

联发股份 (002394)

2022 年三季报点评：外需疲软叠加疫情扰动，Q3 业绩承压

中性（维持）

2022 年 10 月 26 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

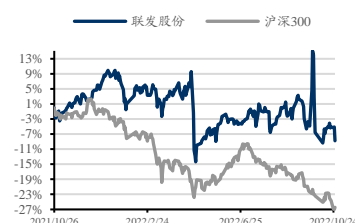
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,897	3,642	3,990	4,667
同比	1%	-7%	10%	17%
归属母公司净利润（百万元）	182	54	68	98
同比	-61%	-70%	26%	44%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.56	0.17	0.21	0.30
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.29	41.52	32.88	22.86

#业绩不及预期

投资要点

- **公司公布 2022 年三季报：** 2022 前三季度营收 33.02 亿元/yoy-5.21%、归母净利润 0.57 亿元/yoy-66.43%。分季度看，22Q1/Q2/Q3 营收分别同比 +22.23%/-12.62%/-18.11%，归母净利分别同比 -25.63%/-45.89%/-108.34%，Q3 收入端回落主要系欧美消费疲软、以及国内疫情影响下订单下滑，归母净利增速低于收入主因 Q3 基金产品分红及公允价值变动同减 0.84 亿元所致。
- **22H1 外需景气促外销高增，Q3 内外需求均承压导致收入回落。** 1) **分产品看：** 22H1 纺织服装/热电/其他收入同比分别 +2.92%/+28.44%/-10.49%、占比 88.64%/2.24%/9.12%。纺织服装中面料/服装/棉纱/棉花同比分别 +39.25%/+105.21%/-54.67%/-57.53%、占比分别为 71.29%/10.43%/14.55%/3.73%，面料及服装业务表现靓丽、贡献主要收入增量。Q3 随下游内外需求均承压，我们预计公司面料/服装业务增速亦呈现放缓。2) **分地区看：** 22H1 国内/美国/欧洲/其他收入分别同比 -26.28%/+57.77%/+87.65%/+102.91%、占比 52.4%/21.9%/10.5%/15.2%（不考虑棉花棉纱贸易业务、公司内销占比 20%+），国内受到疫情反复影响收入回落，外需景气程度较高。22Q3 受欧美经济影响外需景气度下滑、国内疫情多点散发，导致整体营收出现回落、同比下滑 18%。
- **产品提价带动毛利率提升、汇率贬值促财务费用率下降。** 1) **毛利率：** 22 年前三季度毛利率同比 +1.06pct 至 14.43%，主因 22H1 国内/国外棉价高位盘整，公司基于 21 年棉价的大幅上涨进行了产品价格调涨、带动毛利率提升。分季度看 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 15.71%/14.90%/12.48%。2) **期间费用率：** 22 年前三季度期间费用率同比 +0.04pct 至 8.58%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.36%/+1.16%/-0.20%/-1.29pct 至 2.71%/5.00%/1.66%/-0.78%，财务费用率降低主要受益于人民币贬值。3) **归母净利率：** 由于公允价值变动损失同比 +165%（主要为基金产品），22 年前三季度归母净利率 1.73%/yoy-3.16pct。
- **盈利预测与投资评级：** 公司为全产业链布局色纺纱龙头，2022H1 外需较好促收入实现小幅增长，Q3 受到欧美消费景气度下行以及国内疫情反复的影响、收入增长出现下滑。22 年前三季度毛利率有所提升，但非经常性损益导致净利压力较大。公司印尼年产 6600 万米高档梭织服装面料项目尚处于建设过程中，预计 23 年底投产、24 年放量，随着公司国内业务逐渐拓展、海外产能布局推进，有望逐步恢复较好增长。考虑到外需疲软压力及国内疫情扰动，我们将 2022-24 年归母净利从 2.44/2.76/3.05 亿元分别下调至 0.54/0.68/0.98 亿元，EPS 分别为 0.17/0.21/0.30 元/股，对应 PE 为 42/33/23X，公司账上交易性金融资产数额较大、对业绩影响较大，维持“中性”评级。
- **风险提示：** 外需疲软、疫情恶化、汇率波动、棉价波动、金融资产价值大幅波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.91
一年最低/最高价	6.29/9.39
市净率(倍)	0.58
流通 A 股市值(百万元)	2,232.95
总市值(百万元)	2,236.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.01
资产负债率(% ,LF)	34.69
总股本(百万股)	323.70
流通 A 股(百万股)	323.15

相关研究

《联发股份(002394): 2021 年业绩承压，2022 年有望改善》

2022-04-24

联发股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,344	3,129	3,221	3,421	营业总收入	3,897	3,642	3,990	4,667
货币资金及交易性金融资产	1,532	1,846	1,767	1,694	营业成本(含金融类)	3,280	3,071	3,361	3,915
经营性应收款项	793	410	449	524	税金及附加	21	29	32	37
存货	955	747	819	955	销售费用	100	106	132	163
合同资产	0	0	0	0	管理费用	164	164	180	210
其他流动资产	65	126	186	247	研发费用	88	87	96	117
非流动资产	1,950	2,127	2,286	2,426	财务费用	32	25	25	34
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	1	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,340	1,417	1,477	1,519	投资净收益	133	36	8	9
在建工程	196	196	196	196	公允价值变动	-129	-120	-80	-70
无形资产	183	277	371	464	减值损失	-18	-10	-10	-10
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	43	48	53	58	营业利润	198	66	83	120
其他非流动资产	187	187	187	187	营业外净收支	3	1	1	1
资产总计	5,294	5,256	5,507	5,847	利润总额	200	67	84	121
流动负债	860	769	953	1,196	减:所得税	24	13	17	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	163	147	291	457	净利润	176	53	67	97
经营性应付款项	300	236	258	300	减:少数股东损益	-6	-1	-1	-1
合同负债	33	0	0	0	归属母公司净利润	182	54	68	98
其他流动负债	365	386	404	439	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.17	0.21	0.30
非流动负债	656	656	656	656	EBIT	226	185	190	225
长期借款	501	501	501	501	EBITDA	426	412	436	490
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.82	15.67	15.76	16.12
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	4.67	1.48	1.71	2.10
其他非流动负债	151	151	151	151	收入增长率(%)	0.61	-6.55	9.55	16.98
负债合计	1,517	1,426	1,609	1,852	归母净利润增长率(%)	-61.33	-70.40	26.28	43.85
归属母公司股东权益	3,769	3,822	3,890	3,988					
少数股东权益	9	8	7	6					
所有者权益合计	3,777	3,830	3,898	3,995					
负债和股东权益	5,294	5,256	5,507	5,847					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-37	846	287	268	每股净资产(元)	11.46	11.62	11.83	12.13
投资活动现金流	155	-368	-396	-395	最新发行在外股份(百万股)	324	324	324	324
筹资活动现金流	36	-45	111	123	ROIC(%)	4.59	3.31	3.31	3.73
现金净增加额	151	434	2	-3	ROE-摊薄(%)	4.83	1.41	1.75	2.45
折旧和摊销	200	228	246	265	资产负债率(%)	28.65	27.13	29.22	31.68
资本开支	-261	-399	-399	-399	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.29	41.52	32.88	22.86
营运资本变动	-456	483	-98	-180	P/B(现价)	0.60	0.59	0.58	0.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>