

健盛集团 (603558.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

无缝量价齐升，关注 23 年降本提效

业绩简评

公司 3.20 发布 22 年报，实现营收 23.54 亿元 (+14.7%)，实现归母净利润 2.62 亿元 (+56.5%)；单 Q4 实现营收 5.36 亿元 (+1.1%)，归母净利为-686 万元 (同比减亏)，表现符合预期。

经营分析

棉袜订单增长放缓，无缝实现量价齐升。22 年棉袜/无缝业务分别实现营收 15.4/7.4 亿元，分别同增 2.6%/47.3%。1) 棉袜：受海外需求放缓影响，Puma、UA 等核心运动品牌客户订单承压，导致运动棉袜销售额同比减少 2.1%、占比下滑 9Pct，但优衣库贡献显著，带动休闲棉袜销售额同增 27.8%、占比提升 1.3Pct；22 年棉袜销量/ASP 分别同比+4.3%/-1.7%，主要系棉价下滑。2) 无缝：产能调整结束订单快速爬升，三大核心客户优衣库/迪卡侬/Delta 需求旺盛，而国内 FILA、蕉内等客户亦贡献 2000 万元+销售额；22 年共销售无缝服饰 2915 万件，销量/均价分别同比+23%/+20%，实现量价齐升。

棉价下行致毛利率承压，净利率同比提升。公司主营业务毛利率为 25.14% (-1.2Pct)，主要系海外需求放缓、棉花跌价；而无缝休闲/无缝运动毛利率同比分别 +7.05Pct/+1.93Pct 至 14.09%/15.78%，主要系客户结构优化叠加优质产能释放。22 年公司归母净利率为 11.1%，同比提升 3Pct，主要得益于管理费用减少以及汇兑收益。

23 年注重降本增效，中长期扩产确定性强。23 年预计随海外品牌库存去化订单逐季改善，需求承压大背景下公司注重生产环节降本增效与效益提升。未来 2~3 年内公司棉袜产能预计较 22 年增加 10%+，主要位于越南清化、海防；无缝越南工厂当前有 200+台织机，其中 100 台预计从今年开始贡献产能，中长期规划下织机数量有望达到 400~450 台。

盈利预测、估值与评级

公司与海外品牌客户合作深化、产能提升带动订单稳健增长，无缝业务卡位高景气赛道长期成长动力足，预计 2H23 开始海外终端回暖、品牌补库需求带动订单改善。我们预测 2023~25 年公司归母净利分别为 3.13/3.70/4.38 亿元，对应 PE 为 10/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

需求增长不及预期、产能爬坡受阻、核心客户订单转移等。

纺织服装组

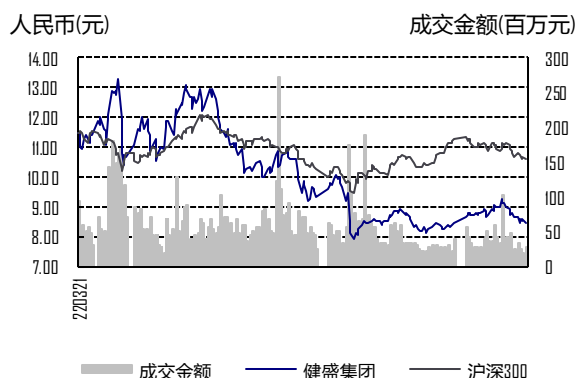
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.46 元

相关报告：

- 1.《外需放缓拖累收入，无缝盈利持续改善-健盛集团 22 年三季报点评》，2022.10.27
- 2.《订单充足、扩产有序，全年优质增长可期-健盛集团 22 中报点评》，2022.8.30
- 3.《无缝超预期恢复，棉袜龙头优势延续-健盛集团 1H22 业绩预增点...》，2022.7.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,052	2,354	2,669	3,128	3,604
营业收入增长率	29.65%	14.71%	13.39%	17.23%	15.21%
归母净利润(百万元)	167	262	313	370	438
归母净利润增长率	131.69%	56.50%	19.56%	18.32%	18.44%
摊薄每股收益(元)	0.426	0.686	0.821	0.971	1.150
每股经营性现金流净额	0.69	0.81	1.15	1.52	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.22%	10.52%	11.33%	12.19%	13.04%
P/E	27.68	12.00	10.31	8.71	7.36
P/B	2.00	1.26	1.17	1.06	0.96

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,582	2,052	2,354	2,669	3,128	3,604
增长率		29.7%	14.7%	13.4%	17.2%	15.2%
主营业务成本	-1,264	-1,503	-1,747	-1,948	-2,265	-2,609
%销售收入	79.9%	73.2%	74.2%	73.0%	72.4%	72.4%
毛利	318	549	607	721	864	995
%销售收入	20.1%	26.8%	25.8%	27.0%	27.6%	27.6%
营业税金及附加	-14	-16	-15	-21	-25	-29
%销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-50	-60	-74	-75	-88	-108
%销售收入	3.2%	2.9%	3.1%	2.8%	2.8%	3.0%
管理费用	-155	-196	-175	-197	-250	-281
%销售收入	9.8%	9.6%	7.4%	7.4%	8.0%	7.8%
研发费用	-46	-59	-65	-62	-75	-87
%销售收入	2.9%	2.9%	2.8%	2.3%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	54	218	279	365	426	490
%销售收入	3.4%	10.6%	11.8%	13.7%	13.6%	13.6%
财务费用	-26	-20	9	-45	-52	-47
%销售收入	1.6%	1.0%	-0.4%	1.7%	1.7%	1.3%
资产减值损失	-563	-17	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-3	0	0	0
投资收益	3	4	-16	8	12	13
%税前利润	-0.6%	2.2%	n.a	2.4%	3.0%	2.7%
营业利润	-499	200	292	343	403	478
营业利润率	n.a	9.8%	12.4%	12.9%	12.9%	13.3%
营业外收支	-10	-7	-12	-3	-1	-1
税前利润	-509	194	280	340	402	477
利润率	n.a	9.4%	11.9%	12.7%	12.9%	13.2%
所得税	-19	-27	-19	-27	-32	-38
所得税率	n.a	13.7%	6.6%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	-528	167	262	313	370	438
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-528	167	262	313	370	438
净利率	n.a	8.2%	11.1%	11.7%	11.8%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-528	167	262	313	370	438
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	710	172	189	166	178	196
非经营收益	24	22	3	59	60	55
营运资金变动	53	-91	-144	-98	-27	-133
经营活动现金净流	259	271	310	440	581	557
资本开支	-111	-312	-244	-218	-219	-228
投资	20	-13	0	-177	-50	-16
其他	56	25	-17	8	12	13
投资活动现金净流	-35	-301	-260	-387	-257	-231
股权募资	0	0	0	38	0	0
债权募资	234	426	-87	200	-84	-24
其他	-331	-334	-58	-136	-166	-182
筹资活动现金净流	-96	92	-145	101	-250	-206
现金净流量	57	58	-4	154	74	120

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	534	615	539	693	767	887
应收款项	331	461	448	528	619	713
存货	430	665	650	704	776	887
其他流动资产	48	86	74	64	86	106
流动资产	1,344	1,826	1,711	1,989	2,248	2,592
%总资产	40.3%	46.2%	44.0%	45.4%	48.1%	51.3%
长期投资	41	134	103	273	273	273
固定资产	1,552	1,562	1,644	1,693	1,731	1,761
%总资产	46.6%	39.5%	42.3%	38.7%	37.0%	34.9%
无形资产	387	415	418	420	422	423
非流动资产	1,989	2,127	2,179	2,388	2,428	2,459
%总资产	59.7%	53.8%	56.0%	54.6%	51.9%	48.7%
资产总计	3,333	3,953	3,890	4,376	4,675	5,051
短期借款	419	852	893	1,085	996	969
应付款项	209	470	245	289	367	438
其他流动负债	114	112	137	121	155	162
流动负债	742	1,433	1,276	1,494	1,518	1,570
长期贷款	201	202	119	119	119	119
其他长期负债	5	4	7	1	0	0
负债	948	1,638	1,402	1,614	1,638	1,689
普通股股东权益	2,385	2,315	2,488	2,763	3,037	3,362
其中：股本	416	393	381	381	381	381
未分配利润	141	299	488	725	999	1,324
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,333	3,953	3,890	4,376	4,675	5,051

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-1.267	0.426	0.686	0.821	0.971	1.150
每股净资产	5.729	5.891	6.525	7.246	7.967	8.817
每股经营现金净流	0.623	0.689	0.814	1.154	1.524	1.460
每股股利	0.350	0.000	0.150	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	-22.13%	7.22%	10.52%	11.33%	12.19%	13.04%
总资产收益率	-15.83%	4.23%	6.73%	7.15%	7.92%	8.68%
投入资本收益率	1.85%	5.59%	7.42%	8.46%	9.44%	10.13%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.12%	29.65%	14.71%	13.39%	17.23%	15.21%
EBIT 增长率	-78.31%	306.41%	27.57%	30.98%	16.73%	15.10%
净利润增长率	-293.1%	131.69%	56.5%	19.56%	18.32%	18.44%
总资产增长率	-11.41%	18.59%	-1.59%	12.51%	6.83%	8.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.3	67.1	67.6	67.0	67.0	67.0
存货周转天数	128.2	133.0	137.4	132.0	125.0	124.0
应付账款周转天数	36.4	36.3	31.3	28.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	341.4	259.3	242.9	214.1	184.7	162.3
偿债能力						
净负债/股东权益	3.43%	18.80%	18.85%	18.28%	11.10%	5.54%
EBIT 利息保障倍数	2.1	10.9	-30.3	8.2	8.1	10.5
资产负债率	28.44%	41.44%	36.05%	36.88%	35.03%	33.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-17	买入	12.23	14.46~14.46
2	2022-04-26	买入	12.11	N/A
3	2022-07-13	买入	12.21	N/A
4	2022-08-30	买入	10.75	N/A
5	2022-10-27	买入	9.46	N/A

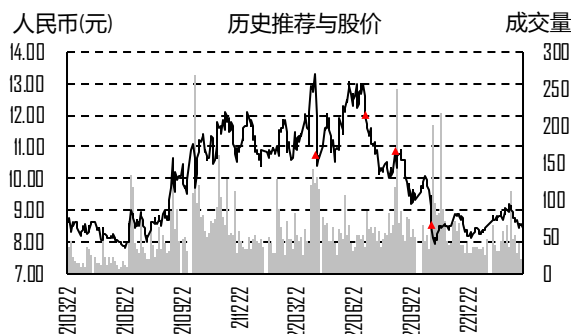
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402