

台华新材（603055.SH）

2022 年收入下降 6%，近期行业景气度回升

买入

核心观点

海内外需求承压，2022 收入/净利润下滑 6%/42%。2022 全年收入 40.1 亿元，同比-5.8%，净利润 2.68 亿元，同比-42.1%，扣非净利润 1.93 亿元，-56.8%；分业务看，锦纶丝/坯布/面料收入分别同比+15%/-29%/-7%至 20.7/8.4/10.0 亿元，其中销量分别同比约+16%/-27%/-14%，价格分别同比约-1%/-3%/+8%。全年毛利率同比-3.8 个百分点至 21.7%，主要由于原材料成本上升、常规产品竞争加剧、2022 年浙江省电费上调、新项目人员储备，其中锦纶丝/坯布/面料毛利率分别-5.1/-5.6/-1.3 个百分点至 19.1%/24.5%/23.6%。总费用率 14.9%，上升 2.3 个百分点，其中管理/研发/财务费用率分别上升 1.0/0.9/0.4 个百分点，主要由于员工社保缴纳基数提高、新项目人员储备和研发投入增加，另外其他收益(政府补贴)上升 2 个百分点至 2.4%。净利率-4.2 个百分点至 6.7%。

2022Q3-Q4 经营压力加剧，业绩承压。2022 年下半年经营压力比上半年加剧，收入同比-19%至 19.6 亿元，净利润-86%至 2909 万元，毛利率同比-4.9 个百分点至 18.6%，费用率+2.8 个百分点至 15.8%，净利率-6.9 个百分点至 1.5%。2022Q4 收入同比-16.0%至 10.0 亿元，净利润亏损 0.29 亿元（去年同期为 8651 万元），毛利率同比-5.8 个百分点至 17.4%，总费用率+2 个百分点至 16.2%。

2023 年行业景气度将逐季回升。从近期看，1) 国内服装库存回落、零售增长加速、国际品牌 LULU 和耐克去库存，盛泽织机开机率同比增加，反映行业景气度回升；2) 2023 年 PA66 原材料切片成本随着前端原料技术突破有望下降；3) 经营环境改善，加上公司陆续新开发品牌客户增量贡献，2023 年 PA66 销量有望实现较好的增长。

风险提示：疫情反复、原料价格大幅波动、订单不及预期、市场系统性风险。

投资建议：中长期前景可期，关注今年行业景气度回升。我们继续看好中长期锦纶 66 和再生锦纶的行业前景，以及公司显著的先发优势和积极扩张的步伐，经过前期调整后建议关注今年行业景气度回升下的配置机遇。由于 1) 2022Q4 疫情影响超预期，锦纶丝和坯布库存高企，预计 2023 上半年仍需要让利去库存，下调毛利率；2) 新材料项目设备安装进度受疫情和海运影响，PA66 和再生产能扩张慢于预期，下调销量。因此下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 4.7/7.0/8.6 亿元（原 6.8/8.7 亿元），同比增长 76%/48%/23%。由于疫情管控放开后增强复苏确定性，估值切换后维持目标价 15.0-15.7 元，对应 2024 年 PE 19~20x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,257	4,009	4,418	5,387	6,318
(+/-%)	70.2%	-5.8%	10.2%	21.9%	17.3%
净利润(百万元)	464	269	473	699	860
(+/-%)	287.3%	-42.1%	76.0%	47.8%	23.1%
每股收益(元)	0.53	0.30	0.53	0.78	0.96
EBIT Margin	14.0%	8.2%	12.5%	15.6%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	12.5%	6.6%	10.7%	14.3%	15.7%
市盈率 (PE)	20.9	37.1	21.1	14.3	11.6
EV/EBITDA	13.9	20.6	15.5	11.3	9.6
市净率 (PB)	2.6	2.4	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

 dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	15.00 - 15.70 元
收盘价	11.18 元
总市值/流通市值	9983/9924 百万元
52 周最高价/最低价	17.00/8.22 元
近 3 个月日均成交额	86.48 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《台华新材（603055.SH）-三季度业绩承压，差异化产品盈利能力较强》——2022-10-29
- 《台华新材（603055.SH）-经营环境承压，二季度扣非净利润下滑 47%》——2022-08-22
- 《台华新材（603055.SH）-原材料价格同比上涨，一季度扣非净利润下滑 6%》——2022-05-01
- 《台华新材（603055.SH）-新产能释放顺利，2021 年业绩增长 287%》——2022-04-28
- 《台华新材（603055.SH）-新产能顺利爬坡，收入增长 71%》——2022-03-14

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



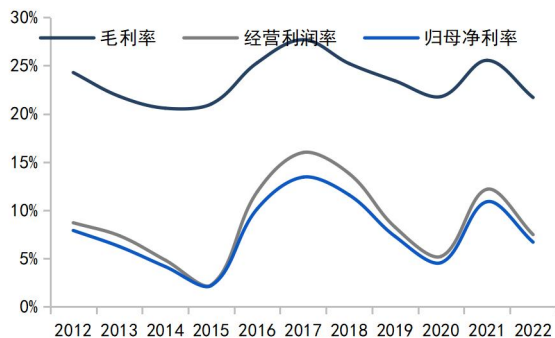
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度净利润和增长（亿元，%）



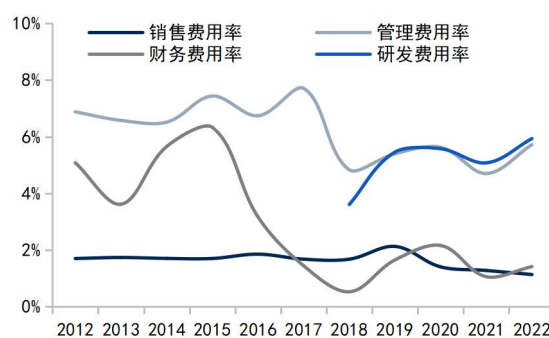
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率水平



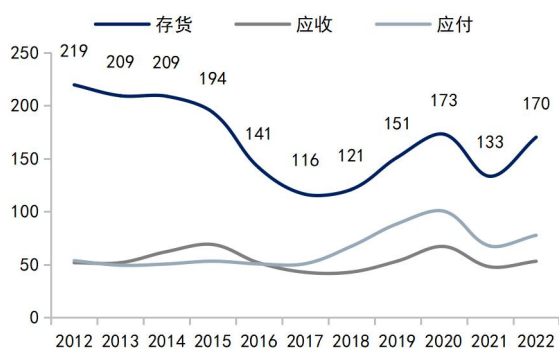
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转天数



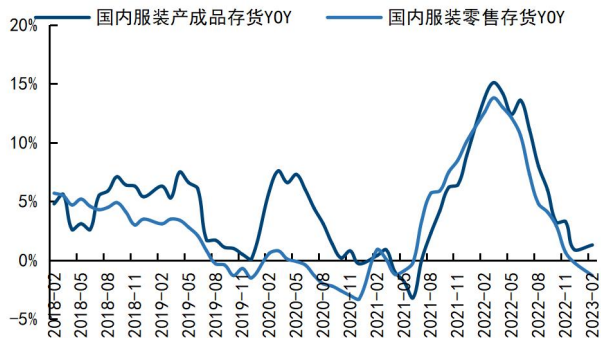
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度资本开支（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：国内服装存货增长已明显放缓



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：3月至今盛泽地区织机开机率同比增幅扩大



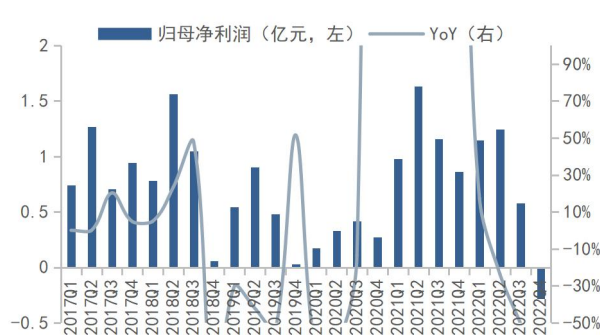
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



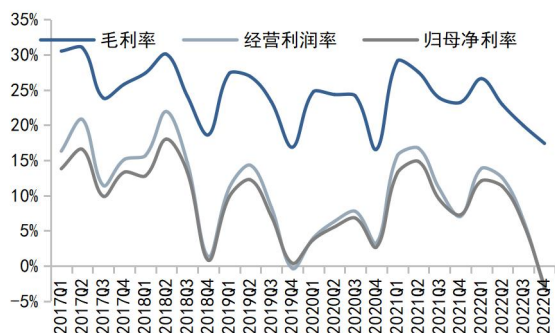
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度净利润和增长（亿元，%）



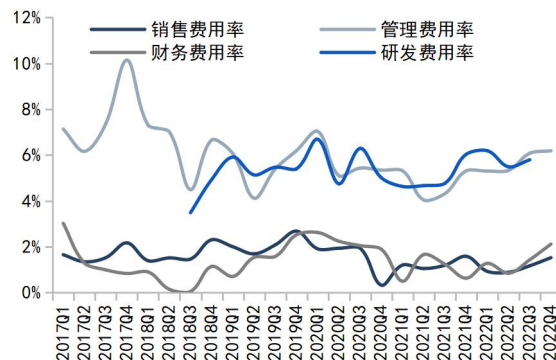
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司季度利润率水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

处理库存以及新材料产能投放慢于预期，下调盈利预测

与前次盈利预测相比，1) 国内疫情和海外高库存的影响超出预期，因此 2022 年末存货周转天数上升 37 天至 170 天，锦纶长丝/坯布/面料产成品库存分别同比增长 90%/90%/21%，预计 2023 年还需处理库存，因此我们下调公司三项业务的毛利率。2) 新材料项目设备安装进度受疫情和海运影响，PA66 和再生产能扩张慢于预期，因此下调锦纶长丝销量，同时价格和毛利率更高的 PA66 和再生销量下调也会引起锦纶长丝平均单价和毛利率的下降。具体调整细节如下：

1) 预计 2023-2025 年收入为 44.2/53.9/63.2 亿元(原 2023/2024 年为 53.4/62.8 亿元)，其中锦纶丝收入为 23.7/32.9/41.8 亿元(原 31.5/40.4 亿元)，锦纶丝单价分别为 2.59/2.86/2.98 万元/吨(原 2.80/2.77 万元/吨)，锦纶丝销量分别为 9.15/11.5/14.0 万吨(原 11.2/14.2 万吨)。坯布和面料收入基本与原来持平。

2) 预计 2023-2025 年毛利率分别为 24.8%/27.2%/28.1%(原 2023/2024 年分别为 27.0%/27.8%)，其中锦纶丝毛利率分别为 24.4%/28.2%/29.3%(原为 27.6%/28.7%)，坯布毛利率分别为 25.5%/26.0%/26.0%(原为 28.5%/28.5%)，面料毛利率分别为 24.5%/25.0%/25.0%(原为 25.1%/25.1%)。

3) 预计 2023-2025 年净利润分别为 4.7/7.0/8.6 亿元(原为 6.8/8.7 亿元)。

表1：公司盈利预测假设条件

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	2974	2691	2501	4257	4009	4418	5387	6318
锦纶长丝	895	785	841	1797	2060	2374	3294	4177
坯布	1057	922	768	1191	841	909	936	964
面料	928	904	791	1074	1001	1030	1050	1071
收入 YoY	9%	-10%	-7%	70%	-6%	10%	22%	17%
锦纶长丝	20%	-12%	7%	114%	15%	15%	39%	27%
坯布	-4%	-13%	-17%	55%	-29%	8%	3%	3%
面料	16%	-3%	-12%	36%	-7%	3%	2%	2%
体系外销量：								
锦纶长丝(万吨)	3.68	3.55	4.25	7.10	8.23	9.15	11.50	14.00
坯布(亿米)	2.38	2.22	2.09	2.71	1.98	2.14	2.20	2.27
面料(亿米)	0.78	0.79	0.75	0.98	0.84	0.87	0.89	0.90
体系外单价：								
锦纶长丝(万元/吨)	2.43	2.21	1.98	2.53	2.50	2.59	2.86	2.98
坯布(元/米)	4.44	4.16	3.67	4.39	4.25	4.25	4.25	4.25
面料(元/米)	11.91	11.47	10.59	10.99	11.87	11.85	11.85	11.85
毛利率	25.2%	23.4%	21.8%	25.5%	21.7%	24.8%	27.2%	28.1%
锦纶长丝	14.4%	19.5%	21.3%	24.3%	19.1%	24.4%	28.2%	29.3%
坯布	27.7%	23.4%	21.1%	30.1%	24.5%	25.5%	26.0%	26.0%
面料	31.9%	25.8%	22.7%	24.9%	23.6%	24.5%	25.0%	25.0%
费用率								
销售费用	1.7%	2.1%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
管理费用	4.8%	5.4%	5.6%	4.7%	5.7%	5.3%	4.9%	4.7%
研发费用	3.6%	5.5%	5.6%	5.1%	5.9%	5.2%	5.0%	4.9%
财务费用	0.5%	1.6%	2.2%	1.1%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%
其他经营收益率	-0.1%	-0.1%	-1.1%	-0.8%	0.6%	1.1%	0.5%	0.0%
所得税率	16.1%	10.7%	10.9%	10.3%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	345	196	120	464	268	473	699	860
YoY	-6%	-43%	-39%	287%	-42%	76%	48%	23%
归母净利润率	11.6%	7.3%	4.8%	10.9%	6.7%	10.7%	13.0%	13.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：中长期前景可期，关注今年行业景气度回升

我们继续看好中长期锦纶 66 和再生锦纶的行业前景，以及公司显著的先发优势和积极扩张的步伐，经过前期调整后建议关注今年行业景气度回升下的配置机遇。由于 1) 2022Q4 疫情影响超预期，锦纶丝和坯布库存高企，预计 2023 上半年仍需要让利去库存，下调毛利率；2) 新材料项目设备安装进度受疫情和海运影响，PA66 和再生产能扩张慢于预期，下调销量。因此下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 4.7/7.0/8.6 亿元（原 6.8/8.7 亿元），同比增长 76%/48%/23%，由于疫情管控放开后增强复苏确定性，估值切换后维持目标价 15.0-15.7 元，对应 2024 年 PE 19~20x，维持“买入”评级。

表2：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,257	4,009	4,418	5,387	6,318
(+/-%)	70.2%	-5.8%	10.2%	21.9%	17.3%
净利润(百万元)	464	269	473	699	860
(+/-%)	287.3%	-42.1%	76.0%	47.8%	23.1%
每股收益(元)	0.53	0.30	0.53	0.78	0.96
EBIT Margin	14.0%	8.2%	12.5%	15.6%	16.8%
净资产收益率(ROE)	12.5%	6.6%	10.7%	14.3%	15.7%
市盈率(PE)	20.9	37.1	21.1	14.3	11.6
EV/EBITDA	13.9	20.6	15.5	11.3	9.6
市净率(PB)	2.6	2.4	2.3	2.0	1.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表3：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE				g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023~2025	2024	人民币亿元
603055.SH	台华新材	买入	11.2	0.30	0.53	0.78	0.96	37.1	21.1	14.3	11.6	34.9%	0.409	104.0
可比公司														
2313.HK	申洲国际	买入	69.2	3.04	3.16	4.21	4.85	22.8	21.9	16.4	14.3	23.9%	0.688	1039.0
1476.TW	儒鸿	无评级	116.0	5.96	4.61	5.89	6.08	19.5	25.2	19.7	19.1	14.9%	1.322	297.6
002003.SZ	伟星股份	买入	9.3	0.47	0.48	0.59	0.69	19.7	19.3	15.7	13.4	19.9%	0.789	95.5
平均值								20.6	22.1	17.3	15.6		0.933	

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所预测；备注：无评级公司的 EPS 预测值来自 wind 和彭博一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	430	504	200	200	200	营业收入	4257	4009	4418	5387	6318
应收款项	794	630	847	1033	1212	营业成本	3169	3139	3324	3919	4544
存货净额	1381	1585	1410	1649	1899	营业税金及附加	20	28	31	37	43
其他流动资产	224	194	214	261	306	销售费用	54	45	49	54	63
流动资产合计	2916	2975	2733	3205	3678	管理费用	200	229	234	264	297
固定资产	3049	3783	4597	5246	6171	研发费用	216	238	230	269	310
无形资产及其他	265	347	340	333	327	财务费用	45	56	77	92	105
投资性房地产	196	477	477	477	477	投资收益	6	2	2	3	3
长期股权投资	3	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(57)	(74)	(52)	(53)	(55)
资产总计	6428	7586	8150	9264	10656	其他收入	17	98	100	75	50
短期借款及交易性金融负债	530	486	916	1294	1828	营业利润	518	299	525	776	955
应付款项	1162	1479	1244	1455	1675	营业外净收支	(2)	(8)	0	0	0
其他流动负债	181	159	190	222	255	利润总额	517	292	525	776	955
流动负债合计	1873	2124	2350	2971	3759	所得税费用	53	23	52	78	96
长期借款及应付债券	813	1319	1319	1319	1319	少数股东损益	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	33	59	73	86	100	归属于母公司净利润	464	269	473	699	860
长期负债合计	846	1378	1392	1405	1418	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2719	3503	3742	4376	5177	净利润	464	269	473	699	860
少数股东权益	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	资产减值准备	2	18	(75)	0	0
股东权益	3710	4085	4410	4890	5481	折旧摊销	299	326	335	423	518
负债和股东权益总计	6428	7586	8150	9264	10656	公允价值变动损失	57	74	52	53	55
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	45	56	77	92	105
每股收益	0.53	0.30	0.53	0.78	0.96	营运资本变动	(390)	48	(327)	(216)	(206)
每股红利	0.10	0.21	0.17	0.25	0.30	其它	(2)	(18)	75	(0)	(0)
每股净资产	4.27	4.58	4.94	5.48	6.14	经营活动现金流	429	716	533	959	1226
ROIC	16%	10%	11%	14%	15%	资本开支	0	(995)	(1118)	(1118)	(1491)
ROE	12%	7%	11%	14%	16%	其它投资现金流	44	25	0	0	0
毛利率	26%	22%	25%	27%	28%	投资活动现金流	41	(971)	(1118)	(1118)	(1491)
EBIT Margin	14%	8%	12%	16%	17%	权益性融资	(2)	6	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	20%	24%	25%	负债净变化	23	126	0	0	0
收入增长	70%	-6%	10%	22%	17%	支付股利、利息	(89)	(191)	(148)	(219)	(269)
净利润增长率	287%	-42%	76%	48%	23%	其它融资现金流	(219)	453	430	378	535
资产负债率	42%	46%	46%	47%	49%	融资活动现金流	(351)	329	281	159	265
息率	0.9%	1.9%	1.5%	2.2%	2.7%	现金净变动	119	74	(304)	0	0
P/E	20.9	37.1	21.1	14.3	11.6	货币资金的期初余额	311	430	504	200	200
P/B	2.6	2.4	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	430	504	200	200	200
EV/EBITDA	13.9	20.6	15.5	11.3	9.6	企业自由现金流	444	(318)	(614)	(152)	(224)
						权益自由现金流	249	261	(253)	144	216

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032