

2023年08月29日

# 销量增长符合预期，需求低迷导致价格承压

## 富春染织(605189)

评级:	买入	股票代码:	605189
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	19.76/14.80
目标价格:		总市值(亿)	22.43
最新收盘价:	14.98	自由流通市值(亿)	7.48
		自由流通股数(百万)	49.92

### 事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 11.07/0.43/0.34/1.50 亿元、同比增长 6.18%/-63.89%/-57.41%/251.22%，符合预减公告预期。归母净利增速大幅低于收入主要由于价格承压、政府补助减少(5000多万元)以及坏账计提；经营性现金流净额高于归母净利主要由于应付账款增加。

2023Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 6.34/0.20/0.15/1.55 亿元、同比增长 11.54%/-78.10%/-68.14%/24.23%。去年政府补助主要体现在 Q2。

### 分析判断:

**需求低迷导致价格承压，销量增长来自扩产。**公司 23H1 产量及销量均实现同比正增长，国内/国外收入同比增长 5.95%/19.99%，即内销/外销收入分别为 10.89/0.18 亿元，内销占比为 98%。根据公司公告，主营产品染色费受下游消费市场需求规模承压、同比出现较大跌幅。

**加工费尚未恢复导致毛利率下降，净利率降幅高于毛利率主要由于信用减值损失增加以及政府补助减少。**(1) 23H1 公司毛利率为 12.13%，同比下降 3PCT，主要由于公司加工费自 2022 年下半年调整后至今未恢复。23H1 公司净利率/扣非净利率分别为 3.9%/3.07%，同比下降 7.6%/4.7%，从费用率来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.57%/2.32%/3.44%/-0.02%，同比增长 0.1/0.16/-0.16/0.42PCT，财务费用金额下降主要由于可转债利息兑付。信用减值损失/收入同比增长 1.8PCT 至 1.80%，主要是河南新野预付账款计提坏账准备。营业外净收入占比同比下降 4PCT，主要由于政府补助下降；投资净收益占比同比增长 0.7PCT 至 0.78%；所得税率同比下降 1.3PCT 至 0.36%。(2) 23Q2 公司毛利率/净利率/扣非净利率分别为 12.52%/3.22%/2.35%，同比下降 3.11/13.2/6.1PCT，主要由于期间费用率合计增长 0.8PCT，信用减值损失/收入同比增长 3.1PCT；营业外净收入同比下降 9.1PCT；投资净收益占比同比增长 1.1PCT；所得税率同比下降 2.33PCT。

**存货同比下降，现金流维持健康。**23H1 公司存货为 3.7 亿元，同比减少 21%，其中原材料/在产品/产成品占比为 50%/7%/43%、同比提升 14/2/-16PCT。存货周转天数为 67 天、同比减少 24 天。公司应收账款为 0.22 亿元、同比减少 30%，平均应收账款周转天数为 4 天、同比减少 1 天。公司应付账款为 1.90 亿元、同比增长 36.48%，平均应付账款周转天数为 32 天、同比增加 7 天。

### 投资建议

我们分析，(1) 短期来看，公司产能快速扩张遭遇终端需求低迷，因此吨净利迟迟未恢复正常水平；公司规划 23 年筒染量年产突破 11.2 万吨、丝光棉年产突破 3000 吨，我们预计袜纱、新品类销量今年有望达到 8.5 万吨，且明后年产能有较快扩张；(2) 中期来看，新品类市场大于袜纱，我们预计公司凭借成本优势，有望持续抢占市场份额，预计中期新品类有望达到 10 万吨以上；(3) 公司拟投资 11 万吨高品质筒子纱有望提供长期产能保证。考虑吨净利恢复低于我们预期，我们下调 23-25 年收入由 28.75/40.05/50.83 亿元至 25.69/39.09/50.83 亿元，调低 23-25 年归母净利 2.28/3.13/3.85 亿元至 1.52/2.34/3.30 亿元，对应 23-25 年 EPS 由 1.83/2.50/3.08 元下调至 1.01/1.56/2.20 元，2023 年 8 月 28 日收盘价 14.98 元对应 PE 分别为 15/10/7X，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动风险；投产进度不达预期风险；系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,175	2,208	2,569	3,909	5,083
YoY (%)	43.6%	1.5%	16.4%	52.2%	30.0%
归母净利润(百万元)	233	163	152	234	330
YoY (%)	105.4%	-30.0%	-7.0%	54.2%	41.3%
毛利率 (%)	18.5%	11.8%	14.1%	14.7%	16.1%
每股收益 (元)	1.55	1.09	1.01	1.56	2.20
ROE	15.5%	9.4%	8.3%	11.7%	14.7%
市盈率	9.64	13.77	14.81	9.60	6.80

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,208	2,569	3,909	5,083	净利润	163	152	234	330
YoY (%)	1.5%	16.4%	52.2%	30.0%	折旧和摊销	58	80	88	96
营业成本	1,947	2,208	3,335	4,265	营运资金变动	-75	81	29	23
营业税金及附加	10	9	23	46	经营活动现金流	163	354	416	521
销售费用	12	15	23	36	资本开支	-531	-1,337	-470	-508
管理费用	43	60	102	117	投资	-121	0	0	0
财务费用	-10	38	62	67	投资活动现金流	-648	-1,332	-466	-503
研发费用	71	74	105	181	股权募资	565	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	315	1,030	229	152
投资收益	3	5	4	5	筹资活动现金流	705	921	97	-7
营业利润	139	174	269	382	现金净流量	221	-57	47	12
营业外收支	43	2	2	2					
利润总额	182	176	272	384	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	19	25	38	54	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	163	152	234	330	营业收入增长率	1.5%	16.4%	52.2%	30.0%
归属于母公司净利润	163	152	234	330	净利润增长率	-30.0%	-7.0%	54.2%	41.3%
YoY (%)	-30.0%	-7.0%	54.2%	41.3%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.09	1.01	1.56	2.20	毛利率	11.8%	14.1%	14.7%	16.1%
					净利率	7.4%	5.9%	6.0%	6.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.3%	3.5%	4.6%	5.8%
货币资金	882	825	872	883	净资产收益率 ROE	9.4%	8.3%	11.7%	14.7%
预付款项	145	66	100	128	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	352	484	731	935	流动比率	2.33	1.65	1.43	1.25
其他流动资产	367	329	348	364	速动比率	1.67	1.12	0.85	0.67
流动资产合计	1,746	1,704	2,051	2,310	现金比率	1.18	0.80	0.61	0.48
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	44.4%	57.9%	60.6%	60.9%
固定资产	515	773	1,591	2,582	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	216	216	216	216	总资产周转率	0.71	0.59	0.77	0.89
非流动资产合计	1,354	2,613	2,998	3,412	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,100	4,318	5,049	5,722	每股收益	1.09	1.01	1.56	2.20
短期借款	191	380	447	599	每股净资产	11.51	12.13	13.28	14.95
应付账款及票据	443	501	758	969	每股经营现金流	1.09	2.37	2.78	3.48
其他流动负债	115	153	225	285	每股股利	0.00	0.48	0.48	0.64
流动负债合计	750	1,035	1,430	1,853	<b>估值分析</b>				
长期借款	97	938	1,101	1,101	PE	13.77	14.81	9.60	6.80
其他长期负债	529	529	529	529	PB	1.60	1.30	1.19	1.06
非流动负债合计	626	1,467	1,630	1,630					
负债合计	1,376	2,502	3,059	3,483					
股本	125	125	125	125					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,724	1,816	1,990	2,240					
负债和股东权益合计	3,100	4,318	5,049	5,722					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。