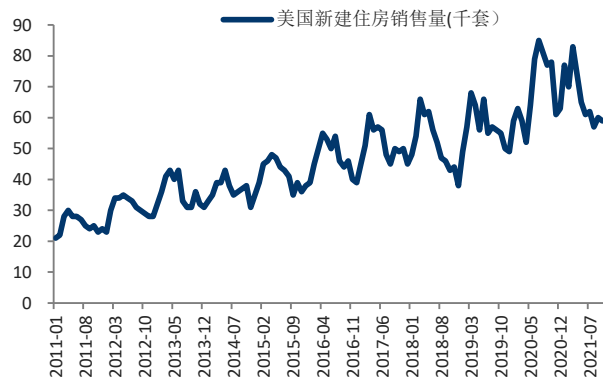
行业空间：美国沙发市场需求广阔，布艺企业有望共享成长红利

美国楼市复苏利好沙发市场，公司有望共享下游成长红利。公司生产的装饰面料主要应用于沙发领域，沙发行业的周期性与房地产行业的景气程度有相关性。美国沙发行业起步较早，现已逐渐步入发展成熟期，当前美国经济稳健复苏，居民消费意愿增强。2021 年 1-10 月美

国楼市成屋销售 6092 万套，同比增加 11.47%，房地产市场销售不断增长推动沙发等家居领域市场规模增加。

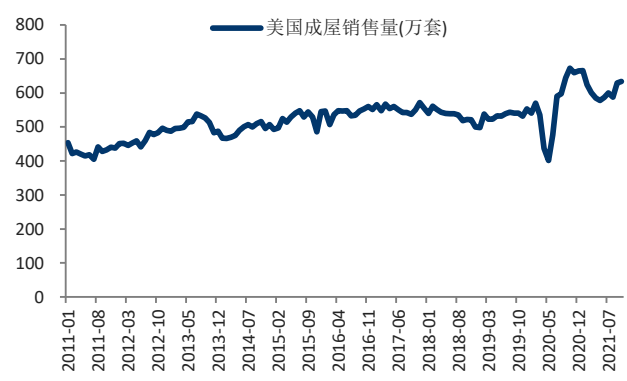
估计 2023 年美国布艺沙发市场规模将达到 58.99 亿美元。近年来美国沙发市场规模持续增长，2020 年美国沙发市场零售额达到 221.6 亿美元，2017-2020 年复合增速为 15.99%，随着布艺沙发技术成熟，样式和功能多样性的特点，布艺沙发的渗透率有望持续提升。按照 20% 的布艺沙发渗透率和 10% 的沙发市场规模增速测算，2021/2022/2023 年美国布艺沙发市场规模为 48.75/53.63/58.99 亿美元。公司深耕美国市场多年，是下游多家沙发品牌厂商的重要供应商，有望分享美国沙发市场规模增加红利。

图 26: 美国新建住房销售量 (千套)



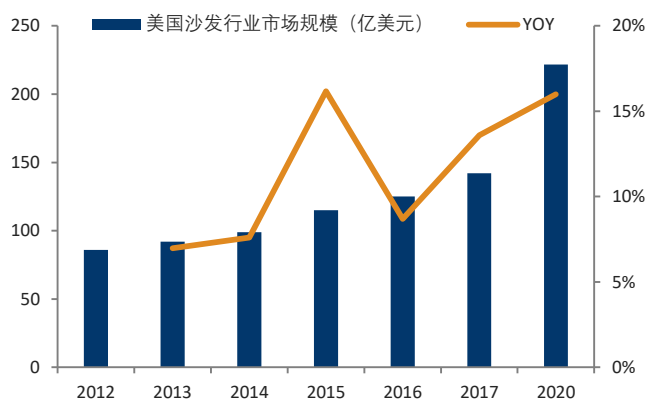
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 美国成屋销售量 (万套)



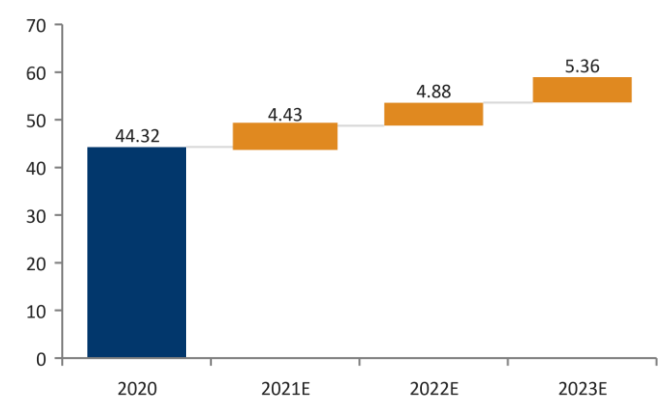
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 美国沙发市场规模



资料来源: 前瞻产业研究, 信达证券研发中心

图 29: 2021-2023 美国布艺沙发新增规模 (亿美元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

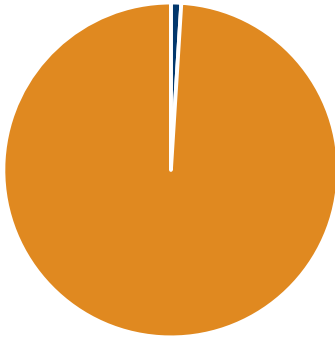
行业格局: 美国布艺市场格局既定, 国内行业集中度较低

对标布艺行业较为成熟的美国, 经过多年的发展, 行业相对集中。在产品装饰面料与沙发套领域, 美国市场的参与者主要有 CULP、Valdese、STI 等企业。相比之下, 根据中国家用纺织品行业协会统计, 2019 年国内规模以上布艺制造企业有 200 多家, 这其中布艺沙发面料生产企业收入超 4 亿元的仅有两家, 几千万的企业相对较多。因此国内市场集中程度较低, 竞争较为激烈。公司定位高端且长期深耕美国市场, 主要竞争对手为美国企业。

图 30: 国内布艺行业竞争情况

图 31: 美国市场主要沙发布艺企业介绍

■ 收入四亿元以上 ■ 其他



资料来源：中国家用纺织品行业协会，信达证券研发中心

客户	产品品类	公司类型
CULP	主要产品为床垫和装饰面料，产品应用于家具领域	主要从事高档家纺面料的设计、开发、销售及后整理加工
VALDESE	主要产品为装饰面料，产品应用于家具、窗帘等领域	集研发、设计、生产、销售于一体的综合型企业
STI	主要产品为装饰面料，产品应用于家具领域	集研发、设计、生产、销售于一体的综合型企业

资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业趋势：高端化趋势利好自主设计研发、快速反应的布艺龙头

布艺应用由应用属性转为装饰和功能属性，向中高端市场发展趋势明朗。经过多年的发展，我国布艺行业的发展已经进入到新的阶段，布艺产品也逐渐脱离其应用属性，向装饰和功能属性方向发展。一方面，消费者赋予布艺产品的时尚感、设计感有了新的要求，随着“大家居”概念的提出，整体家居软装饰已成为一种时尚，不仅要求各个家居产品具有统一的色彩和装饰风格设计，各种产品要做到协调搭配；另一方面，消费者对布艺产品的要求已经不仅仅是实用性和耐用性，如易清洗、高日晒、防紫外线等功能性强的产品更加受到消费者青睐。因此中高端面料市场容量将不断增加，而定位于中高档面料的优势企业能够依靠其设计研发能力与技术工艺优势，不断拓展市场份额，市场集中度逐步提高。

拥有自主设计研发能力和智能化快反供应的企业有望脱颖而出。在行业高端化的发展趋势之下，自主设计研发能力、快速反应能力成为布艺企业的新的核心竞争力。自主设计研发能够帮助企业精准把握、引领行业潮流，助力企业脱离同质化的竞争，获得更多的市场份额更高的议价能力和利润空间。自动化生产能够为提高生产效率，帮助企业对下游客户的需求做出快速反应、缩短交货周期，带来较强的客户粘性。

竞争优势：多年研发、生产积累，构筑坚实护城河

公司成立之初即定位布艺中高端市场，注重产品的附加值。在长期与欧美等先进布艺企业竞争过程中不断提高设计研发水平，强化自身核心竞争力。公司产品主要应用于沙发领域，对于沙发这类产品来说除沙发中木材、海绵、弹簧等标准件，装饰面料是唯一个性化的配件，因此消费者在购买沙发的时候很大程度上是根据面料决定的，国内外客户更倾向和引领行业潮流的布艺企业合作。

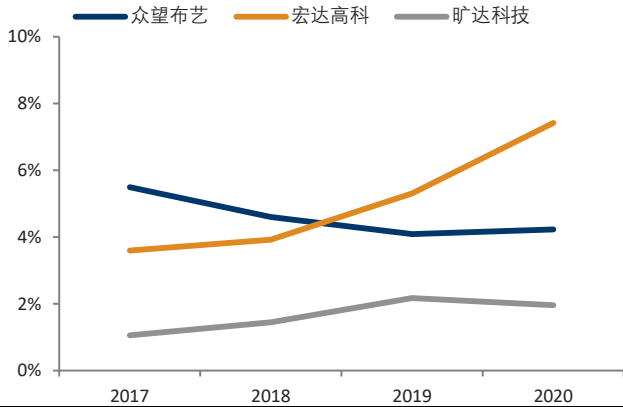
设计研发：顶尖研发团队和高设计投入，引领布艺沙发时尚潮流

公司 2011 年成立美国子公司“Z-WOVENS”，依托美国本土市场，组建了全美顶级的设计师团队，团队成员具有多年的设计研发经验、丰富的专业知识和前沿的时尚敏锐性，此外，公司与全球二十家设计公司保持紧密合作，来获取最新潮先进的花型和颜色。公司长期以来不断加大在布艺研发设计方面的投入，目前拥有超过 1600 套花型，近 2 万种面料款式，每年设计打样面料款式数量在 3000 件左右，不仅能够满足客户对不同风格和面料的要求，还能够主动为客户提供一体化的解决方案，增强客户粘性。

公司旗下“SUNBELIEVABLE”产品成功问世，有望进驻长期被国外垄断的高端户外面料市

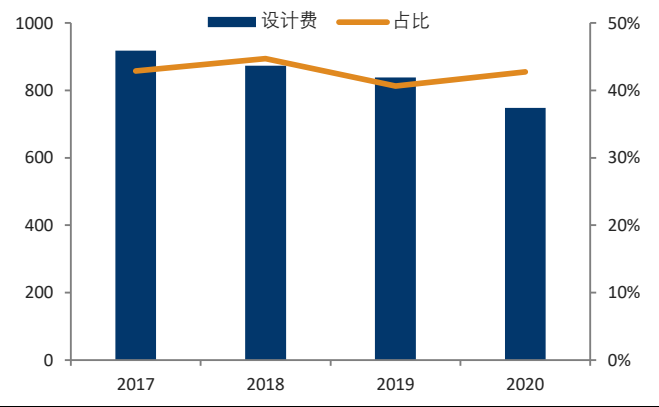
场。“SUNBELIEVABLE”面料应用于沙滩、游泳池和庭院等户外场景，因此对面料的耐用性、防污性要求较高。面料具有较高的研发壁垒和资金投入壁垒，过去该市场被国外品牌“SUNBRELLA”一家垄断，经过公司持续的研发和探索，成功推出公司户外面料品牌“SUNBELIEVABLE”，随着募投项目产能释放，户外面料有望成为公司新的业绩增长点。

图 32: 公司及同行业可比公司研发投入对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33: 2017-2020 年公司设计费及其研发占比

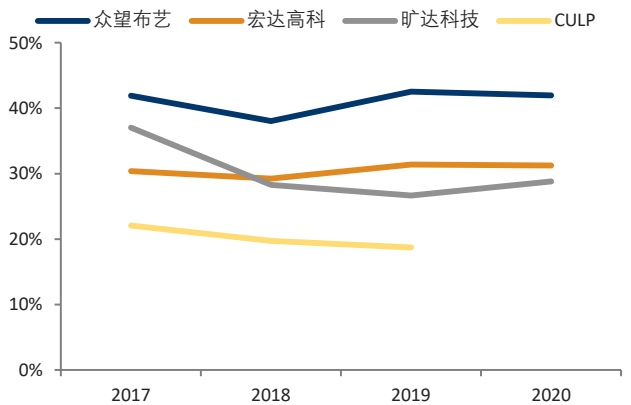


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

生产交付：产业链一体化模式，强化成本优势及快速交货能力

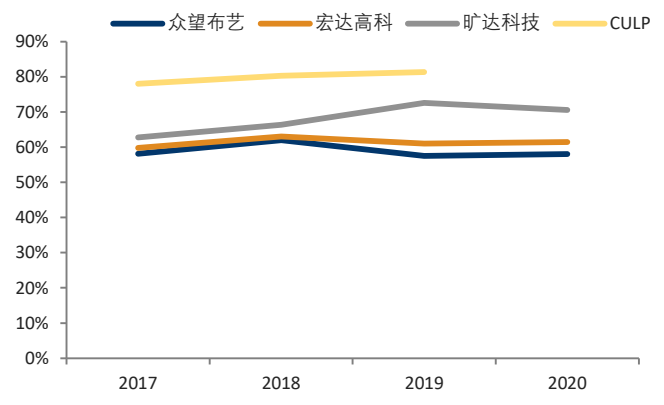
公司具备从装饰面料及制品的设计研发到生产销售所需的完整产业链，这使得公司具有较强的过程控制能力，能够从源头上保证产品质量的稳定性并积累各个环节的利润，成本优势明显。相比国内同行，公司拥有自己的销售渠道，通过在美国家具重镇直接设立子公司，销售人员直接对接下游沙发家具厂商和大型卖场，跟踪市场需求。相比国外竞争对手，公司采用两地布局的方式，将设计、研发和销售业务放在美国，境内母公司从事生产方面的业务，在充分考虑公司设计能力的基础上，又利用了国内生产成本较低的优势，保证了公司较强的竞争力。

图 34: 可比公司毛利率变化 (装饰面料分部毛利率)



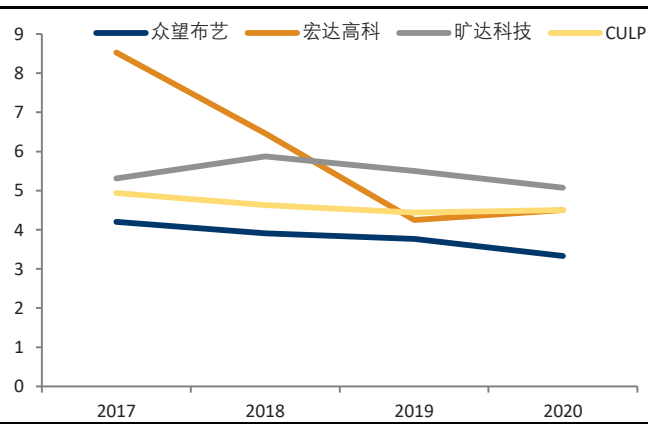
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 可比公司成本营收占比

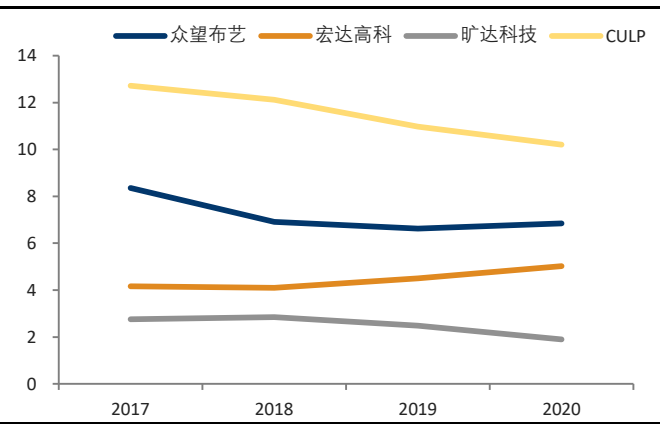


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在供货速度方面，公司拥有快速响应的优势。公司以信息系统为依托，将研发、采购、生产、销售、质控、仓储、物流等环节有效组织并实施协同运作，形成了一套行之有效的管理机制。相比同行，公司从购买纺纱原料到最后产品入库只需要 30 天（一般 2-3 周），而同行一般需要 60-90 天。从应收账款周转率来看，相比国外同行，公司应收账款周转率略低，主要是公司为境外销售，考虑海运时间成本等因素所致。从存货周转率来看，相比同行，公司存货周转率较低主要系为了保证生产需要以及订单快速交货，公司通常会主动进行备货。

图 36: 可比公司存货周转率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 可比公司应收账款周转率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

客户资源: 下游长期绑定龙头客户, 合作关系紧密

受益于一流设计能力和快于同行的交货周期, 公司下游长期绑定龙头客户资源。规模较大的客户往往具有严格的供应商考核体系, 通过严格审核的布艺企业才能进入其供应商体系。公司深耕美国市场多年, 凭借行业领先的设计能力和一系列高质量的产品服务和多家家具企业建立深厚的合作关系, 积累了大量的客户资源。同时, 公司和主要客户均签订了年度销售合同, 其中多家为自动续期合同或长期合同, 公司前五大客户中的 Ashley、La-z-boy 的 2019 年出货量位居全美家具公司前两位, 2020 年营业收入同比增长 14%/2%。和龙头家具公司建立稳定的合作关系既保证了公司下游客户稳定, 也使得公司能够分享对方规模扩大带来的增长。

表 3: 公司部分产品获得欧美认证

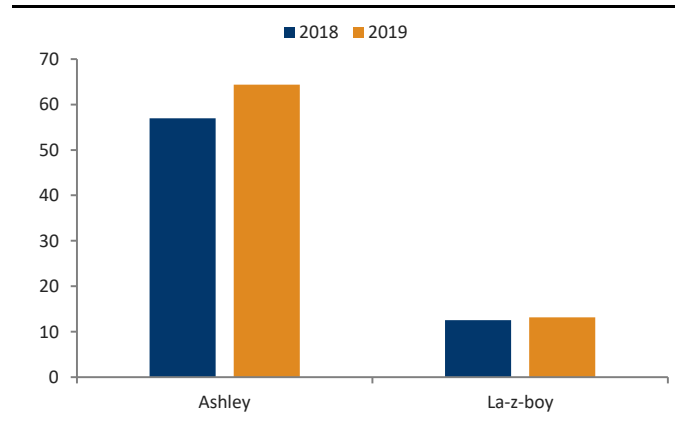
公司名称	公司概况	合作年限	2018 年销售额
Ashley	创立于 1945 年, 全美最大的家具制造商和经销商, 销售覆盖全球 123 个国家, 全球门店超过 800 家, 拥有 9 座先进实验室和总面积约 1700 万平方英尺的 13 座世界级工厂	7	54.11 亿美元
La-z-boy	创立于 1927 年, 美国知名的家具制造商和零售商, 旗下有 340 家 LZB 家具画廊, 拥有 5 个美国制造工厂, 1 个墨西哥工厂, 纽交所上市企业	13	17.45 亿美元
Flexsteel	创立于 1929 年, 是美国知名的家具制造商, 公司拥有 1340 名员工, 纳斯达克上市企业	10	4.44 亿美元
Klaussner	创立于 1963 年, 是美国知名的家具制造商, 在美国有 10 个工厂, 主营户外休闲和室内家具	10	3.04 亿美元
Craftmaster	港交所上市企业顺诚控股 (代码 00531.HK) 旗下子公司, 顺诚控股创立于 1995 年, 是全球知名的家具制造商和经销商, 拥有 Universal Furniture、Craftmaster Furniture 等品牌	7	4.79 亿美元
Jackson	创立于 1933 年, 是美国知名家具制造商和经销商, 拥有 1600 名员工	9	未披露
United Furniture	创立于 1993 年, 是美国大型的家具制造商和经销商, 旗下有 10 个工厂	10	未披露
Bernhardt	创立于 1889 年, 是美国知名家具制造商, 旗下有 8 个工厂, 销售覆盖全球 51 个国家	14	未披露
Southern Motion	创立于 1996 年, 是美国知名功能家具制造商, 旗下有 5 个工厂	10	未披露
Albany	创立于 1995 年, 是美国知名家具制造商, 拥有超过 600 名员工	10	未披露

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 38: 2019 年美国前十大家具公司出货量 (亿美元)
图 39: 2019 年公司前两大客户出货量增长情况 (亿美元)

序号	公司	出货量 (亿美元)
1	Ashley	64.39
2	La-Z-Boy	13.18
3	Dorel Inds	8.42
4	Hooker Furniture	6.11
5	L&P Fashion Bed Group	5.09
6	Samson Holdings	4.57
7	Flexsteel Industries	4.43
8	Ethan Allen Interiors	4.42
9	Coaster Company of America	3.78
10	Bassett Furniture Inds	2.61

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

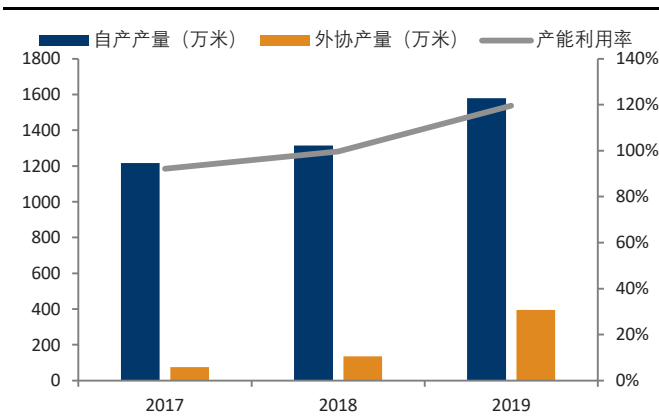


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

短期优势: 新增产能释放, 公司有望量价齐升

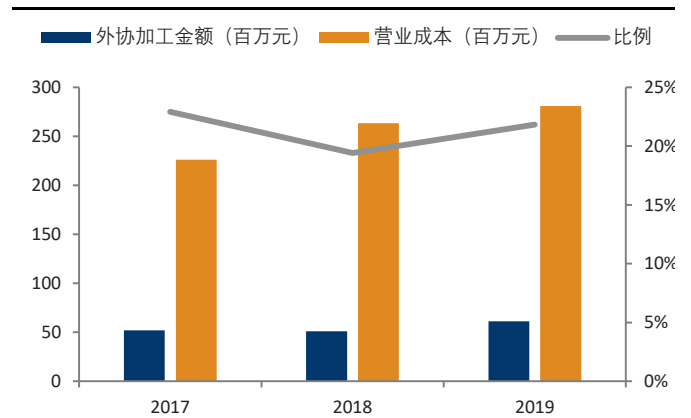
现有装饰面料产能不足制约公司发展。随着下游订单不断增加, 公司产能利用率不断上升, 2019 年公司装饰面料产能利用率达到 119.6%, 已处于超负荷状态。同时, 2019 年公司装饰面料自有产能和外协产能分别为 1579/394 万平米, 相比 2017 年分别增加 29.7%/428.18%, 外协产能增长速度快于自产产能增长速度。外协产能的增加一方面增加了成本, 另一方面也加大了公司产品质量的管控难度。

图 40: 2017-2019 年装饰面料产量及产能利用率



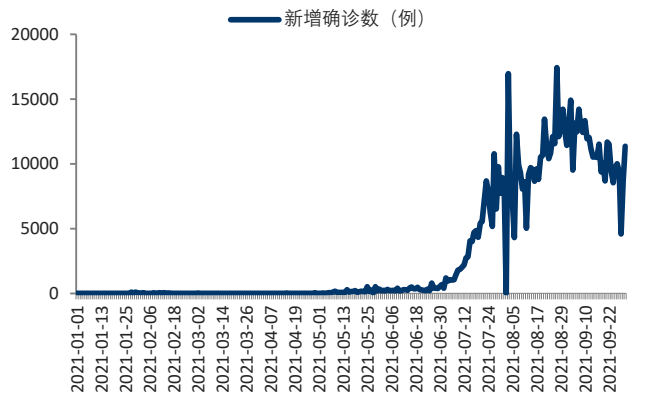
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 41: 公司外协成本占营业成本变化情况

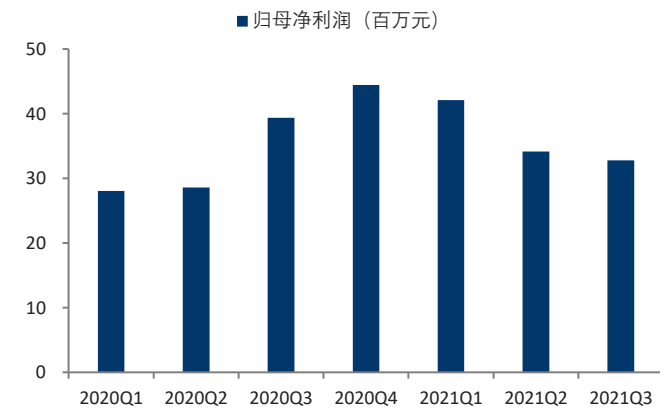


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

2021Q3 受越南疫情所累, 公司业绩下滑, Q4 有望恢复增长。公司下游客户多在人力成本低、关税政策友好的越南设厂。2021 年三季度越南疫情爆发, 客户工厂被迫减产、停产, 公司订单量下滑、出货停摆。四季度越南地区疫情有所控制, 下游客户产能陆续恢复, 带动公司订单量恢复增长, 外协占比随之提高, 公司亟需新产能以应对逐步提升的出货需求。

图 42: 2021 年前三季度越南每日新增确诊人数


资料来源: 全球疫情地图, 信达证券研发中心

图 43: 2021-2021Q3 公司单季度净利润


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司上市后募集资金 5.02 亿元用于投资项目“年产 1500 万米高档装饰面料项目”和“研发中心建设项目”的建设。其中“年产 1500 万米高档装饰面料项目”建成后将扩大公司装饰面料产品产能, 解决装饰面料产能不足的问题, 还可降低外协生产的比例, 节约成本的同时增强公司对于产品质量的把控。

下游客户订单足以满足募投项目新建产能释放, 公司有望量利齐升。公司的顶级设计团队和遍布于全球的二十家设计公司使公司能够实时推出新潮的花色和版式, 不仅能够满足客户对于不同风格、款式的需求, 还能够引领行业时尚潮流。凭借多年的研发和生产经验, 公司为客户提供的不止是沙发装饰面料, 而是一套完整的问题解决方案, 为合作带来了更强的粘性。此外, 相比于同行企业, 公司产业链一体化, 能够帮助公司实现上下游生产加工的无缝衔接, 大幅缩短交货周期, 保障了快速响应下游需求的能力。在优秀的产品力、高效的生产、快速的响应能力的加持下, 公司订单量有望持续提升, 募投项目投产将打破公司产能瓶颈, 助力公司量价齐升。

图 44: 公司上市募投项目信息

项目名称	项目描述	募集资金 (万元)	投资额 (万元)
年产 1500 万米高档装饰面料项目	目前公司拥有 1320 万米中高档装饰面料产能, 募集资金用于更新生产设备, 淘汰旧产能。项目达产后公司总产能能为 2220 万米	46800	46800
研发中心建设项目	新建建筑总面积为 8700 平方米研发中心; 分阶段引进多名高素质研发人员, 用以扩充研发团队; 购置相应的研发设备、研发软件、检测试验设备以及信息管理软件等	3400	3400

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 45: 公司核心优势保障了公司和下游客户合作紧密


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们预计:

1) 收入方面, 2021 年受疫情短暂影响后, 公司订单需求快速恢复, 伴随公司明年新增产能

完全释放，销量同比有望提升；产品价格来看，公司议价能力较强，短期小幅涨价以让渡成本压力，长期来看，公司高附加值产品占比增加，带动销售单价同比增长。综上，我们预计2021-2023年公司收入为5.37/6.80/8.29亿元，同增8.5%/26.5%/21.9%，看好未来业绩成长性。

2) 毛利率方面，2021-2023年公司高附加值产品占比提升，预计毛利率将呈现小幅提升的态势，我们预计2021-2023年公司整体毛利率小幅提升。

3) 费用率方面，公司收入持续扩张，规模效应显现，我们预计2021-2023年期间费用率小幅下降，整体盈利能力提升。

综上，我们预计2021-23年公司收入为5.37/6.80/8.29亿元，同增8.5%/26.5%/21.9%，归母净利润为1.6/2.0/2.43亿元，同增14.2%/24.9%/21.2%。

表 4: 公司业绩与盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	488	495	537	680	829
增速	14.9%	1.4%	8.5%	26.5%	21.9%
归母净利润	124	140	160	200	243
增速	38.5%	12.9%	14.2%	24.9%	21.2%
毛利率	42.5%	41.9%	40.3%	40.6%	40.9%
EPS	1.88	1.96	1.46	1.82	2.21

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

相对估值：公司主要从事中高档沙发装饰面料及制品的研发、设计、生产与销售，下游主要应用于沙发，可比上市公司包括申洲国际、梦百合等，我们预计公司2021年EPS为1.46元，目前股价对应17.34倍PE，可比公司平均估值为2022年22倍PE，考虑到公司业绩增速更高，参考同类制造公司估值水平我们认为公司合理估值为2022年25倍PE，对应目标价为36.50元。

表 5: 可比公司 EPS 及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
2313.HK	申洲国际	158.2	2378	37.66	35.87	28.73	24.34	3.40	3.60	4.50	5.31
603313.SH	梦百合	18.13	88	32.06	46.19	15.02	10.59	1.01	0.39	1.21	1.71
605080.SH	浙江自然	69.90	71		32.02	23.41	17.60	2.10	2.18	2.99	3.97
	行业平均			34.86	38.03	22.39	17.51				
605003.SH	众望布艺	25.28	28	14.99	17.34	13.88	11.46	1.96	1.46	1.82	2.21

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为2021年12月10日收盘价；申洲国际、梦百合、浙江自然为wind一致预期

绝对估值：

我们假设无风险收益率为3%、风险溢价率为8%、永续增长率为0.5%，通过DCF估值模型计算公司合理市值为44亿元，对应目标价为39.97元。

估值结论及投资评级

综上，我们给予公司目标价36.50元，看好公司短期业绩快速增长、长期空间较大，目前估值处于较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

贸易摩擦风险:公司产品主要销往美国,近年来美国对中国向其出口的商品加征一定比例的进口关税,公司部门产品在加征关税名单之内。如果中美贸易环境进一步恶化,可能增加公司增税的承担比例或者导致客户因无法承担巨额关税而减少对公司产品的采将对公司业绩造成不利影响。

市场竞争风险:公司产品以外销为主,主要与国际上的布艺生产企业竞争,设计和研发是主要的竞争领域。若公司未来不能适应市场变化,未能准确把握市场需求或产品定位而开发出适销对路的新产品,则面临的市场竞争风险将会加大,在日益激烈的竞争中将处于不利地位。

人民币汇率出现大幅升值:公司境外销售收入占当期营业收入比重较高,2017-2019年公司境外销售收入占营业收入的比例分别为64.33%、75.99%和79.83%。如果后续人民币兑美元汇率出现大幅波动,可能会对公司的经营业绩产生影响。

疫情对公司经营造成不利影响的风险:公司下游最终客户为美国知名家具制造企业,其抵御风险的能力较强,如果后续疫情影响超预期,尤其是在公司产品主要销售地如美国、越南、墨西哥等国家更大面积的蔓延,从而进一步导致全球经济增长衰退、消费者信心和消费能力下降则可能对公司业绩产生重大不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	276	823	1,021	835	1,117
货币资金	110	399	579	343	572
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	72	72	79	99	121
预付账款	1	3	3	4	5
存货	76	97	108	136	165
其他	18	251	252	253	254
非流动资产	172	281	278	698	694
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	45	70	70	494	494
无形资产	72	71	69	67	66
其他	55	140	138	136	134
资产总计	448	1,104	1,299	1,533	1,811
流动负债	102	118	131	165	201
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	33	32	35	44	54
应付账款	48	63	70	88	107
其他	21	23	26	32	40
非流动负债	4	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	4	4	4	4
负债合计	106	122	135	169	204
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	342	983	1,164	1,364	1,607
负债和股东权益	448	1,104	1,299	1,533	1,811

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	488	495	537	680	829
同比(%)	14.9%	1.4%	8.5%	26.5%	21.9%
归属母公司净利润	124	140	160	200	243
同比(%)	38.5%	12.9%	14.2%	24.9%	21.2%
毛利率(%)	42.5%	41.9%	40.3%	40.6%	40.9%
ROE%	36.4%	14.3%	13.8%	14.7%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.88	1.96	1.46	1.82	2.21
P/E	0.00	14.99	17.34	13.88	11.46
P/B	0.00	2.63	2.39	2.04	1.73
EV/EBITDA	-0.82	12.36	12.68	9.18	8.16

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	488	495	537	680	829
营业成本	281	288	321	404	490
营业税金及附加	5	2	2	2	3
销售费用	39	14	16	20	24
管理费用	26	23	25	31	38
研发费用	21	18	19	24	29
财务费用	-2	4	-17	-16	-16
减值损失合计	-1	-1	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
其他	27	14	14	18	22
营业利润	145	162	187	234	283
营业外收支	1	2	0	0	0
利润总额	146	164	187	234	283
所得税	21	23	27	33	40
净利润	124	140	160	200	243
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	124	140	160	200	243
EBITDA	133	177	174	266	271
EPS(当年)(元)	1.88	1.96	1.46	1.82	2.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	138	144	159	231	228
净利润	124	140	160	200	243
折旧摊销	9	9	4	48	4
财务费用	-2	4	0	0	0
投资损失	0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	25	-9	-5	-17	-18
其它	-19	0	0	0	0
投资活动现金流	-64	-295	1	-467	1
资本支出	-60	-106	0	-468	0
长期投资	0	-245	0	0	0
其他	-4	56	1	1	1
筹资活动现金流	-53	499	22	0	0
吸收投资	0	525	22	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-53	0	0	0	0
现金流净增加额	21	338	180	-237	229

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。