

2023年4月25日

# 22年净利增速好于收入，扣非净利大幅增长

## 盛泰集团(605138)

评级:	买入	股票代码:	605138
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.74/8.96
目标价格:		总市值(亿)	50.78
最新收盘价:	9.14	自由流通市值(亿)	50.78
		自由流通股数(百万)	556

### 事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为59.7/3.76/3.47/6.79亿元，同比增长15.7%/29.1%/118.4%/63.3%，业绩低于市场预期主要由于Q4受到海外去库存影响、以及计提资产减值损失，加回资产减值损失变动后净利/扣非净利为4.38/4.09亿元，同比增长31.9%/104.5%；此外，公司由于2021年持有非凡中国股票贡献的公允价值变动损益影响较大，扣非净利增幅高于净利主要由于22年交易性金融资产及负债投资收益为(-0.11亿元、同比下降112%)；经营现金流高于净利主要由于折旧、公允价值变动损失增加、存货下降。22年每10股派发现金红利2.04元，股息率为2.23%。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为13.1/0.56/0.34亿元、同比下降4.66%/8.21%/52%，净利降幅高于收入主要由于毛利率同比下降以及费用率增加，扣非净利下降高于净利主要由于23Q1政府补助0.22亿元，同比增长340%。

### 分析判断:

**成衣增长好于面料，海外好于国内。**(1)分品类来看，22年成衣/面料/纱线/其他收入分别为46.89/8.94/2.77/0.01亿元，同比增长24.33%/-8.89%/5.72%/-96.65%。我们分析，成衣好于面料主要由于面料的国内订单部分转移到海外导致销量下降，从量价拆分来看：22年成衣/针织面料/梭织面料/纱线销量分别同比增长6.7%/-28.3%/-18.5%/22%，对应成衣/面料/纱线单价同比增加16.5%/22.7%/-13.3%。(2)分地区来看，境内/境外收入分别为22.03/36.57亿元、同比增长-10.87%/42.81%，我们分析，海外收入高增一方面有贬值贡献，另一方面也由于订单转移。

**扣非净利率大幅提升，净利率增长低于毛利率主要由于公允价值变动损益减少。**(1)22年公司毛利率为18.41%、同比增长2.54PCT，我们分析一方面得益于公司产能利用率提升，另一方面则来自公司提价及贬值贡献。分品类来看，成衣/面料/纱线/其他毛利率分别为18.68%/15.92%/9.63%/55.15%，同比增长2.48/2.23/-4.11/59.25PCT。23Q1公司毛利率为16.56%、同比下降1.11PCT。(2)22年公司归母净利率/扣非净利率为6.3%/5.8%、同比增长0.7/2.7PCT。22年销售/管理/研发/财务费用率分别为2.32%/5.32%/1.3%/2.06%、同比下降0.66/-0.45/0.07/-0.18PCT。公允价值变动收益/收入同比下降1.70PCT，资产减值损失为6200万元、资产减值损失/收入同比下降0.24PCT。净利率增长低于毛利率主要由于公允价值变动净收益同比下降105%（非凡中国22年公允价值变动损益为-1.71亿元，公司于2020年11月以每股0.5港元购入非凡中国1亿股，21/22年末剩余持股5000/4,815万股）。(3)从子公司看，22年新马服装/新马针织/盛泰纺织集团贸易（香港）/盛泰纺织（越南）收入分别为43.2/23.9/16.5/13.9亿元、同比增长182%/44%/25%/35%，净利分别为1.98/1.53/0.09/0.32亿元、同比增长31%/410%/233%/246%，净利率为4.58%/6.40%/0.55%/2.3%、同比增加4.5/4.66/2.29/3.94PCT。

**存货增长来自委托加工物资增长。**22年末存货为12.42亿元，同比增长4.1%，存货周转天数90天、同比增加11天。应收账款为6.35亿元、同比下降1.7%，应收账款周转天数为38.7天、同比增加10天。Q1存货周转天数为137天，同比增加0.92天，应收账款周转天数为44.06天，同比增加2.6天。

### 投资建议

我们分析，（1）短期来看，在海外去库存及贸易摩擦背景下公司短期承压；公司将在 23 年整合公司资产：1) 出售嵊州梭织面料厂区、搬迁至嵊州新厂区；2) 安徽工厂的厂房和土地也计划将由政府回收，从自有改为租赁；3) 在河南，将在现有约 1070 亩生产基地的基础上进一步土地购置，引进并投建国内智能纱线生产基地、智能化数字化印染标杆工厂，形成海内外纱线到面料的全面布局；4) 加大在越南、柬埔寨等生产基地的局部，淘汰部分老旧海外工厂。（2）从中长期来看，公司扩产、扩大针织份额、在客户份额提升及净利率改善几个长逻辑不变。公司 23 年将全面推进智能制造，计划在河南投建新型智能化数字化印染工厂，预计于 23 年 12 月正式建成投产、投产后月针织面料产能达 500 吨，用人预计为传统印染企业的 1/3，有望进一步提高产能利用率，降低费用率。此前公司已在越南投产 10 万锭棉纱项目。（3）公司将加强外外部优质项目的投资，此前公司持续购入了 Natural Fiber Welding Inc（美国人造皮革）和佛山三水天虹贸易（控股佛山佳利达环保科技）的部分股权，2022 年公司 与杰克股份合资成立了嵊州盛泰能源科技有限公司，目前已基本完成公司国内所有生产基地现有屋顶、车棚等可利用的光伏资源上的光伏项目建设。环保和光伏产业是公司下阶段的重点工作之一。

考虑海外去库存下公司订单承压，下调 23/24 年收入预测 72.69/83.09 亿元至 68.88/79.87 亿元，新增 25 年收入预测 95.05 亿元，下调 23/24 年归母净利预测 5.00/5.82 亿元至 4.49/5.60 亿元，新增 25 年归母净利预测 7.09 亿元，对应调整 EPS0.90/1.05 元至 0.81/1.01 元，新增 25 年 EPS 为 1.28 元，2023 年 4 月 24 日收盘价 9.14 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 11/9/7X，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情发展的不确定性、开店进度低于预期风险、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,157	5,966	6,888	7,987	9,505
YoY (%)	9.7%	15.7%	15.4%	16.0%	19.0%
归母净利润(百万元)	291	376	449	560	709
YoY (%)	-0.6%	29.1%	19.3%	24.9%	26.6%
毛利率 (%)	15.9%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
每股收益 (元)	0.57	0.68	0.81	1.01	1.28
ROE	14.2%	14.8%	15.0%	15.8%	16.7%
市盈率	16.04	13.44	11.32	9.06	7.16

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,313	5,384	6,428	7,433	净利润	476	654	817	976
YoY (%)	-3.1%	24.8%	19.4%	15.6%	折旧和摊销	234	69	66	67
营业成本	1,607	1,932	2,287	2,618	营运资金变动	-334	338	132	133
营业税金及附加	37	54	64	74	经营活动现金流	515	1,180	1,108	1,250
销售费用	1,711	2,048	2,484	2,955	资本开支	-189	-51	-69	-65
管理费用	279	398	476	520	投资	-344	-743	-891	-1,069
财务费用	-33	-22	-29	-29	投资活动现金流	-488	-766	-909	-1,059
研发费用	83	92	103	115	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-134	-139	-141	-144	债务募资	535	-278	0	0
投资收益	13	29	51	74	筹资活动现金流	-532	-426	-143	-143
营业利润	604	818	1,021	1,220	现金净流量	-503	-13	56	48
营业外收支	3	0	0	0					
利润总额	607	818	1,021	1,220	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	131	164	204	244	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	476	654	817	976	营业收入增长率	-3.1%	24.8%	19.4%	15.6%
归属于母公司净利润	459	641	793	937	净利润增长率	-1.2%	39.7%	23.6%	18.3%
YoY (%)	-1.2%	39.7%	23.6%	18.3%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.31	0.44	0.54	0.64	毛利率	62.7%	64.1%	64.4%	64.8%
					净利率	11.0%	12.1%	12.7%	13.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利润率	7.7%	9.4%	10.0%	10.1%
货币资金	1,443	1,430	1,486	1,534	总资产收益率 ROA	11.7%	14.5%	15.6%	15.9%
预付款项	47	58	69	79	净资产收益率 ROE				
存货	1,179	1,218	1,191	1,148	<b>偿债能力 (%)</b>	2.00	2.13	2.20	2.31
其他流动资产	999	1,862	3,015	4,364	流动比率	1.31	1.53	1.72	1.91
流动资产合计	3,667	4,567	5,760	7,123	速动比率	0.79	0.67	0.57	0.50
长期股权投资	237	237	237	237	现金比率	32.4%	33.1%	34.2%	34.5%
固定资产	418	385	360	330	资产负债率				
无形资产	224	209	197	185	<b>经营效率 (%)</b>	0.72	0.79	0.81	0.80
非流动资产合计	2,323	2,253	2,203	2,147	总资产周转率				
资产合计	5,990	6,820	7,963	9,270	<b>每股指标 (元)</b>	0.31	0.44	0.54	0.64
短期借款	278	0	0	0	每股收益	2.70	3.04	3.49	4.03
应付账款及票据	530	582	689	789	每股净资产	0.35	0.81	0.76	0.86
其他流动负债	1,024	1,565	1,924	2,296	每股经营现金流	0.00	0.10	0.10	0.10
流动负债合计	1,832	2,148	2,613	3,085	每股股利				
长期借款	46	46	46	46	<b>估值分析</b>	16.10	11.52	9.32	7.88
其他长期负债	64	64	64	64	PE	1.53	1.66	1.45	1.25
非流动负债合计	110	110	110	110	PB	1.53	1.68	1.45	1.25
负债合计	1,942	2,257	2,723	3,194					
股本	1,459	1,459	1,459	1,459					
少数股东权益	114	127	152	191					
股东权益合计	4,049	4,563	5,240	6,076					
负债和股东权益合计	5,990	6,820	7,963	9,270					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。