

联发股份 (002394)

2023 年三季报点评: 非经因素增厚业绩, 欧洲市场增速较好、客户结构持续调整

中性 (维持)

2023 年 10 月 30 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

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,207	4,321	4,841	5,508
同比	8%	3%	12%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	160	162	183	212
同比	-12%	1%	13%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.49	0.50	0.56	0.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.34	17.14	15.16	13.05

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **色织布龙头, 非经收益贡献促业绩高增。**国内色织布龙头, 从棉花种植起全覆盖纺织产业链。2014 年以来营收增速小幅波动、利润端波动较大。2023 前三季度营收 33.20 亿元/yoy+0.56%、归母净利润 1.43 亿元/yoy+150.38%、扣非归母净利 1.27 亿元/yoy+23.92%, 扣非净利增幅高于收入主要受益于毛利率提升, 归母净利增长较快主因非经常性收益 (基金产品公允价值变动同比增加) 所致。分季度看, 23Q1/Q2/Q3 营收分别同比 -7.88%/+4.11%/+6.09%、归母净利润分别同比 +407%/+1.75%/+679%、扣非净利分别同比 -36.94%/+65.27%/+93.83%, Q3 收入增速提升, 毛利率提升、非经常性收益增加促归母净利实现大幅增长。

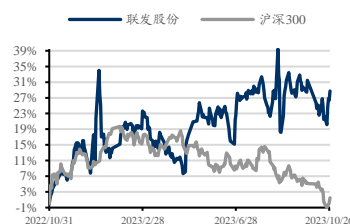
■ **23 年以来面料承压、服装及棉纱表现较好, 欧洲增速靓丽。**公司主导产品面料包含色织布、印染布、家纺布, 同时经营服装、棉花棉纱贸易业务等, 面料服装以出口为主、新疆棉事件后出口影响较大, 国内以棉花棉纱贸易业务为主。1) **分产品看:** 23H1 纺织服装/热电/其他收入同比分别 -3.51%/+2.36%/+12.54%、占比 87.19%/2.34%/10.47%, 纺织服装中面料/服装/棉纱/棉花占比分别 -19.25%/+23.75%/+31.39%/+85.12%、占比 52.02%/11.66%/17.27%/6.24%, 预计 Q3 服装、棉纱及棉花贸易业务向好趋势延续, 主导产品面料收入占比较高、但受下游品牌去库及客户订单转移影响仍承压。2) **分地区看:** 23H1 国内/欧洲/美国/其他收入分别同比 +18.74%/+57.24%/+62.02%/+27.58%、占比 63.5%/16.9%/8.5%/11.2%, 我们判断 23Q3 该趋势仍延续, 国内增长主要系棉纱棉花贸易带动, 欧洲小型客户拓展顺利、增速靓丽, 美国市场受到经济疲软+国际品牌去库+新疆棉事件影响仍承压。

■ **毛利率受到多重因素影响, 基金等金融资产公允价值变动及投资收益对利润影响较大。**1) **毛利率:** 19 年以前维持 20% 左右、此后逐年回落。23 前三季度毛利率同比 +1.59pct 至 16.03%, 受到多重因素综合影响: ①人民币贬值增厚毛利率; ②去年底低价棉储备利好毛利率; ③主导产品面料需求承压、产能利用率降低拖累毛利率; ④毛利率较低的棉花棉纱贸易占比提升拉低整体毛利率。分季度看 23Q1/Q2/Q3 毛利率分别 -1.07/+2.05/+3.89pct, Q3 毛利率继续回暖。2) **期间费用率:** 16-22 年维持 8%-10% 区间, 23 前三季度期间费用率同比 +1.21pct 至 9.80%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.64/-0.38/-0.27/+1.22pct 至 3.35%/4.62%/1.39%/0.51%, 单 Q3 期间费用率同比 +1.95pct (其中财务费用率 +2.37pct), 财务费用率在人民币贬值背景下出现提升、主因锁汇致汇兑收益减少。3) **其他损益项目:** 公司交易性金融资产数额较大, 基金等金融资产公允价值变动及投资收益对利润影响较大。23 前三季度变动较大, 主因: ①公允价值变动 (主要为基金产品) 同比增加 1.27 亿元、信用减值损失同比减少 0.11 亿元, 增厚利润; ②投资收益 (主要为基金产品亏损所致) 同比减少 0.40 亿元、冲减部分利润。4) **归母净利率:** 受到毛利率、费用率及其他损益影响, 净利率在 4%-12% 区间波动较大, 23 前三季度归母净利率同比 +2.58pct 至 4.31%, 单 Q3 归母净利率同比 +3.24pct 至 2.74%。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司为全产业链布局色织布龙头, 主导产品面料服装以出口为主, 22 年受到国内疫情、外需下半年走弱、新疆棉事件导致订单转移等多重因素影响, 主业承压严重, 但 22Q4 基金产品公允价值变动收益对利润起到较大支撑作用。23 年以来虽面料仍承压、但国内棉纱棉花贸易销售较好、欧洲客户拓展顺利, 公司收入逐季改善, 净利端受益去年底低价库存棉储备以及基金产品公允价值变动等非经常损益影响, 同比实现大幅增长。新疆棉事件导致订单转移趋势下, 公司积极拓展欧洲小型客户, 随下游品牌去库接近尾声、欧洲客户逐渐拓展, 主业有望逐步好转。产能方面, 截至 23H1 公司面料总产能 1.8 亿米, 其中印尼年产 6600 万米高档梭织服装面料项目已进入试生产阶段、目前产能利用率接近 50%。我们将 23-24 年公司归母净利润从 0.68/0.98 上调至 1.6/1.8 亿元、增加 25 年预测值 2.1 亿元, 对应 PE 为 17/15/13。考虑主业仍承压, 且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、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)	8.55
一年最低/最高价	6.58/9.52
市净率(倍)	0.67
流通 A 股市值(百万元)	2,761.29
总市值(百万元)	2,767.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.82
资产负债率(% ,LF)	31.28
总股本(百万股)	323.70
流通 A 股(百万股)	322.96

相关研究

《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》

2022-10-26

《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)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,404	3,392	3,651	3,996	营业总收入	4,207	4,321	4,841	5,508
货币资金及交易性金融资产	1,497	1,770	1,807	1,879	营业成本(含金融类)	3,613	3,637	4,055	4,582
经营性应收款项	945	486	544	618	税金及附加	29	35	39	44
存货	764	883	987	1,125	销售费用	101	125	160	209
合同资产	0	0	0	0	管理费用	196	194	218	248
其他流动资产	198	253	313	374	研发费用	59	104	116	132
非流动资产	2,481	2,624	2,747	2,851	财务费用	(8)	28	30	39
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	1,786	1,831	1,858	1,867	投资净收益	(21)	(30)	10	3
在建工程	357	357	357	357	公允价值变动	(8)	45	5	10
无形资产	192	285	376	467	减值损失	(32)	(14)	(13)	(5)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	55	60	65	70	营业利润	161	199	225	262
其他非流动资产	89	89	89	89	营业外净收支	30	1	1	1
资产总计	5,885	6,015	6,398	6,847	利润总额	191	200	226	263
流动负债	1,435	1,405	1,607	1,846	减:所得税	41	40	45	53
短期借款及一年内到期的非流动负债	671	656	799	965	净利润	150	160	181	210
经营性应付款项	298	279	311	351	减:少数股东损益	(10)	(2)	(2)	(2)
合同负债	39	0	0	0	归属母公司净利润	160	162	183	212
其他流动负债	427	471	497	530	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.50	0.56	0.66
非流动负债	441	441	441	441	EBIT	180	226	253	292
长期借款	265	265	265	265	EBITDA	380	489	535	593
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.13	15.84	16.23	16.81
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	3.79	3.74	3.77	3.85
其他非流动负债	173	173	173	173	收入增长率(%)	7.97	2.70	12.03	13.78
负债合计	1,876	1,846	2,048	2,287	归母净利润增长率(%)	(12.30)	1.20	13.07	16.15
归属母公司股东权益	3,984	4,146	4,328	4,540					
少数股东权益	25	23	22	20					
所有者权益合计	4,009	4,169	4,350	4,560					
负债和股东权益	5,885	6,015	6,398	6,847					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	452	710	318	343	每股净资产(元)	12.31	12.81	13.37	14.03
投资活动现金流	(669)	(434)	(394)	(401)	最新发行在外股份(百万股)	324	324	324	324
筹资活动现金流	227	(48)	107	120	ROIC(%)	3.00	3.61	3.85	4.17
现金净增加额	17	228	31	62	ROE-摊薄(%)	4.01	3.90	4.22	4.67
折旧和摊销	201	262	281	301	资产负债率(%)	31.87	30.69	32.01	33.40
资本开支	(547)	(399)	(399)	(399)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.34	17.14	15.16	13.05
营运资本变动	14	269	(143)	(176)	P/B(现价)	0.69	0.67	0.64	0.61

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>