

海外去库存中，但现金流表现好于净利

健盛集团(603558)

评级:	买入	股票代码:	603558
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	10.74/7.51
目标价格:		总市值(亿)	30.41
最新收盘价:	8.24	自由流通市值(亿)	16.19
		自由流通股数(万)	196.50

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为 11.07/1.24/1.23/2.23 亿元、同比-11.68%/-34.22%/-28.71%/+50.28%，扣非净利降幅低于净利主要由于政府补助同比下降 63%至 0.1 亿元，归母净利降幅高于收入主要由于毛利率下降及管理费用率上升；经营性现金流净额/净利为 180%，现金流好于净利主要由于当期存货减少 1.04 亿元。23Q2 收入/归母净利/扣非净利分别为 6.11/0.85/0.94 亿元、同比下降 15.4%/19.6%/12.1%，收入降幅较 Q1 扩大，但受益于递延所得税资产及信用减值损失下降影响、净利降幅收窄。

上半年公司完成第四次股份回购，截至 2023 年 6 月 21 日，公司以 8.21 元/股均价回购 1281 万股，占公司总股本 3.2%。

分析判断:

下游客户需求减弱叠加去库存，业务回落幅度较大。拆分来看：（1）棉袜收入 7.32 亿元、同比下降 9.82%，实现净利约 0.95 亿元、同比下降 33.72%，棉袜净利率 12.98%，同比下降 3.48PCT；（2）无缝收入 3.76 亿元、同比下降 15.09%，实现净利约 2921 万元、同比下降 35.79%，无缝净利率 7.77%，同比下降 4.61PCT。我们估计，23H1 棉袜/无缝产能利用率在 70-75%/65-70%。

23H1 净利率降幅低于毛利率主要由于递延所得税资产影响，Q2 净利率降幅更低则受益于信用减值损失下降。23H1 毛利率 24.73%，同比下降 3.02%；净利率为 11.18%，同比下滑 3.82PCT。（1）从费用端来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.22%/10.03%/2.30%/-0.20%，同比上升-0.46/1.40/-0.31/0.36PCT；管理费用增加由于管理人员薪资调整、职工薪酬增加；财务费用上升主要由于汇兑亏损；其他收益（政府补助 0.10 亿元）/收入为 1.4%，同比减少 0.94PCT；公允价值变动净收益/收入同比下降 0.04PCT，主要由于交易性金融资产损失所致；所得税费用/收入为 0.2%，同比下降 1.24PCT，主要由于公司使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损的影响。（2）单季来看，23Q2 毛利率为 26.64%，同比下降 0.89PCT，净利率为 13.92%，同比下滑 0.71PCT。23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.85%/7.34%/2.17%/-1.53%，同比上升-1.77/1.91/-0.32/0.70PCT，Q2 净利率降幅低于毛利率主要由于信用减值损失下降。（3）分子公司来看，23H1 重点子公司杭州健盛/江山思进/江山针织/健盛越南/俏尔婷婷净利分别为 0.29/0.13/0.17/0.24/0.17 亿元，同比增长 1184%/41%/-74%/-39%/166%，俏尔婷婷净利有较大增长、估计由于产能利用率提升。

存货下降。23H1 存货为 5.46 亿元，同比下降 16%，存货周转天数 129.2 天，同比下降 1.7 天；应收账款为 4.6 亿元，同比下降 15%，应收账款周转天数为 72.6 天，同比增长 2.1 天；应付账款为 0.78 亿元，同比减少 33.1%，应付账款周转天数为 21.0 天，同比减少 8.8 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，海外去库存下半年有望降幅收窄；（2）中期来看，未来公司棉袜及无缝扩产仍在持续；（3）长期来看，公司在持续做大大户外防晒袖套和防晒服的基础上，积极拓展其他品类。考虑海外需求恢复低于预期，下调 2023/2024/2025 年收入 25.82/29.89/36.88 亿元至 23.71/28.05/33.92 亿元、下调 23-25 年归母净利 2.76/3.36/4.35 亿元至 2.13/2.81/3.73 亿元，对应下调 23-25 年 EPS 0.72/0.88/1.14 元

至 0.58/0.76/1.01 元，2023 年 8 月 14 日收盘价 8.24 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 14/11/8X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险、终端消费需求疲软的风险、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)	2,052	2,354	2,371	2,805	3,392
YoY (%)	29.7%	14.7%	0.7%	18.3%	20.9%
归母净利润(百万元)	167	262	213	281	373
YoY (%)	131.7%	56.5%	-18.5%	31.8%	32.7%
毛利率 (%)	26.8%	25.8%	25.3%	26.5%	27.5%
每股收益 (元)	0.45	0.71	0.58	0.76	1.01
ROE	7.2%	10.5%	8.3%	10.5%	13.0%
市盈率	18.19	11.62	14.26	10.82	8.15

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@H1x168.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)	2022A	2023A	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E
营业总收入	2,354	2,371	2,805	3,392	净利润	262	213	280	372
YoY(%)	14.7%	0.7%	18.3%	20.9%	折旧和摊销	176	86	94	102
营业成本	1,747	1,772	2,061	2,459	营运资金变动	-144	39	-116	-164
营业税金及附加	15	24	28	24	经营活动现金流	310	375	299	356
销售费用	74	71	84	115	资本开支	-244	-151	-145	-130
管理费用	175	183	228	262	投资	0	0	0	0
财务费用	-9	38	34	44	投资活动现金流	-260	-147	-145	-129
资产减值损失	65	71	79	105	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-13	0	0	0	债务募资	1,384	-250	111	65
营业利润	-16	5	1	1	筹资活动现金流	-145	-433	-107	-159
营业外收支	292	239	321	425	现金净流量	-4	-204	47	67
利润总额	-12	2	-2	-2	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E
	280	241	319	423	成长能力				
所得税	19	28	38	51	营业收入增长率	14.7%	0.7%	18.3%	20.9%
净利润	262	213	280	372	净利润增长率	56.5%	-18.5%	31.8%	32.7%
归属于母公司净利润	262	213	281	373	盈利能力				
YoY(%)	56.5%	-18.5%	31.8%	32.7%	毛利率	25.8%	25.3%	26.5%	27.5%
每股收益	0.71	0.58	0.76	1.01	净利率	11.1%	9.0%	10.0%	11.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.7%	5.6%	6.9%	8.4%
货币资金	539	335	382	449	净资产收益率 ROE	10.5%	8.3%	10.5%	13.0%
预付款项	12	6	7	9	偿债能力				
存货	650	675	791	943	流动比率	1.34	1.40	1.38	1.45
其他流动资产	510	526	603	717	速动比率	0.82	0.78	0.76	0.80
流动资产合计	1,711	1,543	1,783	2,118	现金比率	0.42	0.30	0.30	0.31
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	36.0%	32.4%	34.7%	35.6%
固定资产	1,566	1,641	1,698	1,737	经营效率				
无形资产	259	250	240	231	总资产周转率	0.61	0.63	0.69	0.76
非流动资产合计	2,179	2,249	2,301	2,331	每股指标 (元)				
资产合计	3,890	3,792	4,085	4,449	每股收益	0.71	0.58	0.76	1.01
短期借款	643	393	504	568	每股净资产	6.74	6.95	7.23	7.77
应付账款及票据	236	267	313	374	每股经营现金流	0.84	1.02	0.81	0.96
其他流动负债	397	441	473	516	每股股利	0.00	0.36	0.46	0.46
流动负债合计	1,276	1,101	1,290	1,458	估值分析				
长期借款	119	119	119	119	PE	11.62	14.26	10.82	8.15
其他长期负债	7	7	7	7	PB	1.22	1.19	1.14	1.06
非流动负债合计	126	126	126	126					
负债合计	1,402	1,227	1,416	1,585					
股本	381	381	381	381					
少数股东权益	0	-1	-1	-3					
股东权益合计	2,488	2,564	2,669	2,865					
负债和股东权益合计	3,890	3,792	4,085	4,449					

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，13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：H1<http://www.H1x168.com.cn/H1xzq/H1xindex.H1tml>

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。