

2021年04月24日

# Q2有望迎来拐点，关注无缝新增客户贡献

## 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:	10.69/7.2
目标价格:		总市值(亿)	34.64
最新收盘价:	8.32	自由流通市值(亿)	34.64
		自由流通股数(百万)	416.36

### 事件概述

20年收入/净利/扣非净利分别为15.82/-5.28/-5.47亿元，同比下降11.12%/293.09%/337.71%，收入符合预期、净利低于预期，主要由于俏尔婷婷减值计提资产减值5.54亿元；但经营现金流2.59亿元、同比仅下降26%。20Q4收入/净利/扣非净利为4.32/-5.86/-5.92亿元、同比下降7.8%/1382.1%/2458%，收入增速较20Q3提升5.5PCT。每股派发现金红利0.35元(含税)，分红率为51%。

21Q1收入/净利/扣非净利为4.14/0.47/0.47亿元、收入/净利/扣非净利同比增长11.29%/-14.55%/4.44%、较19Q1增长3%/-32%/0%。净利同比下滑主要由于政府补助同比下降89%至153亿元。

### 分析判断:

**20年下滑主要来自无缝、棉袜平稳。**拆分来看，(1)棉袜业务订单充足，2020年公司棉袜业务收入10.6亿元，同比下降3.99%，我们判断收入略降主要受人民币升值影响、以美元计价收入基本持平，我们测算，实现净利0.3亿元、同比下降81%、净利率为2.8%，我们判断净利大幅下降主要受上半年产能利用率不足、部分客户阶段性降价以及关闭杭州工厂产生的一次性处置费用的影响；其中针织运动棉袜/休闲棉袜收入分别为8.79/1.81亿元，同比增长5.74%/-33.69%。从量价看，棉袜销量同比减少2.15%、推算价格同比略降1.88%，2020年个别客户有降价，目前已陆续调整回升。2021Q1棉袜业务实现收入2.95亿、同比增长20%，我们测算，净利0.51亿元、同比增长36%，净利率达17%。(2)无缝业务集中度高，2020年受客户减单影响大。2020年无缝业务前三大客户(DELTA、迪卡侬、UNIQLO)收入占比超过90%，客户采购规模减少约10%，其中，DELTA逐步扩大自有工厂的生产能力、2020年向其销售金额同比减少约17%。从财报端看，2020年无缝业务实现收入4.79亿元、同比下降25.24%，我们判断收入降幅大于采购规模降幅主要由于部分订单推迟、以及阶段性降价(2020年无缝量/价同比下降21%/6%)所致，我们测算，受减单影响全年亏损0.04亿元。2021年公司陆续开拓新客户，我们测算，21Q1无缝实现收入1.19亿元、同比下降6%，亏损398万。我们测算新客户21Q1已贡献超2400万元收入，我们估计以色列客户将于21Q2开始量产出货。

**20年毛利率受产能利用率影响下降，21Q1已恢复至疫情前水平。**20年毛利率为19.95%、同比下降9.24PCT，主要由于客户砍单后产能利用率下降、以及客户阶段性降价；21Q1毛利率为26.6%、同比增长2.1PCT、较19Q1增长0.5PCT。

20年亏损主要由于1)俏尔婷婷计提资产减值损失5.54亿元，2)受疫情影响产能利用率不足，以及部分客户有所降价影响毛利率，3)人民币升值产生汇兑损失1200万，4)关闭杭州棉袜工厂，产生一次性处置费用约800万元，5)兴安无缝工厂因疫情原因，长时间处于试生产阶段，产生约3,000万元亏损，6)2020年的股份支付费用约为1,256万元。从费用率看，20年销售/管理/财务费用率分别为3.16%/9.80%/1.64%、同比提升0.07/1.31/1.47PCT，财务费用率提升主要由于利息收入减少以及汇率变动损失。

21Q1净利率为11.45%、同比下降3.23PCT，主要由于销售/管理/财务费用率分别同比提升0.71/0.29/1.16PCT至3.43%/7.3%/0.35%，未交割的远期结汇合约产生公允价值变动净损失的收入占比同比提升0.35PCT至0.95%，以及其他收益(政府补助)/收入同比下降3.28PCT至0.71%。

### 投资建议

我们判断，短期来看，公司无缝业务21Q2核心客户将从3个扩展至6-7个，越南无缝的产能利用率有望得到改善；中长期来看，行业洗牌有利于优质公司集中度提升，公司凭借日本管理+欧洲研发+越南布局优势，有望提升市场份额。我们假设：1)棉袜产量稳步增长，2021/2022/2023年有望达到3.4+/3.9+/4.6亿双左

右。2) 2020 年国内无缝编织设备 400 台左右，越南 110 台；越南 110 台 2020 年尚未贡献产出、2021 年将贡献增量，另外我们估计 5-6 月公司有望在贵州新增 50 台无缝编织设备，中期来看 2023 年公司无缝设备将达 850-900 台，其中越南 300-350 台。3) 预计未来 3 年资本开支合计 4-5 亿左右。考虑到无缝拓展新客户、产能利用率有望逐渐爬坡，将 2021、2022 年 EPS 从 0.66、0.88 元上调至 0.68、0.92 元，目前股价对应 21/22PE 为 12/9X，新增 23 年 EPS 为 1.15 元、对应 23 年 PE 为 7X，目前股价已反映一定悲观预期，预期 Q2 有望迎来拐点，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情发展的不确定性、客户开拓的不确定性、汇率波动风险、棉价波动风险、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,780	1,582	2,034	2,571	3,150
YoY (%)	12.9%	-11.1%	28.5%	26.4%	22.5%
归母净利润(百万元)	273	-528	284	382	479
YoY (%)	32.4%	-293.1%	153.8%	34.5%	25.4%
毛利率 (%)	29.2%	20.1%	28.0%	28.4%	28.7%
每股收益 (元)	0.66	-1.27	0.68	0.92	1.15
ROE	9.0%	-22.1%	11.2%	13.9%	15.8%
市盈率	12.67	-6.56	12.19	9.06	7.23

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：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,582	2,034	2,571	3,150	净利润	-528	283	381	478
YoY (%)	-11.1%	28.5%	26.4%	22.5%	折旧和摊销	147	86	94	102
营业成本	1,264	1,465	1,841	2,245	营运资金变动	53	-129	-148	-163
营业税金及附加	14	18	23	28	经营活动现金流	259	279	368	460
销售费用	50	64	77	99	资本开支	-111	-152	-145	-130
管理费用	155	160	193	236	投资	20	0	0	0
财务费用	26	34	33	34	投资活动现金流	-35	-153	-147	-132
资产减值损失	-563	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	3	-1	-1	-2	债务募资	951	-147	101	-20
营业利润	-499	309	421	527	筹资活动现金流	-96	-325	-116	-239
营业外收支	-10	2	-2	-2	现金净流量	57	-199	106	89
利润总额	-509	311	419	525					
所得税	19	28	38	47	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	-528	283	381	478	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	-528	284	382	479	营业收入增长率	-11.1%	28.5%	26.4%	22.5%
YoY (%)	-293.1%	153.8%	34.5%	25.4%	净利润增长率	-293.1%	153.8%	34.5%	25.4%
每股收益	-1.27	0.68	0.92	1.15	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	20.1%	28.0%	28.4%	28.7%
					净利率率	-33.4%	13.9%	14.8%	15.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	-15.8%	8.4%	10.1%	11.5%
货币资金	534	335	441	530	净资产收益率 ROE	-22.1%	11.2%	13.9%	15.8%
预付款项	12	5	6	8	<b>偿债能力</b>				
存货	430	558	706	861	流动比率	<b>1.81</b>	<b>2.04</b>	<b>1.97</b>	<b>2.18</b>
其他流动资产	368	435	533	645	速动比率	1.22	1.18	1.14	1.25
流动资产合计	1,344	1,333	1,686	2,044	现金比率	0.72	0.51	0.52	0.56
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	28.4%	25.3%	27.9%	27.4%
固定资产	1,480	1,555	1,612	1,651	<b>经营效率</b>				
无形资产	263	253	244	235	总资产周转率	0.47	0.60	0.68	0.75
非流动资产合计	1,989	2,059	2,112	2,141	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,333	3,392	3,798	4,185	每股收益	-1.27	0.68	0.92	1.15
短期借款	419	272	373	353	每股净资产	5.73	6.08	6.58	7.31
应付账款及票据	175	220	280	341	每股经营现金流	0.62	0.67	0.88	1.11
其他流动负债	147	161	201	245	每股股利	0.00	0.33	0.42	0.42
流动负债合计	742	653	854	939	<b>估值分析</b>				
长期借款	201	201	201	201	PE	-6.56	12.19	9.06	7.23
其他长期负债	5	5	5	5	PB	1.40	1.37	1.26	1.14
非流动负债合计	206	206	206	206					
负债合计	948	859	1,060	1,145					
股本	416	416	416	416					
少数股东权益	0	-1	-2	-3					
股东权益合计	2,385	2,533	2,738	3,039					
负债和股东权益合计	3,333	3,392	3,798	4,185					

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。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

### 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。