

2023年10月22日

**事件:** 2023年前三季度公司实现营业收入35.11亿元,同增12.34%;归母净利润3.51亿元,同增3.94%;扣非归母净利润3.34亿元,同增12.54%,EPS为0.49元。2023Q3公司实现营业收入、归母净利润11.90亿元、0.96亿元,同增18.32%、1.05%,较23Q2环比下降11.39%、41.82%。

**点评:**

- **原材料降价影响下短期盈利承压,企业发展长期向好。** 1) 2023年前三季度公司毛利率同增1.0PCT至19.42%,盈利能力进一步优化,得益于公司规模产能、成本优势以及精细化管理能力持续提升。23Q3毛利率同降2.03PCT至17.62%,主要系受原材料价格急跌带动销售价格下降等因素影响。2) 2023年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率同增0.25PCT、0.12PCT、-0.23PCT、-0.21PCT至1.88%、2.68%、2.36%、-0.09%,其中公司宣传费、相关人员薪酬等增加导致销售费用率和管理费用率同比上涨,财务费用率下降主要系公司利息收入同比大幅增长。3) 2023年9月末公司存货为17.87亿元、同增13.17%,2023年前三季度存货周转天数为175天,同比下降4天。
- **产能爬坡产销两旺,高端市场拓展可期。** 1) 公司加速优化全球产能布局,越南项目稳步推进,借助越南的人工成本优势和关税政策条件,进一步满足海外客户供应链转移需求,持续扩大海外市占率。2) 公司宽带战略拓展毛纺应用场景,满足消费者瑜伽、滑雪、徒步等运动需求,为毛纺业务带来新的成长动能。伴随产能利用率持续爬坡,产销两旺驱动业务稳健增长。展望Q4,接单情况有望持续向好,同时高端品牌持续拓展,伴随产能利用率持续爬坡,产销两旺驱动销售稳健增长。同时羊毛价格逐步企稳,盈利端环比有望显著改善。
- **盈利预测与投资建议:** 我们下调公司2023-2025年归母净利润预测为4.25/5.06/5.92亿元(原值为4.60/5.41/6.27亿元),目前股价对应23年10.82倍PE。公司研发能力持续增强,2023年公司加速出国拓展客户,毛纺产品应用领域保持延伸,叠加羊绒业务快速发展,带动公司盈利能力持续增强,股权激励目标彰显发展信心,维持“买入”评级。
- **风险因素:** 汇率波动风险、原材料价格波动风险、产能拓展不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,445	3,950	4,504	5,139	5,843
增长率 YoY %	51.6%	14.6%	14.0%	14.1%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	298	390	432	510	602
增长率 YoY%	96.9%	30.7%	10.8%	18.1%	18.2%
毛利率%	19.1%	18.8%	18.2%	18.7%	19.4%
净资产收益率ROE%	11.0%	13.2%	13.6%	13.8%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.54	0.60	0.71	0.84
市盈率 P/E(倍)	15.66	11.99	10.82	9.16	7.76
市净率 P/B(倍)	1.72	1.58	1.47	1.26	1.09

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为2023年10月20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>2,620</b>	<b>3,307</b>	<b>3,847</b>	<b>4,917</b>	<b>5,719</b>	
货币资金	642	955	1,384	2,041	2,338	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	265	369	256	497	554	
预付账款	50	7	28	39	30	
存货	1,497	1,745	1,936	2,004	2,467	
其他	167	231	243	336	329	
<b>非流动资产</b>	<b>1,352</b>	<b>1,339</b>	<b>1,448</b>	<b>1,434</b>	<b>1,427</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,048	1,147	1,162	1,146	1,155	
无形资产	99	98	98	98	98	
其他	206	94	189	190	174	
<b>资产总计</b>	<b>3,973</b>	<b>4,646</b>	<b>5,295</b>	<b>6,351</b>	<b>7,147</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,170</b>	<b>1,446</b>	<b>1,768</b>	<b>2,191</b>	<b>2,285</b>	
短期借款	553	606	776	926	1,026	
应付票据	57	239	375	391	473	
应付账款	307	354	288	512	386	
其他	253	247	330	361	401	
<b>非流动负债</b>	<b>26</b>	<b>168</b>	<b>248</b>	<b>348</b>	<b>418</b>	
长期借款	0	150	230	330	400	
其他	26	18	18	18	18	
<b>负债合计</b>	<b>1,196</b>	<b>1,615</b>	<b>2,017</b>	<b>2,539</b>	<b>2,704</b>	
少数股东权益	59	74	94	118	147	
归属母公司股东权益	2,718	2,957	3,184	3,694	4,296	
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,973</b>	<b>4,646</b>	<b>5,295</b>	<b>6,351</b>	<b>7,147</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	3,445	3,950	4,504	5,139	5,843	
同比(%)	51.6%	14.6%	14.0%	14.1%	13.7%	
归属母公司净利润	298	390	432	510	602	
同比(%)	96.9	30.7	10.8	18.1	18.2	
毛利率(%)	19.1%	18.8%	18.2%	18.7%	19.4%	
ROE%	11.0%	13.2%	13.6%	13.8%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.54	0.60	0.71	0.84	
P/E	15.6	11.9	10.82	9.16	7.76	
P/B	1.72	1.58	1.47	1.26	1.09	
EV/EBITDA	6.14	6.30	5.66	4.45	3.97	

利润		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>3,445</b>	<b>3,950</b>	<b>4,504</b>	<b>5,139</b>	<b>5,843</b>	
营业成本	2,789	3,207	3,683	4,176	4,711	
营业税金及	14	17	18	21	23	
销售费用	64	72	81	103	117	
管理费用	103	118	126	137	158	
研发费用	96	107	113	128	164	
财务费用	22	-12	18	20	16	
减值损失合	-21	-16	-2	-2	-2	
投资净收益	1	4	3	3	5	
其他	14	39	48	47	54	
<b>营业利润</b>	<b>353</b>	<b>469</b>	<b>514</b>	<b>602</b>	<b>713</b>	
营业外收支	2	-1	0	4	4	
<b>利润总额</b>	<b>355</b>	<b>467</b>	<b>514</b>	<b>606</b>	<b>717</b>	
所得税	42	59	62	73	86	
<b>净利润</b>	<b>313</b>	<b>408</b>	<b>452</b>	<b>534</b>	<b>631</b>	
少数股东损益	15	19	20	24	28	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>298</b>	<b>390</b>	<b>432</b>	<b>510</b>	<b>602</b>	
EBITDA	504	553	761	875	949	
EPS(当年)(元)	0.58	0.76	0.60	0.71	0.84	

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>-121</b>	<b>373</b>	<b>757</b>	<b>698</b>	<b>402</b>	
净利润	313	408	452	534	631	
折旧摊销	131	135	237	260	233	
财务费用	22	-1	37	47	56	
投资损失	-38	-1	-5	-3	-3	
营运资金变动	-605	-155	54	-122	-492	
其它	19	-9	-19	-18	-21	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-27</b>	<b>-125</b>	<b>-337</b>	<b>-243</b>	<b>-218</b>	
资本支出	-71	-77	-309	-215	-192	
长期投资	0	0	-30	-30	-30	
其他	44	-48	2	2	4	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>180</b>	<b>26</b>	<b>9</b>	<b>203</b>	<b>114</b>	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	685	993	250	250	170	
支付利息或股息	-118	-173	-241	-47	-56	
<b>现金流净增加额</b>	<b>19</b>	<b>288</b>	<b>429</b>	<b>657</b>	<b>297</b>	

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，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。