

健盛集团 (603558.SH)

二季度收入同比下滑 15%，毛利率回升至 26.6%

买入

核心观点

受海外需求影响，上半年收入下降 12%。公司是棉袜龙头制造商，近年拓展无缝服饰代工业务。2023 上半年收入 11.1 亿元，-11.7%，净利润 1.2 亿元，-34.2%，其中棉袜和无缝收入均双位数下滑，收入下滑主要由于海外品牌去库存导致下单需求减少。上半年开工率不足导致毛利率同比下降至 24.7%，汇兑收益减少和提前计提年终奖对费用端造成一定压力，但在良好的费用管控下，总费用金额仍同比小幅减少。上半年净利率减少 3.8 个百分点至 11.2%，存货和应收周转天数保持历史较健康水平。

二季度环比一季度改善明显，毛利率表现好于预期，资本开支放缓。2023 二季度公司收入同比下滑 15.4%至 6.1 亿元，净利润同比下滑 19.6%至 0.85 亿元。二季度收入在较高基数上降幅大于一季度，实际上 Q2 收入金额环比 Q1 明显增长。开机率环比回升，叠加有效的成本和费用管控，二季度毛利率环比显著回升至 26.6%，同比仅微幅下降，好于预期，费用率基本与去年同期持平。净利率同比微幅减少至 13.9%，环比 Q1 的 7.8%提升明显。由于海外需求仍有不确定性，2023 年公司产能扩张放缓，上半年资本开支大幅缩减。

展望：海内外品牌去库进展较好，下半年订单有望延续环比改善。近期海外品牌陆续披露财报，总体显示收入增长、库存改善好于预期，国内品牌随着终端零售回暖，库存逐渐回归正常、订单需求回升。公司二季度环比一季度改善明显，今年下半年到明年订单有望延续环比向上趋势。

风险提示：海外需求疲软、疫情反复、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：中长期看好无缝业务贡献成长，短期关注逐季环比向上的趋势。公司棉袜业务拥有良好的产品竞争力和客户订单基础，是公司稳健成长的基本盘。无缝业务受益于女子运动赛道崛起有望景气成长，疫情期间公司逆势扩张无缝产能，并加大新品和客户开发力度，未来需求回暖后盈利恢复弹性较大。由于二季度业绩好于预期但未来国内外经济形势仍存不确定性，维持 2023 年盈利预测、小幅下调 2024-2025 年盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 2.5/2.9/3.5 亿元（原 2.5/3.1/3.8 亿元），同比变动-5%/18%/19%。由于盈利预测下调，小幅下调目标价至 10.4-11.2 元（原 10.7-11.5 元），对应 2024 年 13-14x PE。考虑到公司二季度业绩好于预期、订单压力最大的时候已经过去，下半年和明年将延续环比向上趋势，建议关注底部配置机遇，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)	2,052	2,354	2,322	2,652	3,009
(+/-%)	29.7%	14.7%	-1.3%	14.2%	13.5%
净利润(百万元)	167	262	250	294	350
(+/-%)	-131.7%	56.5%	-4.5%	17.7%	19.1%
每股收益(元)	0.43	0.69	0.68	0.80	0.95
EBIT Margin	10.6%	11.8%	12.1%	12.8%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	10.5%	9.4%	10.4%	11.4%
市盈率 (PE)	19.9	12.3	12.5	10.6	8.9
EV/EBITDA	13.7	10.4	10.9	9.7	8.9
市净率 (PB)	1.44	1.30	1.18	1.10	1.02

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 guanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.40 - 11.20 元
收盘价	8.24 元
总市值/流通市值	3041/3041 百万元
52 周最高价/最低价	11.29/7.69 元
近 3 个月日均成交额	17.77 百万元

市场走势

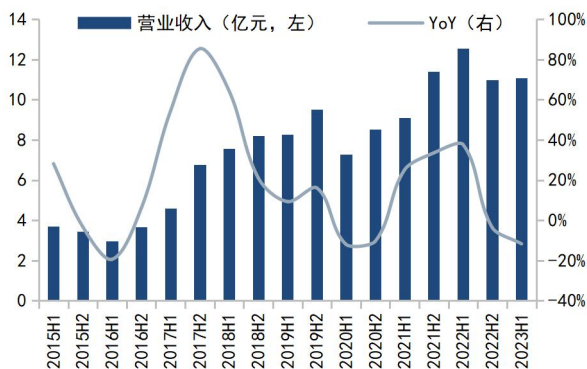


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《健盛集团 (603558.SH) - 2022 年净利润增长 57%，海外需求压力渐显》——2023-03-22

图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



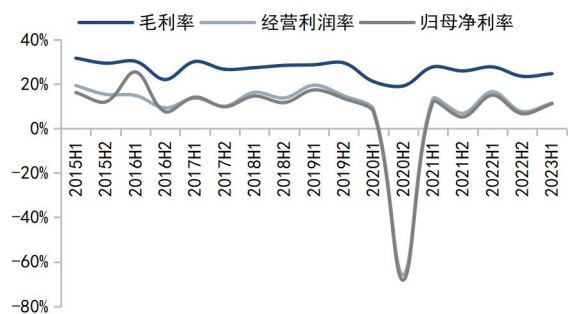
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）



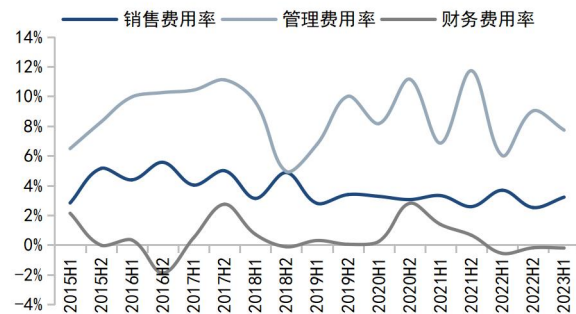
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率（%）



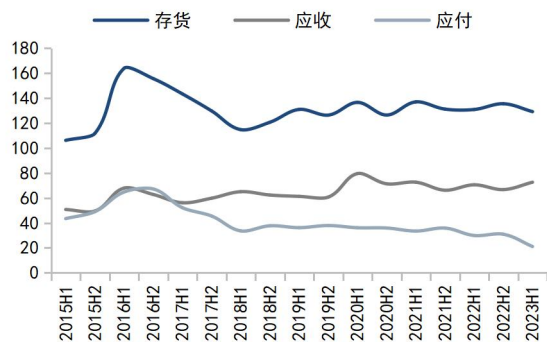
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率（%）



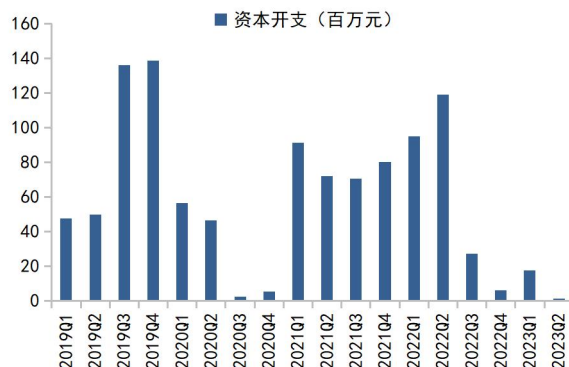
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度资本支出（百万元）



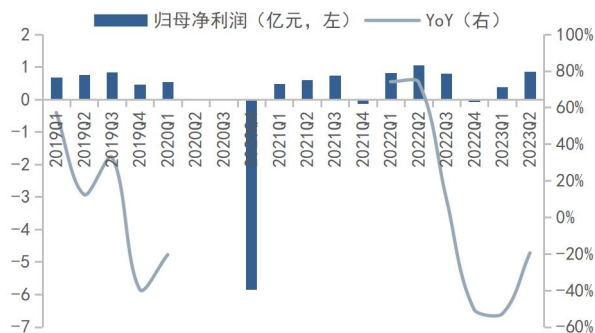
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



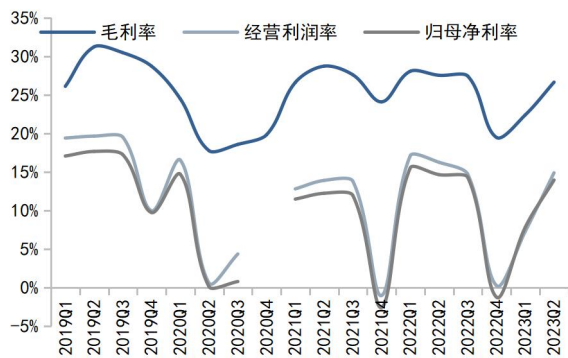
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度净利润和增长（亿元，%）



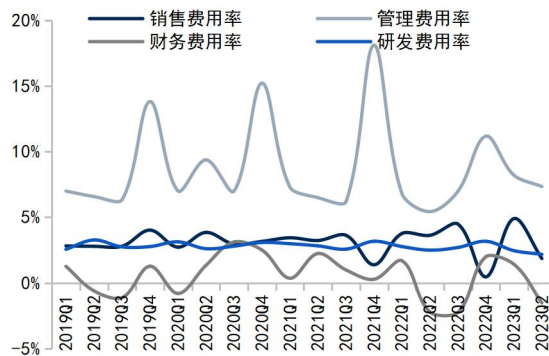
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：中长期看好无缝业务贡献成长，短期关注逐季环比向上的趋势

公司棉袜业务拥有良好的产品竞争力和客户订单基础，是公司稳健成长的基本盘。无缝业务受益于女子运动赛道崛起有望景气成长，疫情期间公司逆势扩张无缝产能，并加大新品和客户开发力度，未来需求回暖后盈利恢复弹性较大。由于二季度业绩好于预期但未来国内外经济形势仍存不确定性，维持2023年盈利预测、小幅下调2024-2025年盈利预测，预计2023~2025年净利润为2.5/2.9/3.5亿元（原2.5/3.1/3.8亿元），同比变动-5%/18%/19%。由于盈利预测下调，小幅下调目标价至10.4-11.2元（原10.7-11.5元），对应2024年13-14x PE。考虑到公司二季度业绩好于预期、订单压力最大的时候已经过去，下半年和明年将延续环比向上趋势，建议关注底部配置机遇，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,052	2,354	2,322	2,652	3,009
(+/-%)	29.7%	14.7%	-1.3%	14.2%	13.5%
净利润(百万元)	167	262	250	294	350
(+/-%)	-131.7%	56.5%	-4.5%	17.7%	19.1%
每股收益(元)	0.43	0.69	0.68	0.80	0.95
EBIT Margin	10.6%	11.8%	12.1%	12.8%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	10.5%	9.4%	10.4%	11.4%
市盈率 (PE)	19.9	12.3	12.5	10.6	8.9
EV/EBITDA	13.7	10.4	10.9	9.7	8.9
市净率 (PB)	1.44	1.30	1.18	1.10	1.02

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE				g	PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023~2025	2024
健盛集团	买入	8.15	0.69	0.68	0.80	0.95	11.8	12.0	10.2	8.6	18.2%	0.560
可比公司：												
维珍妮	买入	2.42	0.29	0.30	0.42	0.50	8.4	8.2	5.8	4.8	29.9%	0.194
盛泰集团	买入	9.01	0.68	0.70	0.86	1.02	13.3	12.9	10.5	8.8	20.7%	0.506
申洲国际	买入	72.45	3.04	3.16	4.21	4.85	23.8	22.9	17.2	14.9	23.9%	0.720
聚阳实业	无评级	73.65	3.50	3.43	3.80	4.37	21.1	21.5	19.4	16.9	12.8%	1.508
平均值							16.6	16.4	13.2	11.4		0.732

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

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	615	539	1559	1732	1978	营业收入	2052	2354	2322	2652	3009
应收款项	461	448	445	509	577	营业成本	1503	1747	1717	1946	2197
存货净额	665	650	600	680	769	营业税金及附加	16	15	15	17	19
其他流动资产	82	70	69	78	89	销售费用	60	74	66	75	86
流动资产合计	1826	1711	2677	3004	3416	管理费用	196	175	193	214	238
固定资产	1562	1644	1337	1454	1545	研发费用	59	65	61	70	79
无形资产及其他	266	259	249	239	228	财务费用	20	(9)	9	10	8
投资性房地产	298	276	276	276	276	投资收益	4	(16)	(1)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(10)	(20)	(19)	(22)
资产总计	3953	3890	4539	4972	5465	其他收入	(52)	(34)	(26)	(31)	(36)
短期借款及交易性金融负债	852	893	881	1006	1142	营业利润	200	292	276	338	402
应付款项	457	236	385	437	494	营业外净收支	(7)	(12)	(10)	(11)	(13)
其他流动负债	124	147	495	561	633	利润总额	194	280	266	327	389
流动负债合计	1433	1276	1762	2004	2269	所得税费用	27	19	16	33	39
长期借款及应付债券	202	119	119	119	119	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	7	7	7	7	归属于母公司净利润	167	262	250	294	350
长期负债合计	205	126	126	126	126	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1638	1402	1888	2131	2396	净利润	167	262	250	294	350
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(546)	(5)	418	23	26
股东权益	2315	2488	2650	2841	3069	折旧摊销	144	168	179	201	222
负债和股东权益总计	3953	3890	4539	4972	5465	公允价值变动损失	9	10	20	19	22
						财务费用	20	(9)	9	10	8
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(816)	(136)	970	(13)	(12)
每股收益	0.43	0.69	0.68	0.80	0.95	其它	546	5	(418)	(23)	(26)
每股红利	0.09	0.27	0.24	0.28	0.33	经营活动现金流	(495)	304	1419	501	582
每股净资产	5.89	6.53	7.18	7.70	8.32	资本开支	0	(221)	(300)	(350)	(350)
ROIC	8%	10%	10%	14%	16%	其它投资现金流	1	(1)	0	0	0
ROE	7%	11%	9%	10%	11%	投资活动现金流	1	(222)	(300)	(350)	(350)
毛利率	27%	26%	26%	27%	27%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	12%	13%	13%	负债净变化	0	(83)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	20%	20%	21%	支付股利、利息	(36)	(103)	(87)	(103)	(123)
收入增长	30%	15%	-1%	14%	13%	其它融资现金流	649	214	(12)	125	136
净利润增长率	-132%	57%	-4%	18%	19%	融资活动现金流	574	(157)	(99)	22	13
资产负债率	41%	36%	42%	43%	44%	现金净变动	81	(75)	1020	173	245
息率	1.1%	3.2%	2.7%	3.2%	3.8%	货币资金的期初余额	534	615	539	1559	1732
P/E	19.9	12.3	12.5	10.6	8.9	货币资金的期末余额	615	539	1559	1732	1978
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	71	1113	144	221
EV/EBITDA	13.7	10.4	10.9	9.7	8.9	权益自由现金流	0	203	1093	260	347

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