

2023年04月23日
真爱美家(003041.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

家纺

智能工厂降本增效,龙头地位持续强化

■ **专注海外市场的毛毯生产巨头:** 真爱美家是国内专注于化纤毛毯生产和销售的企业。公司超过 90% 的营收来自于出口, 主要出口至中东及非洲市场。以出口额口径进行计算, 公司的市占率近年来保持在 3-4% 的水平, 在行业竞争中保持领先地位。公司经营水平优秀, 近年来保持稳定的净利润增长, ROE 基本保持 10% 以上, 居纺织制造上市企业前列。

■ **全球毛毯市场需求看中东和非洲:** 全球超过 90% 的毛毯源于中国, 从出口额看, 近年来基本维持在 30-40 亿美元的水平。中东及非洲市场是毛毯主要市场, 主要因为当地爱用重毛毯, 且更换频率高。需求稳定, 单位产值更高使得中东及非洲是毛毯企业争相追逐的市场。

■ **新工厂落地降本增效利润有望大幅度提升:** 真爱美家义乌老工厂将在 2023 年内整体搬迁, 并于义乌新址完成新工厂的投产。一期工程总产能达 7 万吨, 其中新工厂产能 4.5 万吨。新工厂高度自动化和信息化, 通过多种技术创新实现了在人工、能源、污染排放上的大量节约。经过我们的详细测算, 我们预计新工厂落成产能达峰后单吨生产成本有望节约超过 1500 元, 毛利率将有望提升 9 pct, 利润水平将较老工厂时代实现较大幅度提升。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2022 年-2024 年的收入增速分别为 4%、2%、14%, 净利润的增速分别为 8%、21%、46%; 首次给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 23.4 元, 相当于 2023 年 20x 的动态市盈率。

■ **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。

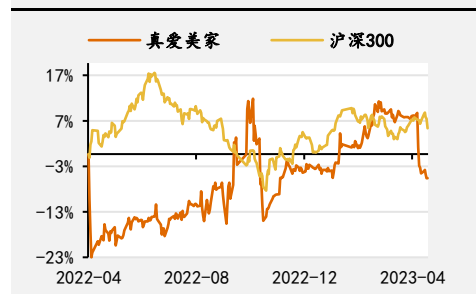
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	891.4	933.0	969.8	987.3	1,126.0
净利润	121.7	107.5	116.3	140.4	204.7
每股收益(元)	1.01	0.90	0.97	1.17	1.71
每股净资产(元)	5.41	9.43	10.53	11.62	13.19

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	17.2	19.5	18.0	14.9	10.2
市净率(倍)	3.2	1.8	1.7	1.5	1.3
净利润率	13.7%	11.5%	12.0%	14.2%	18.2%
净资产收益率	18.7%	9.5%	9.2%	10.1%	12.9%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.3%	0.4%	0.8%
ROIC	36.0%	31.0%	14.8%	10.9%	10.3%

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	23.4 元
股价 (2023-04-21)	17.27 元

交易数据	
总市值(百万元)	2,072.40
流通市值(百万元)	659.39
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	38.18
12 个月价格区间	14.95/22.05 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.7	-3.7	-10.5
绝对收益	-13.5	-7.3	-9.6

陆偲聪 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 投资概要.....	6
1.1. 投资要点.....	6
1.2. 区别于市场的观点.....	6
2. 化纤毛毯生产销售领先企业.....	7
3. 毛毯行业：中东和非洲是兵家必争之地.....	10
3.1. 中国是毛毯贸易的中心.....	10
3.2. 北美进口规模最大，但中东和非洲才是主要市场.....	11
4. 新工厂落地降本增效，市占率有望提升.....	14
4.1. 老工厂已具备一定成本优势，已掌握行业定价权.....	14
4.2. 新工厂高度自动化精简大量劳动力，领先劳动密集型同行.....	15
4.3. 能源成本有望大幅缩减，成本优势壁垒增厚.....	18
4.4. 自主加工原材料降低原材料成本.....	23
4.5. 预计新工厂落地达产后单吨成本节省超过 1500 元.....	24
4.6. 新增产能达产概率大.....	25
4.7. 毛毯毛利率将明显提高.....	26
5. 公司财务分析.....	27
5.1. 盈利能力强.....	27
5.2. 运营能力较好.....	31
5.3. 现金流表现优秀.....	32
6. 盈利预测.....	32
6.1. 新工厂投产利好收入及毛利表现.....	32
6.2. 预计 2024 年利润水平将有加大幅度增长.....	35
7. 估值及风险提示.....	35

目 录

图 1. 真爱美家专注毛毯生产.....	7
图 2. 真爱美家营业收入及毛利率情况.....	7
图 3. 真爱美家净利润及净利率情况.....	7
图 4. 真爱美家以海外业务为主.....	8
图 5. 2021 年毛毯出口额占比（分省份）.....	9
图 6. 真爱美家股权结构图.....	9
图 7. 真爱美家产能提升计划路线图.....	10
图 8. 2015-2020 年全球化纤毛毯出口额占比（%）.....	10
图 9. 全球化纤毛毯贸易额（亿美元）.....	11
图 10. 中国化纤毛毯出口额占比（%）.....	11
图 11. 2017-2022 年我国化纤毛毯出口额及增长.....	11
图 12. 2017-2022 年我国化纤毛毯出口总重量及增长.....	11
图 13. 2017-2022 年各地区我国化纤毛毯出口额（亿美元）.....	12
图 14. 2017-2022 年各地区我国化纤毛毯出口额占比（%）.....	12
图 15. 2017-2022 年各地区我国化纤毛毯出口单价（美元/条）.....	12
图 16. 2017-2022 年我国化纤毛毯对中东及全球的出口单价（美元/条）.....	12
图 17. 中东及非洲毛毯使用生活照.....	13
图 18. CCFEI 涤纶 POY 价格指数.....	14

图 19. 涤纶产能分布	15
图 20. 江浙地区具有更完备的原材料供应链	15
图 21. 旧工厂生产流程人工搬运参与多	16
图 22. 2000-2020 年我国 60 岁以上人口及占比 (万人, %)	16
图 23. 2011-2021 年全国及浙江老龄化人口占比 (%)	16
图 24. 2000-2020 年我国 18-55 岁大专及以上学历人口及占比 (万人, %)	17
图 25. 新工厂生产流程运用自动化取代大多数搬运流程	17
图 26. 真爱美家新工厂旁的热电站项目	19
图 27. 新工厂旁热电站实拍	19
图 28. 免水洗印染工艺与旧工艺对比	22
图 29. 全国出口非洲毛毯总量及真爱美家市占率	25
图 30. 全国出口中东毛毯总量及真爱美家市占率	25
图 31. 全国出口欧洲毛毯总量及真爱美家市占率	26
图 32. 全国出口其他地区毛毯总量及真爱美家市占率	26
图 33. 2017-2021 年行业上市公司、纺织业平均及真爱美家 ROE 水平 (%)	27
图 34. 2019-2021 年 ROE 连续高于特定阈值的行业上市公司家数 (个)	27
图 35. 2017-2022Q3 纺织业及真爱美家净利率水平 (%)	28
图 36. 2017-2022Q3 纺织业毛利率水平 (%)	28
图 37. 2019 年真爱美家各外销区域销售占比 (%)	28
图 38. 2017-2022 年我国对各市场化纤毛毯出口均重 (千克/条)	29
图 39. 真爱美家毛利率与涤纶价格关系	29
图 40. 真爱美家毛利率与原油价格关系	29
图 41. 毛毯中东市场出口额与原油价格走势	30
图 42. 2017-2021 年纺织业及真爱美家销售费用率 (%)	30
图 43. 2017-2021 年真爱美家销售人员 (人)	30
图 44. 2017-2021 年纺织业及真爱美家财务费用、管理费用率 (%)	31
图 45. 2017-2021 年真爱美家利息费用 (万元)	31
图 46. 2017-2021 年纺织业及真爱美家存货周转率 (次/年)	31
图 47. 2017-2021 年真爱美家产能利用率及产销率 (%)	31
图 48. 2017-2021 年纺织业及真爱美家应收账款周转率 (次/年)	32
图 49. 2017-2021 年真爱美家货币资金及经营活动现金净值 (万元)	32
图 50. 2017-2021 年真爱美家收到的现金占营业收入比重 (%)	32
表 1: 主要竞争对手情况	8
表 2: 2021/22 年度全国毛毯企业综合竞争力“十强企业”名单	8
表 3: 中东及非洲部分国家洗衣店清洗双人毛毯价格 (元)	13
表 4: 真爱美家两家工厂生产人员情况	18
表 5: 每吨毛毯所需热量测算	20
表 6: 新工厂能源费用节省测算流程	20
表 7: 立新电机永磁同步电机节能案例	21
表 8: 单位毛毯平均用电量测算	21
表 9: 一期工程综合电费节省情况测算	21
表 10: 纺织品染色牢度标准	22
表 11: 常规染料和纳米染料染色牢度对比	22

表 12: 1000V 型加弹机技术参数	24
表 13: 匹配产能所需单机锭数测算	24
表 14: 一期工程达产后综合成本节省 (元)	24
表 15: 不考虑产能极限状态下真爱美家 2022 年产量预估 (万吨)	26
表 16: 不同产能场景下的成本节省程度 (元)	27
表 17: 真爱美家收入分拆	34
表 18: 财务摘要预测	35
表 19: 真爱美家 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值 (20230420)	36
表 20: 真爱美家 FCFE DCF 模型市值敏感性分析 (单位: 亿元)	36
表 21: 可比公司估值一览	36

1. 投资概要

1.1. 投资要点

新产能落地有望带动市占率和利润抬升。我们认为真爱美家是毛毯行业全球需求稳定下有望提高市占率，最终实现利润抬升的优质标的，主要观点：1) 化纤毛毯行业是一个传统且需求稳定的行业，增长动能有限。中国是全球化纤毛毯的主要出口国，超过 90% 的毛毯来自中国，过去 5 年我国化纤毛毯出口总额保持在 30-40 亿美元区间，需求稳定但增长幅度小，真爱美家在其中是行业龙头，出口市占率保持在 3%-4% 水平。2) 全新自动化工厂将在年内投产，将有望带动收入和利润双抬升。新工厂一期工程落地后产能预计将从原来的每年 5 万吨提升至 7 万吨，产能抬升的同时新工厂在生产工艺提升和生产自动化智能化上进行创新，预计将实现简单劳动力的精简、水资源及污染处理上的节约、以及能源消耗的减少。综合起来，我们预计新工厂在 2023 年底投产后将用两年时间实现 7 万吨产能达产，达产后。市占率将从原来 3-4% 抬升至 5-6%。生产成本方面将较老工厂时期（相较 2021 年）每吨减少超过 1500 元，2024 年净利润规模将较 2021 年实现较大幅度增长，毛利率及净利润率较 2021 年分别有望提升 4 pct/7 pct 至 26% 和 18%。

1.2. 区别于市场的观点

我们认为真爱美家是被市场忽略的较为稀缺纺服行业标的。公司自成立以来一直专注于毛毯生产与销售，多年来经营表现稳健，过去五年公司一直保持稳定的收入和净利润表现，出口市占率一直保持全国领先水平；同时，真爱美家 ROE 一直保持在行业内较高的水平，我们比对行业内 101 家纺织上市企业的历史 ROE，发现过去 3 年能连续保持 ROE 在 10% 以上的企业仅有 24 家，而真爱美家仅因 2021 年 ROE 为 9.5% 紧随 24 家企业之后，但也足见其经营稳健程度。在此优秀的经营基本盘面下，作为首家覆盖真爱美家的券商，我们先于市场对公司进行深入研究，确认真爱美家存在价值低估，应得到市场更多关注。

资本市场低估了公司新工厂投产后对公司的利好程度。我们认为真爱美家智能新工厂的扩产在行业内是具有示范性意义的，主要体现在 1) 坚持依托江浙地区纺织业的产业链优势，选择仍在义乌新设工厂而非到东南亚设厂，用全流程的高度自动化解决了简单劳动力日渐减少的问题，以及生产工艺提升减少污染，形成更大的竞争优势，是传统制造业向智能化、清洁化转型的一次重要示例，将有望得到当地政府的长期支持。2) 新工厂除了产能有所扩张外，在各流程的成本优化程度是市场没有充分认知的，我们通过对生产成本的逐项剖析和测算，得出了单吨成本节约超过 1500 元的结论，成本节约将使价格调整的空间更大，新厂产能将有望较快达峰，收入和利润规模均有较大幅度提升。

2. 化纤毛毯生产销售领先企业

浙江真爱美家股份有限公司成立于2010年，总部位于浙江义乌，2021年4月6日于深交所上市，是一家专业从事以毛毯为主的家用纺织品研发、设计、生产与销售的企业。公司的主要产品为化纤毛毯，同时也生产销售小部分床上用品（套件、被芯、枕芯等）。生产模式上，真爱美家目前采用ODM模式，专注于服务海外客户，提供毛毯设计开发和生产制造服务，产品主要销往中东、非洲等市场。

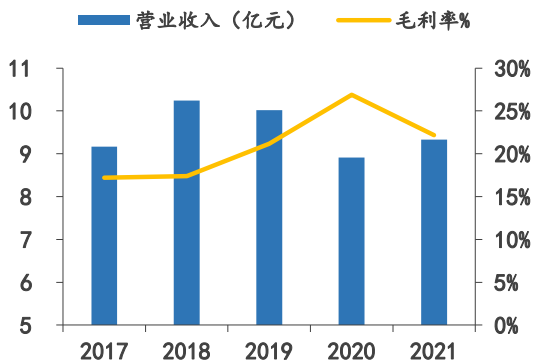
图1. 真爱美家专注毛毯生产



资料来源：公司年报，安信证券研究中心整理

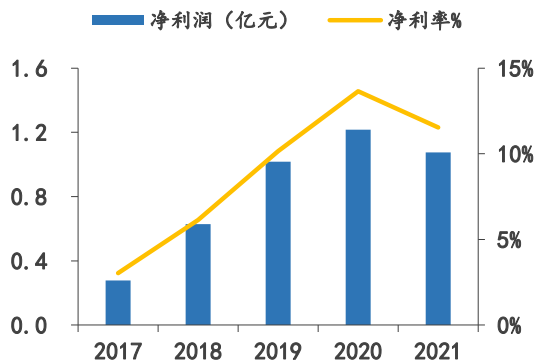
真爱美家主营业务以出口毛毯产品为主。从整体收入及利润规模看，近年来，真爱美家总营收保持在在9-10亿元水平，利润逐步抬升至1亿元以上水平，毛利率、净利率逐步抬升。从主要销售地区上看，真爱美家近90%的业务是海外业务，主要出口至西亚（阿联酋、沙特、科威特、伊朗等）和非洲（阿尔及利亚、摩洛哥、索马里、南非等），根据招股说明书披露，2019年西亚和非洲市场收入占比超过80%。从产品结构上看，公司以生产销售毛毯为主，占比超过95%，其余收入为床上用品和地毯。

图2. 真爱美家营业收入及毛利率情况



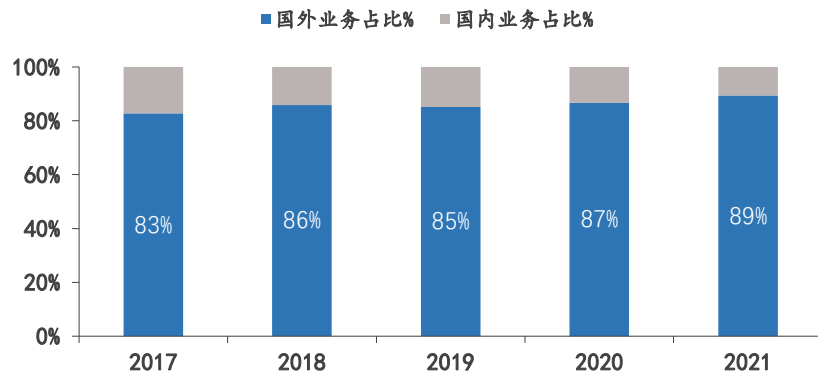
资料来源：公司年报，招股说明书，安信证券研究中心

图3. 真爱美家净利润及净利率情况



资料来源：公司年报，招股说明书，安信证券研究中心

图4. 真爱美家以海外业务为主



资料来源：公司年报，安信证券研究中心整理

真爱美家是毛毯生产及出口的龙头企业。以出口口径统计市占率，真爱美家过去5年市占率保持在3-4%的水平，在竞争者众多的毛毯行业中处于领先地位。真爱美家是唯一一家上市的毛毯企业，业内竞争者缺乏相关营运数据进行比较。我们对招股说明书中介绍到的竞争对手，如山东圣豪、山东高德、连云港飞雁，进行资料搜集，根据有限的公开资料显示，收入端真爱美家均超过以上几位主要竞争对手，处于领先。为了更严谨验证真爱美家的市场地位，我们按省份统计了出口额分布，2021年江苏省毛毯出口额最高，达85.9亿元，占比40%，其次是浙江省，出口额达到74.6亿元，占比34.4%，山东省排名第三，占比8%。2021年真爱美家海外收入8.3亿元，占浙江省毛毯出口额的12%。我们认为，若在山东省存在比真爱美家收入规模更大的毛毯企业，那么在山东省的占比将达到46%，在当前看来是不现实的。而在浙江省中，根据中国毛纺织行业协会公布的2021/22年度全国毛毯企业综合竞争力评价中，真爱美家是唯一一家上榜的浙江毛毯企业，因此也大概率不存在比真爱美家规模更大的浙江毛毯企业。同时，上榜的江苏企业也并未在招股说明书的竞争对手梯队中出现。综上，我们认为，真爱美家是目前毛毯行业的龙头。

表1：主要竞争对手情况

公司名称	成立日期	产地	经营范围	营业额 (亿元)
山东高德毛毯有限公司	1996	山东省临沂市	毛毯	7.75 (2017年)
山东圣豪家纺有限公司	2003	山东省烟台市	毛纺织品、毛毯	2.28 (2022年)
连云港飞雁毛毯有限责任公司	2002	江苏省连云港市	纺织品、毛毯、毛绒	1.29 (2021年)

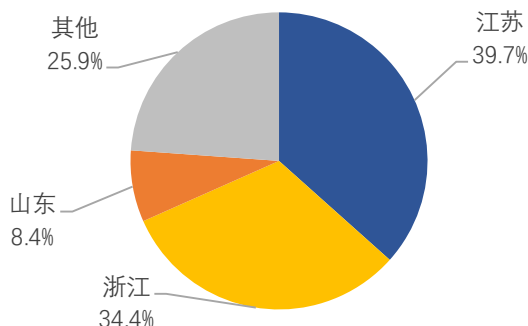
资料来源：Wind，公司官网，连云港市人民政府，安信证券研究中心

表2：2021/22年度全国毛毯企业综合竞争力“十强企业”名单

浙江真爱毯业科技有限公司
山东高德毛毯有限公司
山东圣豪家纺有限公司
连云港飞雁毛毯有限责任公司
龙福环能科技股份有限公司
宿迁市神龙家纺有限公司
威海毛纺织集团有限公司
常州耀春格瑞纺织品有限公司
江苏金典纺织有限公司
江西雅星纺织实业有限公司

资料来源：中国毛纺织行业协会，安信证券研究中心

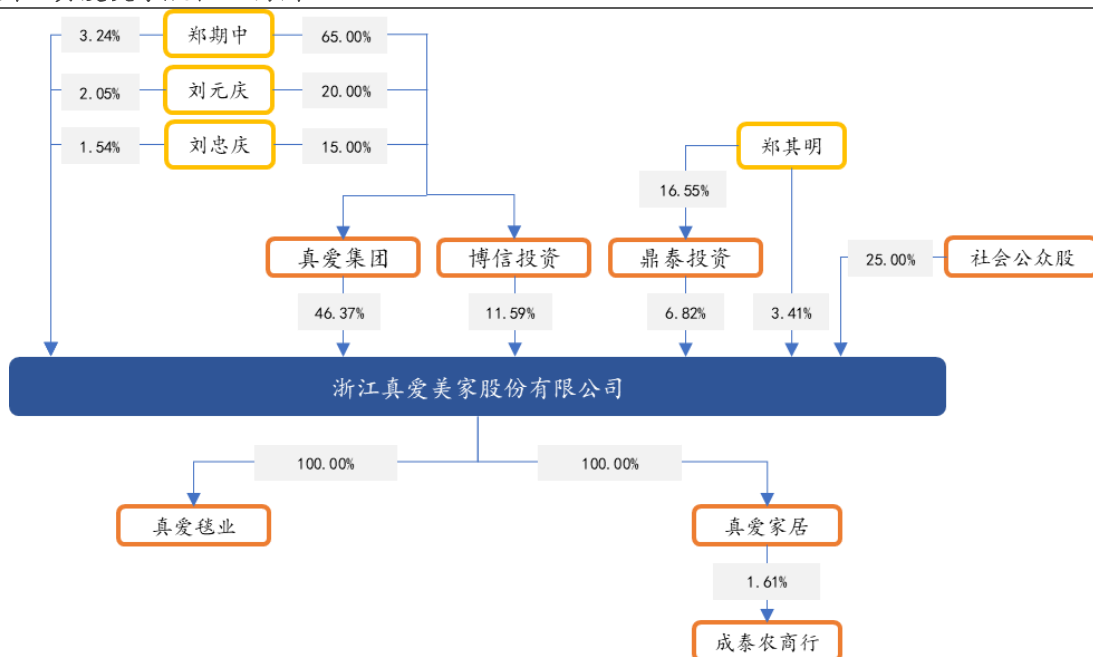
图5. 2021年毛毯出口额占比（分省份）



资料来源：海关总署，安信证券研究中心整理

公司股权结构属于家族控股模式，股权结构稳定。根据公司2021年年报披露，公司创始人、董事长郑期中先生持有公司41%的股份，董事长弟弟、公司总经理郑其明先生持有公司4.5%的股份。刘忠庆先生、刘元庆先生分别持有公司10.2%和13.7%的股份。值得注意的是，刘忠庆和刘元庆先生是董事长郑期中妻子王晓芳女士的表兄弟。

图6. 真爱美家股权结构图

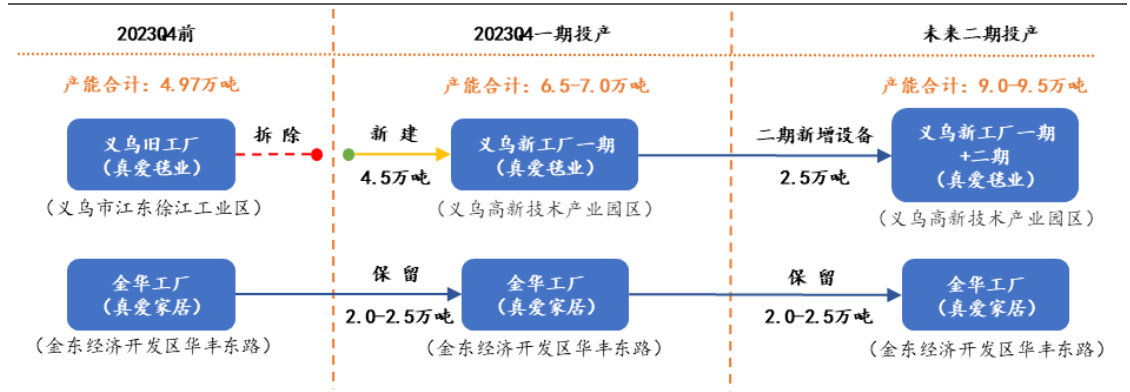


资料来源：公司年报，安信证券研究中心整理

新工厂将于2023年内投产，产能提升明显。真爱美家过去数年毛毯产量占公司总产能比例处于90%以上的高位，两家工厂（义乌旧工厂、金华工厂）过去五年合计毛毯产量占比均为94%，考虑到真爱美家仍有少量其他产品如地毯、床上用品等，同时考虑到正常的生产损耗和产品不良率，我们认为过去数年真爱美家一直处于满产且供不应求的状态。为了满足市场需求，保持行业龙头的竞争力，公司启动新工厂的建设，根据公司在线上投资者交流中披露，一期工程年总产能将从原工厂（义乌老工厂+金华工厂）的4.97万吨增至6.5-7.0万吨，二期工程将在一期工程基础上再新增2.5万吨，合计9.0-9.5万吨。目前根据公司公开交流披露，一期工程将在2023年内实现投产，二期工厂投产时间待定，将根据市场需求情况适时布局。值得注意的是，新工厂的建设并非原工厂的升级改造，而是在新厂区（同在义乌）重新建造，义乌旧厂将拆除并将土地交还地方政府，金华工厂继续保留。因此，一期工程6.5-

7.0万吨的产能中4.5万吨来自于新建的义乌新工厂，另外2.0-2.5万吨来自原有的金华工厂。

图7. 真爱美家产能提升计划路线图



资料来源：公司线上投资者交流记录，安信证券研究中心整理

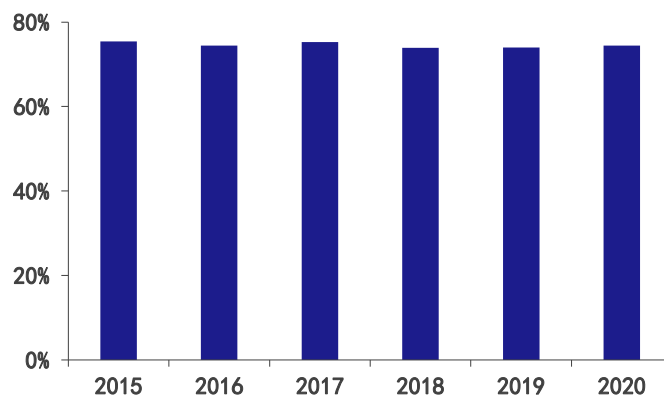
新工厂全面升级，降本增效有望抬升利润率水平。通过我们的实地调研，新工厂在生产自动化和生产工艺上进行了大幅度的升级。在自动化方面，真爱美家攻克了毛毯行业高度依赖人工搬运及运输的难题，基本实现生产全流程的自动化，有望节约大量人工成本。同时，自动化和标准化也有望提高产品生产的稳定性，提高良率。在生产工艺上，真爱美家在印染技术上实现突破，开发了免水洗印染技术，大量节约了水及水污染的费用（具体工艺介绍请详见下文）。在能源使用上，新工厂建造在热电厂旁，可直接利用热电厂蒸汽取代天然气，将大量节省能源费用（具体测算请详见下文）。随着新工厂年内实现投产，我们认为，新工厂产能扩张及降本增效，将有望把公司的运营效率抬升至新台阶，产能扩张有望带动收入增长，生产成本的下降有望大幅利好毛利率表现，并传导至净利润率表现。

3. 毛毯行业：中东和非洲是兵家必争之地

3.1. 中国是毛毯贸易的中心

本文以化纤毛毯作为行业分析主题。化纤毛毯是毛毯行业最主要的贸易品种，2015-2020年全球毛毯出口额中化纤毛毯出口额占比超过70%，化纤毛毯主要以涤纶或腈纶为原材料，其中因涤纶价格更低，市场上目前多以涤纶毛毯为主。真爱美家的毛毯产品均为涤纶毛毯，属化纤毛毯，本文针对毛毯行业的分析围绕在化纤毛毯上。

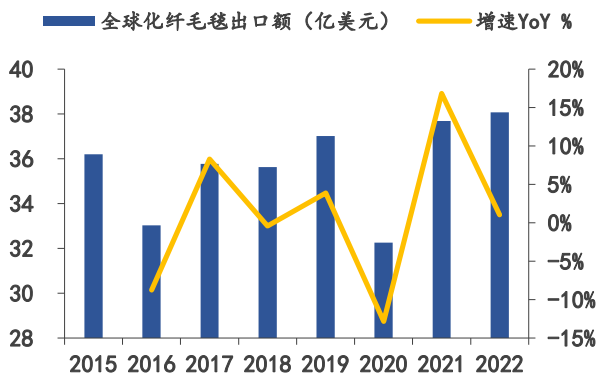
图8. 2015-2020年全球化纤毛毯出口额占比（%）



资料来源：OEC，安信证券研究中心

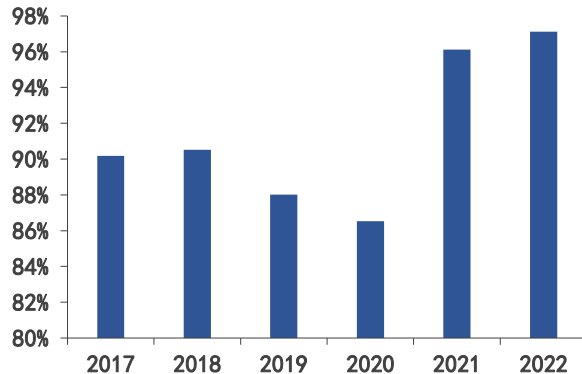
行业规模稳定，我国是最大的出口国。作为传统纺织用品，毛毯需求常年保持稳定，2015-2022 年全球化纤毛毯出口额均保持在 30-40 亿美元区间，鲜见较大幅度波动。2020 年受疫情对整体产能的影响，出口额有所降低，但随着疫情防控在全球范围内的逐步放开，贸易额逐步回暖至疫情前水平。在全球毛毯生产销售的竞争格局中，我国一直是全球化纤毛毯最重要的出口国，2017-2020 年化纤毛毯出口额占比均保持在全球出口总额的近 9 成，2020 年后此占比快速攀升至 96% 以上，我们认为主要因为毛毯产业链在全球疫情封控过程受到较大冲击，外国产业链韧性不足产能出清产生缺口，最后被中国消化。

图9. 全球化纤毛毯贸易额 (亿美元)



资料来源: OEC, 安信证券研究中心

图10. 中国化纤毛毯出口额占比 (%)

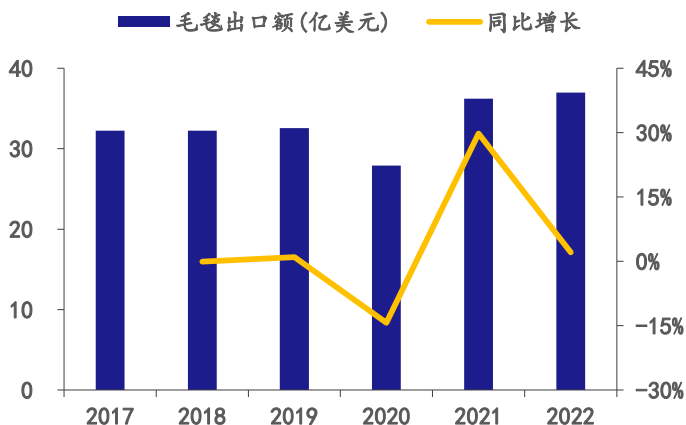


资料来源: OEC, 安信证券研究中心

3.2. 北美进口规模最大，但中东和非洲才是主要市场

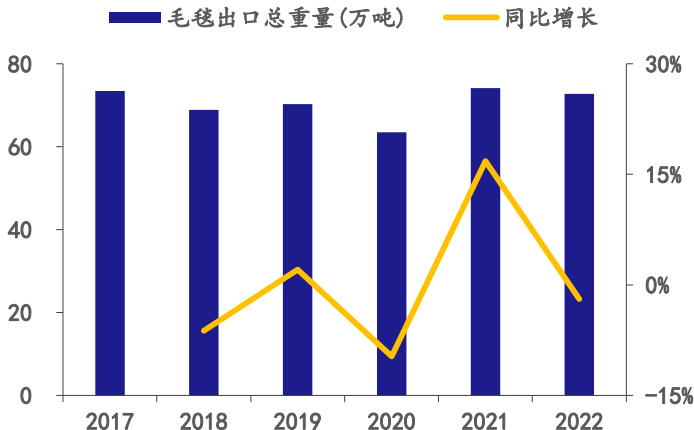
北美市场总额最大，但中东非洲是最主要市场。我国作为全球最大的毛毯出口国，出口国家及地区超过 200 个，我们对出口地区以主要市场进行划分，分为北美、欧洲、中东、亚洲（除中东）、非洲、大洋洲以及南美。从总额上看，北美市场总额最大，占比最高，2022 年中国出口北美的毛毯总额达 14 亿美元，占比 38%；除中东市场外的亚洲市场以及欧洲市场紧随其后，占比分别是 19% 和 17%；中东及非洲市场占比则分别是 12% 和 7%。总额上看，北美是主要市场，中东和非洲市场相对更小。从条均数据看，根据海关总署的出口量（条数）以及出口重量（千克）数据，可得各个市场的条均重量以及条均价格，我们发现，出口至中东及非洲市场的毛毯是最重的，每条毛毯平均重量分别在 1.4kg 及 1.7kg，是北美和欧洲市场的两倍，重量大伴随着的是高条均价格，出口到中东和非洲的毛毯均价皆明显高于其他市场。我们认为，条均重量和价格相较于市场规模而言更为重要，主要因为毛毯生产过程中单位时间可生产的毛毯米数相对固定，单位长度的毛毯重量越大，产值也将越高。因此，中东及非洲市场对毛毯生产制造企业而言是最想要争取的市场。

图11. 2017-2022 年我国化纤毛毯出口额及增长



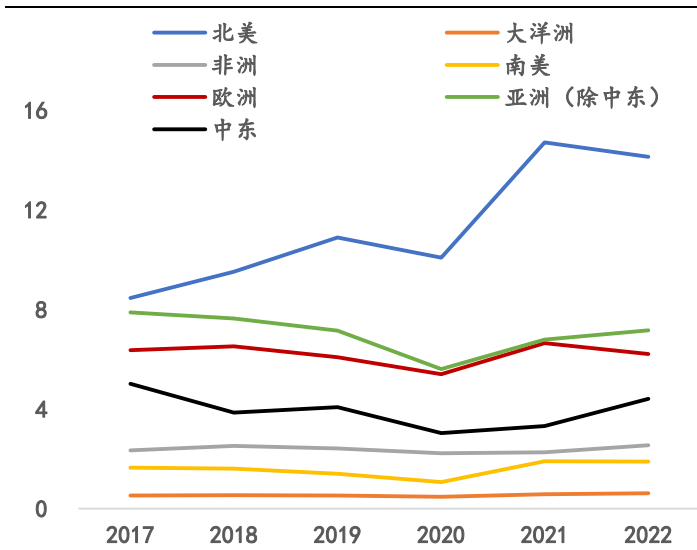
资料来源: 海关总署, 安信证券研究中心

图12. 2017-2022 年我国化纤毛毯出口总重量及增长



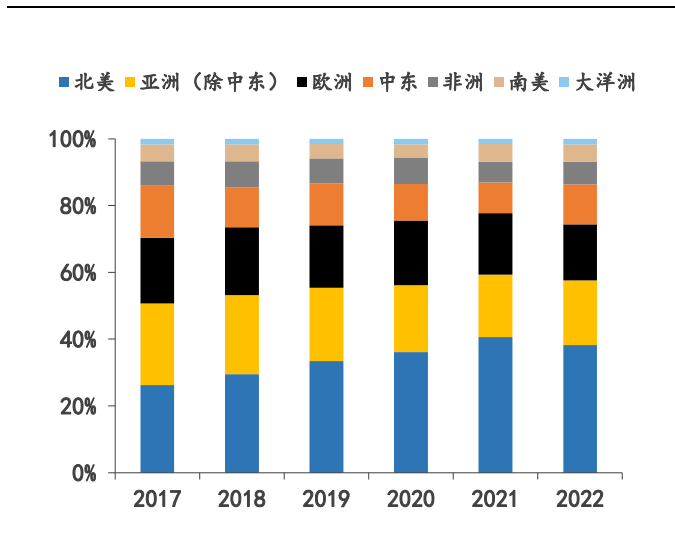
资料来源: 海关总署, 安信证券研究中心

图13. 2017-2022年各地区我国化纤毛毯出口额（亿美元）



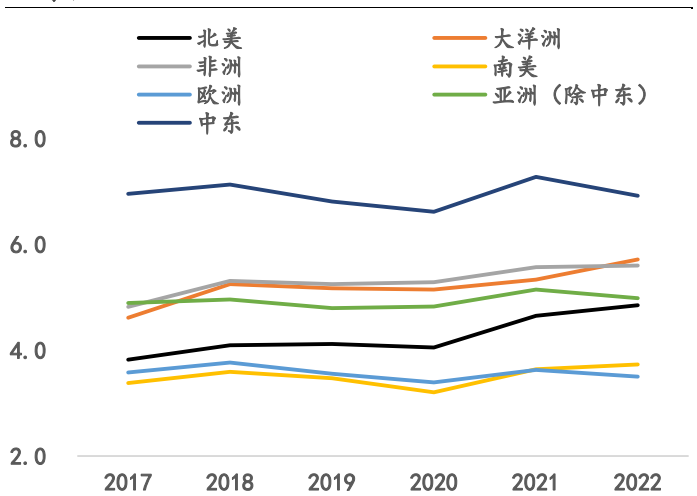
资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图14. 2017-2022年各地区我国化纤毛毯出口额占比（%）



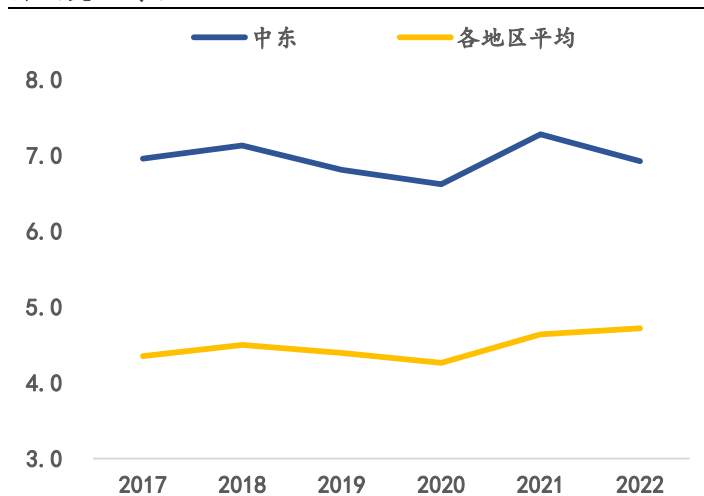
资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图15. 2017-2022年各地区我国化纤毛毯出口单价（美元/条）



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图16. 2017-2022年我国化纤毛毯对中东及全球的出口单价（美元/条）



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

保暖防沙防尘带动中东和非洲需求。我们认为中东及非洲地区毛毯用得更多主要因为其生活环境所需。中东及非洲地区沙漠多，风沙大，且居住环境中多为席地而坐，昼夜温差大，使得该地区的人民对保暖防沙防尘的需求大。从历史上看，在中国毛毯兴起之前，波斯毛毯一直是中东和非洲人的传统用品，满足对保暖防沙防尘的需求，是一个在当地市场长期存在的日用消费品，而中国毛毯相比而言，质量更好，款式更多，价格更低廉，成功打进了中东及非洲市场。

图17. 中东及非洲毛毯使用生活照



资料来源: Donatekart, Ajmal Foundation, 安信证券研究中心

高克重毛毯水洗成本高，复购需求高。前文提到，中东及非洲市场消费者使用毛毯主要用于席地而坐进行保暖以及日常防尘防沙，相比我国的毛毯更多为床上用品，更容易脏和损坏。我们认为，随着物美价廉的中国毛毯渗透中东及非洲市场，消费者更倾向于复购毛毯而非多次洗涤，主要因为当地使用毛毯更容易脏且清洗成本高，清洗成本高主要体现在高克重大毛毯对清洗设备要求高，需要交付洗衣店中清洗。我们通过搜集中东及南非主要洗衣店品牌的报价，比较洗毛毯的成本和新买毛毯的成本哪个选项比较划算。我们发现，在中东市场清洗一次双人大小的毛毯平均价格在 35-60 元之间，平均 47 元，而在南非价格是 61 元。至于购买毛毯的价格，在亚马逊阿联酋站上一床双人大小的毛毯均价在 227 元。比较是复购还是多洗划算，我们认为需要衡量清洗频率，我们对中东及非洲代表性国家清洗价格和清洗频率进行成本计算，**发现只有一个季度或者半年洗一次毛毯，成本才会低于复购一条毛毯**，如此情况在沙尘多的中东和非洲市场而言是不切实际的。由此，在中东及非洲市场，复购是比水洗划算的，复购需求高将利好毛毯生产企业的订单表现。

表3: 中东及非洲部分国家洗衣店清洗双人毛毯价格（元）

	南非	阿联酋	卡塔尔	沙特	科威特	约旦	巴林	中东平均
清洗单价（元）	61	58	58	48	45	41	35	47
清洗频率								
年清洗费用（元）								
1 个月	730	696	697	571	534	495	419	569
2 个月	365	348	348	285	267	247	210	284
1 个季度	243	232	232	190	178	165	140	190
半年	122	116	116	95	89	82	70	95

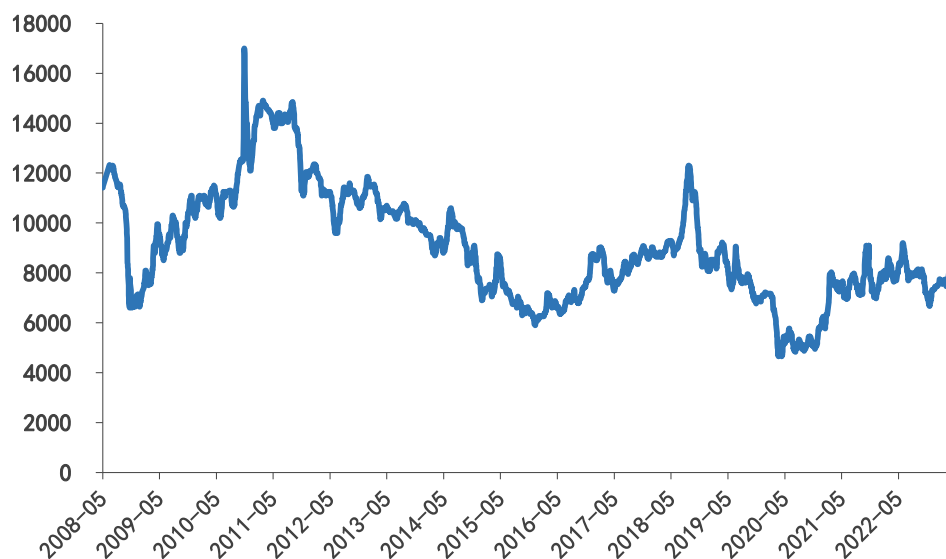
资料来源: 各国多家洗衣店报价, 安信证券研究中心整理, 标黄区域为清洗不划算区间

4. 新工厂落地降本增效，市占率有望提升

4.1. 老工厂已具备一定成本优势，已掌握行业定价权

真爱美家老工厂已具备一定的成本优势。毛毯行业是较为传统且竞争比较充分的行业，产品间差异化不大，需求稳定。因此，在行业规模保持稳定的背景下，企业的盈利增长依托行业 beta 的机会不大，而是更依赖企业在自身工艺和成本管控的升级。我们通过比较行业内可比竞争对手的历史情况，发现真爱美家在现阶段老工厂时期就具备一定的成本优势。由于行业内缺乏可比上市公司，我们以曾经在新三板上市的山东新丝路工贸股份有限公司（现高德毛毯）的历史数据进行比较。根据新丝路披露的数据，2014 年产量 4.3 万吨，营业成本 10.6 亿元，即每吨成本 2.5 万元。真爱美家 2017 年产量 4.5 万吨，营业成本 7.6 亿元，即每吨成本 1.7 万元，相较于新丝路具备较大的成本优势。值得注意的是我们认为两家公司不同年份对比具有参考价值，主要因为成本中大部分是原材料，涤纶价格 2014 年与 2017 年的价格相差不大。随着真爱美家营收规模的逐步增大，同时新丝路在后来规模的逐步萎缩，我们认为真爱美家的成本优势是得以持续至今的。

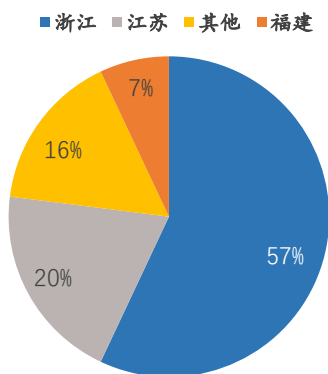
图18. CCFEI 涤纶 POY 价格指数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

老工厂成本优势源于原材料供应链地缘优势。真爱美家两家老工厂位于义乌和金华，前文提到毛毯生产主要原材料为涤纶，浙江省是涤纶的主要产地，产能 57%来自于浙江。真爱美家在原材料采购上具有地缘优势，主要体现在采购价格更优惠，以及运输费用更低。运输成本方面，根据真爱美家招股说明书，真爱美家 2017 年运输装卸费 1890.9 万元，即每吨 420.2 元，而根据新丝路年报披露，新丝路 2014 年运输费用 2813.6 万元，即每吨 654.3 元，真爱美家成本更低。采购成本方面，2017 年真爱美家原材料综合成本 7578.4 元/吨，而新丝路 2014 年原材料综合成本约为 11000 元/吨。

图19. 涤纶产能分布



资料来源：百川盈孚，安信证券研究中心

图20. 江浙地区具有更完备的原材料供应链



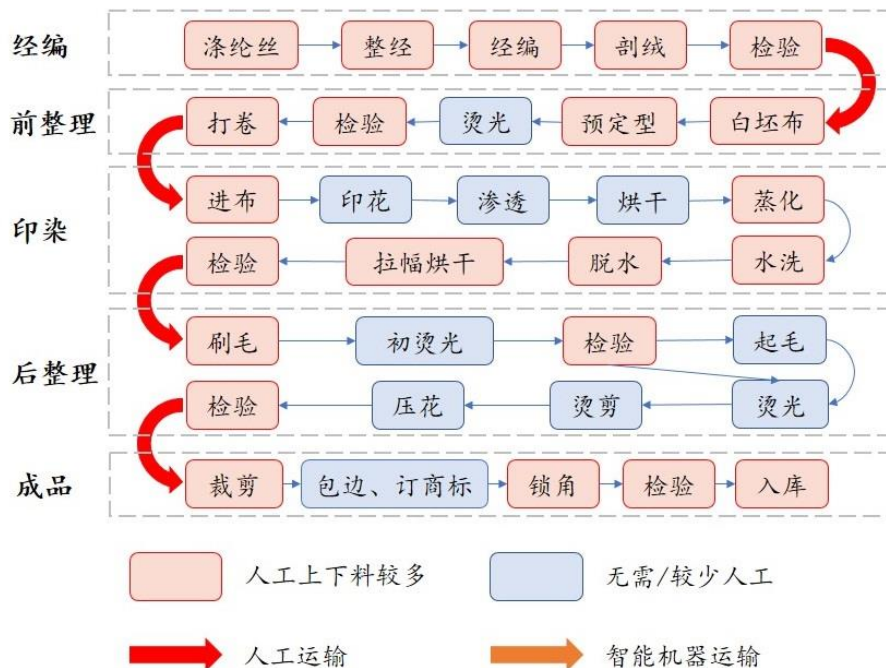
资料来源：百度地图，真爱美家招股说明书，安信证券研究中心

成本优势下拥有行业定价权。由于毛毯产品同质性强，行业内多以OEM/ODM为主，因此贸易商或品牌商在产品质量差别不大的前提下，倾向于选择价格更低的生产商进行合作。真爱美家作为行业龙头，且在成本上更有优势，因此我们认为在老工厂时期真爱美家就已拥有行业的定价权，可找到一个产能利用最大化下的市场供需均衡价格。

4.2. 新工厂高度自动化精简大量劳动力，领先劳动密集型同行

毛毯生产制造过程是劳动力密集型。通过走访调研公司以及比对公司披露的生产流程，我们发现毛毯生产过程虽然已经基本实现机械化，但流程间的运输以及物料上下机器的工序都需要人工搬运和运输。毛毯产品同质性强，生产流程差异度并不高，真爱美家作为行业龙头尚且需要大量人工，其他竞争对手同样也维持在劳动密集型的状态。

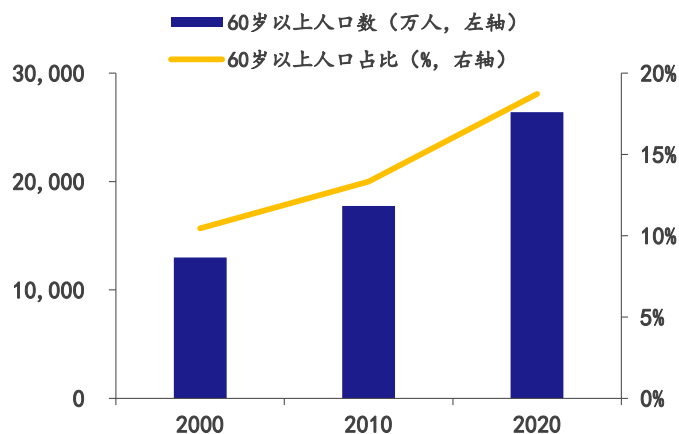
图21. 旧工厂生产流程人工搬运参与多



资料来源：公司公告，公司招股说明书，安信证券研究中心整理

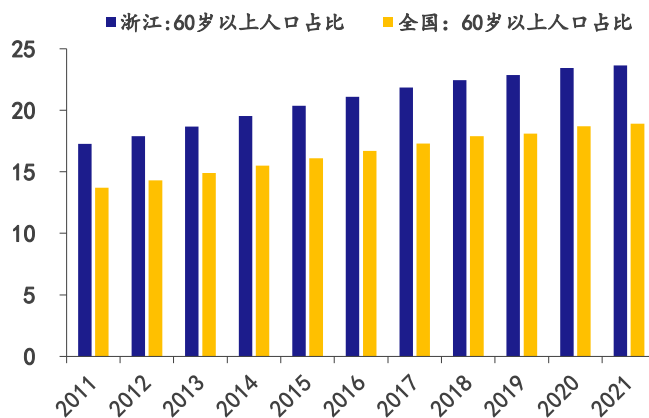
体力劳动力短缺带动自动化改造需求。真爱美家领先于市场布局自动化产线，主要为了规避我国体力劳动力紧缺的风险。我国体力劳动力目前已出现紧缺的迹象，主要体现在：1) 我国人口老龄化加重，2020年60岁及以上的人口相比2000年增长103.1%，2020年60岁以上人口规模占全国人口的18.7%。公司所在地为浙江义乌，2011-2021年浙江省老龄化程度均高于全国水平，2021年浙江省60岁及以上人口占比达到23.66%。浙江省更为严重的老龄化问题将对当地未来制造业招募新的搬运劳动力带来挑战；2) 主要劳动力人口中受过高等教育的占比上升，选择体力劳动作为工作的意愿下降。2020年我国18-55岁大专及以上学历人口占比达到27.2%，是10年前的四倍有余。学历更高，选择体力劳动作为工作的意愿下降，同时招聘的成本也将提高。两大因素共同影响下，使得劳动密集型的制造企业将在未来面临较大的用工难问题，真爱美家走在前头，新工厂落地后将实现传统纺织业自动化生产。

图22. 2000-2020年我国60岁以上人口及占比（万人，%）



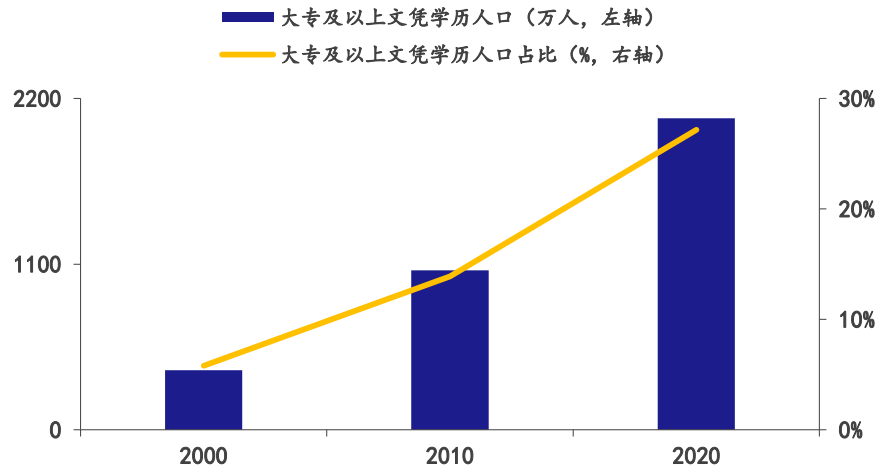
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图23. 2011-2021年全国及浙江老龄化人口占比（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

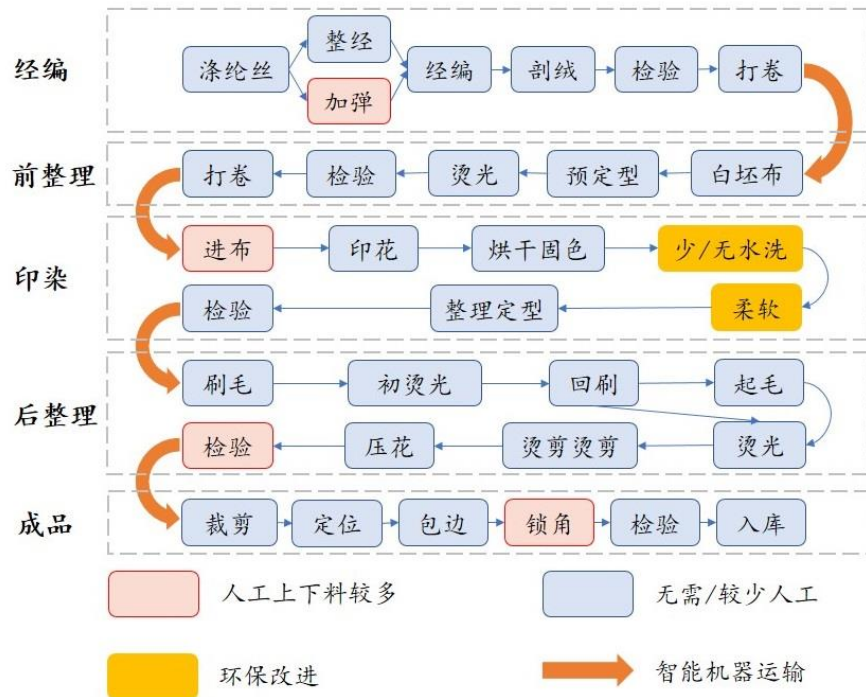
图24. 2000-2020 年我国 18-55 岁大专及以上学历人口及占比 (万人, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

高度自动化精简劳动力。新工厂在生产流程上与老工厂大致相同，但新工厂通过企业云、物联网、5G 网等互联网和各类信息系统的运用，实现全厂设备的全面数字化和信息化，生产过程中通过实施经编车间盘头运输行挂系统、白坯布 AGV、RGV 运输系统，全面实现物流自动化。通过对新工厂的走访和流程的比对，我们总结发现在大致生产流程不变的情况下，从涤纶丝到毛毯成品的整个生产流程中基本不再需要人力，可完全由 AGV、RGV 完成物料运输，机械臂完成上下料，精简程度明显。

图25. 新工厂生产流程运用自动化取代大多数搬运流程



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 安信证券研究中心整理

预计员工薪酬费用将较原来减少超过 4900 万元，成本优势进一步扩大。结合上文对生产流程员工布局的分析，自动化工厂投产后预计新工厂的生产人员将大幅减少。我们对新工厂投产后对员工薪酬减少的贡献做出如下测算：

- 1) 公司没有明确披露金华工厂和义乌老工厂分别有多少生产人员，我们通过两家工厂的产能比例对生产人员人数和薪酬进行粗略划分。
- 2) 义乌老工厂将整体拆除搬迁不再产生相关生产人员薪酬，新工厂各项流程自动化后生产人员将大幅精简，但金华工厂仍将保持原有生产状态，仍保留原有约 500 名生产人员。我们预计，新工厂落地后公司总生产人员预计将较原来减少一半以上。费用减少预估上，2021 年营业成本中职工薪酬 9824 万元，若生产人员精简一半以上，则一期工程职工薪酬将减少至 4912 万元。以每吨成本计算，老工厂 4.97 万吨产能每吨职工成本为 1977 元，一期工程 7 万吨产能每吨职工成本 702 元，相比之下每吨成本下降 1275 元。

表4：真爱美家两家工厂生产人员情况

	2020	2021
总产能 (万吨)	4.97	4.97
金华工厂产能 (万吨)	2.25	2.25
义乌老工厂产能 (万吨)	2.72	2.72
金华工厂产能占比 (%)	45.3%	45.3%
义乌老工厂产能占比 (%)	54.7%	54.7%
总生产人员 (人)	1279	1150
金华工厂生产人员人数 (人)	579	521
义乌老工厂生产人员人数 (人)	700	629
总生产人员薪酬 (百万元)	91.34	98.24
金华工厂生产人员薪酬 (百万元)	41.35	44.47
义乌老工厂生产人员薪酬 (百万元)	49.99	53.76

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

4.3. 能源成本有望大幅缩减，成本优势壁垒增厚

天然气节省：热电厂蒸汽供应取代天然气。从历史上看，真爱美家的毛毯生产过程中涉及的加热烘干工序，主要由煤或天然气加热生产机器中的导热油实现。在煤改气的大背景驱动下，煤用量逐步减少，根据我们调研的实际情况，当前两家老工厂的能源消耗已完成了煤改气改造，全部由天然气完成。天然气虽然较烧煤更环保，但采购成本更高，加大了生产成本。我们预计，真爱美家新工厂投产后将不再利用天然气，转用热电厂的蒸汽进行加热烘干工序。我们作出如此判断，主要因为我们发现真爱美家新工厂旁有一个铂瑞义乌高新区智慧能源中心热电联产项目，可以通过热电联产对外提供每小时 200 吨的工业蒸汽。通过我们的测算，真爱每家新工厂 4.5 万吨产能预计全年将需要 2.25 万吨的蒸汽，热电项目对外的提供的蒸汽将非常容易满足真爱美家的热电需求。利用蒸汽取代天然气，并非其他毛毯厂可以轻易实现的，因为必须要建在热电厂附近才可直接引用，如此地缘优势也是真爱美家相较于其他竞争对手的一大竞争壁垒。

图26. 真爱美家新工厂旁的热电站项目



资料来源：百度地图，安信证券研究中心

图27. 新工厂旁热电站实拍



资料来源：新工厂现场实拍，安信证券研究中心

年需求 2.25 万吨蒸汽的测算过程。结合历史数据，我们对新工厂蒸汽需求量进行了测算。主要测算过程如下：

- 1) **测算主要抓手：**无论是用煤、天然气、或是蒸汽，加热烘干工序均是加热导热油后进行烘干，因此，生产单吨毛毯所需的热量值是相对恒定的。
- 2) **单吨毛毯所需热量：**根据真爱美家招股说明书可知煤以及天然气的用量，通过煤及天然气的热值以及锅炉燃烧效率的恒定值，可算出公司为了生产毛毯每年所用到的煤和天然气的总产热值，结合毛毯产量可知 2017-2019 生产毛毯所需热量平均为 350 万千卡/吨。
- 3) **新工厂所需蒸汽量：**新工厂一期工程最大产量 4.5 万吨，单吨生产所需热量为 350 万千卡/吨，即生产所需总热量为 1570 亿千卡。结合蒸汽每吨产热量 700 千卡的假设，可知最终所需蒸汽量为 2.25 万吨。

预计新工厂落地后每吨能源成本将节省近 1000 元。我们对 2021 年真爱美家制造费用中的能源费用进行了测算，同时也测算了新工厂落地后总产能达产情况下的能源费用，由此比较前后费用节省情况，具体测算过程如下：

- 1) **2021 年老产能能源费用情况：**2021 年两家老工厂已完全使用天然气取代煤。2021 年毛毯产量 4.6 万吨，单吨所需热量 350 万千卡，即生产所需总热量 1610 亿千卡。对应天然气每立方米产热 8550 千卡，可得生产所需天然气 1884 万立方米。若以 2021 年天然气单价 4 元/立方米进行计算，天然气总费用为 7538 万元，即**每吨毛毯能源费用为 1635.7 元。**
- 2) **一期工程完工后能源费用情况：**需要分开新工厂和老金华工厂分开测算。新工厂方面，前文测算需要 2.25 万吨的蒸汽，考虑到蒸汽价格需要通过协商完成没有公允价格，市场普遍价格在 170-230 元/吨不等，我们取中位数 200 元/吨，可得蒸汽总费用为 449.6 万元。而老金华工厂方面，将继续沿用天然气加热，计算方法与上文类似，2.5 万吨产能将需要 1022 万立方米天然气，费用为 4089 万元。两个工厂合计总能源费用为 4539 万元，匹配 7 万吨产能，**每吨毛毯能源费用为 648.4 元。**
- 3) **最终可得，**一期工程完工后，能源从天然气切换到电厂蒸汽预计将帮助真爱美家节省 **987.3 元/吨**的生产成本。

表5：每吨毛毯所需热量测算

	2017	2018	2019	
煤	用量 (吨)	29535	22528	15836
	热值 (千卡/千克)	7000	7000	7000
	锅炉煤炭燃烧效率	77.5%	77.5%	77.5%
	单位产热 (千卡/千克)	5425	5425	5425
	总产热 (百万千卡)	160227	122215	85908
天然气	用量 (万立方米)	3	593	704
	热值 (千卡/立方米)	9000	9000	9000
	锅炉天然气燃烧效率	95.0%	95.0%	95.0%
	单位产热 (千卡/立方米)	8550	8550	8550
	总产热 (百万千卡)	233	50673	60160
化石能源总产热量 (百万千卡)	160461	172888	146067	
毛毯产量 (吨)	44892	47134	45093	
单位毛毯制造所需热量 (百万千卡/吨)	3.57	3.67	3.24	
三年平均单位毛毯制造所需热量 (百万千卡/吨)		3.50		

资料来源：真爱美家招股说明书，安信证券研究中心测算

表6：新工厂能源费用节省测算流程

2021年能源费用测算			
毛毯产量 (吨)		46082	
单位毛毯制造所需热量 (百万千卡/吨)		3.50	
生产所需总热量 (百万千卡)		161118	
生产所需天然气 (百万立方米)		18.84	
天然气单价 (元/立方米)		4.00	
天然气总费用 (万元)		7538	
能源总费用 (万元)		7538	
单位毛毯能源费用 (元/吨) ①		1636	
一期工程达产后能源费用测算			
	新工厂	金华工厂	
毛毯最大产量 (吨)	45000	25000	
单位毛毯制造所需热量 (百万千卡/吨)	3.50	3.50	
生产所需总热量 (百万千卡)	157336	87409	
天然气	单位天然气产热 (千卡/立方米)	-	8550
	生产所需天然气 (百万立方米)	-	10.22
	天然气单价 (元/立方米)	-	4.00
	天然气总费用 (万元)	-	4089.3
蒸汽	单位热力产热量 (百万千卡/吨)	7.00	-
	生产所需蒸汽 (吨)	22480	-
	蒸汽单价 (元/吨)	200.00	-
	蒸汽总费用 (万元)	449.61	-
能源总费用 (万元)		4539	
单位毛毯能源费用 (元/吨) ②		648	
单位毛毯节省能源费用 (元/吨) ①-②		987	

资料来源：真爱美家投资者交流活动记录，安信证券研究中心测算

电能节省：新工厂引入永磁同步电机提升用电效率。根据真爱美家在投资者活动中透露，公司在新工厂中将会通过永磁电机的应用缩减电力消耗。永磁电机相较传统电机更节能，根据立新电机提供的多项案例，相较传统电机，平均节能率能达到 24%。我们以 20% 的节能率对真爱美家新工厂电能缩减规模进行了测算，发现新工厂落地达产后，**每吨毛毯将有望节省 168 元的生产成本。**具体测算过程如下：

- 1) **每吨毛毯用电量平均 1866 度：**根据招股说明书的用电数据，可算出每年生产毛毯的总用电量，并可得出每吨毛毯的用电量，2017-2019 年三年平均为 1866 度/吨
- 2) **一期工程达产后综合单吨用电量为 1626 度：**新工厂 4.5 万吨自动化产能预计将大规模使用永磁同步电机，单位用电量将较原来节省 20%，而保留的金华工厂 2.5 万吨产能将沿用原有电机设备。以 1866 度/吨的过往平均用电量作为参考，综合下来一期工程达产单位用电量为 1626 度/吨
- 3) **一期工程达产后每吨毛毯成本有望节省 168 元：**单位用电量前后节省 240 度/吨，以当前浙江工业用电价格 0.7 元/度进行测算，**节省金额为 168 元/吨。**

表7：立新电机永磁同步电机节能案例

案例	节能率
案例 1	21%
案例 2	20%
案例 3	20%
案例 4	36%
案例 5	43%
案例 6	15%
案例 7	17%
案例 8	17%
平均值	24%

资料来源：立新电机官网，安信证券研究中心

表8：单位毛毯平均用电量测算

	2017	2018	2019
产量 (吨)	44892	47134	45093
用电 (万元)	5967	4979	4654
平均电价 (元/度)	0.61	0.6	0.62
用电量 (万度)	9783	8298	7507
每吨毛毯用电量 (度/吨)	2179	1760	1665
平均每吨毛毯用电量 (度/吨)		1866	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表9：一期工程综合电费节省情况测算

	新工厂	金华工厂
最大产能 (吨)	45000	25000
所需电量 (万度)	6718	4665
平均每吨毛毯用电量 (度/吨)		1626
平均每吨毛毯节省用电量 (度/吨)		240
平均电价 (元/度)		0.7
平均每吨毛毯节省电费 (元)		168

资料来源：公司年报，安信证券研究中心测算

水资源节省：免水洗工艺突破精简生产，节能减排。传统毛毯厂制造一般采用有水印染，即在水中印花后经过烘干、蒸化、水洗、脱水流程后实现毛毯印花，过程中的水洗和脱水将耗费大量水以及产生大量污水并需要进行处理。根据公司招股说明书，真爱美家在最初的新工厂设计中沿用有水印染，但根据公司 2021 年年报披露，公司在 2021 年实现技术突破，将采用纳米水性染料替换原普通染料，依托纳米染料较强的着色性能实现免水洗工艺，精简繁杂的生产工序：1) 省去蒸化工序，蒸化工序用于增强染料的渗透程度，纳米免水洗染料相比普通染料在着色后拥有更好的沾色性能，着色后的毛毯无需通过蒸化工序即可实现高着色率。2) 省去水洗脱水流程，通过纳米水性染料着色后的毛毯表面残留浮色少、水洗牢度强，无需再通过水洗工序洗去残留浮色，同时也精简了脱水工序。另外，省去的蒸化、水洗、脱水、挂布等工序本需要大量人工参与，工序省去后将不再需要相关劳动力。

针对纳米染料与常规染料着色性能的对比，根据《国家纺织产品基本安全技术规范》的标准，染色牢度分为 5 级，1 级最差，5 级最佳，毛毯产品因直接接触皮肤，至少应符合 B 类染色牢度的要求，即产品在多种使用环境下的染色牢度要达到 3 级以上。根据《染料与染色》杂志相关论文的研究结果，常规染料在涤纶印花上的染色牢度（水洗和摩擦）基本在 3 级及 3-4 级，而纳米染料的染色牢度普遍在 4 级，较常规染料有一个级别的提升，已接近 A 类纺织品的标准。因此，运用纳米染料进行印染的毛毯着色更牢固，在印染后不再需要水洗洗去残留的工序。

表10：纺织品染色牢度标准

项目	A 类	B 类	C 类
耐水（变色、沾色）	3-4	3	3
耐酸汗渍（变色、沾色）	3-4	3	3
耐碱汗渍（变色、沾色）	3-4	3	3
耐干摩擦	4	3	3
耐唾液（变色、沾色）	4	-	-

婴幼儿纺织产品应符合 A 类要求，
直接接触皮肤的产品至少应符合 B 类要求；
非直接接触皮肤的产品至少应符合 C 类要求

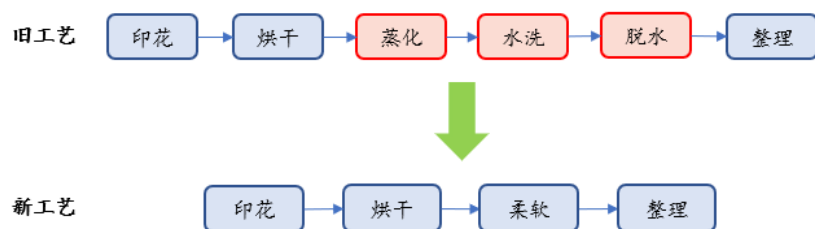
资料来源：《国家纺织产品基本安全技术规范》，安信证券研究中心

表11：常规染料和纳米染料染色牢度对比

染料品名	水洗牢度（级）	摩擦牢度（级）	
		干摩	湿摩
粉装分散大红 GS	3	3	2-3
纳米液体分散大红	4	3-4	3-4
常规液体分散黑	3-4	3-4	3-4
纳米液体分散黑	4	4	4

资料来源：《涤纶印花用免水洗液体分散染料的制备及应用工艺研究》，安信证券研究中心

图28. 免水洗印染工艺与旧工艺对比



资料来源：公司公告，公司招股说明书，安信证券研究中心

预计免水洗工艺将使生产成本每吨节省 185 元。根据真爱美家招股说明书中对 1.7 万吨募投项目所需能源的阐述，新鲜水需要 41.6 万吨，值得注意的是，此处的用水预估是基于最初新工厂布局中沿用有水印染技术（前文已介绍）。1.7 万吨产能匹配 41.6 万吨的水，即老工厂 4.97 万吨产能匹配 121.6 万吨水，根据义乌市水务集团公布的水价，以 2022 年义乌工业用水每吨 6.1 元进行计算，水费将达到 741.9 万元，即每吨毛毯水费 149.3 元。新工厂方面，若沿用有水印染，4.5 万吨匹配 110.1 万吨的水，水费为 671.7 万元，而金华老工厂 2.5 万吨产能匹配 61.2 万吨水，水费为 373.2 万元。若用无水印染，新工厂 4.5 万吨产能用水将大幅减少，考虑到无水印染仍会有染缸清洗等后续工序，我们假设新工厂用水量降低 80%，即水费为 134.3 万元，加上金华老工厂的 373.2 万元水费（沿用有水印染），总水费为 507.5 万元，即每吨毛毯水费 72.5 元，**较老工厂单吨成本节省了 76.8 元。**除了水资源的节约外，污水处理也能有更多的节约，根据招股说明书，2019 年污染物处置费用 950.0 万元，毛毯产量 4.5 万吨，可得每吨费用 210.7 元。新工厂落地后污染物预计将减少 80%，而金华老工厂 2.5 万吨产能仍将保持等量的污染物，因此我们估算一期工程达产后污染物的量将等同于老工厂 3.4 万吨产能的产污量，即费用为 716.3 万元，匹配到 7 万吨产能即每吨费用为 102.3 元，**相较于老工厂可节约 108.3 元。**因此，合计起来**免水洗工艺将使生产成本每吨节省 185.1 元**

4.4. 自主加工原材料降低原材料成本

新工厂将具备生产 DTY 的能力，原材料成本有望下降。化纤毛毯的生产原材料主要为涤纶，主要以 DTY（涤纶低弹丝）为开端生产毛毯，而 DTY 是由 POY 加工而成，原料采购价格上，DTY 比 POY 价格更高，存在一定的溢价。因此，从原料采购成本控制上看，采购 POY 自主加工成 DTY 会比直接采购 DTY 更具备成本优势。根据真爱美家招股说明书提供的数据，公司过去以采购 POY 委托外协加工 DTY 为主，而非自主生产 DTY，我们认为主要因为老厂房生产空间有限，无法调整新空间放置 DTY 生产设备，而我们通过调研新工厂发现，公司未来将具备生产 DTY 的能力，原材料成本有望下降。

我们预计新工厂 DTY 成本每吨能节约超过 600 元。我们对自主生产 DTY 和外协 DTY 的单吨成本进行测算对比，发现自主生产 DTY 每吨能比外协便宜超过 600 元。具体测算过程如下：

- 1) **新工厂产能匹配测算**，根据招股说明书的数据，公司对 DTY 的需求主要集中在纤度为 150 旦尼尔（150D），即 166.7dtex 的涤纶。通过对新工厂现场走访，新工厂目前共架设 15 台加弹机用于生成 DTY，每台机器的最大处理锭数可达 360 锭，最高机械速度可达 1000 米/分钟。假设全年无休止运转，每台机器约用 340 锭进行生产即可达到近 45000 吨的产能，匹配真爱美家新工厂 45000 吨的产能。
- 2) **对应 340 锭所需的电费测算**，每台机器的运转功率预计为 250kW，全年耗电量为 219 万 kWh，以国家电网公布的 3 月工业用电价格中枢 0.72 元/kWh 计算，一台加弹机一年电费预计为 158 万元，**15 台加弹机合计电费预计为 2365 万元。**
- 3) **15 台加弹机所需的人力测算**，真爱美家新工厂在生产流程各环节实现高度自动化（下文详细介绍），但在加弹的上下物料流程上目前受制于技术限制，无法实现自动化，因此仍需要少量人手。15 台加弹机全天 24 小时运转需要 3 班工人，每班 15 人合计 45 人。若以每人每年 8 万元年薪计算，**全年人工费用为 360 万元。**

综上，电费及人工费用合计 2725 万元，平摊到 4.5 万吨的匹配产量上即加工成本预计为 **606 元/吨**。根据真爱美家招股说明书，公司原工厂委托柯桥多泰进行 POY 加弹，2020 年上半年加工费为 1250 元/吨，**相较于委外加工，我们预计，新工厂自主生产 DTY 在成本上每吨将节省 644 元。**若综合考虑整个工厂产能，即义乌新工厂+金华老工厂，金华老工厂将沿用委外加工的方式获得 DTY，2.5 万吨产能，加工费 1250 元/吨将会产生 3125 万的加工费用，加上新工厂的 2725 万元的费用，即 5852 万元，**折算成每吨费用为 836 元，相较于委外加工将综合节省 414 元。**

表12: 1000V 型加弹机技术参数

锭数	288	312	336	360
装机功率 (kW)	223	231	246	256
最高丝速 (m/min)		1000		
纤度范围 (dtex)		55-222		

资料来源: 越华裕加弹机, 安信证券研究中心

表13: 匹配产能所需单机锭数测算

常用涤纶纤度 (dtex)	166.7
最高丝速 (m/min)	1000
单锭年产量 (km)	525600
换算为重量 (吨) ①	8.8
加弹机台数②	15
总产量目标 (吨) ③	45000
单机锭数预估 ③/(①*②)	342

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

4.5. 预计新工厂落地达产后单吨成本节省超过 1500 元

综上所述 4.2-4.4, 我们对新工厂在原材料、能源、水、人工、电的节省幅度上进行了详细的测算, 总结起来: 1) 原材料方面, 自主生产 DTY 将为公司的生产成本每吨节省 414 元; 2) 人工方面, 新工厂高度自动化将为公司每吨成本节省 1275 元; 3) 能源方面, 热电厂蒸汽取代天然气将使生产成本每吨减少 987 元; 4) 水方面, 无水印染将使生产成本每吨减少 185 元; 5) 电方面, 新工厂应用永磁同步电机将使综合生产成本降低 168 元。合计起来, 每吨有望节省 3030 元

新工厂投产后伴随的是固定资产的大幅度提升, 以及折旧费用的增加, 新工厂的降本增效是否会被新增折旧覆盖也是需要注意的重点。根据公司年报披露, 新工厂投入预算为 16.6 亿元, 包括房屋建设及相关生产设备等成本。根据我们实地调研情况, 新工厂建筑物建造质量更高, 设备更为先进, 在折旧年限上可有所增长。公司原有房屋及建筑物的折旧年限为 20 年, 机器设备折旧年限为 5-10 年, 我们假设新工厂年限为 20 年, 机器设备折旧年限为 8 年。同时, 假设 60% 的预算 (9.9 亿元) 用于房屋建筑物建设, 40% (6.6 亿元) 用于机器设备。可推算, 新工厂每年折旧费用为 1.26 亿元。另外, 金华工厂的年折旧方面, 2021 年原义乌老工厂及金华工厂合计产生 2306.8 万元折旧费用, 以金华工厂产能占比 45.3% 进行假设, 金华工厂折旧费用为 1045.0 万元。综上, 新工厂投产后, 公司整体折旧费用为新工厂+金华工厂, 合计 1.36 亿元, 折合每吨折旧费用为 1946 元 (满产 7 万吨状态下)。而老工厂 2306.8 万元的折旧费用, 匹配 4.97 万吨的产能, 即每吨 464.1 元。相比起来, 一期项目落地后折旧费用将比原来增加 1482 元。综上, 考虑上折旧后, 我们估算, 一期工程达产后, 综合成本将较老工厂每吨节省 1548 元。

表14: 一期工程达产后综合成本节省 (元)

生产人员费用节省	1275
原材料成本节省	414
能源费用节省	987
水资源及污水处理费用节省	185
电费节省	168
折旧费用增加	-1482
合计节省	1548

资料来源: 安信证券研究中心整理

4.6. 新增产能达产概率大

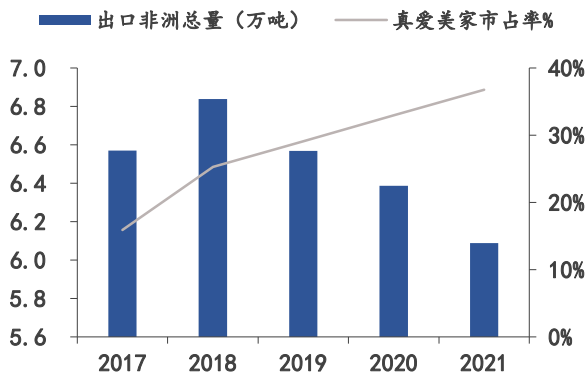
前文关于新工厂投产后公司竞争力进一步提升的逻辑，包括相关的成本节约的测算以及毛利率的大幅提升，都是基于一期工程达到7万吨产能满产的前提。因此，是否以及能否达产是需要关注的问题。我们认为，基于真爱美家的竞争优势，实现产量从原有的近5万吨达到7万吨的难度不大。

从定性的角度看，公司新工厂建设分为一期工程和二期工程，产能将从5万吨先提升至7万吨（一期工程），再提升至9.5万吨（二期工程），产能的提升均在义乌新工厂实现。从定量的角度看，公司从2018年总产能一直保持在4.97万吨，其中毛毯产量占比常年保持在90%以上，考虑到公司除了毛毯外仍有少量其他家居用品在产（床单、地毯等），我们认为公司近年来均处于产能不足的状态，可理解为在选择更高毛利的订单进行生产销售，实际上也放弃了很多因产能不足而无法承接的订单，这部分将是未来一期工程落地后产量爬坡的重要来源。我们结合全国出口重量和历史市占率数据，估算不考虑产能极限的情况下，公司的产量能到多少，认为在行业整体规模维持稳定的前提下，**公司保持原有市占率水平就可实现一期工程达产**。具体测算逻辑如下：

- 1) 结合公司披露的各地区出口重量数据及全国出口到相应地区的出口重量，得出真爱美家在各个主要市场的市占率。
- 2) **不考虑产能限制，2022年真爱美家毛毯外贸销量预计可达5.2万吨**。由于往年各个地区出口重量反复波动，未见明显增长，因此我们可以利用往年的出口重量及真爱美家市占率，来假设2022年各个地区确定的出口重量下，真爱美家对应的市占率。我们假设，在全球毛毯贸易额整体规模保持向上且真爱美家市占率保持稳定前提下，非洲、中东、欧洲及其他地区2022年真爱美家的市占率分别为：34%、14%、5%、2%。由此可知，如果没有产能限制，2022年真爱美家的毛毯外贸销量可达5.2万吨。
- 3) 海外业务占公司业务近90%（图4），可推算总销量达5.8万吨，以2021年产销比99%，毛毯产量和总产能比例93%进行假设，**2022年各项业务总订单量可达6.3万吨**，已非常接近一期工程计划的7万吨产能。

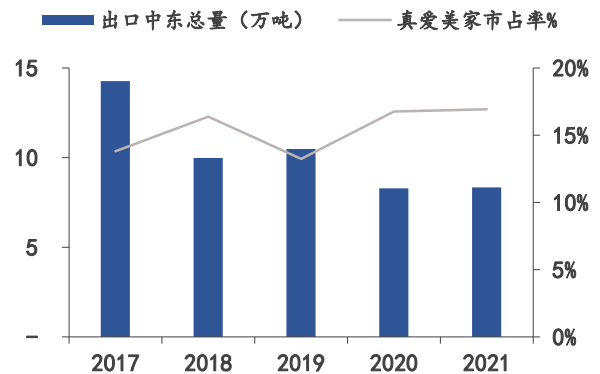
我们认为，以上测算可以看出：1、公司仅需接回当初因产能不足而无法承接的订单就可基本实现新工厂基本满产，无需通过大打价格战等方式进行扩张；2、以上测算未考虑行业规模存在自然增长的可能，若存在自然增长以及公司加大力度开发其他新兴市场，一期产能更易满产。

图29. 全国出口非洲毛毯总量及真爱美家市占率



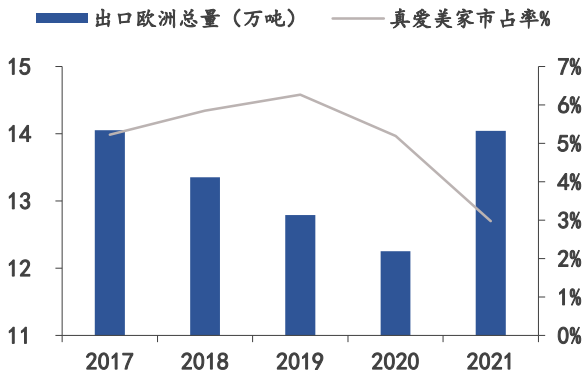
资料来源：公司年报，海关总署，安信证券研究中心

图30. 全国出口中东毛毯总量及真爱美家市占率



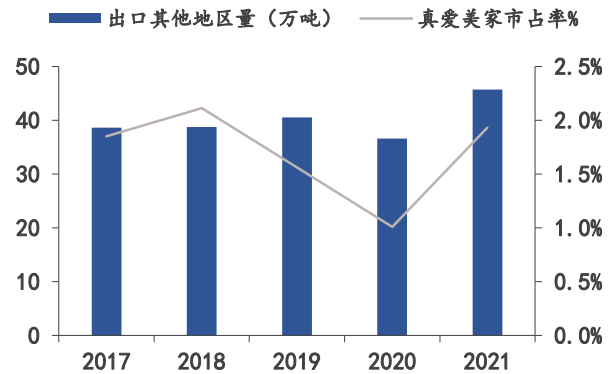
资料来源：公司年报，海关总署，安信证券研究中心

图31. 全国出口欧洲毛毯总量及真爱美家市占率



资料来源：公司年报，海关总署，安信证券研究中心

图32. 全国出口其他地区毛毯总量及真爱美家市占率



资料来源：公司年报，海关总署，安信证券研究中心

表15: 不考虑产能极限状态下真爱美家2022年产量预估(万吨)

	2022年总出口量 (万吨)	真爱美家市占率预估%
非洲	6.3	34%
中东	11.1	14%
欧洲	12.9	5%
其他	42.4	2%
真爱美家毛毯外贸订单量 (万吨)		5.2
产销比预估		99%
毛毯产量占总产能比例预估		93%
海外业务占比预估		90%
真爱美家产量预估 (万吨)		6.3

资料来源：海关总署，公司年报，安信证券研究中心

4.7. 毛毯毛利率将明显提高

根据以上对于生产成本节省以及产量扩张达成难度的分析，我们可对一期工程达产后的毛利率水平进行预估，具体过程如下：

- 1) 收入端方面，经过前文测算，公司在无产能限制的情况下，2022年总订单量预计可达6.3万吨，市场目前对真爱美家产品的需求足够使一期工程7万吨达产。而制约公司是否能够快速达产的主要因素，我们认为是落成后设备和管理的磨合。出于审慎考虑，尽管市场需求充足，我们认为公司需要两年时间完成达产。我们假设2024年因新工厂磨合产能利用率下降至85%，产量为6万吨；2025年新工厂磨合完毕，产能利用率回到历史平均水平94%，产量为6.6万吨，假设每吨售价与2021年一致（1.94万元），2024年和2025年毛毯收入预计达到10.9亿元和12.9亿元。
- 2) 成本端方面，公司2021年每吨成本为1.52万元，若在2025年实现一期工程达产，综合成本每吨降低1548元，因此2025年每吨成本有望降至1.37万元（不考虑原材料价格波动的前提下）。2025年6.6万吨产量将产生8.9亿元的营业成本。上文所述，2024年因新工厂磨合无法达产，产量6万吨，在未能满产情况下，成本节约将受影响。利用本文4.2-4.4的测算方法，我们对不同产能场景下的成本节约进行计算，若产能6万吨，单吨成本将节约931元，即2024年单吨营业成本降至1.43万元，2024年产量6万吨，营业成本为8.1亿元。
- 3) 由此可知，2024/2025年毛利率分别可达26%/31%，相较于2021年的22%有4pct/9pct的增长，增幅明显，竞争优势进一步扩大。

表16: 不同产能场景下的成本节省程度 (元)

产能	7万吨	6万吨	5万吨
生产人员费用节省	1274.9	1158.0	994.2
能源费用节省	987.3	895.9	767.9
电费节省	168.0	152.4	130.6
水资源费用节省	76.8	69.7	59.7
污水处理费用节省	108.3	98.3	84.3
原材料成本节省	414.3	362.6	290.2
折旧费用增加	-1482.0	-1806.4	-2260.4
综合成本节省	1547.6	930.5	66.5

资料来源: 安信证券研究中心整理

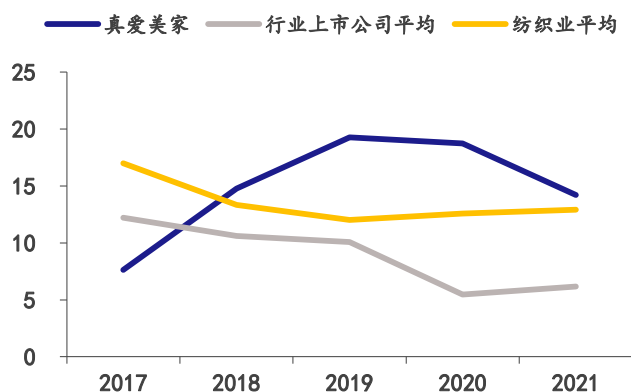
5. 公司财务分析

由于A股市场中无相关毛毯上市企业与真爱美家对标,我们选取纺织业作为可比行业以及纺织服饰板块101家A股上市公司(不包含真爱美家)组成行业上市公司平均水平与真爱美家进行对比。

5.1. 盈利能力强

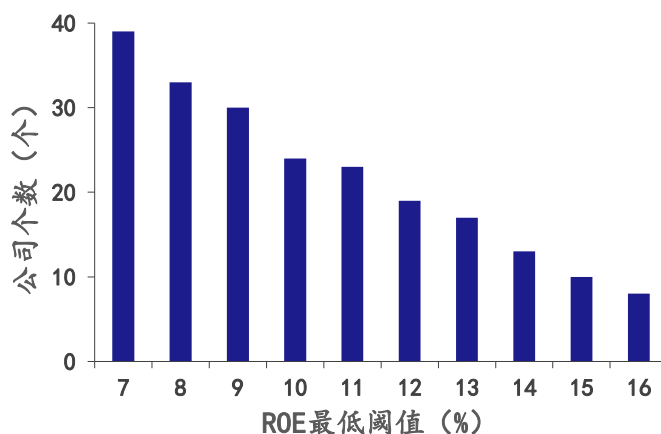
真爱美家 ROE 保持高水平。真爱美家 2021 年上市前后资本结构的改变对 ROE 影响较大,为了更好地比较 ROE 表现,我们把上市所带来的影响向前修正公司 2019-2021 年 ROE。2021 年真爱美家 ROE 9.5%, 2019-2020 年修正后 ROE 分别是 11.6%和 12.2%, 高于行业内上市公司平均水平。我们以过去三年 ROE 水平作为衡量上市公司盈利稳定性的比较指标,发现在 101 家纺织业上市公司中,过去三年(2019-2021 年) ROE 连续高于 10%有 24 家,, 而真爱美家过去三年 ROE 基本高于 10%, 属于在纺织业上市公司中的前 1/4 分位。值得注意的是,我们向前修正 ROE 是为了方便与纺织业上市公司统一比较,募资后不产生利润增长的可能性较低,因此,如此比较会低估真爱美家的盈利能力表现,实际排名或能更高。

图33. 2017-2021 年行业上市公司、纺织业平均及真爱美家 ROE 水平 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

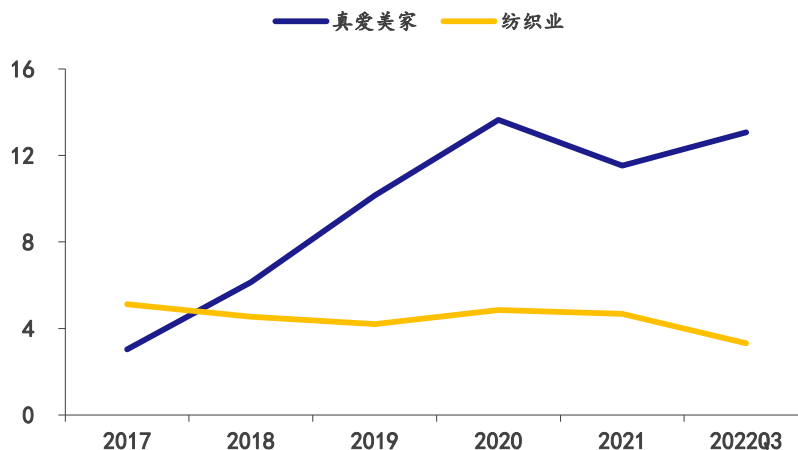
图34. 2019-2021 年 ROE 连续高于特定阈值的行业上市公司家数 (个)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

2021 年真爱美家 ROE 有所降低, 主要因为公司新工厂目前仍在建设阶段, 未能产生经营利润。我们预计随着新工厂在今年内投产, 老工厂土地及厂房由地方政府收储后, ROE 有望回升。真爱美家较高的净利率是支撑公司较高 ROE 的主要因素, 近年来年真爱美家净利润率水平高于整体纺织业平均, 主要因为规模经济下毛利率更高以及专注生产下的更低费用率。

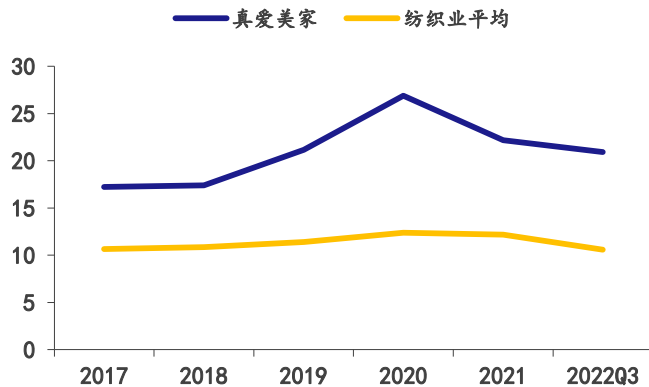
图35. 2017-2022Q3 纺织业及真爱美家净利率水平 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

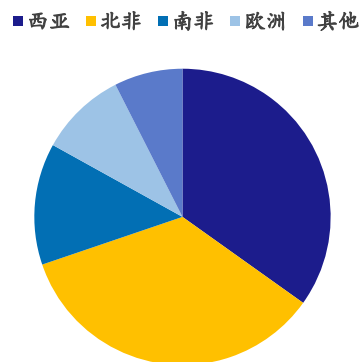
真爱美家毛利率表现良好。2021-2021 年真爱美家毛利率维持在高于纺织业平均水平, 2021 年毛利率有所降低, 主要因为 2021 年公司会计科目的调整, 原属销售费用的运输装卸费调入营业成本, 从而降低毛利率。若以原会计准则进行调整, 2021 年毛利率+2.0pct 至 24.22%, 保持近年来较高水平。真爱美家整体毛利率远高于纺织行业平均, 主要因为: 1) 毛毯相较其他纺织品尺寸和形状更标准化, 更容易产生规模效应; 2) 公司主要业务市场重点涵盖西亚 (主要是中东地区) 及非洲市场, 所用的毛毯普遍更重, 生产工艺要求更高, 附加值也更高。

图36. 2017-2022Q3 纺织业毛利率水平 (%)



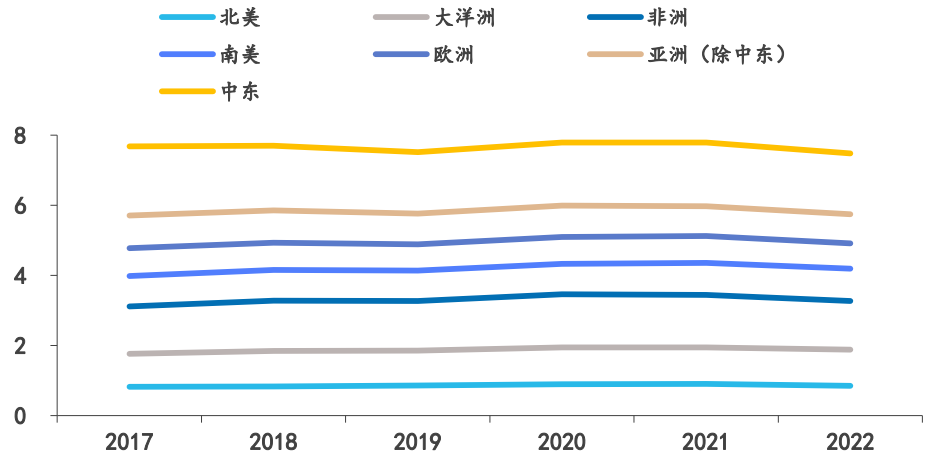
资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图37. 2019 年真爱美家各外销区域销售占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图38. 2017-2022 年我国对各市场化纤毛毯出口均重 (千克/条)

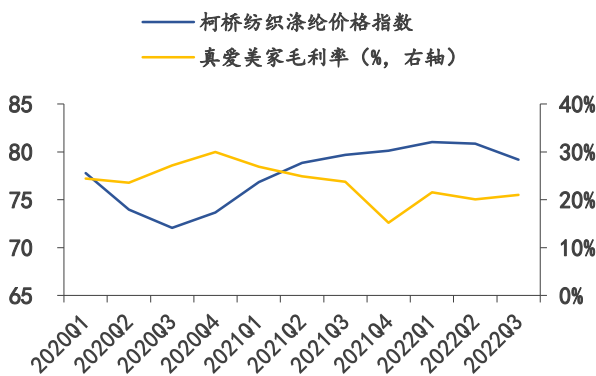


资料来源: 海关总署, 安信证券研究中心

真爱美家毛利率受石油价格影响。真爱美家毛毯产品原材料主要是涤纶，涤纶价格走势将影响公司采购原材料成本，进而影响公司毛利率。我们通过比较真爱美家历史毛利率和涤纶价格指数的关系，发现两者呈负相关关系，且公司毛利率走势相较涤纶价格具有一定的滞后性。涤纶作为石油产物，其价格走势又与原油价格高度相关且走势同步，因此，原油价格的趋势变化可视为对公司毛利率走势的领先判断。

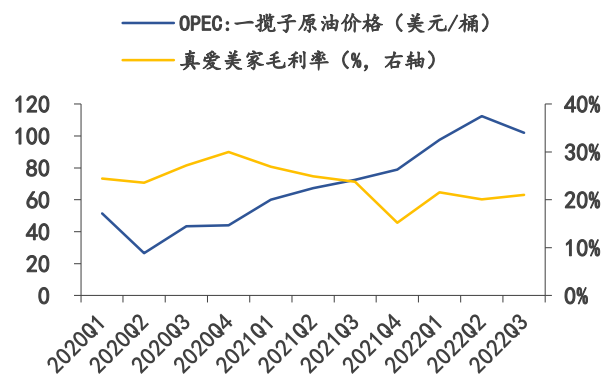
毛利率虽受石油价格影响，但波动不大。前文提到，真爱美家主要的出口市场是中东和非洲，多为石油生产国，石油价格上涨利好当地居民生活水平，购物欲望随之上升带动出口企业收入增长，我们对比我国出口中东的毛毯总出口额走势以及油价走势，发现了较为明显正相关可说明以上推论。因此，油价上涨虽然在原材料端对公司毛利率承压，但同时也利好收入端，共同作用使得过去数年毛利率波动幅度可控。

图39. 真爱美家毛利率与涤纶价格关系



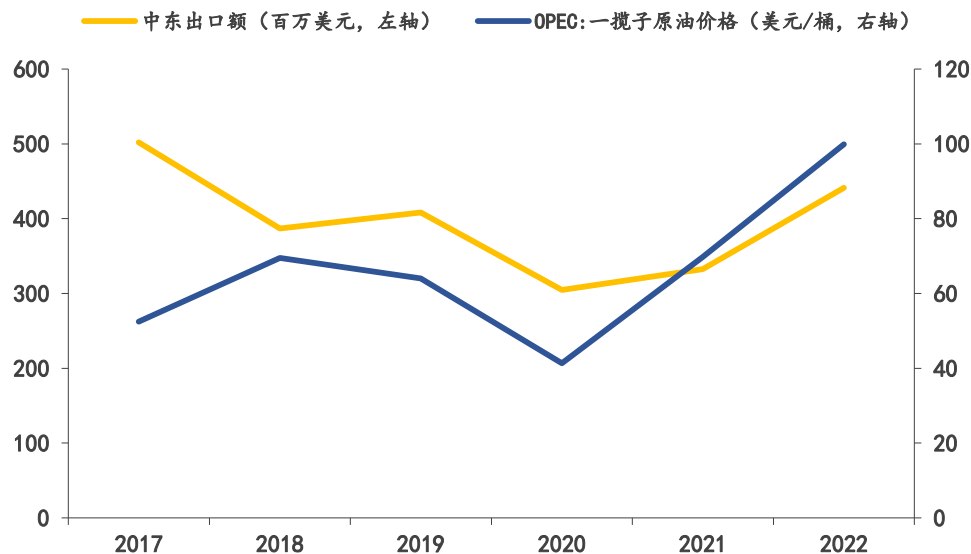
资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图40. 真爱美家毛利率与原油价格关系



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

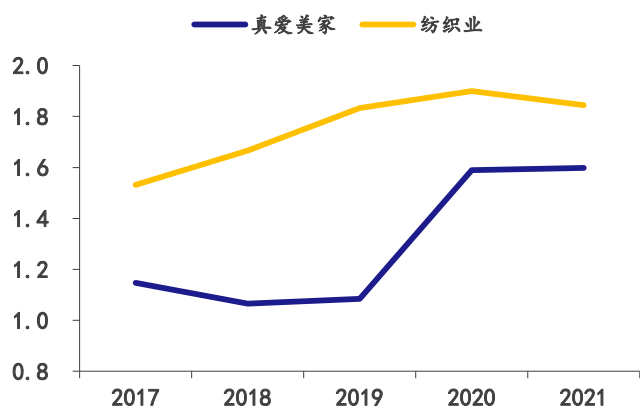
图41. 毛毯中东市场出口额与原油价格走势



资料来源: 海关总署, Wind, 安信证券研究中心

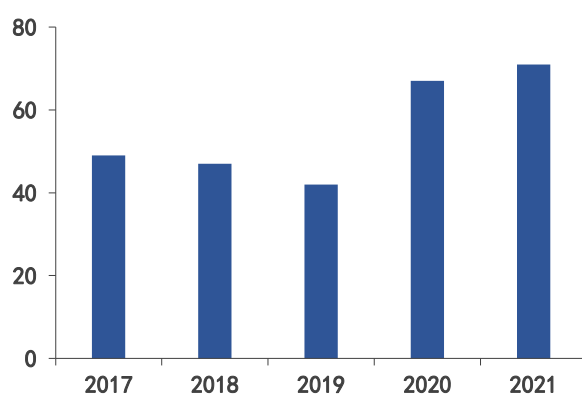
真爱美家费用控制良好。真爱美家 2021 年会计准则对运输装卸费进行调整, 我们针对 2017-2020 年销售费用进行相应的变动, 将运输装卸费从销售费用中剔除。2017-2021 年真爱美家销售费用率低于整体行业, 我们认为主要因为真爱美家自主品牌业务占比较小, 品牌宣传相关费用较少。2020 及 2021 年销售费用率有所上升, 我们认为主要受疫情影响收入下滑以及销售人员规模上升影响。2020 年起全球疫情期间毛毯产能向我国集中, 真爱美家积极扩充销售人员队伍以抓住提升市占率的机会, 2020 年销售人员从 42 人提升至 67 人, 2021 年提升至 71 人, 带动销售费用的提升。与此同时, 疫情期间产能的波动也影响了收入水平, 分母端减小也推升了销售费用率。总体而言, 销售费用率虽有所抬升, 但仍低于行业平均, 费用控制相对较优。

图42. 2017-2021 年纺织业及真爱美家销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

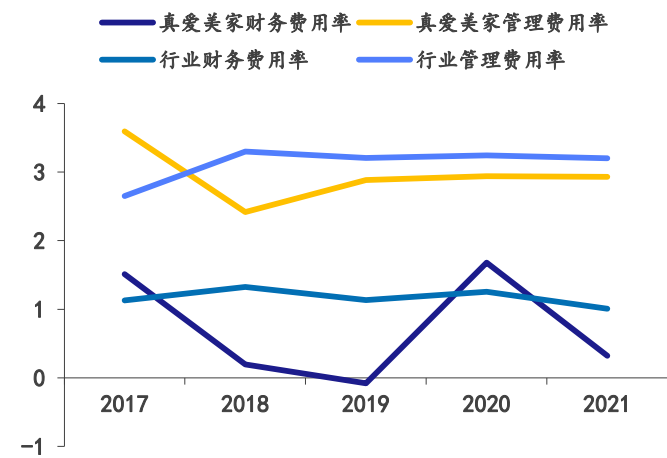
图43. 2017-2021 年真爱美家销售人员 (人)



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 安信证券研究中心

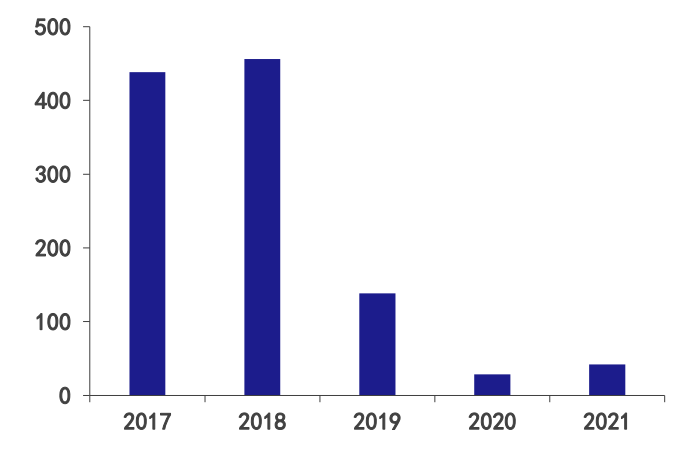
公司管理费用率表现良好, 低于纺织业平均。公司办公地点在浙江义乌, 员工薪资要求相较一线城市较低。2017-2021 年真爱美家平均财务费用率整体下降, 主要因为公司资金充裕偿还银行贷款并未续贷, 使利息费用大幅下降, 2021 年利息费用相比 2017 年减少超过 9 成。另外, 2017 与 2020 年财务费用率较高主要受美元升值产生汇兑损失影响, 而人民币在 2022 年的贬值所产生的汇兑收益利好公司财务费用率水平。

图44. 2017-2021年纺织业及真爱美家财务费用、管理费用率(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图45. 2017-2021年真爱美家利息费用(万元)

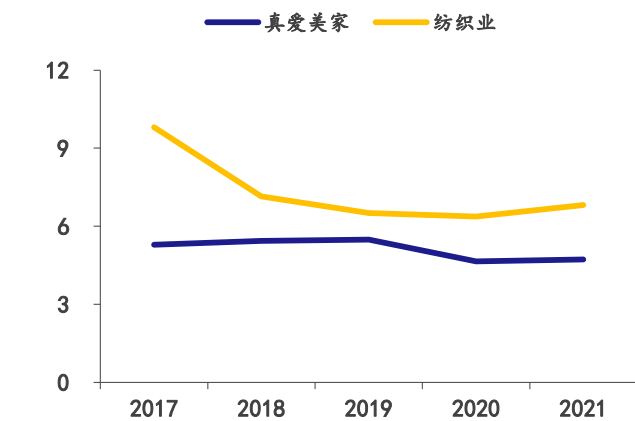


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

5.2. 运营能力较好

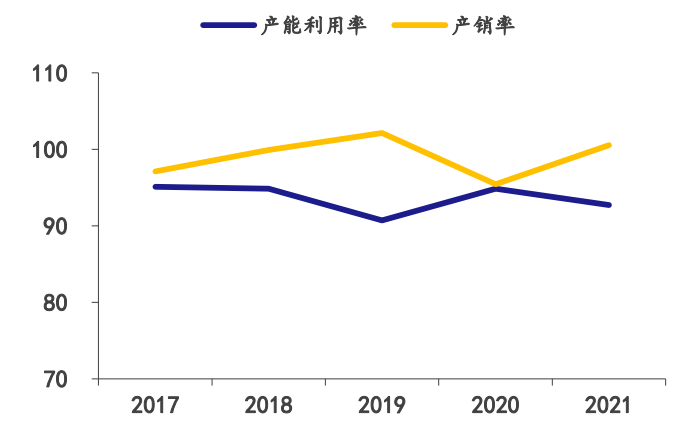
存货周转率表现优秀。工厂长期满产满销，产能利用率及产销率保持高水平。2017-2021年公司对产量和销售订单管理能力良好，平均产能利用率及产销率分别达到93.65%/99.03%，高水平稳定的产能利用率及产销率利好存货的管理能力。真爱美家在建工程将实现智能化制造，项目落地后新工程将通过数字化管理提升交付、生产、执行能力，促使工厂运转效率不断提升，进而推动存货的周转效率。

图46. 2017-2021年纺织业及真爱美家存货周转率(次/年)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

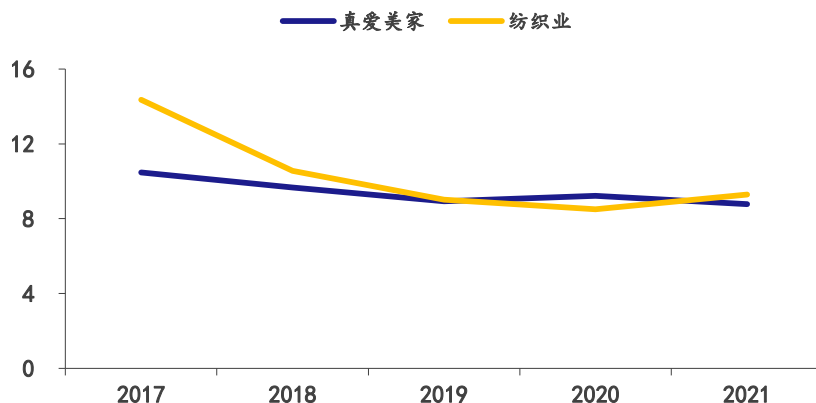
图47. 2017-2021年真爱美家产能利用率及产销率(%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

应收账款周转率与行业平均持平。真爱美家应收账款周转平稳，有赖于公司长期聚焦中东及非洲市场，建立起比较稳定的客户关系，同时，当地市场需求稳定使得下游客户订单节奏也相对稳定，有利于真爱美家对应收账款的管控。

图48. 2017-2021 年纺织业及真爱美家应收账款周转率（次/年）

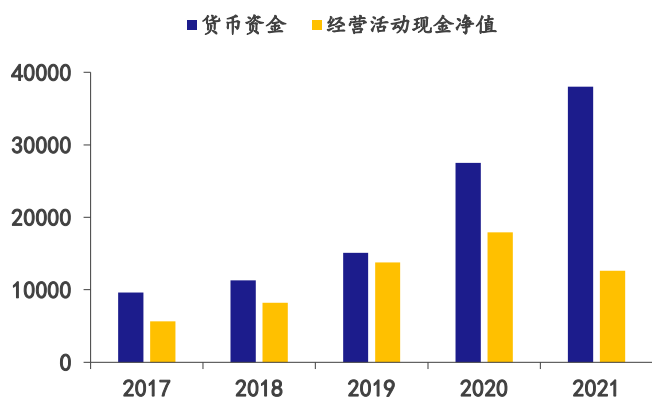


资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

5.3. 现金流表现优秀

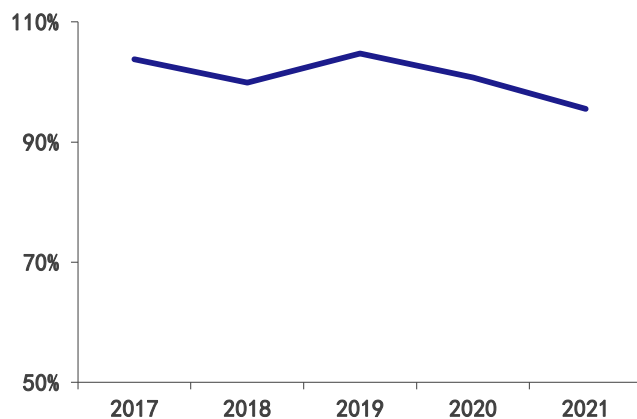
近年来真爱美家货币资金不断积累，抗风险能力不断加强。同时高水平货币资金储备可用于公司未来潜在的产能扩张。除 2021 年受疫情影响导致的海运船期延长外，销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的占比均保持在 100% 水平及以上，具有良好的主营业务现金管理能力。公司经营活动现金净值近年大幅提升，2020 年相比 2017 年增长 218%，2021 年有所下滑主要受支付供应商款项增加所致。总体而言，公司现金流表现稳健。

图49. 2017-2021 年真爱美家货币资金及经营活动现金净值（万元）



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图50. 2017-2021 年真爱美家收到的现金占营业收入比重（%）



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 盈利预测

6.1. 新工厂投产利好收入及毛利表现

预计新工厂达产后收入将上新台阶。针对 2023-2024 年收入预测，我们作出如下预判：

- 1) **2023 年新工厂投产确定性高。**根据公司已对外披露的投资者交流信息，新工厂预计将于 2023 年年底前实现投产。经过我们现场调研，目前新工厂建筑已全部修建完毕，生产设备陆续进场调试，2023 年年底一期工程（总计 7 万吨产能）投产的确定性高。
- 2) **厂房搬迁不存在产能滑坡问题。**2023 年处于新老厂接力阶段，市场或会认为 2023 年产能会受厂房搬迁影响，我们认为产能影响较少，主要因为需拆除的老厂房老旧设备基本不能匹配新厂房的设备需求，不存在产能搬迁的问题，基本可实现老厂房在拆除前继续

保持原有节奏生产至新厂房投产。因此，在产能假设上，2023年仍以5万吨的老工厂总产能进行假设，而到2024年后才以7万吨的总产能进行假设。

- 3) **2023年收入表现将保持稳定。**考虑到2023年公司仍以老工厂产能进行生产，整体生产与经营效率和往年相仿，同时毛毯整体需求稳定，两者叠加使得公司2023年的收入将保持平稳，我们预计2023年收入将保持低个位数增长至9.9亿元。
- 4) **预计2024年产量达到6万吨，2025年实现满产。**根据前文关于新工厂投产后产能爬坡的节奏，我们已论证当前市场对真爱美家产品的需求量足以使公司实现满产，但同时也考虑到新工厂落成后存在磨合期，产量将逐步抬升。我们预计2024年产量达到6万吨，2025年实现一期工程满产。
- 5) **预计2024年收入将有明显提升。**收入端，主要受益于产能释放达产确定性高，前文提到若无产能极限，公司总订单量可达6.3万吨，相较2021年销量的4.8万吨有30%以上增长，考虑到新工厂磨合，出口端我们假设2024年收入同比增长15%，国内端我们假设收入同比增长为5%，考虑到无论是国内还是国外业务，单吨价格波动较小，出口国外单吨价格在1.9-2.2万元，内销单吨价格在1.8-1.9万元。我们以出口2万元/吨，内销1.8万元/吨的价格进行推算，可得合计2024年销量为5.7万吨，符合我们上述对2024年产量节奏的预估。由此，我们认为，**2024年公司合计收入将有望同比增长14%。**

表17: 真爱美家收入分拆

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
分地区						
出口业务						
营业收入(亿元)	7.7	8.3	8.8	8.9	10.3	12.3
YoY	-9%	8%	5%	2%	15%	20%
西亚	2.7	2.8	2.9	3.1	3.6	4.5
非洲	4.1	4.3	4.5	4.6	5.3	6.5
欧洲	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
其他	0.4	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
收入占比 (%)						
西亚	35%	33%	33%	34%	35%	36%
非洲	52%	51%	51%	52%	52%	53%
欧洲	8%	5%	5%	5%	5%	5%
其他	5%	11%	11%	9%	8%	6%
营业成本(亿元)	5.6	6.5	6.9	7.0	7.6	8.5
西亚	2.0	2.2	2.3	2.4	2.7	3.1
非洲	2.9	3.3	3.5	3.5	3.9	4.4
欧洲	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
其他	0.3	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
毛利率 (%)						
西亚	25%	20%	20%	21%	25%	30%
非洲	28%	23%	22%	23%	27%	32%
欧洲	30%	21%	20%	21%	24%	29%
其他	31%	23%	20%	21%	25%	30%
国内业务						
营业收入(亿元)	1.2	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
YoY	-24%	-17%	-5%	0%	5%	5%
营业成本(亿元)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
毛利率 (%)	25%	23%	21%	23%	26%	31%
合计收入(亿元)						
YoY	-11%	5%	4%	2%	14%	19%
合计成本(亿元)	6.5	7.3	7.7	7.8	8.3	9.2
毛利率 (%)	27%	22%	20%	21%	26%	31%
合计销量(万吨)	4.7	4.8	4.7	5.0	5.7	6.7
毛毯销量(万吨)	4.5	4.6	4.5	4.8	5.5	6.5
毛毯收入占比	97%	96%	96%	96%	96%	96%
分产品						
毛毯						
收入(亿元)	8.6	9.0	9.3	8.8	10.7	12.6
成本(亿元)	6.4	7.1	7.4	7.4	8.1	8.9
毛利率 (%)	26%	21%	20%	16%	25%	29%
其他						
收入(亿元)	0.3	0.3	0.4	1.1	0.5	0.7
成本(亿元)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
毛利率 (%)	45%	41%	28%	67%	50%	64%

资料来源: 公司年报、招股说明书、安信证券研究中心预测

6.2. 预计 2024 年利润水平将有加大幅度增长

对于 2023-2024 年的业绩预估，我们作出如下判断：

- 1) **2023 年净利润将保持平稳。**对于 2023 年业绩预估，如上文论述，2023 年经营及生产效率将与往年相仿，因此各项费用指标与往年相比变化不大，唯一变化较大的是财务费用，2022 年受益于人民币贬值，产生较大的汇兑收益，增厚 2022 年公司业绩。2023 年若人民币汇率保持平稳，将不再产生较大汇兑收益。与此同时，随着新工厂逐步成型，各项前期研发逐步兑现，我们预计未来研发费用也将逐步降低。汇兑收益的减少和研发费用的下降两者对冲使得 2023 年业绩相较 2022 年保持平稳。值得注意的是，2023 年义乌老工厂将完成搬迁，将产生政府补贴款，根据公司公告前期披露，土地补偿金额约为 6979 万元，同时土地上盖建筑将按市场公允价格进行估价赔偿，由于目前未知上盖建筑及设备的补偿方案，出于审慎预估的考虑，我们仅在盈利预测中加入土地补偿，由于义乌老工厂将于 2023 年内开始拆除，假设土地补偿将在 2023 年起分三年发放，以 2023 年 3000 万元，2024 年 2000 万元，2025 年 1979 万元进行预估。由此，我们预估 2023 年净利润将有 1.4 亿元，YoY+21%。
- 2) **2024 年净利润水平将较老工厂实现实质性跨越。**随着新工厂投产，2024 年净利润增长将立足于收入和效率的优化，实现盈利水平质的跨越。由于 2024 年处于销量爬坡的关键期，我们认为销售费用和管理费用将会有所增加。随着新工厂落地，公司在研发投入上也将持续回落。结合上文对收入和毛利率的估算，以及加上 2000 万元的土地补偿预估，我们得出 2024 年净利润将为 2.0 亿元，将较 2023 年增长 46%，较 2021 年增长 90%

表18：财务摘要预测

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	8.91	9.33	9.70	9.87	11.26
净利润	1.22	1.08	1.16	1.40	2.05
每股收益(元)	1.01	0.9	0.97	1.17	1.71
每股净资产(元)	5.41	9.43	10.53	11.62	13.19

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	17.4	19.6	18.2	15.0	10.3
市净率(倍)	3.3	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	13.7%	11.5%	12.0%	14.2%	18.2%
净资产收益率	18.7%	9.5%	9.2%	10.1%	12.9%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.3%	0.4%	0.8%
ROIC	36.0%	31.0%	14.8%	10.9%	10.3%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

7. 估值及风险提示

现金流折现估值：我们采用 FCFE 折现法对真爱美家进行估值，具体假设如下：

- 1) 选择十年期国债到期收益率作为无风险收益率，数值为 2.8%。
- 2) 选择 2012-2022 年上证指数年化平均收益率作为市场预期收益率 R_m ，数值为 5.5%，结合无风险收益率，推算风险溢价为 2.7%。
- 3) 选取上市以来真爱美家的贝塔，数值为 0.6。
- 4) 我们将公司的预测期分为三阶段：2022-2025 年为第一阶段进行逐年财务预测，2026-2033 年为第二阶段，此阶段真爱美家将会布局剩余的 2.5 万吨新增产能，以达到最后 9.5 万吨的总产能，届时收入和业绩规模都将再上一个台阶。平滑收入和业绩的增长，我们预计此阶段自由现金流增速为 4.4%。2033 年后为第三阶段，我们预计公司各项业务进入成熟期，给予公司永续增长率 2.5%。根据以上假设，结合公司长期的发展空间，

我们预估公司长期权益价值可达 53.6 亿元，对应每股价格为 44.7 元。此预估并未考虑公司未来积极开拓如自主品牌和国内市场等板块的情况，若未来公司向新的业务板块外延，估值或有进一步提升。

表19：真爱美家 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值 (20230420)

估值假设		权益 FCFE 估值	
无风险利率	2.8%	显性预测 (百万)	-382.2
风险溢价	2.7%	半显性预测 (百万)	780.9
β 系数	0.6	永续价值 (百万)	4964.8
Rm	5.5%	权益价值 (百万)	5363.5
Ke	4.4%	总股本 (百万)	120.0
半显性期增长率	3.0%	每股权益价值 (元)	44.7
永续增长率	2.5%		

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表20：真爱美家 FCFE DCF 模型市值敏感性分析 (单位: 亿元)

Ke	永续增长率			
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
7%	10.73	12.25	14.38	17.58
6%	13.61	15.94	19.44	25.27
5%	17.66	21.49	27.88	40.67
4%	23.76	30.77	44.79	86.87

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

相对估值：根据我们盈利预测的结果，真爱美家 2022-2024 年的 PE 分别为 17.8x、14.8x、10.1x。公司拥有行业领先的毛毯生产和销售能力，新工厂的即将落地将使公司在产品质量、生产效率、成本管控上更上一个台阶，在同业竞争中更具备优势。同时，新工厂在自动化和环保方面的升级确定性强，是我国传统制造业进入工业 4.0 的一次重要示范，在估值上可优于可比企业。结合可比公司 2023 年平均估值，我们予以买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 23.4 元，对应 2023 年 20x 动态市盈率。

表21：可比公司估值一览

代码	公司名称	币种	最新价格	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
					2021	2022E/A	2023E	2024E	2021	2022E/A	2023E	2024E
002293.SZ	罗莱生活	人民币	12.55	105.41	0.85	0.75	0.89	1.03	14.76	16.73	14.10	12.18
603365.SH	水星家纺	人民币	13.38	35.68	1.45	1.18	1.42	1.68	9.23	11.34	9.42	7.96
605189.SH	富春染织	人民币	19.18	23.94	1.86	1.31	2.09	2.67	10.31	14.64	9.18	7.18
002615.SZ	哈尔斯	人民币	7.61	35.53	0.33	0.46	0.50	0.55	23.06	16.54	15.22	13.84
301004.SZ	嘉益股份	人民币	31.85	33.13	0.82	2.45	2.45	2.58	38.84	13.00	13.00	12.34
平均值									19.24	14.45	12.18	10.70
003041.SZ	真爱美家	人民币	17.26	20.71	1.08	0.97	1.17	1.71	19.18	17.81	14.75	10.12

资料来源: Wind, 安信证券研究中心预测, 股价截至 2023 年 4 月 20 日

风险提示

家纺行业竞争风险

我国家用纺织品市场属于完全竞争的市场，世界上生产毛毯的企业主要集中在我国，各企业在技术水平、生产规模、品牌知名度、市场定位等方面各具特色，导致毛毯产品各层次市场的竞争日趋激烈。如果未来公司在产品研发设计、定制服务、渠道建设等方面没有及时地进行足够的投入，导致产品不能充分适应国际国内市场的需求，将对公司经营业绩的增长带来不利影响。

境外市场订单风险

真爱美家的销售收入主要来源于境外市场，毛毯产品主要销售到中东、北非和南非地区，是相关国家和地区的民生必需品。但是，石油价格波动、政治局势动荡等因素会对上述市场国民经济和居民消费产生不利影响的情况。

原材料价格波动风险

真爱美家产品主要原材料为涤纶，受国际石油价格波动影响较大。公司产品售价会根据原材料价格进行相应调整，以化解原材料价格波动对公司生产经营的不利影响，但调整并非同步进行，若上述原材料价格出现持续或大幅波动，产品价格调整或会滞后及不同步，则不利于公司的生产预算及成本控制。

汇率风险

公司主要结算货币为美元，境外收入占比较高。公司采取了与客户约定汇率引起的调价机制，以及远期结售汇等措施，来防范汇率波动风险。但若未来人民币对美元持续升值，将导致公司发生汇兑损失，从而影响公司的盈利能力。

宏观经济波动导致的假设不及预期风险

本文涉及的对真爱美家的预测基于宏观环境保持稳定的前提，若宏观经济发生剧烈波动超出预期，将可能产生对公司基本面预测的偏差。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	891.4	933.0	969.8	987.3	1,126.0	成长性					
减:营业成本	651.9	726.0	772.2	775.2	834.6	营业收入增长率	-11.0%	4.7%	3.9%	1.8%	14.0%
营业税费	5.9	5.4	6.0	6.1	5.1	营业利润增长率	22.0%	-12.0%	8.8%	-2.5%	64.7%
销售费用	32.6	14.9	14.5	15.8	16.9	净利润增长率	19.7%	-11.6%	8.1%	20.7%	45.8%
管理费用	26.2	27.4	28.4	27.6	30.4	EBITDA 增长率	22.8%	-13.1%	-15.3%	42.8%	97.2%
研发费用	35.2	45.0	50.4	34.6	28.2	EBIT 增长率	29.2%	-14.3%	-18.6%	30.3%	64.8%
财务费用	15.0	3.0	-31.0	2.0	3.4	NOPLAT 增长率	35.4%	-16.7%	-19.4%	30.3%	64.8%
资产减值损失	0.7	-0.7	-	-	-	投资资本增长率	-3.2%	68.6%	76.9%	74.5%	-5.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.1%	74.3%	11.6%	10.4%	13.5%
投资和汇兑收益	1.8	5.6	-	-	-						
营业利润	135.0	118.8	129.2	126.0	207.5	利润率					
加:营业外净收支	3.7	0.6	-	30.0	20.0	毛利率	26.9%	22.2%	20.4%	21.5%	25.9%
利润总额	138.7	119.4	129.2	156.0	227.5	营业利润率	15.1%	12.7%	13.3%	12.8%	18.4%
减:所得税	17.0	11.9	12.9	15.6	22.7	净利润率	13.7%	11.5%	12.0%	14.2%	18.2%
净利润	121.7	107.5	116.3	140.4	204.7	EBITDA/营业收入	18.9%	15.7%	12.8%	18.0%	31.1%
						EBIT/营业收入	15.8%	12.9%	10.1%	13.0%	18.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	75	67	60	46	275
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	38	32	33	30	31
货币资金	275.2	380.1	184.0	108.6	135.1	流动资产周转天数	199	285	259	162	141
交易性金融资产	-	242.0	-	-	-	应收帐款周转天数	42	43	43	43	42
应收帐款	97.2	127.1	101.9	131.2	131.5	存货周转天数	56	59	59	58	52
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	317	452	554	681	702
预付帐款	18.1	22.5	20.7	22.7	24.0	投资资本周转天数	145	184	307	529	574
存货	138.2	165.7	151.8	167.0	157.6						
其他流动资产	9.0	1.2	1.2	1.2	1.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.7%	9.5%	9.2%	10.1%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.5%	7.1%	7.9%	6.2%	9.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	36.0%	31.0%	14.8%	10.9%	10.3%
投资性房地产	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7	费用率					
固定资产	177.2	172.0	148.6	101.8	1,620.6	销售费用率	3.7%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%
在建工程	52.0	320.0	800.0	1,655.0	-	管理费用率	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%
无形资产	51.6	51.6	49.1	46.5	43.9	研发费用率	4.0%	4.8%	5.2%	3.5%	2.5%
其他非流动资产	16.4	20.0	19.0	17.9	16.9	财务费用率	1.7%	0.3%	-3.2%	0.2%	0.3%
资产总额	838.8	1,505.9	1,479.9	2,255.5	2,134.5	四费/营业收入	12.2%	9.7%	6.4%	8.1%	7.0%
短期债务	0.1	-	-	10.7	31.0	偿债能力					
应付帐款	98.4	136.7	53.7	156.1	78.0	资产负债率	22.6%	24.8%	14.7%	38.2%	25.9%
应付票据	30.5	53.9	69.5	45.3	72.7	负债权益比	29.1%	33.0%	17.2%	61.7%	34.9%
其他流动负债	53.0	41.1	60.8	47.3	45.8	流动比率	2.95	4.05	2.50	1.66	1.98
长期借款	-	109.1	-	568.6	291.6	速动比率	2.19	3.33	1.67	1.02	1.98
其他非流动负债	7.2	32.8	32.8	32.8	32.8	利息保障倍数	9.41	40.38	-3.16	64.80	62.42
负债总额	189.2	373.8	216.8	860.8	551.9	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.13	0.05	0.07	0.14
股本	75.0	100.0	120.0	120.0	120.0	分红比率	0.0%	13.9%	4.6%	6.2%	8.3%
留存收益	574.6	1,032.2	1,143.0	1,274.7	1,462.5	股息收益率	0.0%	0.7%	0.3%	0.4%	0.8%
股东权益	649.6	1,132.2	1,263.0	1,394.7	1,582.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.01	0.90	0.97	1.17	1.71
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	5.41	9.43	10.53	11.62	13.19
净利润	121.7	107.5	116.3	140.4	204.7	PE(X)	17.2	19.5	18.0	14.9	10.2
加:折旧和摊销	29.0	26.9	26.0	49.4	138.8	PB(X)	3.2	1.8	1.7	1.5	1.3
资产减值准备	-3.3	3.4	-	-	-	P/FCF	16.9	-84.7	-4.6	-30.9	49.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
财务费用	16.0	6.8	-31.0	2.0	3.4	EV/EBITDA	-	13.3	15.2	14.3	6.5
投资收益	-1.8	-5.6	-	-	-	CAGR(%)	4.9%	23.9%	4.6%	4.9%	23.9%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	3.5	0.8	3.9	3.1	0.4
营运资金的变动	39.1	-3.0	-4.1	19.2	-43.5	ROIC/WACC	8.1	7.0	3.3	2.5	2.3
经营活动产生现金流量	179.0	126.0	107.1	211.0	303.4	REP	-	0.5	0.5	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-33.8	-509.3	-238.0	-855.0	-						
融资活动产生现金流量	-2.3	487.2	-65.2	568.6	-276.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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