

真爱美家（003041）

证券研究报告

2024年02月27日

智能化扩产提升成长质量

国内毛毯 OEM/ODM 出口龙头，订单集中于中东北非等地

公司系国内毛毯生产龙头企业之一，在生产规模、产品质量、新品及技术研发等方面均处于行业领先地位；23H1 公司境外收入占比超 8 成，其中主要销售至中东、北非和南非等阿拉伯地区，主要考虑：

①毛毯对当地人民来说，有保暖、铺垫、装饰、送礼等多种用法，举办宗教活动时也需用毛毯，毛毯使用场景多、频率高、需求量大；②相关地区处于干燥的沙漠、热带地区，毛毯储尘、耐脏特性优势凸显；③由于早晚温差大，当地人更偏爱厚重的毛毯产品，而越厚重的毛毯代工利润一般越高。

除中东、非洲等传统优势市场订单外，公司同时积极布局拓展欧美等广阔市场，我们预计公司订单相对饱和，伴随产能提升有望打开成长空间。

新厂投产消除产能掣肘，扩产能拓品类加速市占提升

自 2018 年起公司产能即保持在 4.97 万吨水平，产销率持续处于高位；智能工厂一期达产后，总产能预计达 6.5-7 万吨，较此前产能扩张 30%-40%，或有效消除此前产能瓶颈，公司预计自上半年起逐步投产，保证下半年生产旺季的正常运行；另外预留二期 2.5 万吨产能提升空间。

针对新产能，一方面公司将继续聚焦核心品类仿韩毯、叠加云毯品类提升，深耕中东、北非等中高克重毛毯市场，同时注重婴童毯、毯套件等细分市场品类以满足市场开拓需求，持续提升花色、风格、包装设计、品牌等软实力，不断提升产品附加值和竞争力、强化自有品牌，稳固并扩大优势，进一步提升市占率；

另一方面加快新产品开发和储备，23 年复合地毯和热转印地毯等产品开发销售反馈超预期，未来或将逐步提升地毯类产品份额，并逐步完善地毯低中高产品线。

智能工厂降本增效，强化制造及成本优势

公司新厂拟通过企业云、物联网、5G 网等互联网和各类信息系统的运用，从此前人工成本较重的传统工厂转为全面实施数字化、信息化，一方面可降低人工、能耗等成本，通过减少外协比例及原材料储备能力增强成本控制能力；另一方面全面提升工厂效率，提高产品制成率和品质稳定性，增强柔性生产、快速交货的能力，从而提升客户满意度。

上调盈利预测，维持“买入”评级

公司毛毯生产规模行业领先，具备产品品质品控、客户资源、成本等多方面优势，伴随疫情、环保要求提升等因素影响后行业集中度有望提升，利好龙头进一步抢占份额；同时扩产消除此前产能瓶颈，有望大幅提升公司交付能力并巩固成本优势。考虑公司智能工厂投产有望推动降本，我们上调盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 10、12、13.8 亿，归母净利润分别为 1.6、1.9、2.6 亿（前值分别为 1.55、1.65、2.36 亿），EPS 分别为 1.1、1.3、1.8 元/股（前值分别为 1.07、1.15、1.64 元/股），对应 PE 分别为 12、10、7x。

风险提示：依赖境外市场的风险；汇率波动风险；家纺行业竞争风险；主要原材料价格波动风险；拓产不及预期风险等。

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	144.00
流通 A 股股本(百万股)	45.82
A 股总市值(百万元)	1,920.96
流通 A 股市值(百万元)	611.20
每股净资产(元)	9.08
资产负债率(%)	37.72
一年内最高/最低(元)	20.50/9.64

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《真爱美家-季报点评:智能新工厂预计 23Q4 逐步投产》2023-11-18
- 《真爱美家-首次覆盖报告:毛毯行业龙头企业，新工厂有望提升竞争力》2023-07-03

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	933.04	978.54	1,020.32	1,196.11	1,382.12
增长率(%)	4.67	4.88	4.27	17.23	15.55
EBITDA(百万元)	191.64	205.65	188.96	226.29	294.20
归属母公司净利润(百万元)	107.55	155.02	157.52	190.97	259.61
增长率(%)	(11.63)	44.14	1.61	21.24	35.94
EPS(元/股)	0.75	1.08	1.09	1.33	1.80
市盈率(P/E)	17.86	12.39	12.20	10.06	7.40
市净率(P/B)	1.70	1.51	1.34	1.21	1.08
市销率(P/S)	2.06	1.96	1.88	1.61	1.39
EV/EBITDA	10.20	9.23	9.52	7.58	5.27

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	380.08	236.21	164.62	226.71	366.04	营业收入	933.04	978.54	1,020.32	1,196.11	1,382.12
应收票据及应收账款	116.08	160.45	79.37	213.19	137.98	营业成本	726.02	771.42	767.14	900.07	1,015.86
预付账款	22.51	22.33	29.27	25.13	37.79	营业税金及附加	5.41	3.70	4.88	5.72	6.15
存货	165.71	194.92	140.63	256.44	199.36	销售费用	14.92	16.42	12.24	14.35	15.20
其他	254.16	65.06	44.89	52.88	56.55	管理费用	27.36	26.16	22.45	20.33	20.73
流动资产合计	938.55	678.97	458.79	774.36	797.72	研发费用	45.01	57.10	56.12	62.20	64.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.99	(20.24)	(0.18)	1.89	0.29
固定资产	172.02	156.39	132.72	109.06	85.39	资产/信用减值损失	(3.44)	(8.22)	(2.79)	(2.82)	(4.61)
在建工程	320.02	850.16	1,050.16	1,150.16	1,180.16	公允价值变动收益	0.00	8.96	0.00	0.00	0.00
无形资产	51.65	49.10	46.62	44.14	41.66	投资净收益	5.62	5.57	4.34	5.18	7.03
其他	23.67	157.14	65.98	80.53	99.24	其他	(9.65)	(32.85)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	567.36	1,212.79	1,295.49	1,383.89	1,406.45	营业利润	118.81	150.54	159.23	193.90	261.35
资产总计	1,505.90	1,891.77	1,754.28	2,158.25	2,204.17	营业外收入	0.78	0.44	2.84	3.67	6.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.15	0.41	0.51	0.35	0.42
应付票据及应付账款	178.13	241.88	102.04	319.61	175.20	利润总额	119.44	150.57	161.56	197.22	267.18
其他	41.34	123.81	68.99	103.90	98.67	所得税	11.89	(4.45)	4.04	6.25	7.57
流动负债合计	219.47	365.70	171.03	423.51	273.87	净利润	107.55	155.02	157.52	190.97	259.61
长期借款	109.15	174.88	120.00	110.00	100.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	107.55	155.02	157.52	190.97	259.61
其他	32.82	59.38	33.14	41.78	44.77	每股收益(元)	0.75	1.08	1.09	1.33	1.80
非流动负债合计	141.97	234.26	153.14	151.78	144.77						
负债合计	373.75	619.60	324.17	575.29	418.64	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	100.00	120.00	144.00	144.00	144.00	营业收入	4.67%	4.88%	4.27%	17.23%	15.55%
资本公积	439.54	419.54	419.54	419.54	419.54	营业利润	-12.00%	26.71%	5.77%	21.78%	34.79%
留存收益	592.61	732.63	866.56	1,019.41	1,222.00	归属于母公司净利润	-11.63%	44.14%	1.61%	21.24%	35.94%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	1,132.15	1,272.17	1,430.11	1,582.95	1,785.54	毛利率	22.19%	21.17%	24.81%	24.75%	26.50%
负债和股东权益总计	1,505.90	1,891.77	1,754.28	2,158.25	2,204.17	净利率	11.53%	15.84%	15.44%	15.97%	18.78%
						ROE	9.50%	12.19%	11.01%	12.06%	14.54%
						ROIC	30.96%	22.46%	14.66%	14.49%	18.45%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	24.82%	32.75%	18.48%	26.66%	18.99%
净利润	107.55	155.02	157.52	190.97	259.61	净负债率	-23.79%	-3.00%	-2.54%	-6.68%	-14.11%
折旧摊销	26.93	28.39	26.15	26.15	26.15	流动比率	4.05	1.76	2.68	1.83	2.91
财务费用	6.78	(2.91)	(0.18)	1.89	0.29	速动比率	3.33	1.26	1.86	1.22	2.18
投资损失	(5.62)	(5.57)	(4.34)	(5.18)	(7.03)	营运能力					
营运资金变动	5.14	(157.09)	14.11	(9.66)	(52.53)	应收账款周转率	9.25	7.08	8.51	8.18	7.87
其它	(14.74)	131.44	0.00	0.00	0.00	存货周转率	6.14	5.43	6.08	6.02	6.06
经营活动现金流	126.03	149.27	193.25	204.16	226.48	总资产周转率	0.80	0.58	0.56	0.61	0.63
资本支出	263.15	512.80	226.24	91.36	27.01	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.75	1.08	1.09	1.33	1.80
其他	(772.50)	(875.87)	(421.90)	(186.18)	(49.98)	每股经营现金流	0.88	1.04	1.34	1.42	1.57
投资活动现金流	(509.35)	(363.07)	(195.66)	(94.82)	(22.97)	每股净资产	7.86	8.83	9.93	10.99	12.40
债权融资	107.69	107.52	(69.60)	(9.14)	(7.16)	估值比率					
股权融资	360.00	(48.00)	0.42	(38.12)	(57.02)	市盈率	17.86	12.39	12.20	10.06	7.40
其他	19.46	4.95	0.00	0.00	0.00	市净率	1.70	1.51	1.34	1.21	1.08
筹资活动现金流	487.16	64.46	(69.18)	(47.26)	(64.19)	EV/EBITDA	10.20	9.23	9.52	7.58	5.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.80	10.65	11.05	8.57	5.79
现金净增加额	103.84	(149.33)	(71.59)	62.09	139.33						

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com