

2024年04月30日
真爱美家(003041.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

家纺

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

18.60元

股价(2024-04-29)

12.81元

交易数据

总市值(百万元) 1,844.64

流通市值(百万元) 1,844.64

总股本(百万股) 144.00

流通股本(百万股) 144.00

12个月价格区间 9.68/19.18元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.8	-23.8	-17.8
绝对收益	-0.3	-14.1	-27.8

陆德聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

产量表现优于同行, 业绩重回增长轨道	2023-10-31
Q2 业绩边际改善, 毛利率提升明显	2023-08-25
业绩短期承压, 期待新厂投产业绩释放	2023-04-27
智能工厂降本增效, 龙头地位持续强化	2023-04-23

新产能利好毛利率逻辑或已初见端倪

事件:

真爱美家公布 2023 年报及 2024 年一季度报告。公司 2023 年收入 9.5 亿元, YoY-2.6%; 实现归母净利润 1.1 亿元, YoY-31.7%。2024Q1, 公司收入 1.6 亿元, YoY-3.6%; 实现归母净利润 2634.3 万元, YoY+105.6%。真爱美家 2023 全年及 2024Q1 业绩波动较大, 主要因为 2023 年政府补贴较少且递延至 2024Q1 确认, 导致 2023 年业绩有所下滑但 2024Q1 业绩增长较快。

2023 年市场表现欠佳, 真爱美家各项指标保持韧性:

我们认为真爱美家 2023 年表现具备较强的韧性。公司产品主要出口至中东和非洲, 根据海关总署的数据, 2023 年我国出口中东和非洲的毛毯出口额在高基数背景下分别下滑 7.1% 和 3.7%, 真爱美家收入表现优于市场整体。而从毛利率和费用率角度看, 2023 年真爱美家毛利率 22.1%, YoY+0.9pct, 表现稳定; 而由销售费用率、管理费用率、研发费用率组成的三大费率 2023 年为 11.2%, YoY+1.0pct, 使扣除三费后的利润率保持稳定。另外, 公司产量 4.6 万吨, 产能利用率仍保持在 93% 的高位。种种数据说明, 公司在利用原有老产能的基础上, 在市场环境欠佳的背景下, 实现了满产和毛利率提升, 体现了较强的运营韧性。

2024Q1 收入表现优于市场整体, 市占率有所提升:

真爱美家 2024Q1 收入有所下滑, 但仍优于毛毯出口市场整体。根据海关总署数据, 2024Q1 出口中东和非洲的毛毯出口额同比分别下滑 15.3% 和 28.4%, 主要因为过去两年的高基数表现。而真爱美家-2.6% 的收入增长表现相比之下则表现更佳, 市占率因而有所提升。

在建工程转固或是毛利率明显提升的原因:

真爱美家 2024Q1 毛利率 23.8%, YoY+5.6pct, 提升明显, 我们认为或与新工厂部分转固, 个别生产流程提前运营有关。根据我们此前深度报告中对毛利率的测算分析(请详见公司深度报告《智能工厂降本增效, 龙头地位持续强化》), 影响毛利率的因素包括产品均价、涤纶原材料价格、生产人员成本等。出口市场整体回落的背景下, 均价提升空间有限; 涤纶 POY 原材料价格 2024Q1 同比+1.2%, 对毛利率提升无贡献; 而生产人员规模上 2023 年同比仍增加了 7 人, 均无法解释毛利率提升。值得注意的是, 公司 2023 年年报中披露的在建工程规模显著下降, 且 2024Q1 财报中仍在下降, 说明新工厂或有部分生产流程提前试产使用。我们认为, 能使毛利率提升且产能目前没有提高的生产环节或是上游的原材料加工环节(具体测算请详见公司深度报告《智能工厂降本增效, 龙头地位持续强化》), 2024Q1 毛利率的提升或可因此初步印证新工厂降本增效逻辑。

目 新工厂即将投产，看好盈利能力迈上新台阶：

我们看好公司长期业绩增长潜力，主要因为智能化新工厂投产后产能提升明显，一系列降本增效举措落地后生产成本有望较大幅度压缩，带动盈利能力明显提升，同时有望通过成本优势整合行业过剩产能，提高市占率（请详见公司深度报告《智能工厂降本增效，龙头地位持续强化》）。根据公司近期投资者交流纪要披露，新工厂将于 2024Q2 逐步投产，随着新产能释放，盈利能力将有望在 2024Q3 后逐季提升。

目 投资建议：

公司新工厂投产后，产能有望提高，生产成本有望大幅降低，竞争优势进一步加大，盈利能力有望大幅提高。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18.6 元，相当于 2024 年 15x 的动态市盈率。

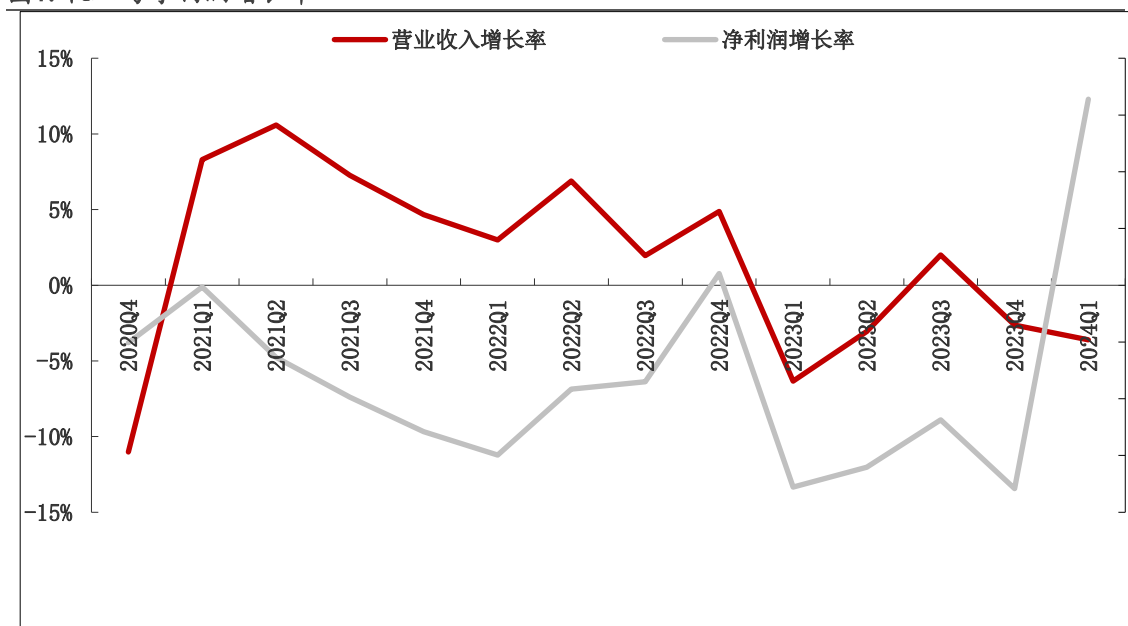
目 风险提示：行业竞争风险、原材料风险、宏观经济波动导致的假设不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	978.5	952.7	1,126.1	1,334.3	1,396.7
净利润	155.0	105.9	178.4	248.3	253.0
每股收益(元)	1.08	0.74	1.24	1.72	1.76
每股净资产(元)	8.83	9.24	10.29	11.75	13.33

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	11.5	16.9	10.0	7.2	7.1
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9
净利润率	15.8%	11.1%	15.8%	18.6%	18.1%
净资产收益率	12.2%	8.0%	12.0%	14.7%	13.2%
股息收益率	2.7%	0.0%	1.5%	2.1%	1.4%
ROIC	22.5%	9.3%	13.1%	18.8%	21.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

表1: 财务指标分析

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
营业收入增长率	3.0%	6.9%	2.0%	4.9%	-6.3%	-3.1%	2.0%	-2.6%	-3.6%
营业成本增长率	10.6%	14.3%	7.3%	6.3%	-2.3%	-2.9%	-0.4%	0.0%	0.0%
毛利率	21.6%	20.8%	20.9%	21.2%	18.2%	22.7%	25.1%	20.2%	23.8%
销售费用率	2.2%	2.2%	1.8%	1.7%	1.8%	1.6%	1.2%	1.4%	1.5%
管理费用率	3.1%	3.5%	2.7%	2.7%	3.1%	3.2%	2.5%	3.5%	5.0%
研发费用率	5.8%	6.7%	5.9%	5.8%	6.1%	7.1%	6.3%	6.3%	7.6%
财务费用率	-0.4%	-2.7%	-3.7%	-2.1%	1.9%	-1.6%	-0.9%	-0.6%	-1.7%
四费/营业收入	10.7%	9.6%	6.7%	8.1%	13.0%	10.3%	9.1%	10.5%	12.4%
营业利润增长率	-23.3%	3.7%	7.3%	26.7%	-38.9%	-31.7%	-14.0%	-39.6%	115.4%
营业利润率	11.2%	12.8%	14.3%	15.4%	7.3%	67.5%	154.4%	-87.0%	290.2%
净利润增长率	-19.9%	3.4%	6.0%	44.1%	-31.1%	9.0%	12.0%	9.5%	16.4%
净利润率	10.5%	11.8%	13.1%	15.8%	7.7%	9.2%	11.9%	11.1%	16.5%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034