

富春染织 (605189.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 染费低位收窄盈利空间, 印染主业恢复可期

2023年8月31日

**事件:** 公司 2023H1 实现收入 11.07 亿元、同增 6.18%，实现归母净利润 4314.31 万元、同降 63.89%，扣非净利润 3433.17 万元、同降 57.41%，EPS 为 0.33 元。2023Q2 实现收入 6.34 亿元，同增 11.54%，实现归母净利润 2044.93 万元，同增-78.10%，扣非净利润为 1525.92 万元，同增-68.14%。23H1 公司收入实现稳健增长，利润有所承压。

**点评:**

- **销量增长提振收入，染费下调、坏账减值收窄盈利空间。** 1) 收入端，2023H1 公司在原有棉袜的基础上，依托价格优势积极拓展家纺、毛巾、色织布等新品类，色纱销量快速增长。2) 利润端，一方面上半年市场需求相对疲软，公司加工费价格下降，另一方面公司对新野纺织预付款进行单项坏账准备计提，计提金额达 2786.01 万元，2023H1 经营业绩较同期有所下滑。
- **染费下降拖累毛利率水平，期间费用率保持稳定。** 1) 2023H1 公司毛利率同降 3.02PCT 至 12.13%，主要系宏观经济及下游市场需求偏弱等因素的影响，叠加公司主营产品染色费价格同比下降幅度较大，盈利空间收窄。2) 2023H1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 0.57%、2.32%、3.44%、-0.02%，同增 0.09PCT、0.16PCT、-0.17PCT、0.42PCT，费用率基本保持稳定。其中，销售费用和管理费用变动由于 23H1 销量增长，员工薪酬等费用较上年同期增加所致。财务费用变动由于可转债利息兑付所致，研发费用变动由于公司持续加大研发创新力度，研发投入相应增加。3) 2023H1 公司经营现金流净额为 15007.10 万元，同比增加 251.22%，同比显著改善。
- **成本优势助力份额提升，产能扩建带动销量增长加速。** 公司采取“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的业务模式，保证主要客户的随时采购、随时发货。研发方面，公司持续投入，不断推出新产品满足市场需求。公司加强对老产品的改良和升级，提高产品质量和竞争力。成本控制方面，公司通过优化生产工艺、加强技术改造，带动生产成本下降；此外公司深耕色纱行业，积累用水、能耗、环保等成本优势，借助低价优势不断抢占市场份额。公司延伸下游应用领域，在芜湖、荆州不断扩产，我们认为 2023H1 后新产能有望逐步释放，推动销量增长加速。
- **盈利预测与投资建议:** 受染费下降影响，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 1.44/2.44/2.70 亿元（原值为 2.47/3.34/4.44 亿元），目前股价对应 23 年 16.74 倍 PE。我们看好印染行业高壁垒、集中度有望提升，公司持续拓展新品类、新客户，主业成长空间较大，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 产能扩张不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,175	2,208	2,531	3,302	4,171
增长率 YoY %	43.6%	1.5%	14.6%	30.5%	26.3%
归属母公司净利润 (百万元)	233	163	144	244	270
增长率 YoY%	105.4%	-30.0%	-11.7%	69.8%	10.5%
毛利率%	18.5%	11.8%	11.9%	13.7%	13.8%
净资产收益率ROE%	15.5%	9.4%	7.8%	11.8%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	1.55	1.09	0.96	1.63	1.80
市盈率 P/E(倍)	10.35	14.78	16.74	9.86	8.93
市净率 P/B(倍)	1.61	1.40	1.31	1.16	1.03

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>1,381</b>	<b>1,746</b>	<b>2,072</b>	<b>2,226</b>	<b>2,352</b>	
货币资金	642	882	1,048	969	965	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	26	22	23	43	40	
预付账款	150	145	146	213	258	
存货	418	352	503	620	678	
其他	144	345	352	380	411	
<b>非流动资产</b>	<b>732</b>	<b>1,354</b>	<b>1,376</b>	<b>1,667</b>	<b>1,941</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	537	515	1,470	1,692	1,896	
无形资产	111	216	231	246	261	
其他	84	623	-325	-271	-215	
<b>资产总计</b>	<b>2,113</b>	<b>3,100</b>	<b>3,448</b>	<b>3,893</b>	<b>4,293</b>	
<b>流动负债</b>	<b>505</b>	<b>750</b>	<b>983</b>	<b>1,174</b>	<b>1,291</b>	
短期借款	70	191	196	198	199	
应付票据	201	283	423	448	511	
应付账款	106	160	212	342	357	
其他	128	115	152	185	224	
<b>非流动负债</b>	<b>110</b>	<b>626</b>	<b>631</b>	<b>640</b>	<b>653</b>	
长期借款	27	97	102	111	124	
其他	83	529	529	529	529	
<b>负债合计</b>	<b>615</b>	<b>1,376</b>	<b>1,614</b>	<b>1,814</b>	<b>1,944</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,497	1,724	1,835	2,079	2,349	
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,113</b>	<b>3,100</b>	<b>3,448</b>	<b>3,893</b>	<b>4,293</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,175	2,208	2,531	3,302	4,171	
同比(%)	43.6%	1.5%	14.6%	30.5%	26.3%	
归属母公司净利润	233	163	144	244	270	
同比(%)	105.4	-30.0%	-11.7%	69.8%	10.5%	
毛利率(%)	18.5%	11.8%	11.9%	13.7%	13.8%	
ROE%	15.5%	9.4%	7.8%	11.8%	11.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.55	1.09	0.96	1.63	1.80	
P/E	10.35	14.78	16.74	9.86	8.93	
P/B	1.61	1.40	1.31	1.16	1.03	
EV/EBITDA	8.43	11.97	6.12	5.22	4.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,175</b>	<b>2,208</b>	<b>2,531</b>	<b>3,302</b>	<b>4,171</b>	
营业成本	1,772	1,947	2,229	2,848	3,596	
营业税金及附加	10	10	8	10	13	
销售费用	11	12	10	13	21	
管理费用	47	43	38	50	79	
研发费用	70	71	68	99	125	
财务费用	-7	-10	3	9	11	
减值损失合	-10	-3	0	0	0	
投资净收益	4	3	9	12	13	
其他	1	5	28	17	21	
<b>营业利润</b>	<b>267</b>	<b>139</b>	<b>211</b>	<b>301</b>	<b>360</b>	
营业外收支	1	43	-46	-20	-50	
<b>利润总额</b>	<b>268</b>	<b>182</b>	<b>165</b>	<b>281</b>	<b>310</b>	
所得税	36	19	22	37	40	
<b>净利润</b>	<b>233</b>	<b>163</b>	<b>144</b>	<b>244</b>	<b>270</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>233</b>	<b>163</b>	<b>144</b>	<b>244</b>	<b>270</b>	
EBITDA	308	184	350	428	504	
EPS(当年)(元)	2.08	1.31	0.96	1.63	1.80	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>65</b>	<b>163</b>	<b>429</b>	<b>366</b>	<b>469</b>	
净利润	233	163	144	244	270	
折旧摊销	51	58	148	130	145	
财务费用	2	6	25	25	26	
投资损失	-4	-3	-9	-12	-13	
营运资金变	-229	-75	79	-42	-9	
其它	11	14	43	20	50	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-246</b>	<b>-648</b>	<b>-214</b>	<b>-430</b>	<b>-462</b>	
资本支出	-137	-531	-213	-440	-470	
长期投资	-114	-121	-10	-2	-5	
其他	5	4	9	12	13	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>528</b>	<b>705</b>	<b>-48</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	
吸收投资	546	565	0	0	0	
借款	139	315	10	11	14	
支付利息或股息	-61	-32	-58	-25	-26	
<b>现金流净增加额</b>	<b>347</b>	<b>221</b>	<b>167</b>	<b>-79</b>	<b>-5</b>	

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。