

2023年8月29日

成衣业务下滑，扣非净利大幅下降

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:	12.49/7.99
目标价格:		总市值(亿)	44.39
最新收盘价:	7.99	自由流通市值(亿)	6.29
		自由流通股数(百万)	78.73

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 25.50/1.25/0.48/3.14 亿元、同比下降 10.4%/36.0%/72.9%/-46.9%。归母净利增速低于收入主要由于管理及财务费用大幅提升；扣非净利降幅高于归母净利主要由于非流动资产处置损益大幅增长(8840 万元)；经营性现金流净额高于归母净利主要由于折旧增加及存货减少。

2023Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 12.40/0.69/0.15/1.79 亿元、同比下降 15.7%/48.8%/86.5%/-51.9%。

分析判断:

下滑主要来自成衣，国内市场好于海外。(1) 分品类来看，23H1 纱线/面料/成衣/其他收入分别为 1.88/4.46/19.19/0.03 亿元，同比增长 38.52%/1.41%/-15.72%/1231%。我们分析，全球经济复苏乏力叠加去年同期高基数影响，延续去年下半年以来的下滑趋势；其他收入增长主要源于光伏能源项目投产。(2) 分地区来看，境内/境外收入分别为 11.25/14.24 亿元、同比下降 0.51%/16.89%。

净利率降幅低于毛利率主要由于资产减值损失减少及资产处置收益增加。(1) 23H1 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率为 16.48%/4.92%/1.88%、同比下降 2.61/1.97/4.4PCT，从费用来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.47%/7.22%/1.16%/3.7%、同比增长-0.14/2.47/0.04/2.27PCT。销售费用下降主要由于公司控费效果明显；管理费用增长主要由于公司生产基地整合过程中有部分人员变动产生一部分离职补偿金、澳洲农场等相关费用及服务费用等增加；财务费用增长主要由于借款增加、且海外借款占比较高，而美元利率持续处于高位。资产减值损失占比同比下降 1.15PCT；资产处置收益占比同比增长 3.74PCT，主要为嵊州加佳路厂区资产出售收益；公允价值变动收益占比增加 0.55PCT；所得税率同比下降 0.5PCT。(2) 23Q2 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率为 16.40%/5.56%/1.15%、同比下降 4.02/3.58/6.2PCT，期间费用率合计增长 6.5PCT，资产处置收益同比增长 7.7PCT；减值损失合计占比下降 1.3PCT；其他收益、投资收益、公允价值变动合计占比减少 3.2PCT；所得税率同比下降 0.5PCT。(3) 从子公司看，23H1 新马服装/新马针织/BluetTrading 收入分别为 8.87/7.69/4.18 亿元、同比下降 27.6%/29.7%/14.8%，净利分别为 0.62/0.15/0.69 亿元、同比增长 135%/-69%/68%，净利率为 7.0%/1.9%/16.4%、同比增加 4.8/-2.4/8.1PCT。

公司存货同比下降。23H1 公司存货为 9.19 亿元，同比减少 26%，其中原材料/在产品/产成品占比为 30%/32%/38%、同比下降 11/4/-15PCT。存货周转天数为 91 天、同比减少 4 天。公司应收账款为 6.53 亿元、同比减少 7.09%，平均应收账款周转天数为 45 天、同比增加 2 天。公司应付账款为 4.25 亿元、同比下降 23%，平均应付账款周转天数为 39 天、同比减少 7 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。8 月 15 日公告拟投资 7 亿元收购天虹贸易 42.81% 股权 (对应 7XPE) 至 58.47%。对赌佳利达环保 23-25 年累计净不低于 9 亿元，未来环保公司利润有望超过主业。

考虑海外去库存下公司订单承压，下调 23/24/25 年收入预测 68.88/79.87/95.05 至 54.91/65.23/76.56 亿元，下调 23/24/25 年归母净利润预测 4.49/5.60/7.09 亿元至 3.03/4.12/5.18 亿元，对应调整 EPS 0.54/0.74/0.93 元，2023 年 8 月 28 日收盘价 7.99 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 15/11/9X，维持“买入”评级。

风险提示

项目投产进度不及预期、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	5,491	6,523	7,656
YoY (%)	9.7%	15.7%	-8.0%	18.8%	17.4%
归母净利润(百万元)	291	376	303	412	518
YoY (%)	-0.6%	29.1%	-19.5%	36.0%	25.7%
毛利率 (%)	15.9%	18.4%	17.4%	17.7%	17.7%
每股收益 (元)	0.57	0.68	0.54	0.74	0.93
ROE	14.2%	14.8%	10.7%	12.7%	13.7%
市盈率	16.04	11.75	14.66	10.78	8.57

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	5,966	5,491	6,523	7,656	净利润	384	309	420	528
YoY(%)	15.7%	-8.0%	18.8%	17.4%	折旧和摊销	332	296	329	368
营业成本	4,868	4,535	5,368	6,300	营运资金变动	-167	160	-182	-200
营业税金及附加	28	33	39	46	经营活动现金流	679	835	701	894
销售费用	139	137	150	176	资本开支	-733	-403	-485	-583
管理费用	317	326	323	313	投资	-286	76	-4	-5
财务费用	123	93	144	192	投资活动现金流	-1,010	-306	-463	-558
研发费用	77	55	65	77	股权募资	748	0	0	0
资产减值损失	-62	0	0	0	债务募资	380	3,147	3,757	4,297
投资收益	9	22	26	31	筹资活动现金流	878	3,047	3,588	4,060
营业利润	403	356	486	613	现金净流量	714	3,576	3,826	4,396
营业外收支	7	8	8	9	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	410	363	494	622	成长能力 (%)				
所得税	26	55	74	93	营业收入增长率	15.7%	-8.0%	18.8%	17.4%
净利润	384	309	420	528	净利润增长率	29.1%	-19.5%	36.0%	25.7%
归属于母公司净利润	376	303	412	518	盈利能力 (%)				
YoY(%)	29.1%	-19.5%	36.0%	25.7%	毛利率	18.4%	17.4%	17.7%	17.7%
每股收益	0.68	0.54	0.74	0.93	净利率	6.4%	5.6%	6.4%	6.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.1%	2.8%	2.7%	2.6%
货币资金	1,162	4,738	8,565	12,960	净资产收益率 ROE	14.8%	10.7%	12.7%	13.7%
预付款项	38	9	11	13	偿债能力 (%)				
存货	1,242	870	1,029	1,208	流动比率	0.96	1.01	1.03	1.04
其他流动资产	953	1,093	1,292	1,510	速动比率	0.60	0.88	0.93	0.96
流动资产合计	3,396	6,710	10,896	15,692	现金比率	0.33	0.71	0.81	0.86
长期股权投资	165	165	165	165	资产负债率	64.0%	72.6%	77.7%	80.6%
固定资产	2,373	2,488	2,653	2,877	经营效率 (%)				
无形资产	440	440	440	440	总资产周转率	0.81	0.51	0.43	0.38
非流动资产合计	3,946	4,061	4,226	4,450	每股指标 (元)				
资产合计	7,342	10,771	15,122	20,142	每股收益	0.68	0.54	0.74	0.93
短期借款	2,504	5,651	9,408	13,705	每股净资产	4.57	5.11	5.86	6.79
应付账款及票据	571	646	765	898	每股经营现金流	1.22	1.50	1.26	1.61
其他流动负债	453	351	406	468	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,528	6,648	10,579	15,070	估值分析				
长期借款	340	340	340	340	PE	11.75	14.66	10.78	8.57
其他长期负债	829	829	829	829	PB	2.35	1.95	1.71	1.47
非流动负债合计	1,168	1,168	1,168	1,168					
负债合计	4,696	7,817	11,747	16,239					
股本	556	556	556	556					
少数股东权益	107	113	121	132					
股东权益合计	2,645	2,954	3,375	3,903					
负债和股东权益合计	7,342	10,771	15,122	20,142					

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。