

健盛集团 (603558.SH)

2022 年净利润增长 57%，海外需求压力渐显

买入

核心观点

全年收入增长 15%，无缝量价齐升，净利率改善。公司是棉袜龙头制造商，近年切入无缝服饰代工的景气赛道。2022 年公司收入 23.5 亿元，+14.7%，净利润 2.6 亿元，+56.5%，其中棉袜/无缝销量分别变动-10%/+36%，价格分别增长 15%/8%，收入金额分别增长 2.6%/47.3%至 15.4/7.4 亿元。全年毛利率-1.0 百分点至 25.8%，其中棉袜/无缝分别-1.9/+3.7 百分点至 29.3%/15.4%。不确定的经营环境中公司注重费用管控，加上全年汇兑收益比去年同期增加 3330 万元（占收入 1.4%），带动费用率下降 3.4 百分点至 12.9%，净利率同比增加 3.0 百分点至 11.1%。营运资金周转基本维持往年健康水平，资本支出 2.5 亿元（2021 年：3.1 亿）。

四季度海外需求下滑影响开机率，公司业绩承压。2022Q4 公司收入+1.1%至 5.4 亿元，净利润亏损 686 万元（2021Q4：亏损 1390 万元），受到四季度海外需求疲软，开机率下降的负面影响，毛利率同比下滑 4.6 百分点至 19.5%，费用率减少 6.1 百分点，主要由于 2021Q4 有 3000 万元以上的股权激励费用计提。同时，四季度商誉减值约减少 1000 万元也为减亏带来一定的贡献。

预计短期仍有海外需求压力，中长期看好产能释放景气成长。从目前我们跟踪的海外品牌库存、以及同行代工企业订单情况看，海外需求压力仍然可能持续至二季度，二季度有望边际改善，预计公司短期业绩仍然有一定的压力。从产能扩张看，2022 年公司无缝业务继续保持积极的产能扩张步伐并开拓新客户，棉袜/无缝产能分别变动-3400 万双/+1400 万件至 3.65 亿双/4400 万件，看好海外需求回暖后，公司产能效益的释放、盈利水平回升的弹性。

风险提示：海外高通胀、疫情反复、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：棉袜是基本盘，无缝贡献新增量，看好海外需求回暖后业绩弹性。公司棉袜业务拥有较好的产品竞争力和客户订单基础，是公司稳健成长重要基石。无缝是服装中成长性较好的赛道，在“疫情+海外需求不佳”困境中公司坚定扩产，并加大新品和客户开发力度，待需求回暖后，盈利水平有望快速恢复，中长期受益女子运动崛起而景气成长。由于海外地缘政治、高通胀引起的需求下滑超出预期，下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 2.5/3.1/3.8 亿元（原 2023-2024 年为 3.6/4.5 亿元），同比-5.4%/26.6%/20.3%，由于盈利预测下调，下调目标价至 10.7-11.5 元（原 11.2-12.0 元），对应 2024 年 13~14x PE，维持“买入”评级。

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	10.70 - 11.50 元
收盘价	8.59 元
总市值/流通市值	3275/3275 百万元
52 周最高价/最低价	13.96/7.89 元
近 3 个月日均成交额	31.91 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

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	2,522	2,945	3,372
(+/-%)	29.7%	14.7%	7.1%	16.8%	14.5%
净利润(百万元)	167	262	248	314	377
(+/-%)	-131.7%	56.5%	-5.4%	26.6%	20.3%
每股收益(元)	0.43	0.69	0.65	0.82	0.99
EBIT Margin	10.6%	11.8%	10.7%	11.1%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	10.5%	9.4%	11.0%	12.2%
市盈率 (PE)	19.9	12.3	13.0	10.3	8.6
EV/EBITDA	13.7	10.4	11.8	10.7	9.7
市净率 (PB)	1.44	1.30	1.22	1.13	1.04

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

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



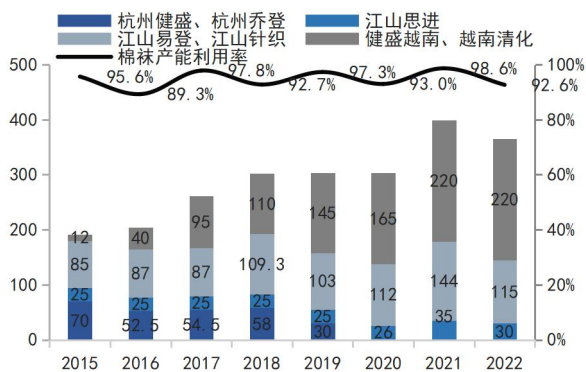
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润和增长（亿元，%）



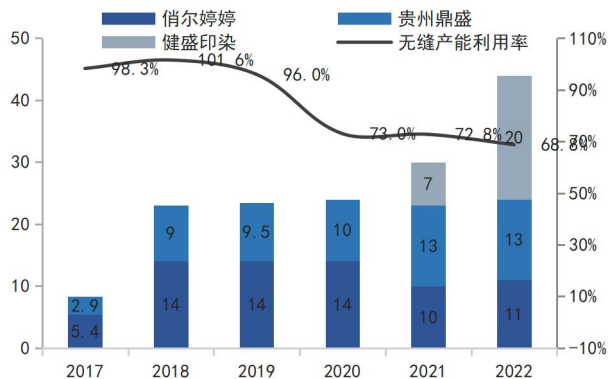
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司棉袜产能及利用率



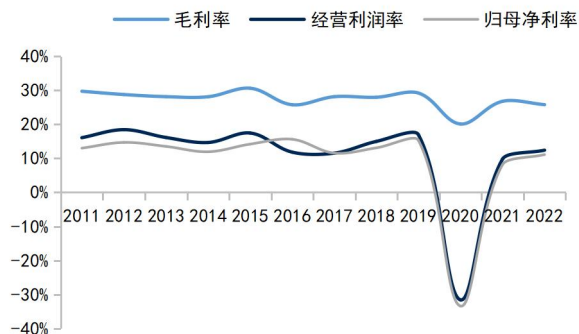
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司无缝产能及利用率



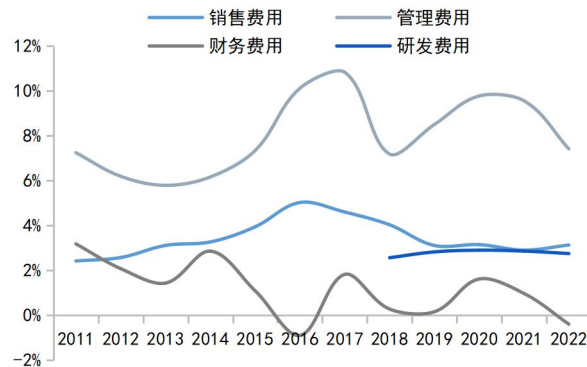
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司利润率（%）



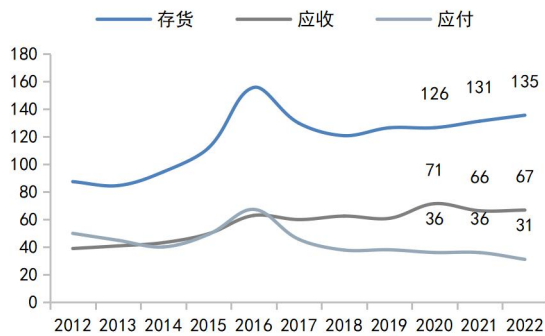
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率（%）



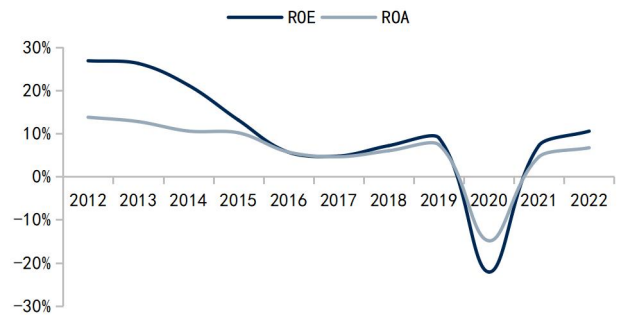
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司年度资本支出以及资产负债率



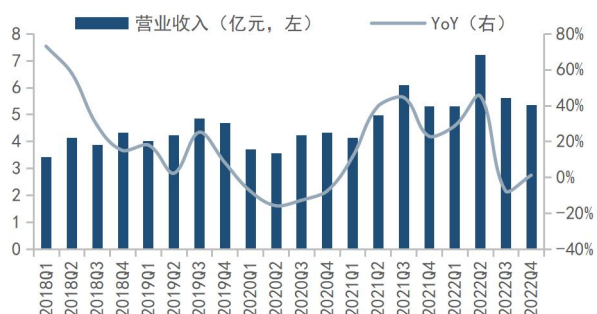
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司经营活动现金流净额



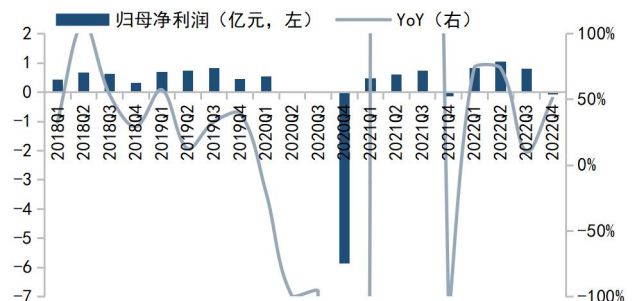
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：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12：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

投资建议：棉袜是基本盘，无缝贡献新增量，看好海外需求回暖后业绩弹性

公司棉袜业务拥有较好的产品竞争力和客户订单基础，是公司稳健成长重要基石。无缝是服装中成长性较好的赛道，在“疫情+海外需求不佳”困境中公司坚定扩产，并加大新品和客户开发力度，待需求回暖后，盈利水平有望快速恢复，中长期受益女子运动崛起而景气成长。由于海外地缘政治、高通胀引起的需求下滑超出预期，下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 2.5/3.1/3.8 亿元（原 2023~2024 年为 3.6/4.5 亿元），同比-5.4%/26.6%/20.3%，由于盈利预测下调，下调目标价至 10.7~11.5 元（原 11.2~12.0 元），对应 2024 年 13~14x PE，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	2,522	2,945	3,372
(+/-%)	29.7%	14.7%	7.1%	16.8%	14.5%
净利润(百万元)	167	262	248	314	377
(+/-%)	-131.7%	56.5%	-5.4%	26.6%	20.3%
每股收益(元)	0.43	0.69	0.65	0.82	0.99
EBIT Margin	10.6%	11.8%	10.7%	11.1%	11.6%
净资产收益率(ROE)	7.2%	10.5%	9.4%	11.0%	12.2%
市盈率(PE)	19.9	12.3	13.0	10.3	8.6
EV/EBITDA	13.7	10.4	11.8	10.7	9.7
市净率(PB)	1.44	1.30	1.22	1.13	1.04

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	615	539	1608	1813	2082	营业收入	2052	2354	2522	2945	3372
应收款项	461	448	484	565	647	营业成本	1503	1747	1900	2198	2499
存货净额	665	650	672	779	888	营业税金及附加	16	15	20	24	27
其他流动资产	82	70	75	87	100	销售费用	60	74	78	91	105
流动资产合计	1826	1711	2842	3248	3720	管理费用	196	175	199	240	273
固定资产	1562	1644	1349	1479	1584	研发费用	59	65	66	77	88
无形资产及其他	266	259	249	239	228	财务费用	20	(9)	21	12	11
投资性房地产	298	276	276	276	276	投资收益	4	(16)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(10)	(5)	(2)	(3)
资产总计	3953	3890	4716	5241	5807	其他收入	(52)	(34)	(17)	(22)	(27)
短期借款及交易性金融负债	852	893	957	1118	1280	营业利润	200	292	281	355	428
应付款项	457	236	432	501	571	营业外净收支	(7)	(12)	1	1	1
其他流动负债	124	147	551	643	733	利润总额	194	280	281	356	429
流动负债合计	1433	1276	1940	2262	2583	所得税费用	27	19	34	43	51
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	248	314	377
长期负债合计	205	126	126	126	126	现金流量表（百万元）					
负债合计	1638	1402	2067	2388	2710	净利润	167	262	248	314	377
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(546)	(5)	422	27	31
股东权益	2315	2488	2649	2853	3098	折旧摊销	144	168	179	201	222
负债和股东权益总计	3953	3890	4716	5241	5807	公允价值变动损失	9	10	5	2	3
关键财务与估值指标						财务费用	20	(9)	21	12	11
每股收益	0.43	0.69	0.65	0.82	0.99	营运资本变动	(816)	(136)	960	(13)	(13)
每股红利	0.09	0.27	0.23	0.29	0.35	其它	546	5	(422)	(27)	(31)
每股净资产	5.89	6.53	6.95	7.48	8.12	经营活动现金流	(495)	304	1392	503	589
ROIC	8%	10%	10%	13%	15%	资本开支	0	(221)	(300)	(350)	(350)
ROE	7%	11%	9%	11%	12%	其它投资现金流	1	(1)	0	0	0
毛利率	27%	26%	25%	25%	26%	投资活动现金流	1	(222)	(300)	(350)	(350)
EBIT Margin	11%	12%	11%	11%	12%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	18%	18%	18%	负债净变化	0	(83)	0	0	0
收入增长	30%	15%	7%	17%	14%	支付股利、利息	(36)	(103)	(87)	(110)	(132)
净利润增长率	-132%	57%	-5%	27%	20%	其它融资现金流	649	214	64	161	162
资产负债率	41%	36%	44%	46%	47%	融资活动现金流	574	(157)	(23)	51	30
息率	1.1%	3.2%	2.7%	3.4%	4.1%	现金净变动	81	(75)	1069	204	269
P/E	19.9	12.3	13.0	10.3	8.6	货币资金的期初余额	534	615	539	1608	1813
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	615	539	1608	1813	2082
EV/EBITDA	13.7	10.4	11.8	10.7	9.7	企业自由现金流	0	71	1076	124	204
						权益自由现金流	0	203	1130	274	353

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