

众望布艺(605003)

深度报告

公司研究—纺织服装—

证券研究报告

沙发面料美学与性能专家，步入加速成长期

——众望布艺深度报告

✍️ : 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

美国沙发制造龙头品牌核心面料供应商，“小而美”系列代表性标的，业绩增长速度有望超预期！

投资要点

□ 历史复盘：深耕美国市场，领跑装饰面料行业

美国市场占比 90%以上，深度绑定全美前十大家具制造商。公司自 1994 年成立以来一直专注于装饰面料行业，主要产品为装饰面料及沙发套。公司 2003 年进入美国市场，2011 年成立美国子公司，目前 90%以上产品直接或间接销往美国市场，深度绑定全美前十大家具制造商，其中美国第一家具品牌 Ashley 占公司总收入的 30%以上。

业绩增长稳健，疫情之下展现韧性，盈利能力表现出众。2016-2020 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 7.8%/13.9%，得益于大客户较强的抗风险能力，20 年疫情之下仍保持正增长。公司毛利率总体维持在 40%左右高位，在控费能力持续改善之下，2020 年净利率提升至 28.4%。

□ 制胜核心：何以绑定大客户与实现高毛利率？

1) 系统的设计流程，精准把握本土流行趋势，提供一站式搭配方案。公司与全球 20 多家知名画稿公司合作，每年设计打样面料款式数千款，在时尚性上引领全球市场，并根据“大家居”理念，为客户提供沙发、抱枕、座椅、床品的一揽子配色方案。

2) 持续攻克技术难题，推出新型功能性面料，拓展应用场景。公司产品技术指标如色牢度、抗拉强度、耐磨性等行业领先，为解决布艺沙发痛点，公司研发推出 Sunbelievable 户外系列、Neverfear 防污系列、Z-CYCLE 环保系列三个代表性差别化产品，在客户中具有较强不可替代性。

3) “国内全产业链+美国研发销售”模式，最大化成本和交期优势。公司在美国设立子公司承担部分的设计研发和销售职能，而境内公司承担了所有的生产职能（但不限于生产环节），较好地结合了两者的优势，不论是相对于美国还是中国的面料企业，均具有较强的竞争力。

4) 突出的国际化运营能力，为客户提供长期、深度的产品服务。20 年外贸经验+全外籍的美国销售团队，得以快速、准确与美国客户形成良性互动，积累了众多高黏性客户。

□ 增长驱动：高质量扩产，量价利润率有望齐升

装饰面料产能将从目前 1650 万平米扩张至 3150 万平米。近年来公司自有产能利用长期饱和，外协比例逐年攀升至 2020 年的 30%，对业绩产生一定限制。募投产能将新增 1500 万平米，预计 22 年上半年投产，预计 23 年 100%达产。

外协转移+高毛利新产品放量，公司有望迎来量/价/利润率同步提升。预计公司外协比例将从高点的 30%降至 10%-15%之间，显著改善经营质量；公司亦将持续享受大客户集中度提升的红利，新产能消化有所保障；此外，Z-CYCLE 和 Sunbelievable 等高毛利新产品有望放量，公司利润率仍有向上想象空间。

评级

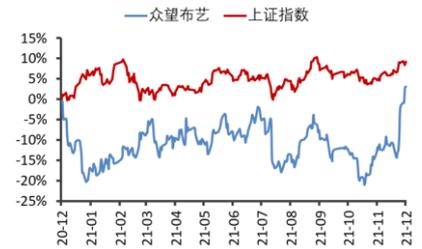
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 26.59

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.30
2Q/2021	0.31
1Q/2021	0.48
4Q/2020	0.51



公司简介

众望布艺是研发、设计中高档装饰面料及制品的高新技术企业,主要产品为装饰面料和沙发套,产品目前主要应用于沙发、座椅、抱枕等领域。公司拥有“Z-WOVENS”、“Neverfear”等多个品牌,主要客户包括 Ashley、La-z-boy、Flexsteel、Klaussner、Craftmaster、Jackson 等国际知名家具制造企业。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨
邹国强

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 5.7/6.9/8.4 亿元, 同比增长 15%/22%/21%; 实现归母净利润 1.5/2.0/2.7 亿元, 同比增长 10%/32%/30%, 对应 EPS 为 1.40/1.85/2.41 元。现价对应 PE 为 19/14/11 倍。综合考虑公司产业链一体化优势, 以及其在上下游的强议价能力, 我们认为 22 年合理估值为 20+倍, 首次覆盖, 给予“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, 疫情反复风险。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	495.4	569.7	694.8	843.2
(+/-)	1.4%	15.0%	21.9%	21.4%
归母净利润	140.5	154.0	203.8	265.1
(+/-)	12.9%	9.6%	32.3%	30.1%
EPS (摊薄)	1.60	1.40	1.85	2.41
P/E	20.8	19.0	14.3	11.0

正文目录

1. 公司复盘：沙发面料行业的领跑者	5
1.1. 专注沙发面料二十余年，中美越三地布局	5
1.2. 业绩增长稳健有韧性，盈利能力出众	6
2. 下游格局：深耕美国市场，绑定优质客户	7
2.1. 美国为最大沙发消费市场，龙头占有率高	7
2.2. 九成以上销往美国，绑定家具龙头品牌	8
3. 制胜核心：何以实现高毛利率与绑定大客户？	9
3.1. 产品精雕细琢，独特美学和性能的专家	9
3.2. 全产业链和国际布局，最大化区位优势	11
4. 增长驱动：高质量扩产，量价利润率有望齐升	12
5. 盈利预测与估值	13
5.1. 盈利预测	13
5.2. 估值及投资建议	14
6. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司产品类型	5
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 公司营业收入及增速	6
图 4: 公司归母净利润及增速	6
图 5: 公司产品结构	6
图 6: 公司分产品毛利率	6
图 7: 公司利润率水平	7
图 8: 公司期间费用率	7
图 9: 2012-2020 年全球沙发市场规模	7
图 10: 2020 年全球沙发市场地区结构	7
图 11: 公司产品直接销售地区分布	8
图 12: 内销部分的终端市场	8
图 13: 公司全面系统的产品设计过程	10
图 14: 公司产品花型集萃及设计灵感	10
图 15: Sunbelievable 户外系列面料	11
图 16: Neverfear 防污系列面料	11
图 17: 公司全产业链经营模式	12
图 18: 装饰面料产能及产能利用率	12
图 19: 装饰面料自产产量和外协产量	12
图 20: 外协和自产的成本比较 (2019 年)	13
图 21: 公司各类面料平均销售单价 (元/米)	13

表 1: 美国家具企业出货量排行榜 (单位: 亿美元)	8
表 2: 公司直接销售模式下的前五大客户 (销售额: 百万元)	9
表 3: 公司代工厂销售模式下的前五大客户 (销售额: 百万元)	9
表 4: 众望布艺分业务盈利预测	14
表 5: 可比公司估值	15
表附录: 三大报表预测值	16

1. 公司复盘：沙发面料行业的领跑者

1.1. 专注沙发面料二十余年，中美越三地布局

中高档装饰面料行业领跑者，深耕美国市场。众望布艺自 1994 年成立以来一直专注于装饰面料行业，2003 年即进入美国市场，早期主要为美国贸易商及知名企业从事贴牌生产；2011 年成立美国子公司及自有品牌“Z-WOVENS”，组建了专门针对美国市场的设计/研发/销售团队，公司定价权与知名度迈上新台阶；2020 年 9 月公司于上交所上市。公司主营的装饰面料可分为提花面料、平板面料和户外等功能性面料三大类，主要应用于沙发、座椅、抱枕等领域，此外公司还生产一定规模的沙发套成品。

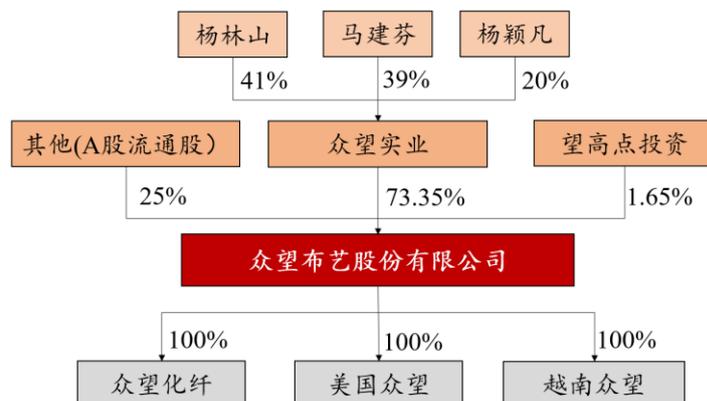
图 1：公司产品类型



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司股权结构集中，拥有 3 家控股子公司。杨林山、马建芬夫妇通过众望实业间接持有公司 58.68% 的股份，为公司实控人；其女儿杨颖凡间接持有公司 14.67% 股份，现任公司副总经理、董事会秘书。公司下设 3 家子公司：1) 众望化纤承担纱线生产制造职能；2) 美国众望承担在美研发设计和销售职能；3) 越南众望为公司越南设立的沙发套生产基地。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 业绩增长稳健有韧性，盈利能力出众

近年来公司业绩稳健增长，疫情之下展现韧性。2016-2020 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 7.8%/13.9%，其中 2020 年在疫情之下，尽管境外客户 Q2 订单减少或延期，但下半年随着美国经济刺激政策及“宅经济”影响，公司迅速恢复至满产状态，因此 2020 全年收入/净利润仍然同比增长 1.4%/12.9%至 4.95/1.40 亿元，展现了公司下游大客户具有较强的抵御风险能力。2021 年上半年受益于海外需求旺盛，业绩增长提速，21Q3 由于越南疫情导致部分客户的工厂停产，增速有所放缓。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

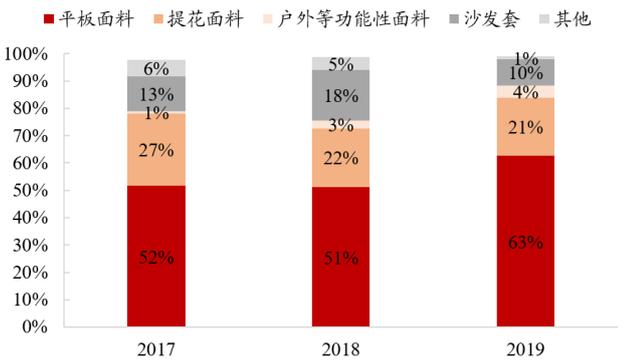
图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

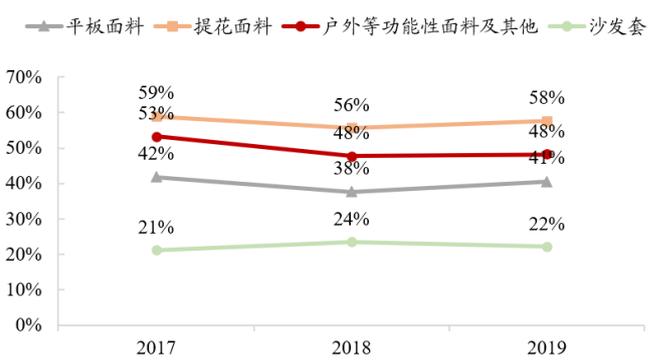
2020 年公司装饰面料/沙发套收入占比分别为 89%/10%，其中装饰面料又以平板面料为主。与平板面料相比，提花面料色彩丰富，装饰性强，主要应用于沙发单人位、抱枕等产品，因此需求量小于平板面料，近年来占比随着平板面料收入增加而降低。公司大力开拓户外等功能性面料，产品销量快速增加，预计未来将成为重要业绩增量来源。沙发套业务 2019 年下滑较多，主要是为应对贸易摩擦，部分客户减少直接沙发套采购，而通过境外代工工厂向公司采购装饰面料。几类产品中，由于提花面料和户外面料制作工艺更为复杂，产品附加值更高，故毛利率最高。

图 5：公司产品结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

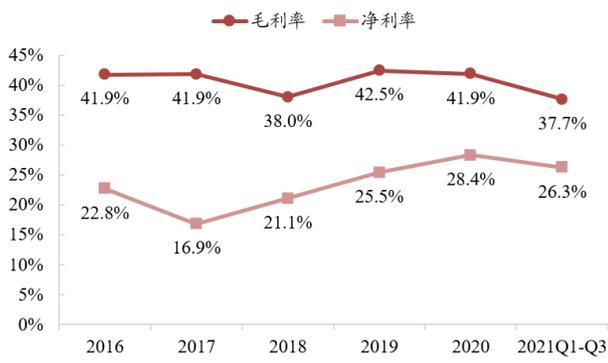
图 6：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

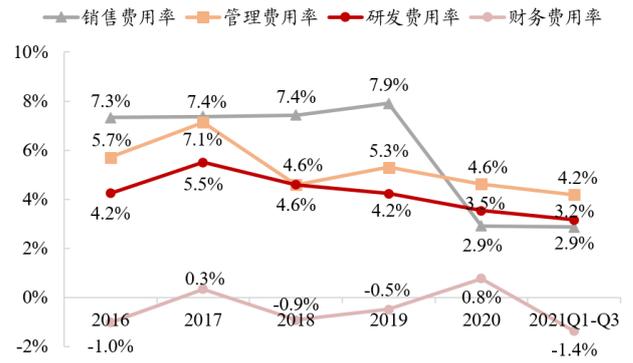
公司毛利率总体维持在 40% 左右，净利率持续提升至 28.4%。2020 年毛利率下滑，主要是由于根据新收入准则，原销售费用中的运输及物流代理费重分类至营业成本（因此销售费用率明显下降）；2021 年以来毛利率进一步下滑，除了会计准则影响，还受到原材料和印染涨价（公司涨价存在滞后期）、汇率波动以及大客户越南工厂停工等多重因素的影响。得益于公司持续改善的控费能力，公司净利率从 2017 年的 16.9% 大幅提升至 2020 年的 28.4%，2021 年前三季度相比毛利率下滑较少。

图 7：公司利润率水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：公司期间费用率



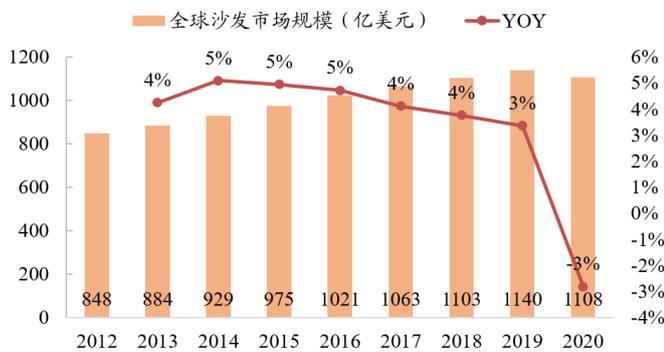
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 下游格局：深耕美国市场，绑定优质客户

2.1. 美国为最大沙发消费市场，龙头占有率高

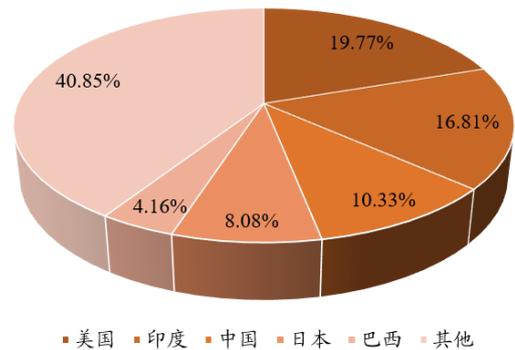
全球沙发行业进入成熟期，美国是全球最有发展前景的沙发市场之一。沙发行业起步较早，已逐渐步入发展成熟期，除去年疫情影响之外，近 10 年均均为低单位数平稳增长。美国中产阶级占比较高，且在次贷危机以来房地产持续复苏，并且在“沙发具有装饰性和时尚性”的消费理念之下对沙发的更换频率较高，因此是全球最大的沙发消费市场，2020 年消费量占全球的 20%。

图 9：2012-2020 年全球沙发市场规模



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图 10：2020 年全球沙发市场地区结构



资料来源：Statista，浙商证券研究所

美国家具企业市场格局高度集中，第一大品牌 Ashley 占据绝对龙头地位。美国家具行业发展较早，在此前的发展过程中已经历数轮洗牌，龙头企业凭借强产品和品牌实力，逐步跑赢行业。Ashley 创立于 1945 年，为全美最大的家具制造商，全球门店超过 800 家，拥有 13 座世界级工厂，2020 年出货量达 63 亿美元，超过美国排名第 2-12 名公司之和。La-z-boy 以沙发为核心产品，拥有 5 个美国制造工厂和 1 个墨西哥工厂，在沙发单品类上具有强大优势。在产业转移的带动下，沙发布艺制造环节逐渐转移至中国、印度、土耳其等人力成本相对较低的地区，欧美地区仅保留了具有竞争优势的设计研发与销售环节。

表 1: 美国家具企业出货量排行榜 (单位: 亿美元)

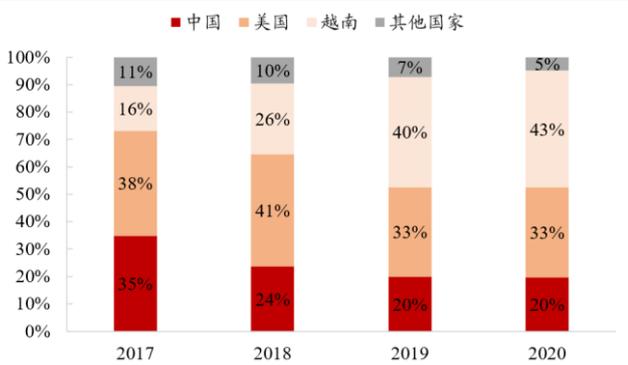
序号	企业	2018	2019	2020
1	Ashley	57.0	64.4	62.8
2	La-z-boy	12.6	13.2	11.8
3	Dorel	8.0	8.4	9.3
4	Sauder	/	5.8	6.3
5	敏华控股	5.2	4.4	5.7
6	Hooker	6.8	6.1	5.2
7	Samson	4.8	4.6	3.8
8	Flexsteel	4.9	4.4	3.7
9	Ethan Allen	4.7	4.4	3.2
10	Bassett	2.6	2.6	2.2
11	RHF	2.0	2.5	1.9
12	Klaussner	/	1.9	1.6

资料来源: Furniture Today, 浙商证券研究所

2.2. 九成以上销往美国, 绑定家具龙头品牌

公司产品 90% 以上直接或间接销往美国市场。公司产品约 1/3 直接出口至美国, 此外美国客户 (以 Ashley、La-z-boy、Jackson 为代表) 为规避中美贸易摩擦带来的新增关税, 还在越南、墨西哥等地设立加工基地或通过代工厂采购公司的面料, 加工成沙发套或沙发后再出口至美国, 因此越南销售占比 2020 年攀升至 43%。此外, 公司内销客户亦主要为美国客户在中国的代工厂, 大部分间接出口至美国。

图 11: 公司产品直接销售地区分布



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 12: 内销部分的终端市场



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

深度绑定美国第一家具品牌, 且与全美前十大家具制造商均长期合作。公司和 Ashley、La-z-boy、Klaussner、Craftmaster 等国际知名家具生产厂商建立了长期稳定的合作关系, 合作年限 6-13 年不等。美国第一大家具厂商 Ashley 在公司的采购规模增长迅猛, 2019 年达到 1.7 亿元 (占公司总销售额的 35%), 其所需提花面料中有 20% 左右均由公司供应。La-z-boy 为公司第二大客户, 近年来对其直接销售额保持稳定, 但公司通过越南代工厂对 La-z-boy 的间接销售额持续增长。Jackson 等客户的直接采购额下降较大, 同样是由于转移订单至越南代工厂以规避关税, 实际公司通过直接或间接销售与几大客户的合作关系逐渐加深。

表 2：公司直接销售模式下的前五大客户（销售额：百万元）

序号	客户名称	合作年限	2019		2018		2017	
			销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
1	Ashley	7	169.5	35%	100.7	24%	58.1	15%
2	La-z-boy	13	57.3	12%	57.8	14%	54.4	14%
3	Klaussner	10	13.6	3%	21.2	5%	19.8	5%
4	Craftmaster	7	10.7	2%	/	/	/	/
5	Jackson	9	9.9	2%	34.4	8%	/	/

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（注：“/”代表公司未披露数据）

表 3：公司代工厂销售模式下的前五大客户（销售额：百万元）

序号	客户名称	主要终端客户	2019		2018		2017	
			销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
1	浙江海派	Jackson、United Furniture、Bernhardt	2165	4.4%	/	/	2146	5.5%
2	Lotus Sofa Cut & Sew JSC	Jackson	1897	3.9%	/	/	/	/
3	海宁金邦	United Furniture	1411	2.9%	1635	3.9%	1947	5.0%
4	海宁卡特	United Furniture	978	2.0%	1122	2.6%	1945	5.0%
5	海宁赛盈	United Furniture	550	1.1%	775	1.8%	783	2.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（注：“/”代表公司未披露数据）

3. 制胜核心：何以实现高毛利率与绑定大客户？

不同于大多数纺织上游制造企业采用的成本加成法，公司采用市场定价法。凭借前沿的设计、先进的工艺、稳定的质量、快速的交期和优质的服务，公司在面对中高端客户时能获得较高的产品附加值和议价权；与此同时，与美国本土的布艺企业（如 CULP、Valdese、STI）相比，公司在成本控制方面拥有明显优势，这是公司得以实现超行业水准的高毛利率，并且与美国家具龙头长期深度绑定的核心原因。

3.1. 产品精雕细琢，独特美学和性能的专家

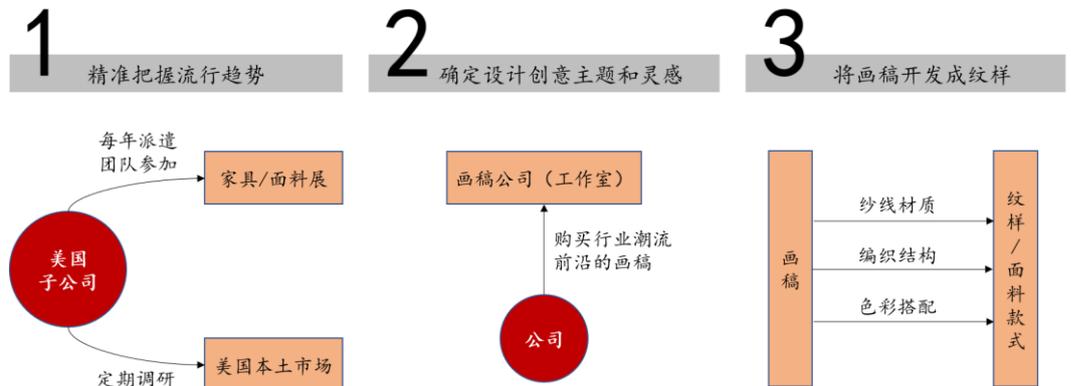
布艺行业具有时尚产业特性，花型设计、色彩搭配与面料品质共同决定了产品的市场定位和附加值高低。我国布艺行业低价竞争现象较为普遍，主要是由于我国布艺企业大多从代工厂起家，自主设计研发基础薄弱，通常模仿大牌设计或沿用老旧花型，产品同质化现象严重。

公司制胜核心之一：在设计上形成了完善的系统工程，实现对流行趋势的精准把握和高效转化，并为客户提供一揽子配色方案。

1) 精准把控和转化流行趋势：第一，公司每年派遣设计研发团队参加国内外的面料和家具展，定期调研美国家具市场，以此精准把握美国当地流行趋势；第二，公司与全球 20 多家知名画稿公司（工作室）合作，每年支出大量资金用于购买行业潮流前沿画稿的版权，以此获取创作素材；第三，将符合要求的画稿开发成纹样，通过多样的纱线组合、不同的组织结构配比，以及不同的色彩搭配，进行一系列的探索和设计，从而得到具体的面料款式。公司于 2011 年在美国设立研发销售公司，逐渐培

养出一支具有时尚敏锐度和丰富设计研发经验的团队,保障了上述三个环节的高效运转。

图 13: 公司全面系统的产品设计过程



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所绘制

2) 为客户提供一揽子配色方案: 布艺产品作为整体家居的一部分, 十分注重色彩风格的统一协调。公司已拥有面料花型 1798 套, 款式 26859 种, 另外每年设计打样面料款式数千款。在此基础上, 公司根据“大家居”理念, 推出成套色系的产品, 包括沙发、抱枕、座椅、床品的色系搭配的一揽子配色方案, 通过展会、主动拜访、邀请客户来公司展厅挑选等方式推销产品, 使产品更容易被客户接受。

图 14: 公司产品花型集萃及设计灵感



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司制胜核心之二: 持续攻克技术难题, 推出新型功能性面料, 拓展布艺产品应用场景, 巩固自身不可替代性。

1) 公司从纱线开发到面料织造均构筑自身技术壁垒: 公司拥有开发能力领先的纱线设计团队, 同时拥有上百台从比利时、意大利、德国等地进口的织造设备和后整理设备, 曾攻克 10 余项纱线和面料技术难题, 产品主要技术指标如色牢度参数 (光照、摩擦、干洗)、抗拉强度、耐磨性、抗起毛起球、抗动态疲劳等技术指标均达到国际先进水平, 且织造后的面料色彩丰富、层次清晰、立体感强。

2) 紧跟市场趋势, 推出新型功能性面料: 面对布艺沙发难清洗、不耐日晒、耗材量大等市场痛点, 公司推出三款差异化产品: ①**Sunbelievable 户外系列:** 使用色牢度更高的色纱 (纱线尚在塑料色母粒形态时就已经有颜色, 而非后期染色), 面料抗日晒脱色, 多用于花园、庭院和沙滩等户外场景; ②**Neverfear 防污系列:** 拥有双重

防污机制，可排斥并防止污物进入面料，即便污物渗入面料也很容易清除，可防止大多数污渍变成永久性污渍；③**Z-CYCLE 环保系列**：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，能有效的减少塑料垃圾的产生、节约能源消耗及降低二氧化碳的排放。

图 15: Sunbelievable 户外系列面料



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 16: Neverfear 防污系列面料



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2. 全产业链和国际布局，最大化区位优势

公司制胜核心之三：**全产业链经营，国内生产+美国研发销售的模式，最大化实现了公司在成本管控和快速交期方面的综合优势。**

全球布艺企业一般分成三类：

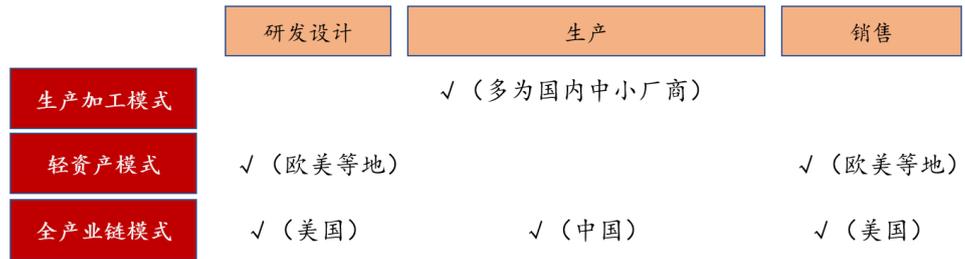
①**生产加工模式**：按照客户的设计和 demand 进行生产，在产业配套、生产能力及人工成本等方面具有相对优势，以国内或东南亚等地布艺企业为代表；

②**轻资产模式**：专注设计研发和销售环节，生产环节由外协厂商提供，以欧美等地的布艺企业为代表，如 CULP、Valdese、STI、Dorell、Merrimac 等，由于更接近产品终端消费市场，因此能更精准快速地把当地流行趋势；

③**全产业链模式**：往往拥有销售渠道或自主品牌，具备产品设计研发、组织生产、营销网络管理和供应链管理的综合能力。

公司的“国内全产业链+美国研发销售”模式具有显著竞争优势。公司在美国设立了子公司承担部分的设计、研发和销售职能，而境内公司承担了完整的生产职能(包括纺纱、织造、后处理、沙发套)及研发销售职能，较好地结合了两者的优势，因此不论是相对于美国还是中国的面料企业，均具有较强的竞争力。具体而言，全产业链模式一方面使得公司具有较强的过程控制能力，从源头保证产品质量的稳定性，并积累各个环节的利润；另一方面公司通过提前备料备货、设立海外仓库等方式，可将交货期控制在 30 天以内(同行多为 60~90 天)，从而更快相应客户需求、减轻客户的库存压力，具有较强吸引力。

图 17: 公司全产业链经营模式



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司制胜核心之四: 突出的国际化运营能力, 为海外客户提供长期、深度、零距离的产品服务。公司具有 20 年外贸经验, 美国团队的销售人员均为外籍员工, 行业经验十分丰富, 能够快速、准确地了解境外客户的需求、市场定位及售后问题等, 迅速反馈 (所有销售业务需在 24 小时回复客户邮件), 并设置专门团队长期跟踪客户需求。凭借强大的国际化经营能力, 公司多年来积累了众多具有高粘性的客户群体。

4. 增长驱动: 高质量扩产, 量价利润率有望齐升

近年来公司产能长期处于饱和状态, 外协比例逐年升高。近年来公司产能利用率保持高位并逐年增长, 公司主要以扩大外协产量的方式应对持续增长的订单规模, 2020 年外协比例已攀升至 30% 左右, 过高的外协比例对品质和成本控制产生一定影响。

募投项目达产后产能将扩大至 3150 万平米, 预计明年上半年投产。通过技术改造, 公司产能于今年新增 150 万平米至 1650 万平米, 此外募投项目“年产 1,500 万平米高档装饰面料项目”预计于 2022 年上半年进入投产阶段, 预计 2023 年 100% 达产, 达产后公司装饰面料产能将达到 3150 万平米, 产能不足问题将有效缓解。

图 18: 装饰面料产能及产能利用率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 19: 装饰面料自产产量和外协产量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

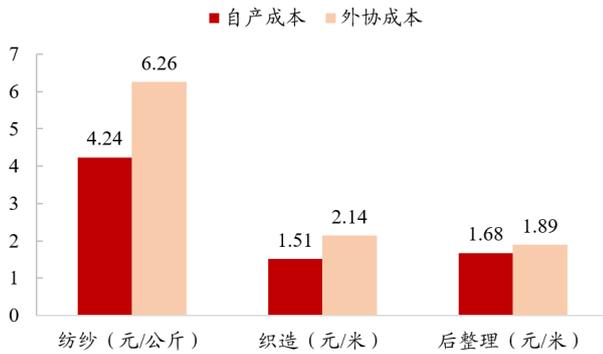
产能扩张后, 通过转移外协+高毛利新产品放量, 公司有望迎来量、价、利润率同步提升。

1) 外协转移: 预计新增产能中一部分将用于承接外协转移, 长期来看, 外协占比将从最高峰时的 30% 降低至 10%-15% 之间, 将显著改善公司的质量稳定性, 缩短交货周期及降低生产成本;

2) **新增订单**: 预计新增产能中其余部分将用来满足市场增长, 包括老客户订单增长和新客户开发, 其中 Ashley、La-z-boy 等大客户均表达了较大幅度的扩产规划, 如 Ashley 表示今年或明年扩产 40%;

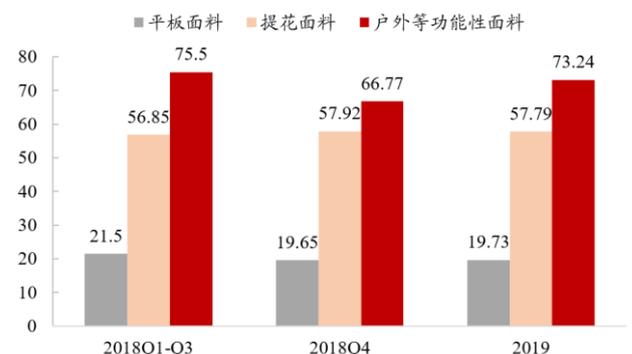
3) **高毛利新产品**: 加大力度开拓 Z-CYCLE 和 Sunbelievable 等功能性面料市场, 此类面料技术附加值较高, 随着产品性能逐步稳定和自产后产品单价降低, 市场有望快速打开, 公司毛利率将获进一步提升。

图 20: 外协和自产的成本比较 (2019 年)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 21: 公司各类面料平均销售单价 (元/米)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 户外等功能性面料剔除了花边等低价产品

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们预计 21/22/23 年公司实现营收 5.7/6.9/8.4 亿元, 同比增长 15%/22%/21%。分业务来看:

1) **装饰面料**: 产销量方面, 通过设备和技术改造, 今年公司装饰面料产能增加 150 万米至 1650 万米, 22 年上半年募投新增的 1500 万米产能将陆续投产, 预计全年达产约 44%, 23 年 100% 达产。达产后公司外协产量比例将逐步降至 15% 以下。预计 21-23 年公司装饰面料销量将同比增长 12%/20%/19%。单价方面, 公司议价能力较强, 今年以来已进行三轮提价, 同时随着高价的户外等功能性面料销量提升, 预计装饰面料平均售价将上涨 4.8%/3.0%/3.5%。成本方面, 公司主要成本为材料成本 (占比~60%)、直接人工 (占比~7%)、制造费用 (占比~25%)、运费 (占比~10%), 今年原材料与运费价格上涨显著 (公司为部分 FOB 形式, 需承担少量运费上涨), 我们预计公司面料单位成本上涨幅度为 4.8%/-1.8%/-0.8%。

在量价齐升之下, 预计 21-23 年装饰面料收入分别为 5.2/6.4/7.8 亿元, 同比增长 17%/24%/23%。在高毛利产品占比提升以及外协比例下降的带动下, 预计 21-23 年装饰面料毛利率将显著提升至 45%/47%/50%。

2) **沙发套**: 公司未有沙发套产能扩张计划, 预计未来增长主要来自产能利用率提升以及单价提升, 预计 21-23 年沙发套收入分别为 0.51/0.53/0.55 亿元, 同比增长 6%/5%/4%。随着产能利用率提升, 预计 21-23 年沙发套毛利率为 28%/37%/39%。

表 4：众望布艺分业务盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	488	495	570	695	843
YOY	15%	1%	15%	22%	21%
毛利率	43%	42%	43%	46%	49%
装饰面料	432	441	516	638	784
YOY	34%	2%	17%	24%	23%
产能 (万米)	1320	1500	1650	2310	3150
产量 (万米)	1973	2148	2300	2820	3348
其中：自产产量	1579	1500	1650	2400	2898
占比	80%	70%	72%	85%	87%
外协产量	394	648	650	420	450
占比	20%	30%	28%	15%	13%
销量 (万米)	1853	1996	2231	2679	3181
平均单价 (元/米)	23.3	22.1	23.1	23.8	24.6
毛利率	45%	44%	45%	47%	50%
沙发套	47	48	51	53	55
YOY	-40%	2%	6%	5%	4%
产能 (万套)	19	19	19	19	19
销量 (万套)	17	16	17	17	18
平均单价 (元/套)	282	297	306	312	315
毛利率	22%	30%	28%	37%	39%
其他主营业务	5	3	3	3	4
YOY	-77%	-37%	10%	10%	10%
毛利率	2%	0%	8%	8%	8%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

净利润方面，在公司各项费用率保持稳定的假设下，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 1.5/2.0/2.7 亿元，对应增速 10%/32%/30%，净利率为 27.0%/29.3%/31.4%。

表 6：公司净利润预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
期间费用率	16.94%	11.83%	10.86%	11.39%	11.37%
归母净利润 (百万元)	124	140	154	204	265
YOY	38.5%	12.9%	9.6%	32.3%	30.1%
净利率	25.5%	28.4%	27.0%	29.3%	31.4%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2. 估值及投资建议

众望布艺布局从纱线到成品的一体化产业链，产品工艺处于全球领先水平，差异化功能性面料附加值较高，与国际知名品牌客户深度绑定，整体盈利能力出众，且未来成长性良好。我们将具有类似特征的台华新材、伟星股份、盛泰集团作为可比公司，众望布艺 21-23 年 PE 分别为 19/14/11 倍，相对处于较低水平。

表 5: 可比公司估值

公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
台华新材	141	1.20	4.87	6.38	12.22	118	29	22	12
伟星股份	100	3.96	4.61	5.46	6.35	25	22	18	16
盛泰集团	65	2.93	3.13	4.11	5.22	22	21	16	12
平均						55	24	19	13
众望布艺	29	1.40	1.52	2.02	2.63	21	19	14	11

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 5.7/6.9/8.4 亿元, 同比增长 15%/22%/21%, 实现归母净利润 1.5/2.0/2.7 亿元, 同比增长 10%/32%/30%, 对应 EPS 为 1.40/1.85/2.41 元。现价对应 PE 为 19/14/11 倍。综合考虑公司产业链一体化优势, 以及其在上下游的强议价能力, 我们认为 22 年合理估值为 20+倍, 首次覆盖, 给予 “买入” 评级。

6. 风险提示

1、原材料价格波动风险: 若原材料价格持续上升而公司未能及时向下游客户转移成本, 可能对公司利润产生较大影响。

2、外贸环境恶化风险: 公司直接出口比例高达 80%, 若中美贸易摩擦加剧、关税或海运费持续上行, 公司海外销售将受到不利影响; 另外汇率波动亦对公司业绩具有较大影响。

3、疫情反复风险: 公司产品主要出口至美国、越南、墨西哥, 若上述地区疫情加重, 公司客户可能出现停工停产现象, 将直接减少订单量, 若国内疫情加剧, 公司的生产效率和扩产节奏将不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	823	914	1,033	1,217	营业收入	495	570	695	843
现金	399	731	806	982	营业成本	288	325	373	433
交易性金融资产	247	0	0	0	营业税金及附加	2	5	6	7
应收账款	72	86	99	99	营业费用	14	26	35	42
其它应收款	4	6	4	8	管理费用	23	26	31	38
预付账款	3	2	0	4	研发费用	18	17	21	25
存货	97	89	125	123	财务费用	4	(7)	(8)	(10)
其他	0	0	0	0	资产减值损失	(1)	(2)	(2)	(2)
非流动资产	281	281	288	294	公允价值变动损益	2	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	13	10	11	11
固定资产	70	112	120	127	营业利润	162	177	235	306
无形资产	71	68	67	66	营业外收支	2	3	3	3
在建工程	139	100	100	100	利润总额	164	180	238	310
其他	1	1	1	1	所得税	23	26	34	44
资产总计	1,104	1,194	1,321	1,511	净利润	140	154	204	265
流动负债	118	114	118	124	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	140	154	204	265
应付款项	63	67	82	62	EBITDA	177	186	245	314
预收账款	0	-2	0	0	EPS (最新摊薄)	1.60	1.40	1.85	2.41
其他	55	49	36	62	主要财务比率				
非流动负债	4	2	2	3		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4	2	2	3	营业收入	1.4%	15.0%	21.9%	21.4%
负债合计	122	116	120	127	营业利润	11.5%	9.4%	32.8%	30.3%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	12.9%	9.9%	32.1%	30.1%
归属母公司股东权益	983	1,078	1,200	1,384	获利能力				
负债和股东权益	1,104	1,194	1,321	1,511	毛利率	41.9%	43.0%	46.3%	48.7%
					净利率	28.4%	27.1%	29.4%	31.5%
					ROE	21.2%	21.8%	18.7%	20.5%
					ROIC	14.6%	13.8%	19.2%	21.7%
					偿债能力				
					资产负债率	11.0%	9.7%	9.1%	8.4%
					净负债比率	12.4%	10.8%	10.0%	9.2%
					流动比率	7.0	8.0	8.8	9.8
					速动比率	6.1	7.2	7.7	8.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
					应收帐款周转率	6.9	7.2	7.5	8.5
					应付帐款周转率	5.2	5.0	5.0	6.0
					每股指标(元)				
					每股收益 (摊薄)	1.60	1.40	1.85	2.41
					每股经营现金	1.64	1.63	1.53	2.45
					每股净资产	11.17	9.80	10.91	12.58
					估值比率				
					P/E	20.8	18.9	14.3	11.0
					P/B	3.0	2.7	2.4	2.1
					EV/EBITDA	14.2	11.7	8.6	6.2

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	144	179	168	269
净利润	140	154	204	265
折旧摊销	9	13	15	15
财务费用	4	(7)	(8)	(10)
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动		16	(45)	(3)
其它	(9)	3	2	2
投资活动现金流	(295)	205	(93)	(11)
资本支出	120	15	21	21
长期投资	0	0	0	0
其他	175	(220)	72	(10)
筹资活动现金流	499	(53)	0	(82)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	499	(53)	0	(82)
现金净增加额	338	331	75	176

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>